

ניהול פיננסי - 13005

מחברת הקורס

סמינר 2025

מנחה: **בגש ד"ר שי צבאן**

Table of Contents

מפגש 1 - היברות, מטרת המימון, ערך עתידי, מכחוי ויישומים	2
מפגש 2 - המשך ערך מכחוי, "ישומים שונים, הבסיס לחישובי ריבית ופרויקטים	74
מפגש 3 – השלמות ריבית קלות וחישובי ריבית ופרויקטים	128
מפגש 3 – חישובי ריבית ותרגול ברמת בדינה בנושא ריביות ופרויקטים	<i>Error! Bookmark not defined.</i>
מפגש 3 – שלישי אחרון – קיצוב הון (יח' 7)	227
מפגש 4 – תרגול ברמת בדינה – פרויקטים ותזרימי מודרניים לתוכניות השקעה	274
מפגש 5 - מבוא למימון בעולם עם סיון	299
מפגש 6 - גישת תיקי השקעות – 18.5.2025	345
מפגש 6 - תרגול מסכם והערכות לבחינה (לא מעודכן!!!)	395
מפגש 7 – מקורות המימון של החברה – הון עצמי והון צד, ומשמעותם (יח' 9-11)	433
מפגש 8 – ההשפעה של תמהיל מקורות המימון על שווי החברה ומחייב ההון	457
נספח - הלואות	474

מפגש 1 - היכרות, מטרת המימון, ערך עתידי, נוכחי ויישומים

מטרות המפגש

א. היכרות

ב. התחלת החומר - ייחידה 5, ערך הזמן של הכספי - חישובי ערך עתידי

אופן הלמידה

החומרים במפגש יצומצמו ויסונכרנו עם המינימום החינויו ללמידה הסטנדרט. לצד זאת, מעת לעת, יקושו חומרו למידה לתרגול נושא עם פתרונות מלאים.

כל חומרה המפגשים לא יוצא מן הכלל, כולל כל הגדירות, הנוסחאות, הפתרונות - יקושו למסמך מותעכן זה שייהיה נגיש דרך פורום הלמידה שלנו וכן בתחתית הקלטות. אין צורך אמיתי לסכם בעצמכם; אם כי נשתדרל לפעול בקצב שיאפשר זאת, למי שמורগל או מורגלת בכך.

אתר הקורס מפורט, מסודר, וכולל סרטונים לגבי נושאים עיקריים, תרגילים בסיסיים ופתרונות נוספים. בקורס עצמו, העסוק בעיקר ביישומים מתקדמים יותר, מתוך המטרה היא שהמפגש נועד לתת כלים "מיידיים" להתמודדות עם שאלות ברמת המטלחה וברמת הבדיקה.

כמובן, נשתדרל לא למהר ולהציג הכל באופן סדור ושיטתי; אבל מוטב שייהיה לנו מרכיב במפגשים וסביר במטלות, אשר מפגשים חביבים בסטייל "פרווה" והתמודדות קשה מכך עם המטלות והבדיקה.

הבדיקה

השתנהה במבנה שלה - וצפואה להיות מרכיבת מ-20 שאלות רב-ברירה במשקל 5 נק' לשאלה, כולל בדיקת דרך. הבדיקה פיזית / פרונטלית במרכזי בדיקה כמו סוס.

פרטי ההתקשרות עמי

שי צבן, 050-6551519 [שאלות מקצועיות לגבי אתגרים **במטלות** - מומלץ להציג דרך הפורומים / קבוצות הדין הייעודיות] shay.tsaban@gmail.com

חוות הגשת מטלות ומטלת נוכחות

מטלות הקורס ותנאים לקבלת נקודות זכות

נדרש:

- א. הנגשת מטלות במשקל של 25% לפחות .
- ב. השגת ציון עבר (60) בבחינת הגמר ובקורס.

דרך שקלל הציון הסופי בקורס:

ממיינים 11, 12 ובנוסף מטלת החשתפות (מי"ה 55) – 10% עבר כל מטלה .
ממיינים 13-14 ו-5% עבר כל מטלה .
בחינת הגמר- 60%-75% מהציון הסופי יש לעבר את בחינת הגמר בציון 60 לפחות).

כדי לזכות במטלת נוכחות חוות להיות נוכחים ב-6 מטות 8 מפגשי הקורס לפחות . בדיקת הנוכחות תבוצע **בתחילת החצי הראשון ובתחילת החצי השני של המפגש באמצעות צילום מסך בזום ללא התראה**. נוכחות תיחס רק למי שנוכח כל המפגש עם מצלמה פתוחה ומיקרופון בשני החלקים (לעתים עלולה להתבצע בדיקת נוכחות נוספת, הכל לפי הידבק ומספר הנוכחים שילו את סיום המפגש). מעט לעת תבוצע בדיקות נוכחות נוספת.

לא יוכל לקבל בקשות להתחשבות בנוכחות בגין אייחורים וכיוצא בכך. חתך הזמינים הוא במועד צילום המסך .
סטטוס נוכחות נכלל בקובץ אך לא ניתן לבקש לעדכנו במידע.

התיקשות לשאלות הקהל (הבמה שלכם)

שאלה: עד כמה רוחה השימוש בנוסחאות וביישומים מתמטיים בקורס זה?

תשובה: רמת המתמטיקה - ברוב התרגילים - כפל, חילוק, והמון חזקות. ב-90 עד 95% מהקורס אלו הישומים.

אוקי, אז מה בקורס? מה זה מימון? ואיך ההבנה לגבי בינוי בקורס?

ענף המימון הוא תחום במנהל עסקים שדן בעיקר בשני נושאים: **ההשקעות** (השקעות בפרויקטים, בנכסיים וכיו"ב), וכן **במקורות גiros מימון** (הלוואות, אגרות חוב, מנויות). הכל מנוקודת ראות חברות (גופים עסקיים), ותוך שימוש בקריטריונים שיאפשרו אופטימיזציה להשקעות ולגייס המימון מתוך מטרת הול של המימון:

השאלה ערך לבאים.

לפי תורת המימון: המטרה של הפirma (החברה) היא להוביל לכך שהשווי שלה לבאים (בעלי המניות) יהיה גבוה ככל הנitin.

בשפה פשוטה: אם גיא, מאיה וצליל מקימים חברה (גמ"ץ בע"מ) לפי תורת המימון, המטרה של גמ"ץ היא להפוך את גיא, מאיה וצליל ל"עשירים".

השאלה העוקבת: מה בדיק צרך לעשות ואיך כדי להגדיל את הסיכוי להשאלה ערך החברה?

- נרצה לדעת
- (א) מהם תזרימי המזומנים ("הכסף שהחברה עושה") נטו.
 - (ב) עיתויי תזרימי תזרימי המזומנים (מתי החברה תקבל את התזרמים) - יח' 5, 6.
 - (ג) רמת הסיכון - יח' 8.

הקורס עוסק בכלים מתמטיים וקריטריוניים לקבלת החלטות שידונו בהיבטים הללו. המחזית הראשונה של הקורס עוסקת בהשפעות עיתויי תזרימי המזומנים - בעיקר באופן שבו ריבית משפיעה על ערך כספי בחלוף זמן. והמחזית השנייה של הקורס עוסקת במשמעות הסיכון. **עד הودעה חדשה, נעלם מקיומו של סיכון.**

בהשפעות עיתויי התזרמים על הערך, נחיל מסוג החישוב הבסיסי ביותר: **ערך עתידי - Future Value** או **FV**. לעיתים תראו בחומרה הקורס סימונים כגון V_t (השווי $Value$ בזמן עתידי מסוים t). ערך עתידי הוא חישוב שטורטו לשקף את ההשפעה המתמטית של צבירת ריבית בגין השקעות והלוואות. כאשר משקיעים - הריבית הנצברת מובילה לכך שנקלל יותר ממה שהשקענו (בעתיד). כאשר לוים - הריבית הנצברת מובילה לכך שנזיר יותר ממה שקיבלנו.

נושא 1: יח' 5 - חישובים פיננסיים של ערך עתידי (FV)

של תזרימי מזומנים ויישומים

מיini רציו: כיצד מבוצעת צבירת ריבית בגין סכום / סכומים בהלוואות ובהשקעות

- היחידות הראשונות בקורס הן יחידה 1 (שיעור במתירה הפיננסית של חברה) ויחידה 5. יחידה 1 היא תיאורטית, מיועדת ללימוד עצמי טהור, ובדרך כלל יש עליה בין 0 ל-1 שאלות בבחן.
- לכן, מתחילה את הדין ביחידה העוקבת – יח' 5.

רקע קטן ליח' 5 – מהו ערך עתידי ואיך הוא משתמש במסגרת הכללית יותר של ניהול פיננסים:

- ניהול פיננסים (מיימון) עוסק במהותו בניהול השקעות, גiros המשאבים הנדרשים לביצוע השקעות וניהול וגידור סיכון פיננסים.
- בשלב ראשון, הסוגיות הבסיסיות ביותר במיימון הן אלו הקשורות **לחישובים פיננסיים** (חישובים **מספריים של ערכיים כספיים**). חישובים אלו הם מגוונים, ואחד הנפוצים שבהם הוא חישוב הצבירה של ריבית, באופן שմסקף את ערך הזמן של הכסף.
- **ספציפית – המושג "ערך עתידי"** (FV = Future Value) שהוא אחד מהבסיסיים בחישובים פיננסיים – אם אנחנו מפקידים (או לוים), ככל הנראה נקבל חוזה (במקרה של השקעה) או נדרש לשלם (במקרה של הלוואה) סכום גבוה יותר בעתיד, שמסקף חישוב של צבירת ריבית.
- אנו נרצה לחשב ערך עתידי FV כסך הצבירה העתידית כולל ריבית הנוצרת בגין סכומים כספיים :

חלק טכני



ערך עתידי של סכום יחיד.

ערך עתידי של סדרה (בעיקר סדרות של הפקדות, הפרשות לפנסיה).

חלק כלכלי

יישומים כלכליים ותילוצים – להבין מתוך נתוני בעיה כלכלית מה נתנו ומה נדרש, ולהשתמש במשוואות רלוונטיות של ערך עתידי לחילוץ מຕבוקש.

- סוג חישוב מורכב יותר הוא החישוב ההפק – ערך נוכחי – PV. הפעם, מדובר בתרגום רעוני של סכומים שצפויים להתקבל (או להיות מושלמים בעתיד) כך שנשקף את ערכם בהווה.
- נדונן במחצית השנייה של המפגש.

שאלה 1 – חישוב ערך עתידי (FV) של סכום בודד, בריבית קבועה, ללא התאמת ריבית
 גיא הפקיד 500,000 ש"ח לתוכנית חסכו הנושאת ריבית שנתית בשיעור 4%. בתום 5 שנים יפרע החסכו. מהו הסכום שיקבל גיא?

פתרונות :

נתון :
 בשאלות ערך עתידי – כמה גיא מפקיד היום - PV - ע"נ (ערך נוכחי).
 מה רוצים לדעת : כמה יהיה לגיא בעתיד – ערך עתידי - FV.
 במלים אחרות, החישוב הוא כזה שדורש להמיר PV לערך עתידי - FV.

לפוארה – החישוב פשוט : אקח 4% ריבית, אכפול ב-5 שנים ריבית (20%) והסכום הכלל הנცבר יהיה בהתאם :

$$500,000 + 500,000 * 20\% = 600,000$$

בפועל – מקובל מאד כברירת מחדל שלא לבצע חישוב בצורה לעיל (חישוב ריבית פשוטה "חריג"), אלא לישם טכנית חישוב המתבססת על ברירת מחדל של ריבית דרייבית (חישוב שיווצר מנקודת הנחה שהסכום שהופקדו צוברים ריבית, ובכל תקופה – הריבית הנוספת נצברת על הסכום כולל הריבית המגולמת). כולם בשלבים :

בתום השנה הראשונה הסכום הנცבר – תוספת ריבית לשנה :

$$FV_1 = 500,000 * (1 + 4\%)$$

בתום השנה השנייה – סכום זה צובר ריבית נוספת לשנה :

$$FV_2 = 500,000 * (1 + 4\%) * (1 + 4\%)$$

בתום השנה ה-5, לאחר שהתהליך ורצף המכפלות חוזר על עצמו 5 פעמים נקבל – **זו התשובה** :

$$FV = 500,000 * (1 + 4\%)^5 = 608,326.45$$

از בואו נכליל: כאשר רוצים לחשב ערך עתידי (FV, מה יהיה לנו בעתיד) כתוצאה מהפקדה בזוזת (PV) כאשר הריבית קבועה, הנוסחה היא¹:

$$FV = PV * (1 + r)^t$$

כאשר :

הערך FV מייצג את הסכום העתידי הנცבר (ערך עתידי, Future Value).

הערך PV מייצג את סכום ההפקדה, שمبוצע בהווה (Present Value, הערך הנוכחי).

הערך r מייצג את שיעור הריבית.

הערך t מייצג את מספר התקופות.

הערה נוספת : השימוש בחזקה ולא בכפל / חיבור ריביות נובע מהנחה בירית המחדל (בקורס ובחים עצם) של "ריבית דרייבית" שמשמעותה, שהריבית בתקופות העוקבות נצברת לא רק על הקמן הראשוני, אלא גם הריבית שנבעה מתקופות קודמות. הכפל בשרשראת שיווצר בעצם החזקה בرمלה החישובית – מבטא זאת.

¹ לעיתים ביחידות הלימוד מקובלת הנוסחה t $V_t = V_0 * (1 + r)$. זה כמוון אותו דבר.

שאלה 2 - ערך עתידי (FV) של סכום בודד היום (PV), בריבית משתנה, ללא התאמת ריבית
 מאיה הכבאית לוותה (נטלה הלוואה) בסך 200,000 ש"ח הנושאת ריבית שנתית כדלקמן:
 7% לשנה בכל אחת מ-3 השנים הקרובות.
 8% לשנה בכל שנה לאחר מכן.
 הלוואה תפרע יחד עם הריבית הצborough בחלוף 10 שנים.
 נדרש: מהו הסכום הכלול שעל מאיה הכבאית לשלם (קרן+ריבית) בתום 10 שנים?

פתרון:

נתון: כמה מאיה לוותה היום (PV), סכום ייחד, והריבית משתנה.
מה רוצים לדעת? את הסכום העתידי שהוא $-FV$.
 שימוש לב, בהתאם לניסוח השאלה, הריבית הראשונה תקפה 3 שנים. הריבית בהמשך תקפה בכל שנה לאחר מכן עד לסיום העסקה (שהיא בתום 10 שנים). לכן, הריבית הבאה בתור תקפה 7 שנים (בשנים 4 - 10 כולל).

$$FV = 200,000 * (1 + 7\%)^3 * (1 + 8\%)^7 = 419,901.68$$

הכללה לנוסחה:

$$FV = PV * (1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots$$

כאשר:

הערך FV הוא הערך העתידי המוחושב (הסכום העתידי הכלול, קרן + ריבית).

הערך PV הוא סכום ההפקדה או הלוואה "היום".

הערכים r_1 ו- r_2 וכיו"ב, מייצגים את הריביות השונות בעסקה.

הערכים t_1 ו- t_2 וכיו"ב מייצגים את מספר התקופות שבהן כל ריבית תקפה.

ערך עתידי של סדרה (FV of Annuity)

כשחישבו לעיל ערך עתידי של סכום ייחד הenthalיך היה אינטואיטיבי יחסית: נוטלים את סכום ההלוואה או ההשקעה, קופלים ב-1 ועוד הריבית בחזקת מספר התקופות.

כשאנו דנים בסדרות, לעומת זאת – אנחנו מדברים על מקרה אחר: על מצב שבו, למשל, אנו מפקדים כל חודש, במשך 5 שנים לחסכו. גם במקרה כזה יצטבר כموון ערך עתידי כולל ריבית במועד הפירעון; אלא שאופן חישובה מורכב הרבה יותר –

מדוע? משום שכל הפקדה צוברת ריבית פרק זמן שונה עד לנקודת הזמן המשותפת של הפירעון. לכן, ובכדי לאפשר פתרון בפרק זמן סביר, מוצאים שימוש בנוסחה מתמטית של חישוב ערך עתידי של סדרות, זו נוסחה שiodעת לייצר "פקטור" (מכפיל) שבאמצעותו נוכל לחשב ב"מכח אחת" את הערך העתידי המכרי של

$$FV_{SERIES} = PMT * FV_{SERIES}^{FACTOR} \rightarrow PMT * FVFA$$

אלא שצורך להזכיר מאי ביחסו הנוסחה:

- ראשית, בהיבט המקרים שבהם ניתן לישמה,
- שניית – במנוחי נקודת הזמן העתידית שאליה מגאים בחישוב.

שאלה 3 - ערך עתידי של סדרת תשלוםים (ס"ת), ללא התאמות

שירן מתכוננת להפקיד בתום כל שנה במשך 8 שנים סכום של 10,000 ש"ח. מהו הסכום הכולל שיימוד לרשותה של שירן בתום 8 השנים, אם הריבית השנתית בחסכון היא 4%?

פתרון:

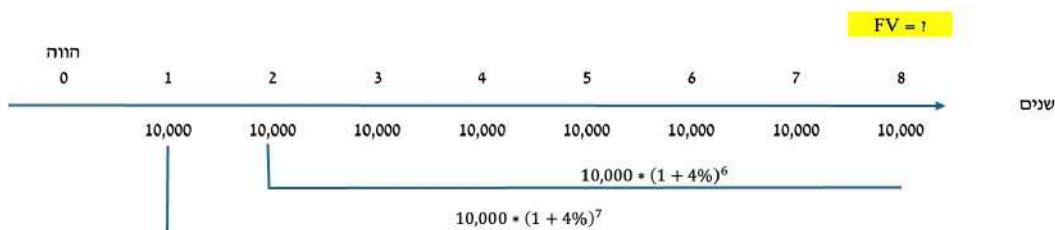
נתון:

הסכום שירן הפקידה **בשנה** (באינטרול זמן קבוע/**תדירות קבועה**)

הוא **10,000 (סכום קבוע)**

ובסיבת **הרכיבת** שבה מבוצעות הפקדות היא 4% (**ריבית קבועה**).

בקצרה: חישוב ערך עתידי של סדרה לפי נוסחת חישוב מקוצרת דרוש ס"ת קבוע (סכום, ריבית, תדירות)



דרך הפתרון:

כאשר אני מזזה סדרה שהיא סר"ת (סכום, ריבית, תדירות) קבוע
או ורק אז - חישוב הערך העתידי המצרי (סך הצבירה הכללת, לרבות כל התזרים וריבית "נכונה"
בגין כולם) מtabסס על הנוסחה הבאה שהיא נוסחת ערך עתידי סדרתי (MOVIL תמיד נקודת הזמן של
התזרים האחרון בסדרה) – הנוסחה המתמטית לחישוב ערך עתידי של סדרה קבועה:

$$FV_{Series} = \text{pmt} * \frac{(1 + r)^t - 1}{r}$$

כאשר :

הערך FV Series הוא הערך העתידי של הסדרה.

הערך pmt מסמל את ההפקדה / התזרים התקופתי קבוע (ביח' הלימוד לעתים מסומן כ- a).
הערך t מסמל את הריבית לפרק הזמן בין תשלוםמים (כאן – הפקדות כל שנה, תזוז ריבית שנתית).
הערך r מסמל את מספר התשלומים בסדרה.

תזכורת: בשאלת זו ציינו עסקה במסגרת נפקיד כל שנה 10,000 ש"ח (זהו ה- PMT), כאשר הריבית לפרק הזמן
בין תשלוםמים (لتקופת הפקדה – שנה) היא כנתון 4%, ומספר הפקדות – 8.

$$FV_{Series} = 10,000 * \frac{(1 + 4\%)^8 - 1}{4\%} = 92,142$$

כמה דגשים :

- חישוב ערך עתידי של סדרה דורש שימוש בריבית שתקופתה זהה לפרק הזמן בין תשלוםמים. כאן, ההפקדות שנתיות כנתון, והריבית שנתית 4% כנתון, וזה נפלא. בישומים מתקדמים יותר לא תהיה חפיפה בין תקופת הריבית הנתונה לתקופת ההפקדה, מה שידרש מאיתנו עבודה נוספת.
- ערך t במערך החזקה בביטויים כשלוקים בסדרות הוא **מספר תזרימי המזומנים** (כאן – מספר ההפקדות) ולא מספר התקופות.
- **ערך עתידי של סדרה מוביל אליו תמיד נקודת הזמן שהיא מועד התזרים האחרון בסדרה** (כאן – החפקדה האחרונה בתום השנה ה-8, ולכן הערך העתידי הוא סך הצבירה לתום השנה ה-8).

טיפ:

מעבר ליכולת הטכנית לחשב את ערך העתידי הכלול המऋפי של סדרה ניתן לחישוב על ידי מכפלת סכום התשלומים התקופתי הקבוע (PMT) בביטוי:

$$\frac{(1 + r)^t - 1}{r}$$

אפשר גם לשולב באופן ישיר את ערך הפקטור מתוך חוברת שנקראת "נספח א' לכרך ד'" בלוח א-2, חוברת זו כוללת לוחות (טבלאות) שנitin לשולב מהן את ערך הפקטור ללא צורך בהצבה של ריבית r ומספר תשלומים t . כך למשל, עבור $r = 4\%$ ומספר תשלומים $t = 8$ הערך מהטבלה הוא 9.214, והוא נקבע ב- PMT קרי בסכום ההפקדה הקבוע.

אצלנו כזכור – הפקודה כל שנה, ריבית 4% , במשך 8 שנים, סכום הפקודה 10,000 :

$$FV_{Series} = PMT * FVFA(r, t) \rightarrow PMT * FVFA(4\%, 8)$$

$$FV_{Series} = 10,000 * FVFA(4\%, 8)$$

$$FV_{Series} = 10,000 * 9.214 \approx 92,140$$

נפתח את לוח א-2 בנספח א' לכרך ד' (עמ' 21) :

t	r	1%	2%	3%	4%	5%
1		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2		2.010	2.020	2.030	2.040	2.050
3		3.030	3.060	3.091	3.122	3.153
4		4.060	4.122	4.184	4.246	4.310
5		5.101	5.204	5.309	5.416	5.526
6		6.152	6.308	6.463	6.633	6.802
7		7.214	7.434	7.662	7.898	8.142
8		8.286	8.583	8.892	9.214	9.549
9		9.369	9.755	10.159	10.583	11.027
10		10.462	10.950	11.464	12.006	12.578
11		11.567	12.169	12.808	13.486	14.207

כך שבעצם, דרך כתיבה מקוצרת של חישוב ערך עתידי של סדרה שבמקרים רבים מופיעה בתרגילים :

$$FV_{Series} = pmt * FVFA(r, t)$$

כאשר :

הערך pmt הוא סכום ההפקדה הקבוע.
הערך $FVFA$ הוא למעשה התוצאה של הנוסחה / הלוח שמתאים לריבית עסקה (r) ומספר התשלומים (t)

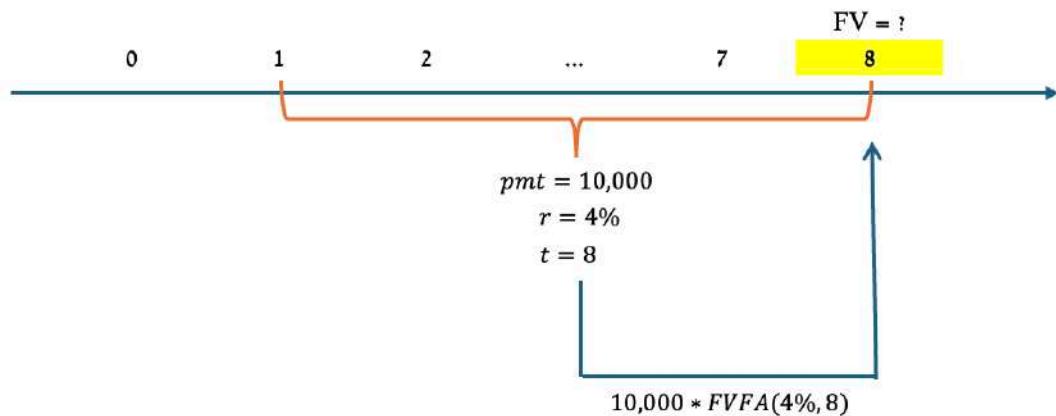
כלומר הפתרון במרקם רבים יוצג כך:

$$FV_{Series} = 10,000 * FVFA(4\%, 8) = 10,000 * 9.214 = 92,140$$

זהירות: ביחידות הלימוד, בנספח א' לפרק ד' וכן בחלק מהפתרונות באתר, במקום $FVFA$ הסימן יהיה **מע"ס** (ראשי תיבות של מקדם ערך עתידי סדרתי).

דges חשוב לגבי המועד אליו מגיעים בחישובי סדרה בערך עתידי:

חישוב ערך עתידי של סדרה (בנוסחה או באמצעות לוח א-2) משקף את סך הצבירה (קרן + ריבית) לנקודת הזמן המיצגת את התזרים האחרון בסדרה. למה הכוונה? כאמור, הפקדנו בתום כל שנה 8 שנים. כשחישבנו ערך עתידי סדרתי, הגיעו לנו לסך הצבירה לתום שנה 8 שווה מה שרצו - וכך סימנו. אבל מה היה קורה אם ההפקדה האחרונה בזמן 8, אך לאחר מכן נמשכת צבירת ריבית נוספת? בכך תעורר השאלה הבאה.



שאלה 3.0.1 – ערך עתידי של סדרה – המחשבת העקרון: "דע לאן אתה הולך" (לאן ה- FVFA מוביל) נתנה מתכוון להפקיד בתום כל חודש במשך שנה סכום של 1,000 ש"ח. לאחר מכן, בכוונתו להותיר את הסכום שנצבר בחסכוון שנתיים נוספות (לא הפקודות נוספת) כאשר הפירעון יחול בתום השנה ה-3 (ביחס להיום). הריבית הנצברת לאורך כל תקופת החסכוון היא ריבית חודשית בשיעור 1%.

נדרש: מהו הסכום העתידי שיימוד לרשותו של נתנו בתקופה של שנתן בתום השנה ה-3?

פתרון:

זהו: מדובר בערך עתידי (חישוב סך הצבירה לעתיד) <>> של סדרה "מפקיד כל חודש" <<< קבועה.

כלל: עליי להකפיד ולהבין בסדרה – מהו עיתוי תחילתה ומהו סיוםה.

הפקודה בתום כל חודש שנה: בתום כל אחד מה חודשים 1 עד 12.

אם אחשב ערך עתידי לסדרה זו, בהדרגה, קיבל את הערך העתידי למועד ההפקודה الأخيرة. במלים אחרות, אם אrox כמו חמור גרים לנוסחה:

$$FV = PMT * FVFA(r, t) \rightarrow FV = 1,000 * FVFA(1\%, 12) \rightarrow FV_{12} = 1,000 * 12.683 = 12,683$$

האם זו התשובה הסופית בהתאם לנדרש?

מה פתאום. זהה סך הצבירה למועד ההפקודה الأخيرة קרי לתום החודש ה-12 (תום השנה ה-1). אנחנו צריכים לחתת תוצאה זו ולעבד אותה באופן שיבטא צבירה ריבית נוספת עליה במשך 24 חודשים נוספים (שנתיים נוספת עד הפירעון).

$$FV_{36} = \textcolor{red}{FV_{12}} * (1 + 1\%)^{24} \rightarrow \textcolor{red}{1,000 * 12.683} * (1 + 1\%)^{24} = 16,104$$

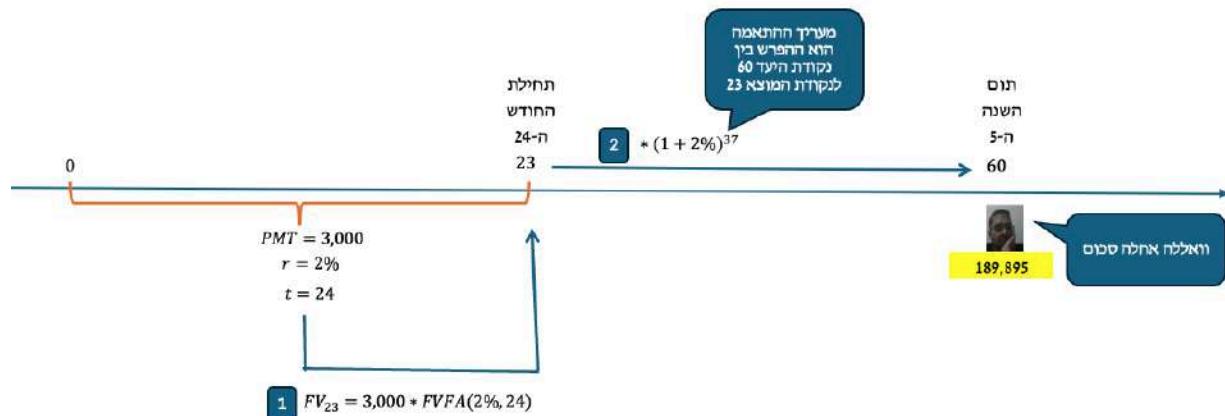
לאחר הטיפול הראשוני בסדרה, נוצרת צבירה המהווה סכום ייחיד למועד ההפקודה الأخيرة (זמן 12). כל שעליינו לעשות הוא להתייחס לסכום זהו כאילו הוא PV (סכום בודד) שצובר ריבית שנתיים נוספות עד הפירעון – צבירה ריבית פשוטה זו היא ע"י מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת מספר התקופות של הצבירה הנוספת.

שאלה 3.0.2 – עדכ עתידי של סדרה, המקרה של הניסוח הדן ב"הפקדות תחילת תקופה"



תאמר מתכנן להפקיד בתחילת כל חודש (הפקדה ראשונה היום) משך שנתיים סכום של 3,000 ש"ח. הסכום הנזכר יישאר בחסכו ויבור ריבית נוספת עד לפרעון, בחלוף 5 שנים מהיום. מהו הסכום הכללי שייעמוד לרשותו של תאמר במועד הפרעון, אם הריבית החודשית היא 2%?

פתרון :



תהליך הפתרון המתמטי והסביר מילולי מלא:

$$FV = 3,000 * FVFA(2\%, 24) * (1 + 2\%)^{37} \approx 189,895$$

שלב 1 : מכפלת סכום ההפקדה בימי הסדרתי המתאים במספר הפקדות, מוביל למועד ההפקדה الأخيرة ומן 23

שלב 2 : התאמת התוצאה מזמן 23 לזמן 60 (מועד הפרעון) ע"י מכפלת 1-ב-מועד הריבית בזאת ההפרש בין מועדים אלו $60 - 23 = 37$

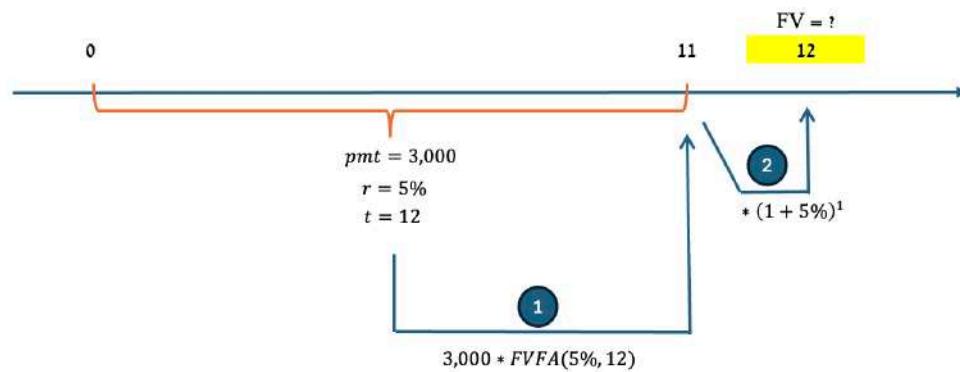
שאלה זו מרכזית מאד, למרות שנחשבת קללה, משום שהיא מתחילה לטעת בנו את הניצנים לגבי סוגיות היסוד של: מה זה אומר תזרימי תחילת תקופה, ואיך ממקמים אותם על הציר? וכי怎ת מתבטאת העובדה שערך עתידי של סדרה לא תמיד מוביל לנקודת היעד, אלא למועד ההפקדה الأخيرة, מה שעשו להצדיק התאמה רלוונטית.

שאלה 3.1 – ערך עתידי של סדרה – תזרימי תחילת תקופה – ערךון "המייקום על הציר"

יבגני מתכוון להפקיד בתחילת כל שנה במשך 12 שנים סכום שנתי של 3,000 ש"ח. הריבית השנתית היא 5%. הפקdon ייפרע בתום השנה ה-12. מהו הסכום הכולל שייעמוד לרשותו של יבגני?

פתרון :

גם במקרה זה, מדובר בערך עתידי של סדרה. עצם העובדה שצינו שההפקודות בתחילת כל שנה משמען – שההפקודה הראשונה היא בזמן 0 (במקום זמן 1) וההפקודה الأخيرة היא בזמן 11 (ולא בזמן 12, כי תחילת השנה ה-12 היא למעשה תום השנה ה-11).



邏輯: Stage (1) represents the present value of the annuity due at time 0, which is the present value of the annuity at time 11 plus the value of the final payment at time 12. The final payment is calculated as $3,000 * (1 + 5\%)^1$.

$$FV_{12} = 3,000 * FVFA(5\%, 12) * (1 + 5\%)^1 = 3,000 * 15.917 * 1.05 \approx 50,139$$

הערה טכנית – איך הגיעו ל-15.917?

שתי אפשרויות.

אפשרות א – מתמטית:

$$FVFA(r, t) = \frac{(1+r)^t - 1}{r} \rightarrow \frac{(1+5\%)^{12} - 1}{5\%} \approx 15.917$$

אפשרות ב – באמצעות הלווחות (לוח א-2 שהוא לוח FVFA בנספח א לפרק ד):

$t \setminus r$	1%	2%	3%	4%	5%	6%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050	2.060
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.153	3.184
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310	4.375
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526	5.637
6	6.152	6.308	6.463	6.633	6.802	6.975
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142	8.394
8	8.286	8.583	8.892	9.214	9.549	9.897
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027	11.491
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578	13.181
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207	14.972
12	12.683	13.412	14.192	15.026	15.917	16.870
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713	18.882
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599	21.015
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579	23.276

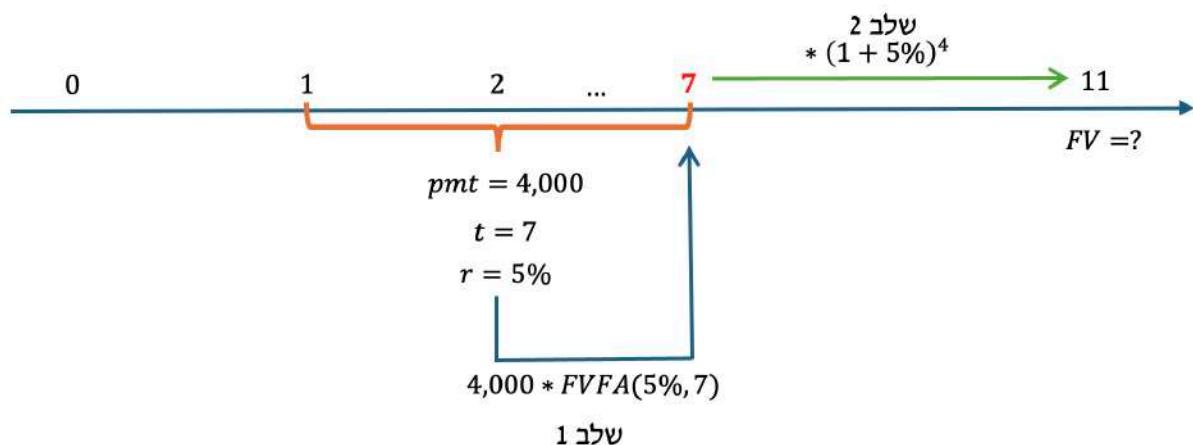
שאלה 4 - ערך עתידי של סדרת תשלוםים, עם התאמות (דחיה בפירעון) - לבית

צליל מתכונת להפקיד בתום כל שנה במשך 7 שנים סכום של 4,000 ש"ח. בחלוף 7 שנים תפסקנה ההפקדות, אך החסכו יצבור ריבית עוד 4 שנים נוספות (פирעון בחלוף 11 שנים). הריבית השנתית בחסכו היא 5%. מהו הסכום הכולל שייעמוד לרשותה של צליל בתום 11 שנים?

פתרון :

נתון : סכום ההפקדה החודשי (סדרה, סר"ת), אך כאשר הסדרה מסת经理ת, אין פירעון אלא צבירה ריבית נוספת המטרה : לחשב ערך עתידי של סדרה עם "צבירה נוספת"

שימו לב : ערך עתידי של סדרה מוביל למועד התזרים האחרון בסדרה. כאן, התזרים האחרון (ההפקדה الأخيرة) היא בתום השנה ה-7, ולכן, יש לבצע התאמה נוספת של נוספת הסדרה לגילום ריבית מזמן 7 לזמן 11, וזאת ע"י מכפלה ב-1 ועוד הריבית :



בsek הכל החישוב כולל יהיה כמפורט להלן :

$$FV_{11} = 4,000 * FVFA(5\%, 7) * (1 + 5\%)^4 = 39,587$$

ערך עתידי של מספר סדרות

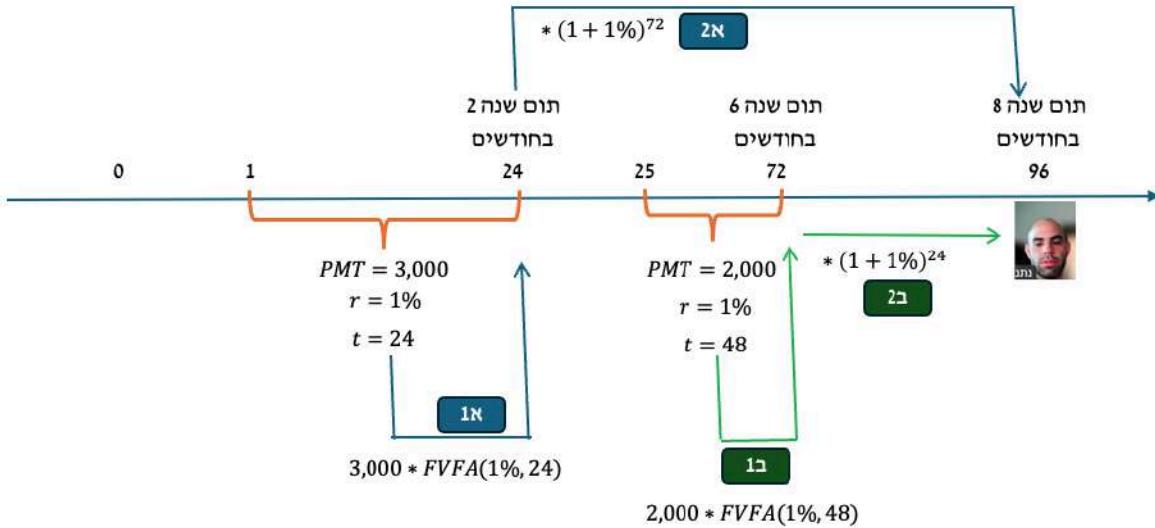
אמרנו שערך עתידי של סדרה ניתן לחשב בצורה מצרפתית עם FVFA (מעע"ס) כאשר מדובר בסדרה קבוע – סכום קבוע, ריבית קבועה, תזרות קבועה.

אלא שגם אם מדובר בערכים משתנים, כל עוד ניתן להזות "מקטיעים" שבهم הסדרה קבוע נשמר – ניתן לפתור על פי הנוסחה: נחשב ערך עתידי מצטבר לכל חלק בנפרד, ובנוסף בגינו התאמות לנקודת הזמן הנדרשת. נדגים להלן.

שאלה 4.0.1 – ערך עתידי של מספר סדרות – נתנה



נתנה מתכון להפקיד בתום כל חודש במשך שנים שניים סכום של 3,000 ש"ח. בתום כל חודש במשך 4 שנים לאחר מכן, הוא מתכון להפקיד 2,000 ש"ח. במהלך השנהו האחרונים (העסקה ל-8 שנים בסך הכל) לא יפקיד דבר, אך הריבית תמשיך להצטבר על הסכום הנוכחי בחסכו. הריבית החודשית בהסדר לכל אורךו היא 1% לחודש. נדרש: מהו הסכום הכולל שיימוד לרשותו של נתנה בתום השנה ה-8?



ביטוי מתמטי מלא וחפירת הסבר מילולי:

$$FV = 3,000 * FVFA(1\%, 24) * (1 + 1\%)^{72} + 2,000 * FVFA(1\%, 48) * (1 + 1\%)^{24} \approx 321,125$$

הסביר המילולי בעמוד הבא.

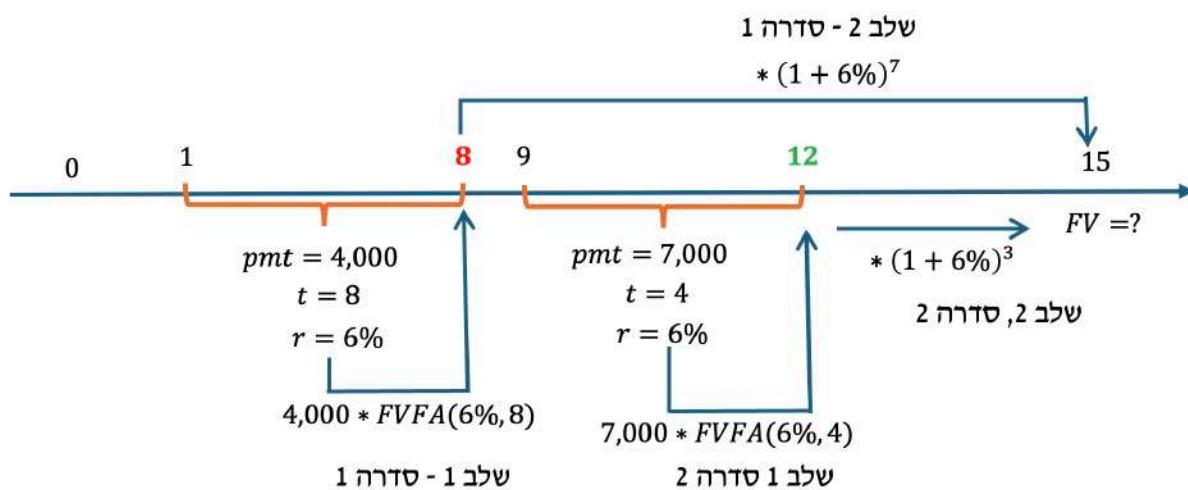
מה היה פה? נשים לב שקיים שני ביטויים עם סימן חיבור ביניהם. מצב כזה טיפוסי וטبعי מאד במצב שבו קיימות שתי סדרות, שלא נייחס אליהן באותו ביטוי, אך שתיהן משפיעות (ולפייכ – סכימה) על הערך העתידי המctrבר הכלול.

האיבר השמאלי מתיחס לסדרה הראשונה – שכל איבר בה הוא 3,000 ש"ח, ריבית 1%, ומספר ההפקודות בתקופה הוא 24 (במשך שנתיים). הואיל וסדרה זו הסתיימה בזמן 24, אך המטרה היא לשקף צבירה לתום השנה ה-8, זמן 96 בחודשים, עליינו לדוחף את התוצאה מה-24 ל-96 כלומר 72 חודשים, קדימה, ומכאן הערך במכפלה נוספת ב-1 ועוד שיעור הריבית בחזקת 72 בביטוי שמאלי זה.

האיבר הימני מתיחס לסדרה השנייה, שכל איבר בה הוא 2,000, ריבית 1%, ומספר ההפקודות בתקופה הוא 48 (במשך 4 שנים, כל חודש). הואיל וסדרה זו הסתיימה בזמן 72 (תום השנה ה-6, היו שנתיים ועוד 4) הרי שנדרש דחיפה קדימה של התוצאה מזמן 72 ל-96, כלומר מכפלה ב-1 ועוד הריבית של איבר ימני זה בחזקת 24.

שאלה 5 - ערך עתידי של "מספר סדרות", עם התאמות
רפהל מתכוון להפקיד בתום כל שנה במשך 8 שנים סכום של 4,000 ש"ח, ובתום כל שנה במשך 4 שנים לאחר מכן סכום של 7,000 ש"ח. לאחר מכן מכון תפסקה ההפקודות, ורפהל יצבור ריבית נוספת בגין ההפקודות עד למועד הפירעון שיחול בעוד 15 שנים. בהנחה שהריבית השנתית בחסכוון 6%, מהו הסכום הכלול שייעמוד לרשותו של רפהל?

פתרון :
אי אפשר להתייחס לשאלה זו ככוללת סדרה בודדת. זאת, משום שסכום תזרימי המזומנים משתנה בחלוף 8 שנים. יחד עם זאת, אם ניתן להזוזה בתוך העסקה הכוללת תזרימיים עם נתונים משתנים (שינויי בסכום, בריבית וכיו"ב) – תתי מקטעים שבהם מתקיים סר"ת קבוע (סכום, ריבית, תזריות קבועה), נתייחס לכך כאל מספר סדרות, ונטפל בחישוב הערך העתידי של כל אחת מהן בנפרד, עם התאמות מתבקשות.



ובכתוב מסודר יותר, הערך העתידי לזמן 15 של כל סדרה בנפרד :

$$FV_{1\text{סדרה}}(15) = 4,000 * FVFA(6\%, 8) * (1 + 6\%)^7$$

$$FV_{2\text{סדרה}}(15) = 7,000 * FVFA(6\%, 4) * (1 + 6\%)^3$$

וכדי להגיע לכך הכל נחבר בין הערך העתידי של הסדרות :

$$FV = 4,000 * FVFA(6\%, 8) * (1 + 6\%)^7 + 7,000 * FVFA(6\%, 4) * (1 + 6\%)^3$$

$$FV = 4,000 * 9.897 * (1 + 6\%)^7 + 7,000 * 4.375 * (1 + 6\%)^3 = \boxed{96,000.58}$$

הסבר : כאשר חל שינוי ברכיבי סדרה (בסכום ההפקדה, ברכיבית בין הפקדות, בתדירות ההפקדות), אנו נפצל את החישוב למספר תתי-סדרות, שכל מהן בעל פתרונות קבועים. למעשה, יש לנו סדרה ראשונה עבור 8 הפקדות הראשונות, וסדרה נוספת, שנייה, עבור 4 הפקדות לאחר מכן.

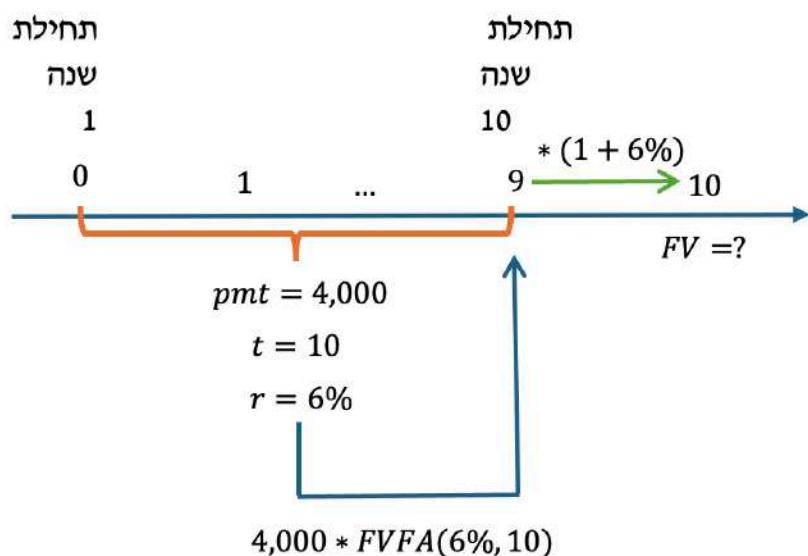
ערך עתידי של סדרה (לרבות תתי-סדרה) מוביל תמיד לנקודת ההפקדה الأخيرة. לכן, הערך העתידי של תתי-סדרה הראשונה הוביל לזמן 8. בהינתן שהפירעון איינו בזמן 8 אלא רק בזמן 15, علينا להתאים / "לדוחף" את התוצאה של הסדרה הראשונה עוד 7 שנים קדימה, בזמן 8 לזמן 15. זאת, על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת .⁷

הסדרה השנייה היא בשנים 9, 10, 11, 12. כמובן, הערך העתידי של הסדרה שמוביל למועד ההפקדה الأخيرة מוביל בזמן 12. בהינתן שהפירעון איינו בזמן 12 אלא רק בזמן 15, علينا להתאים / "לדוחף" את התוצאה של הסדרה השנייה עוד 3 שנים קדימה, בזמן 12 לזמן 15. זאת, על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת 3.

שאלה 6 - ערך עתידי של סדרה - תזרימי "תחילת תקופה" - **לבית**

מירב מוכננת להפקיד **בתחילת** כל שנה במשך 10 שנים סכום של 4,000 ש"ח. הריבית השנתית 6%, והפירעון יבוצע בתום השנה ה-10. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותה של מירב במועד הפירעון?

פתרון :



וכעת בכתביה מסודרת יותר :

$$FV = 4,000 * FVFA(6\%, 10) * (1 + 6\%)^1 = 4,000 * 13.181 * 1.06 = 55,887.44$$

הסבר :

כאשר מדובר בסדרה שהפקודות **בתחילת** תקופה, המשמעות היא שגם תחילת הסדרה וגם סיוםה הם בנקודת זמן אחת מוקדמת יותר.

בשפה פשוטה: סדרה "בתום כל שנה, 10 שנים" תוצג על הציר מזמן 1 לזמן 10.

סדרה "בתחילת כל שנה, 10 שנים" תוצג על הציר מזמן 0 לזמן 9.

בכל מקרה, מספר ההפקודות לא משתנה והוא עדין 10.

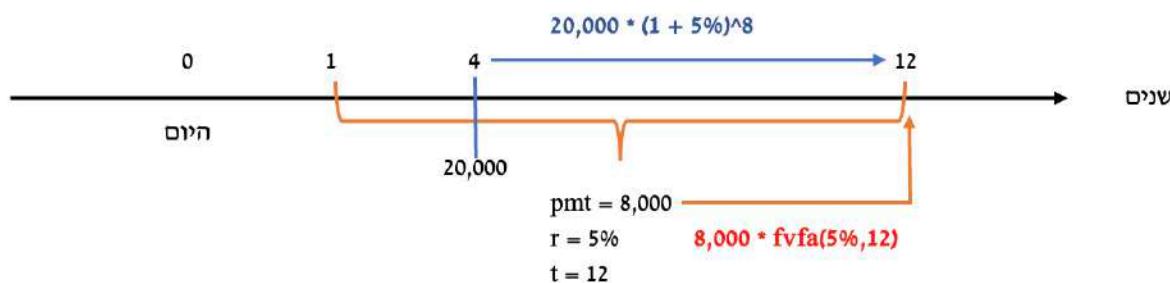
כאשר מבצעים את החישוב הסדרתי של הערך העתידי של סדרה זו, הואיל וההפקודה الأخيرة היא בזמן 9, נדרש לבצע התאמה של התוצאה בזמן 9 לזמן 10 (מועד הפירעון). לכן כפלנו ב-1 ועוד הריבית.

שאלה 7 - ערך עתידי של סדרה וסכום יחיד, יחד - **לכית**

בכונונתכם להפקיד 8,000 ש"ח בתום כל שנה במשך 12 שנים. כמו כן, בכוונתכם להפקיד סכום חד פעמי של 20,000 ש"ח בעוד 4 שנים. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותכם בתום השנה ה-12 בהנחה שהריבית השנתית היא 5%?

פתרונות :

כאשר אנו מזהים בשאלה סדרה ובנוסף סכום יחיד, מומלץ לטפל בשני הרכיבים בנפרד. כלומר, לטפל בערך העתידי של הסדרה תוך הטעלות מוחלטת מהסכום היחיד, לטפל בערך העתידי של הסכום היחיד בהטעלות מוחלטת מהסדרה, וכמוון לחבר ביניהם. על גבי הציג, זה התהליך :



בפתרון מתמטי :

$$FV = 8,000 * FVFA(5\%, 12) + 20,000 * (1 + 5\%)^8 =$$

בhzבנה :

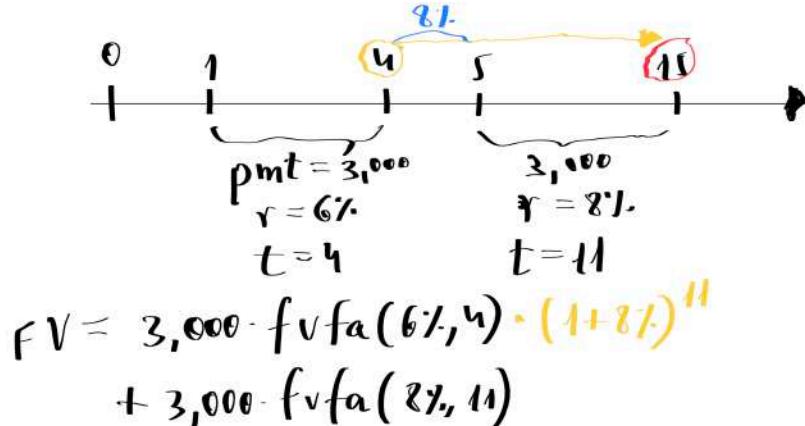
$$FV = 8,000 * 15.917 + 20,000 * (1 + 5\%)^8 \approx 156,885$$

הסבר מילולי נוסף : הערך העתידי של הסדרה הוביל למועד ההפקדה האחידנה, שזהה לזמן הפרעון, ולכן אין צורך בהתאמות. הערך העתידי של הסכום היחיד - נדרש לצבור בגינו ריבית מזמן 4 לזמן 12, קרי 8 שנים. שימושו לב, בהתאם של סכומים **יחידיים**, החזקה היא ההפרש פשוט בין נקודות התזרים לנקודת היעד $12 - 4 = 8$.

שאלה 8 - ערך עתידי של סדרה - פיצול למספר סדרות בעקבות שינוי ריבית - **לבית**

שקד מתכונת להפקיד בתום כל שנה במשך 15 שנים סכום של 3,000 ש"ח. הריבית השנתית במהלך 4 השנים הראשונות היא 6% לשנה, ואילו הריבית השנתית בתום כל שנה עוקבת היא 8% לשנה. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותה של שקד בתום 15 שנים?

פתרון :



וכעת בכתיבה מסודרת יותר :

$$FV = 3,000 * FVFA(6\%, 4) * (1 + 8\%)^{11} + 3,000 * FVFA(8\%, 11)$$

$$FV = 3,000 * 4.375 * (1 + 8\%)^{11} + 3,000 * 16.645 = 80,538$$

הסבר :

כאשר בסדרה מסוימת חל שינוי בRibbit, חייבים לפצל את הסדרה לשתי סדרות נפרדות. זאת, מושם סדרה לצרכים של חישובינו מוגדרת רק כאשר כל רכיבי הסר"ת קבועים (כלומר: גם הסכום חייב להיות קבוע, וגם הריבית חייבת להיות קבועה, וגם התדריות חייבת להיות קבועה). אך, כשייש שינוי בRibbit, הסדרה "נשברת" ומתחלילה סדרה חדשה.

מסיבה זו, علينا להגדיר במקרה זה שתי סדרות: סדרה ראשונה ב-4 שנים (עד שינוי הריבית), וסדרה שנייה עבור ה-15 שנים-5 (לאחר שינוי הריבית).

הערך העתידי של הסדרה הראשונה שמשמעותה בזמן 4 הוביל בזמן 4 בהגדירה (למועד ההפקדה האחורונה, לרבות הריבית המגולמות, 6%, עד כולל זמן זה). כדי להתאים אותו בזמן 15, מועד הפרעון - כפלו ב-1 ועוד הריבית בחזקת 11 (ההפרש בין 15, 4, היעד, ל-4).

הערך העתידי של הסדרה השנייה שמשמעותה בזמן 15, הוביל בזמן 15 בהגדירה (למועד ההפקדה האחורונה). אך, אין צורך להתאים לו בזמן 15, ואין צורך במכפלה נוספת של ביטוי זה.

שאלה 9 - חילוץ סכום הפקודה מנותני סדרה כאשר הערך העתידי נתון - **בית**

גיא מתכוון להפקיד בתום כל שנה במשך 10 שנים סכום קבוע כך שבחלוף 10 השנים יעמוד לרשותו סכום של 400,000 ש"ח. מהו סכום ההפקדה השנתית הנדרש אם הריבית השנתית היא 7%?

$$FV = 400,000 = X \cdot \underbrace{f_v f_a(7\%, 10)}_{13.816}$$

$$400,000 = 13.816X$$

$$X = 28,952$$

שאלה 10

לורן הפקידה היום לחסכו סכום של 200,000 ש"ח. תקופת ההפקדה היא 8 שנים, כאשר הריבית השנתית בכל אחת מהשנתים הראשונים היא 4%, הריבית השנתית בכל אחת מ-3 השנים לאחר מכן היא 2%, הריבית השנתית בשנה הששית ובשנה השביעית היא 3% לשנה, והריבית השנתית בשנה השמינית היא 8%. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותה של לורן במועד פירעון החסכו (בתום 8 שנים)?

פתרונות :

$$FV = 200,000 * (1 + 4\%)^2 * (1 + 2\%)^3 * (1 + 3\%)^2 * (1 + 8\%)^1 = 263,024$$

שאלה 11

מוריה החלטה לחסוך לטובת iPhone חדש. לשם כך תפקיד בסוף כל חודש במשך שנה סכום של 300 ש"ח. הריבית החודשית בחסכו היא בשיעור 1%. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותה של מוריה בסוף השנה?

פתרונות :

$$FV = 300 * FVFA(1\%, 12) = 300 * 12.683 = 3,805$$

שאלה 12

תהל החלטה לחסוך לטובת לימוד הנדסת נתוניים בטכניון. לשם כך תפקיד בסוף כל חודש במשך שלוש שנים סכום של 500 ש"ח. לאחר מכן, תפסיק ההפקדות, אך הסכום ימשיך לציבור ריבית שנה נוספת. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותה של תהל בתום השנה הרבעית, אם ידוע ששיעור הריבית החודשית הנו 2%?

פתרונות :

$$FV = 500 * FVFA(2\%, 36) * (1 + 2\%)^{12} = 500 * 51.994 * 1.02^{12} = 32,970$$

שאלה 13

פרופ' עפר עציוון החליט לחסוך סכום של 400 ש"ח בתחילת כל חודש במשך 3 שנים. בתום 3 שנים החסכו ייפדוח. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותו בתום 3 שנים אם ידוע שהריבית החודשית היא 1%?

פתרונות :

$$FV = 400 * FVFA(1\%, 36) * (1 + 1\%)^1 = 400 * 43.077 * 1.01 = 17,403$$

שאלה 14

פרופ' טל שביב החליט לחסוך סכום של 600 ש"ח בתחילת כל חודש במשך 4 שנים. לאחר מכן ההפקדות תפסיקנה (ההפקדה האחרונה בתחילת החודש האחרון של השנה ה-4), אך ימשיכו לציבור ריבית עד תום השנה ה-6. מהו הסכום הכולל שיעמוד לרשותו של טל במועד פירעון החסכו אם ידוע שהריבית החודשית היא 1%?

פתרונות :

$$FV = 600 * FVFA(1\%, 48) * (1 + 1\%)^{25} = 600 * 61.223 * 1.01^{25} = 47,109$$

שאלה 15

ד"ר איל להב החליט לחסוך סכום של 300 ש"ח בסוף כל חודש במשך 3 שנים, ובסוף כל חודש במשך השנה השנים לאחר מכן סכום של 200 ש"ח. הכספיים ימשיכו לציבור ריבית (לא הפקדות נוספות) מトום השנה ה-5 עד תום השנה ה-6. מהו הסכום הכולל שייעמוד לרשותו של ד"ר להב בתום השנה ה-6 אם הריבית החודשית היא 12%?

פתרונות :

$$FV = 300 * FVFA(2\%, 36) * (1 + 2\%)^{36} + 200 * FVFA(2\%, 24) * (1 + 2\%)^{12}$$

$$FV = 300 * 51.994 * 1.02^{36} + 200 * 30.422 * 1.02^{12} = 39,535$$

שאלה 16

פרופ' מוסי רוזנבוים החליט לחסוך סכום של 700 ש"ח בסוף כל חודש במשך 4 שנים. הריבית החודשית היא 2% לחודש בכל אחת מהשנתיים הראשונות, ו-3% לחודש בכל חודש לאחר מכן. מהו הסכום הכולל שייעמוד לרשותו של מוסי במועד פירעון החסכון שיחול בתום השנה ה-4?

פתרונות :

$$FV = 700 * FVFA(2\%, 24) * (1 + 3\%)^{24} + 700 * FVFA(3\%, 24)$$

$$FV = 700 * 30.422 * 1.03^{24} + 700 * 34.426 = 67,387$$

שאלה 17

פרופ' אורן בן ציון החליט לחסוך סכום קבוע בסוף כל חודש במשך 3 שנים. הריבית החודשית היא 1% לחודש. מהו סכום ההפקדה החודשי הקבוע אם ידוע שבסיום תקופת החסכון (בתום 3 שנים) עומד לרשותו סכום של 500,000 ש"ח?

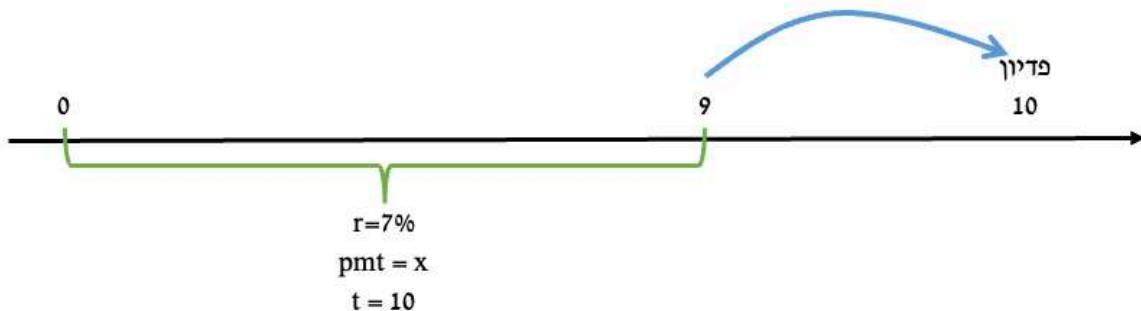
פתרונות :

$$FV = 500,000 = x * FVFA(1\%, 36) \rightarrow 500,000 = 43.077x \rightarrow x = 11,607$$

שאלה 18 - חילוץ סכום הפקדה מנתוני סדרה כאשר הערך העתידי נתון - תחילת תקופה - **לבית**
 שי מתכוון להפקיד בתחילת כל שנה במשך 10 שנים סכום קבוע כך שבחלוף 10 השנים יעמוד לרשותו סכום של 400,000 ש"ח. מהו סכום ההפקדה השנתי הנדרש אם הריבית השנתית היא 7%?

פתרון :

בשאלה זו נתון הערך העתידי - הסכום שנוצר ליום השנה ה-10. בנוסף, ידוע שמדובר בסדרה קבועה (הפקדה בתחלת כל שנה, 10 שנים). יחד עם זאת, הפירעון הוא בסוף השנה ה-10. יש לשים לב, כאשר מדובר בסדרת תחילת תקופה, עיתוי סיום הוא "אחת לפנוי" הסיום הטבעי שלה. במלים אחרות, אם ההפקדה בתום כל שנה 10 שנים, המיקום על הציר של איברי הסדרה הוא בטור ש-1-0, אלא שכן, לאור העובדה שמדובר בתזרימי תחילת תקופה, המיקום על הציר של איברי הסדרה הוא בטור ש-9-0. נdag להראות זאת גם ויזואלית. הערך שיש לחוץ, סכום ההפקדה החודשי, יסומן כ- x :



$$FV = x * FVFA(7\%, 10) * (1 + 7\%)^1 = 400,000 \rightarrow x \approx 27,057.89$$

הסבר לביטוי המתמטי : ערך עתידי של סדרה מובילה תמיד למועד ההפקדה الأخيرة. הויל וההפקדה الأخيرة היא בזמן 9 (תחלת שנה 10 = זמן 9 על הציר, תמייד), הרי שקיים פער זמני של שנה אחת מהמועד אליו מובילה הנוסחה (למועד ההפקדה الأخيرة, זמן 9 בין מועד הפירעון - זמן 10. לכן צריך לכפול את ביטוי הערך העתידי ב-1 ועוד הריבית פעם אחת (בחזקת אחת).

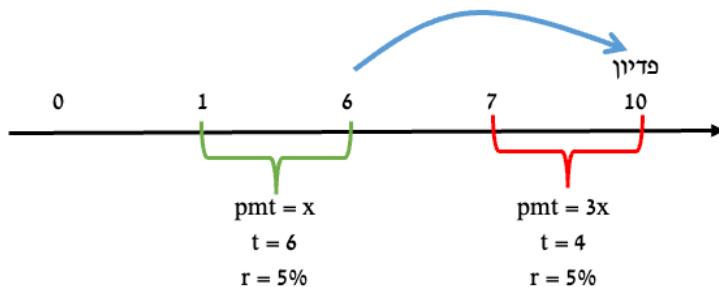
שאלה 19 - חילוץ סכום הפקדה מנתוני סדרה כאשר הערך העתידי נתון – שכלל - לבית

שי מוכנן להפקיד בתום כל שנה במשך 6 שנים סכום קבוע, ובתום כל שנה במשך 4 השנים לאחר מכן גבוה פי 3, כך שבתום 10 שנים יעמוד לרשותו סכום של 400,000 ש"ח. מהו סכום ההפקדה בכל אחת מ-6 השנים הראשונות, אם הריבית השנתית היא 5%?

משוואת הפתרון היא:

$$FV = x * FVFA(5\%, 6) * (1 + 5\%)^4 + 3x * FVFA(5\%, 4) = 400,000 \rightarrow x = 18,869.82$$

התרשימים המנמק הוא זה:



והסביר המילולי הוא: יש לנו כאן למעשה שתי סדרות. הסדרה הראשונה היא עברו ההפקדות בכל אחת מהשנים 1-6. בתום כל אחת מהשנים. הסדרה השנייה היא עברו הפקדות בתום כל אחת מהשנים 7-10. חישוב הערך העתידי של הסדרה הראשונה מוביל בזמן 6, ואת התוצאה צריך לדחוף 4 תקופות קדימה על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת 4 (כך מעבירים את התוצאה מזמן 6 לזמן 10). לעומת זאת הערך העתידי של הסדרה השנייה מוביל בזמן 10 בהגדלה (מועד ההפקדה الأخيرة בסדרה האדומה). את תוצאה חיבור הערך העתידי של שתי הסדרות, הסדרה הראשונה עם התאמת הזמן והסדרה השנייה כמו שהיא, משווים לערך העתידי הכללי הנדרש שהוא 400,000.

שאלה 20 - חילוץ סכום הפקדה מנתוני סדרה כאשר הערך העתידי נתון, עם התאמת ריבית נקובה - **לבית**
 בונידו מתכנן להפקיד בתום כל חודש סכום קבוע במשך שנים, ובמהלך כל אחת מ-3 השנים לאחר מכן סכום גובה פי 4. לאחר מכן, בשנה הששית, השבעית והשמינית, איננו מפקיד. בסוף 8 שנים ה策טבר אצל בונידו סכום של 550,838 ש"ח. מהו הסכום שהפקיד בכל חודש בשנתיים הראשונות, אם ידוע שהריבית השנתית היא ריבית נקובה בשיעור של 24%?

פתרון :

מעבר לתחום בשאלה זו שקצת מזכיר את הקודמת (לפצל מספר סדרות, לעורך התאמות, סכום ההפקדה כמובן) יש כאן הבדל מרכזי ועקרוני לגבי נתון הריבית. אנו יודעים שכאשר עורכים חישובי סדרה, מהתוד הנדרש בהקשר זה, הריבית חייבת להיות לתקופת תשלום. כלומר, אם ההפקדות חודשיות - חובה לייצר ריבית חודשית. לעומת זאת, הריבית הנתונה כאן שנתית, ולכן יש להמירה, משנה לחודש. את האופן שבו מוצאים המרות ריבית עוד נציג בהרחבה בהמשך הדריך, אבל בניתוחים, לטובות חישובי סדרות בסיסיים כאלו, רק נאמר משפט: כאשר הריבית הנתונה היא ריבית נקובה שנתית, אזי כדי לתאמ אותה משנה לתקופת תשלום, פשוט מחלקים אותה באופן יחסית בהתאם.

בשפה פשוטה: אם יש נתון על סדרה חודשית, והריבית **הנקובה** שנתית, נחלק את הריבית הנקובה ב-12 וכך נקבל בפשטות רבה את הריבית החודשית.
 המילה נקובה מודגשת, ולא בצד; בהמשך נראה שכאשר הריבית אינה נקובה, המרתה מבוצעת באופן שונה. בניתוחים, הריבית החודשית היא:

$$r = \frac{24\%}{12} = 2\%$$

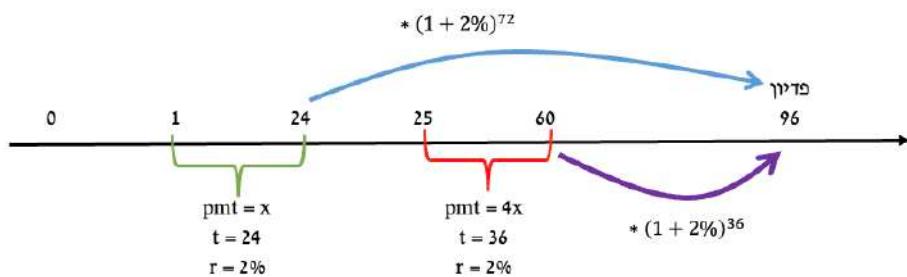
והנוסחה המביאה לידי ביטוי ערך עתידי של סדרה בתשלומים חודשיים היא:

$$FV = x * FVFA(2\%, 24) * (1 + 2\%)^{72} + 4x * FVFA(2\%, 36) * (1 + 2\%)^{36} = 550,838$$

הפתרון ה"סופי" הוא:

$$x = 1,000$$

הסביר בתרשימים:



שאלה 21 - חילוץ שיעור ריבית מנתוני סדרה כאשר הערך העתידי נתון - לבית קוזי
 קוזי קרו מתכוון להפקיד בתום כל חודש במשך 7 חודשים סכום קבוע של 4,000 ש"ח. מה צריכה להיות הריבית השנתית בחסכון אם ידוע שהסכום שנצבר בתום 7 החודשים הוא 29,737 ש"ח?

פתרון :

גם שאלת זו עוסקת בערך עתידי של סדרה. ההבדל הוא שהריבית איננה ידועה, ולכן היא הערך שנדרש לחלץ. חשוב לשים לב: ערך עתידי של סדרה מוביל תמיד למועד ההפקדה האחידת. ולכן, אם ההפקדה בתום כל חודש במשך 7 חודשים, הערך העתידי הסדרתי אכן מוביל בזמן 7, שהוא נקודת היעד לגיביה נתון הערך הנוכחי, ולפיכך אין כל צורך בהתאמות. משווהת הפתרון תהיה:

$$4,000 * FVFA(r, 7) = 29,737$$

ואיך פותרים מקרה כזה?

כאשר הנעלם הוא שיעור הריבית אליה כפופה הסדרה (r) או מספר תזרימי המזומנים בסדרה (t), תהליך העבודה יתיחס לכל הביטוי של FVFA כנעלם בתור התחלה.

$$FVFA(r, 7) = \frac{29,737}{4,000}$$

או בעצם :

$$FVFA(r, 7) = 7.434$$

כעת, ניגש לנשפח א' לכרך ד' (לוחות היון) ללוח א-2.

נכשא למצוא את הערך 7.434 בלוח, ונבדוק עור איזו ריבית הוא מתקיים, כאשר t (מספר התשלומים) הוא 7. נקבל ש- r = 2%. רואו צילום חלקו של הטבלה להלן.

$t \backslash r$	1%	2%	3%
1	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030
3	3.030	3.060	3.091
4	4.060	4.122	4.184
5	5.101	5.204	5.309
6	6.152	6.308	6.468
7	7.214	7.434	7.662
8	8.286	8.583	8.892
9	9.369	9.755	10.159
10	10.462	10.950	11.464

התוצאה שקיבלו היא הריבית לפרק הזמן בין תשלומים - לחודש. כדי לתרגם את הריבית זו לMONTHLY שנתיים, בגישה ריבית DRIBBIT, נצטרך לבצע חמרה שמתבססת על מערך חזקה מותאים:

$$r_{year} = (1 + 2\%)^{12} - 1 = 26.824\%$$

מה עושים פה? במקרה הכללי בקורס, יש להניח שמתקיימת "ריבית DRIBBIT". המשמעות היא שאם הגיענו לריבית לחודש, ורוצים להגיע לריבית שנתיות, אלא אם נאמר מפורשות אחרת - החישוב הוא לפי:

$$r_{year} = (1 + r_{month})^{12} - 1$$

הערך r_{year} מייצג את הריבית השנתית

הערך r_{month} מייצג את הריבית החודשית

שימו לב! בשאלת 19 המרת הריבית בוצעה עם חילוק ולא עם חזקה, משום שם נתון מפורש שהריבית נקובה. על המרות ריבית עוד נרחיב בהמשך, אך חשוב שתתקדמו עם המרות פשוטות ביןティים שכן חלק מרכזיותן שאלת ערך עתידי או ערך נוכחי נפוצה בקורס זה.

שאלה 22 - חילוץ מספר הפקדות מנתוני סדרה כאשר הערך העתידי נתון - לבית

קוזיקרו מתכוון להפקיד בתום כל שנה סכום קבוע של 14,609.43 ש"ח, כאשר הריבית השנתית 6%. בחולף מספר מסויים של שנים, הסכום שנצבר הסתכם ב-167,877 ש"ח. כמה הפקדות שנתיות בוצעו לחסכו?

פתרון :

הפעם, הנעלם הוא מספר הפקדות (שזהה במספר השנים). ידוע כי משווהת הפתרון המתאימה תהיה :

$$14,609.43 * FVFA(6\%, t) = 167,877$$

בטור התחלה במצבים כאלו, כשהנעלם הוא בתוך הסוגרים של $FVFA$, נחלץ אותו וזאת על ידי חלוקת שני האגפים ב-14,609.43. כך נקבל :

$$FVFA(6\%, t) = \frac{167,877}{14,609.43} = 11.491$$

כעת, ננסה לאתר בלוחות ההיוון בלוח א-2 את הערך 11.491 עבור ריבית של 6%. נמצא ש : $t = 9$. כך :

t	1%	2%	3%	4%	5%	6%
1	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
2	2.010	2.020	2.030	2.040	2.050	2.060
3	3.030	3.060	3.091	3.122	3.153	3.184
4	4.060	4.122	4.184	4.246	4.310	4.375
5	5.101	5.204	5.309	5.416	5.526	5.637
6	6.152	6.308	6.463	6.633	6.802	6.975
7	7.214	7.434	7.662	7.898	8.142	8.394
8	8.286	8.533	8.892	9.214	9.549	9.897
9	9.369	9.755	10.159	10.583	11.027	11.491

ולכן תשובהנתנו הסופית היא, שיש לבצע 9 הפקדות שנתיות על מנת להגיע ליעד הצבירה הנתון של קוזיקרו.

שאלה 23 - ערך עתידי של סדרה עם חילוץ תקופות המתנה

בolidro יפקיד 1,000 ש"ח כל תחילת חודש במשך שנתיים, כאשר במהלך שנתיים אלו הריבית החודשית היא 1%. לאחר מכן ימשיך להפקיד שנה נוספת 1,000 ש"ח בסוף כל חודש בריבית חודשית של 4% (ריבית זו תשאר קבועה גם בשנים העוקבות). כמה זמן bolidro יטרך לחייב את הפקדה האחונה, אם יעד הצבירה שלו הוא 93,899 ש"ח?

פתרון :

לשם נוחות, נחשב תחילת את הצבירה לתום החודש ה-36, תום השנה השלישי:

$$FV_{36} = 1,000 * FVFA(1\%, 24) * (1 + 1\%) * (1 + 4\%)^{12} + 1,000 * FVFA(4\%, 12)$$

הסבר :

סדרת הפקדות בשנתיים הראשונות היא בתחלת כל חודש. לכן, על הציג, מדובר בהפקדות בזמן 0 עד 23, ולא 1 עד 24. החישוב הסדרתי מוביל בהתאם למועד הפקדה האחונה - זמן 23.Cut, הוואיל והריבית עד זמן 24 ממשיכה להיות 1%, דוחפים את התוצאה זמן 23 לזמן 24 בריבית 1% על ידי מכפלה ב-1 בתוספת 1%. כך ביטאנו את הערך העתידי של סדרת הפקדות של השנתיים הראשונות בזמן 24. Cut, כדאי מאד לדוחוף את הכל בזמן 36, ובהתאם שהריבית העדכנית היא 4%, כופלים ב-1 בתוספת 4% בחזקת 12. Cut, ניבור לסדרה השנייה. היא בשנה השלישי, אבל בתום כל חודש. לכן היא בטוחה הזמנים של 25-36. הערך העתידי של סדרה זו מוביל בזמן 36, ללא צורך בהתאם.

התוצאה המספרית המתקבלת מהחישוב היא :

$$FV_{36} = 58,643$$

cut השאלת היא: כמה חודשים של צבירת ריבית נוספת (בשיעור 4%) צריכים לחולף, על מנת שנגיע לעד הצבירה המוגדר?

המשווה הפעם תהיה :

$$FV = 93,899 = 58,643 * (1 + 4\%)^t$$

נחלק את שני האגפים ב-58,643 ונקבל :

$$\frac{93,899}{58,643} = 1.04^t \rightarrow 1.601 = 1.04^t$$

ואז, או שנציב את ערכי t שנותונם בשאלת (אם היא אמריקאית) או שנפטרו באמצעות חוקי לוגריתמים :

$$\ln 1.601 = \ln 1.04^t \rightarrow \ln 1.601 = t * \ln 1.04 \rightarrow t = \frac{\ln 1.601}{\ln 1.04} \approx 12$$

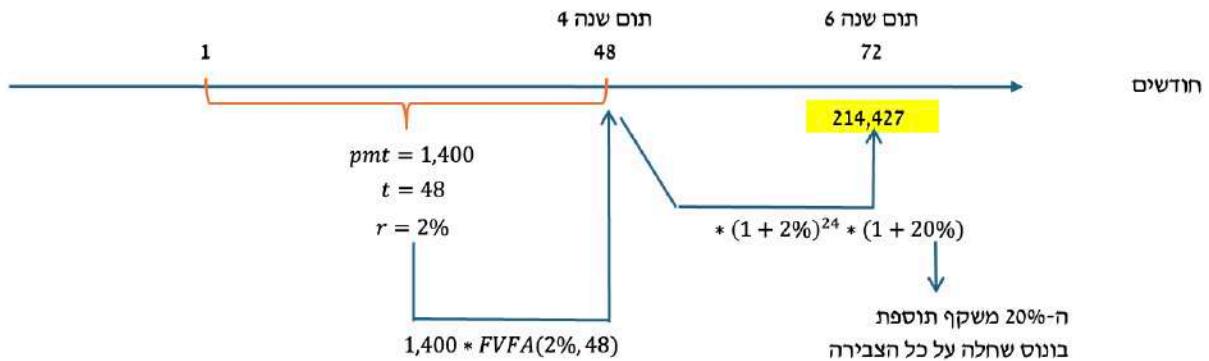
ולכן, צריך להמתין כ-12 חודשים (כשנה) לאחר הפקדה האחונה כדי ליצר צבירה זו.

שאלה 23.1 – חילוץ סכום ריבית המתבסס על חישוב הפקזה רעיונית וערך עתידי
בנק "הנקיק הלטיני" יצא במבצע ללקוחותיו: הפקד בכל תחילת חודש במשך 4 שנים סכום קבוע מסויים, והבנק יתייחס לכך, ברישומיו, כאילו הפקdot 1,400 ש"ח בתום כל חודש.
הסכוםים שהבנק יתייחס אליהם ברישומיו, יצברו ריבית חודשית בשיעור 2%. בחלוף שנתיים ממועד סיום החסכו תוכלו לקבל את הסכום שנצבר על בסיס רישומי הבנק, בתוספת מענק בשיעור 20% מסכום זה. בהנחה שהתשואה השנתית האפקטיבית של התוכנית היא 12.6825%, מהו הסכום שיופקד בכל תחילת חודש?

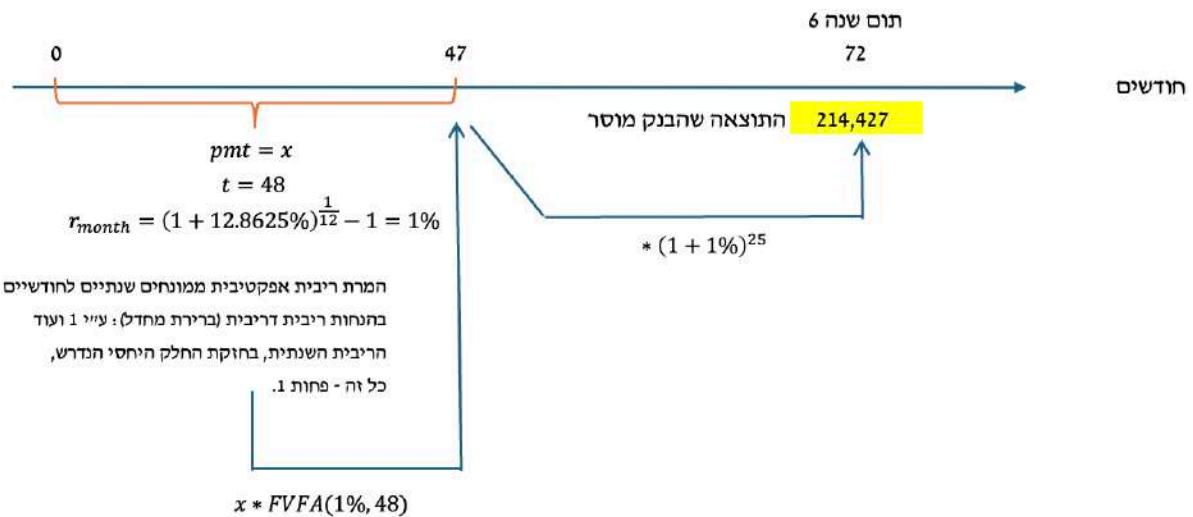
פתרון:

- שלב 1: נחשב את הסכום העתידי שנצבר ללקוח בנק על בסיס הפקdotyo ואופן החישוב העתידי שמבצע הבנק (FV כולל, במונחים כספיים).
- שלב 2: בניית משווה המתבססת על הריבית בפועל (הרידית האפקטיבית) ועל סכום ההפקזה בפועל (נעלים שיוביל לו סכום. במסגרת זאת, נשים לבנו לכך שיש צורך בהתאם להרידית האפקטיבית הנזונה ממוניים שנתיים למועדים חודשיים בהתאם לפרק הזמן בין תשלומיים.
- פתרון המשווה של שלב 2 יהיה למעשה התוצאה.

חישוב הסכום הנכבר על בסיס רישומי הבנק והנתוותיו :



כעת, נתייחס להפקות בפועל (שיטוכם לא ידוע), לריבית בפועל (ריבית אפקטיבית) ולערך העתידי שנוצר דרך רישומי הבנק :



משוואת הפתרון תהיה :

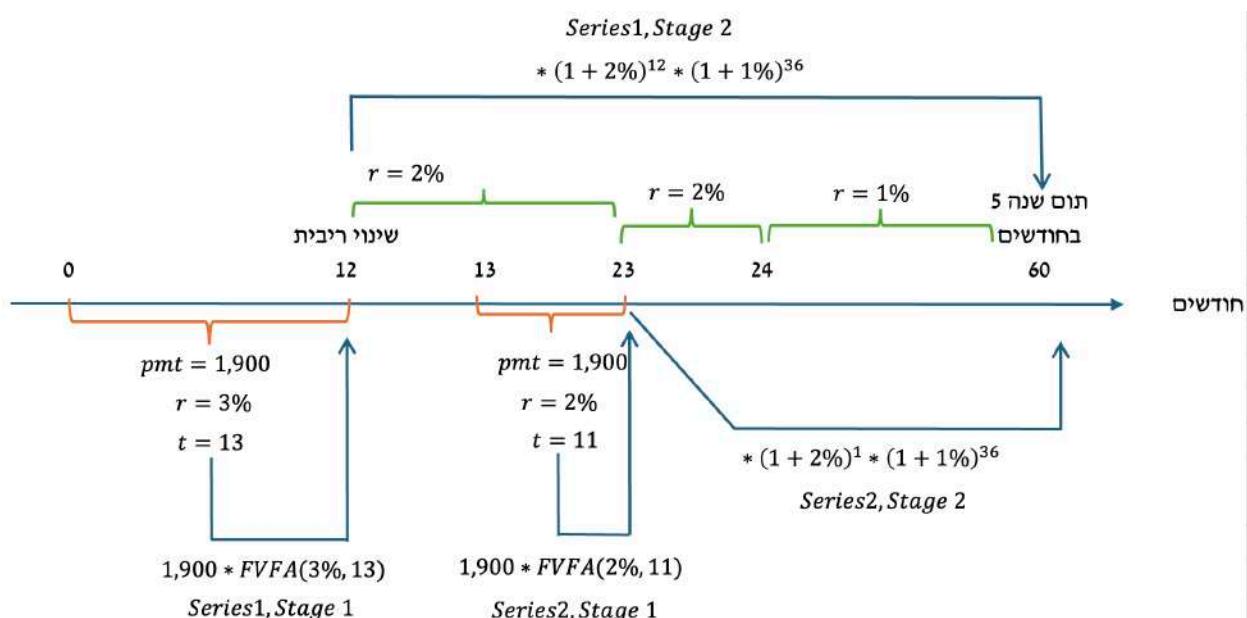
הביטוי המייצג את הערך העתידי של ההפקות בפועל מוביל לתוצאה מסוימת זהה לו שהבנק מעניק לי על פי
חישובייו שלו :

$$x * FVFA(1\%, 48) * (1 + 1\%)^{25} = 214,427 \rightarrow x = 2,731$$

מסקנה : **הסכום שיווק בפועל בהינתן נתוני השאלה הוא 2,731 ש"ח בתחלת כל חודש 4 שנים.**

שאלה 23.2 - חישוב ערך עתידי כולל תקופת המתנה ושינויי ריבית, תזרימי תחילת תקופה

ד"ר צבן הוא אגדה מהלכת ולבן הוא מתכון לרכוש מכונה לאיסוף שלכת. לשם כך הוא מתכוון להפקיד בתוכנית חסכו סכום של 1,900 ש"ח בכל תחילת חודש במשך שנתיים. את הסכום שנצבר הוא ישאיר בחסכו במשך 3 שנים נוספות, ורק לאחר מכן ירכוש את המכונה (בתום השנה ה-5). מהו הסכום הכולל שיימוד לרשותו בתום השנה ה-5 כאמור, אם ידוע שהריבית החודשית היא 3% בשנה הראשונה, 2% בשנה השנייה ו-1% בכל שנה לאחר מכן?



משוואת הפתרון :

$$FV(Series1) = 1,900 * FVFA(3\%, 13) * (1 + 2\%)^{12} * (1 + 1\%)^{36}$$

$$FV(Series2) = 1,900 * FVFA(2\%, 11) * (1 + 2\%)^1 * (1 + 1\%)^{36}$$

בהתבה של ערכי FVFA (מע"ס) הרלוונטיים מלווח א-2 בנספח א לפרק ד נקבע :

$$FV(Series1) = 1,900 * 15.618 * (1 + 2\%)^{12} * (1 + 1\%)^{36} = 53,846$$

$$FV(Series2) = 1,900 * 12.169 * (1 + 2\%)^1 * (1 + 1\%)^{36} = 33,743$$

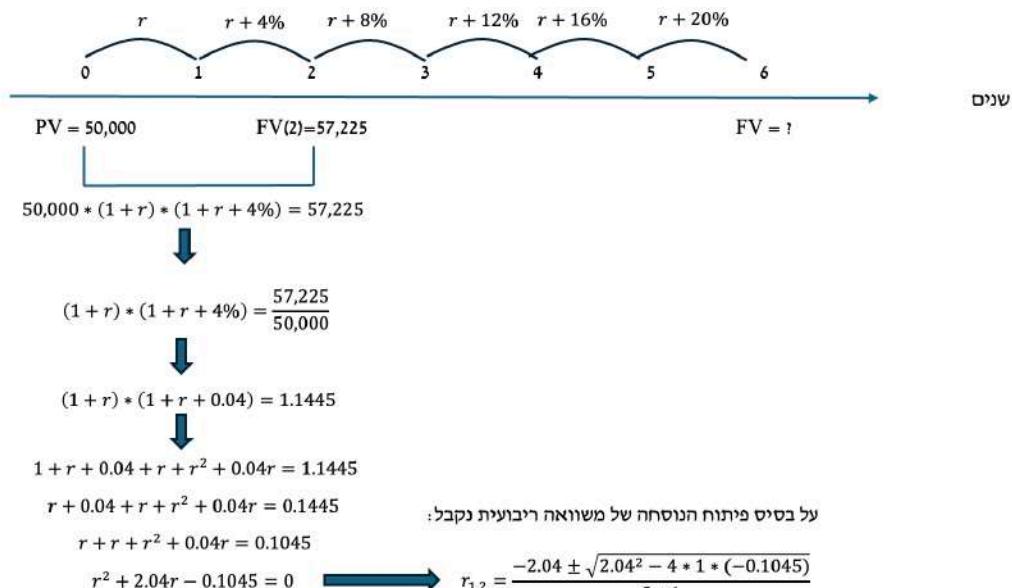
ובס"כ, הערך העתידי יהיה (אם יש טעויות חישוב, לימור אשמה) :

$$FV = 53,846 + 33,743 = 87,588$$

התשובה הסופית: הסכום הסופי שייצטב בתום 5 שנים הוא 87,588 ש"ח.

שאלה 23.3 – ערך עתידי שנცבר כולל חילוץ ריבית רלוונטיות

ח敏ידוס השקיע 50,000 ש"ח בפיקדון בנקאי אשר נושא ריבית שגדלה בשיעור של 4% לשנה. בחלוף שנתיים עמד לרשותו סכום של 57,225 ש"ח. ח敏ידוס החליט להשאיר את הכספי בחסכוון (באותם תנאים המשקפים המשך עלייה שנתית בריבית) עד לתום השנה ה-6 (במשך 4 שנים נוספות). מהו הסכום הכולל שיימוד לרשותו בתום השנה ה-6?



הפתרונות לפיתוח זה הם ערך שלילי שנפסול מיד (הנחת ריבית חיובית בקורס) וכן ערך של 5%, שבו נשתמש.

משוואת החישוב:

$$FV(6) = 57,225 * (1 + 13\%) * (1 + 17\%) * (1 + 21\%) * (1 + 25\%) \approx 114,432$$

מסקנה: הסכום העתידי הנცבר לתום השנה ה-6 הוא (בש"ח) : כ-114,432 ש"ח.

ערך נוכחי - חישובי PV

הסביר מילולי סופר תמציתי:

עד כה הוכח ערך עתידי (FV) - המשקף תחשייב של צבירות ריבית שמתווספת לקרן הלואה או השקעה/הפקדה על מנת לחשב את הסכום הכלול הנזכר בעתיד.

כעת נדוע בדיק בפועל ההפוכה - חישוב ערך נוכחי (PV), האופן שבו אנו מסוגלים לתרגם ערכיהם שיתקבלו בעתיד לשווים היום, בזמן / מידתי.

הנוסחאות המתמטיות יוצגו באופן אקסימטיבי, ללא הוכחות, ועיקר הדיוון יהיה בפתרון בעיות כלכליות ותרגילים מרובים המציגים את ה特殊情况 השונות והיישומים של נושא מורכב זה.

סוגי חישובי ערך נוכחי שיוצגו:

סוגי החישובים הטכניים,
ימודלו לנושאות נלמד
מגבילות

- ערך נוכחי של סכום יחיד.
- ערך נוכחי של סדרה "סופית".
- ערך נוכחי של סדרה אינסופית.
- יישומים כלכליים של ערך נוכחי.

שאלה 23.1 – ערך נוכחי של סכום יחיד, ריבית קבועה

מציעים לשקדי לרכוש קרקע חקלאית בבניינה. הקרקע מיועדת להפשה לבניה בעוד 5 שנים, והערכת שווי הקרקע הצפואה למועד זה (בעוד 5 שנים כאמור) היא 10,000,000 ש"ח.

בנחה שהריבית השנתית היא 7%, מהו הסכום המרבי שתסכים שקדי לשלם עד הקרקע היום?

פתרון:

זיהוי – שואלים כמה מוכנים לשלם היום על תקובל עתידי <<ערך נוכחי>>. כМОון שמדובר בערך נוכחי של סכום יחיד – כי התקובל העתידי הוא יחיד, בודד, בעוד 5 שנים זהו.

ערך נוכחי מוחושב באופן כללי על בסיס הפעולה המתמטית ההפוכה לערך עתידי. ואם ערך עתידי דורש מכפלה ב-1 ועוד הריבית, ערך נוכחי יתבסס על חלוקה ב-1 ועוד הריבית.

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

באופן אישי – אני אוהב – ואתם לא חייבים, להציג זאת קצת אחרת, באופן שקול מתמטי, שלי מוד נוח:

$$PV = FV * (1+r)^{-t}$$

מה הקטע בטכנית זו? שני הדגשים. האחד, קל לזכור שתמיד חישוב ערך נוכחי או עתידי לסכום בודד הוא עם מכפלה, כשרוצים לדוחף קדימה (לציבור ריבית לעתיד) החזקה חיובית, וכשרוצים לתרגם ערך לאחרו – החזקה שלילית.

יתרנו נוסף – במקרים מורכבים, חלקה (במחשבו רגיל) היא יותר מתוסבכת מכפל.

במקרה שלנו: נתון שהשווי בעוד 5 שנים הוא 10,000,000 (זה ה-*FV*), הריבית השנתית 7%, השווי היום:

$$PV = \frac{10,000,000}{(1 + 7\%)^5} \quad \text{or} \quad PV = 10,000,000 * (1 + 7\%)^{-5} \rightarrow PV = 7,129,862$$

שאלה 24 - ערך נוכחי של סכום יחיד, ריבית קבועה

אור :



שוקל לרכוש נכס. הנכס צפוי להניב לו בעוד 10 שנים סכום של 10,000 ש"ח. מהו המחיר המירבי שישכימים סרגיי לשלם בעוד הנכס היום, אם הריבית השנתית היא 4%?

פתרון :

על פי נתוני השאלה :

$$\begin{array}{ll} \text{נתון : בעוד 10 שנים} = \text{FV} & \text{הסכום העתידי שייווצר -} \\ \text{PV} = \text{סכום שיגוי ישלם היום. ?} & \text{המטרה היא לחשב את הערך הנוכחי PV} \end{array}$$

از למעשה, אנו יודעים מהו ה- FV של סכום יחיד כלשהו (סכום שיגוי ישלם היום - PV). וכן ידוע שהריבית קבועה, لكن הנוסחה הכללית לביטוי FV זה היא :

$$FV = PV * (1 + r)^t$$

אם אציב את נתוני השאלה קיבל :

$$10,000 = PV * (1 + 4\%)^{10} \rightarrow PV = \frac{10,000}{1.04^{10}} = 6,755.4$$

הסכום המירבי שאור יסכים לשלם היום בעוד הנכס הוא כ- 6,775.4.

דרך אחרת למדל (נוסחה) את החישוב שערכנו - **ערך נוכחי של סכום יחיד כאשר הריבית קבועה** :

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^t}$$

כאשר :

הערך PV הוא הערך הנוכחי / השווי היום

הערך FV הוא הערך העתידי (סכום יחיד)

הערך r הוא הריבית התקופתית

הערך t הוא מספר תקופות הריבית

אני (ד"ר צבאן) מעדיף את הגרסה זו של אותה נוסחה בדיקות :

$$PV = FV * (1 + r)^{-t}$$

למה זה מגניב בرمות קשות? כי מעכשו אתה יודע, שכדי לחשב ערך עתידי - לדוחף סכומים קדימה אתה כופל ב-1 ועוד הריבית בחזקה חיובית, וכך לזכור אחורה ברוורס - חישוב ערך נוכחי - אתה כופל באחת ועוד הריבית בחזקה שלילית.

נציג את הנוסחה בגרסה שאנו אוהב בנתוני השאלה, שכזכור שאלות מהו הערך הנוכחי של 10,000 ש"ח שנתקבל בעוד 10 שנים, בהנחה שהריבית היא 4%:

$$PV = FV * (1 + r)^{-t} = 10,000 * (1 + 4\%)^{-10} = 6,755.4$$

שאלה 25 - ערך נוכחי של סכום ייחיד, ריבית משתנה
מהו הערך הנוכחי של 500,000 ש"ח שאתם צפויים לקבל בעוד 7 שנים, אם הריבית השנתית בכל אחת מהשנים הראשונות היא 4% ואילו הריבית השנתית בכל שנה לאחר מכן (במהלך 5 השנים הבאות) היא 6%?

פתרון:

הנוסחה לחישוב ערך נוכחי של סכום ייחיד כאשר הריבית משתנה היא:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots}$$

או לחילופין (אני מעדיף ככה):

$$PV = FV * (1 + r_1)^{-t_1} * (1 + r_2)^{-t_2} \dots$$

כאשר:

הערך PV הוא הערך הנוכחי

הערך FV מייצג את הסכום העתידי שצפויים לקבל

הערכים t_2 ו- t_1 וכיו"ב, מייצגים את הריביות השונות בעסקה

הערכים t_2, t_1 וכיו"ב מייצגים את מספר התקופות שבהן כל ריבית תקפה

ישום בנתוני השאלה: דרשו ערך נוכחי של 500,000 ש"ח בעוד 7 שנים כאשר הריבית בשנתיים הראשונות היא 4%, ובכל אחת מ-5 השנים לאחר מכן היא 6%:

$$PV = FV * (1 + r_1)^{-t_1} * (1 + r_2)^{-t_2} \rightarrow PV = 500,000 * (1 + 4\%)^{-2} * (1 + 6\%)^{-5} = 345,441$$

בהתאם לנוסחאות בספר או "עם המכנה", שמחשבות ערך נוכחי באמצעות חלוקה ולא עם חזקה שלילית, החישוב יהיה:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots} \rightarrow PV = \frac{500,000}{(1 + 4\%)^2 * (1 + 6\%)^5} = 345,441$$

ערך נוכחי של סדרה

בדומה לערך עתידי של סדרה, גם ערך נוכחי של סדרה הוא מורכב יחסית; הרי ערך נוכחי משקף את הסכומים שצפויים בעתיד, ב不留ול אובדן הריבית האלטרנטיבית.

כל שפרק הזמן להמתנה עד קבלת התשלומים ארוך יותר, כך שווי התשלומים בהווה נמוך יותר. בהינתן שסדרה כוללת סכומים שפרק הזמן עד קבלתם משתנה (בהתאם לעיתוי של כל תזרימי סדרתי בפרט), הרי שיחסוב ערכם הנוכחי המכרי הוא מסובך. אבל – אפשר לקצר את התהליך על ידי שימוש בנוסחת ערך נוכחי סדרתי (להלן – PVFA או מענ"ס – מוקדם ערך נוכחי סדרתי, לוח א-4).

חשוב מכך :

- הנוסחה עובדת רק כשמذובר בסרי"ת קבוע: סכום, ריבית, תזרות – קבועים.
- **נקודות הזמן אליה מגיעים בחישובי ערך נוכחי סדרתי הוא "אחת אחרת":** ערך נוכחי של סדרה מוביל תמיד לנקודת הזמן שהיא מוקדמת בתקופת תשלום אחת ממועד התזרים הראשוני בסדרה.

שאלה 26 – ערך נוכחי של סדרה (סופית), מקרה פשוט (תום תקופה)

מהו הערך הנוכחי של סדרה הכוללת תקופלים בתום כל חודש במשך שנים בסכום של 2,000 ש"ח, אם הריבית החודשית היא 2%?

פתרון :

כאשר אני מזיהה צורך לחשב ערך נוכחי של סדרה (סרי"ת קבוע – סכום, ריבית, תזרות – קבועים), הנוסחה לחישוב ערך נוכחי של סדרה (עם מספר תזרים סופי) היא :

$$PV_{Series} = PMT * PVFA(r, t)$$

ביח' הלימוד (אותו דבר, עם סימנו בעברית) :

$$PV_{Series} = PMT * r(t, r) \text{ (מענ"ס)}$$

אפשר לשלוות את ערכי ה- PVFA (המענ"ס) מתוך לוח א-4 בנספח א לפרק ד (כזכור, לוח א-2 רלוונטי ל-FVFA).

הנוסחה המתמטית ליישום :

$$PV_{Series} = PMT * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

כאשר :

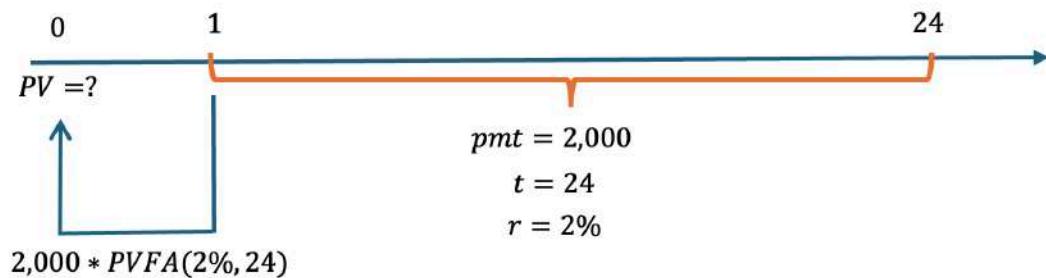
הערך PV Series מייצג את הערך הנוכחי המכרי של הסדרה כולה

הערך r מייצג את התשלומים / התקופות בסדרה

הערך r מייצג את הריבית לתקופת תשלום

הערך t מייצג את מספר התשלומים

תזכורת לניסוח השאלה: ערך נוכחי של סדרה המניבת 2,000 בסוף כל חודש שנתיים, בריבית חודשית 2%: ניתן להראות באյור שעתווי התזרים הראשונים הראשון הוא בתום החודש הראשון, ועתווי התזרים האחרונים הוא בתום החודש האחרון של השנה השנייה (בסוף החודש ה-24):



נחשב ונקבל:
על ידי שימוש בנוסחה המתמטית:

$$PV_{Series} = PMT * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \rightarrow PV_{Series} = 2,000 * \frac{1 - \frac{1}{(1+2\%)^{24}}}{2\%} \approx 37,828$$

על ידי שימוש בערך PVFA- שלולפים מהטבלה (לוח א-4 נספח א לכרך ד):
 $PV_{Series} = 2,000 * PVFA(2\%, 24) \rightarrow PV = 2,000 * 18.914 = 37,828$

<i>t</i>	<i>r</i>	1%	2%
1		0.990	0.980
2		1.970	1.942
3		2.941	2.884
4		3.902	3.803
5		4.853	4.713
6		5.795	5.601
7		6.728	6.472
8		7.652	7.325
9		8.566	8.162
10		9.471	8.983
11		10.368	9.787
12		11.255	10.575
13		12.134	11.348
14		13.004	12.106
15		13.865	12.849
16		14.718	13.578
17		15.562	14.292
18		16.398	14.992
19		17.226	15.678
20		18.046	16.351
21		18.857	17.011
22		19.660	17.658
23		20.456	18.292
24		21.243	18.914

シומו לב: ערך נוכחי של סדרה מקפץ תמיד "אותה אחורה" (תקופת תשלום אחת אחורה) ביחס לתזרים המזומנים הראשון בסדרה. במקרה זה, שבו ההפקדה הראשונה היא בתום החודש ה-1, וההפקדות כל חודש, החישוב הוביל "חודש אחורה" ביחס לזמן 1, ככלומר לבדוק לזמן 0, נקודות היעד הנדרשת (לכן אין צורך בהתאם).

שאלה 26.0.2 – ערך נוכחי של סדרה (ספיה) כולל התאמות זמן

איiris שוקלת להשקיע בנכש שצפוי להניב לה סכום של 5,000 ש"ח בתום כל חודש במשך 5 שנים, כאשר התקובל הראשון ישולם לה בעוד שנתיים וחודש.

בנήנחת שהריבית החודשית היא 1%, מהו הסכום המרבי שתסכים איiris לשלם בעוד הנכס היום?

פתרון :

זיהוי – ערך נוכחי, רוצחים לדעת שווי היום.

האם בודד או סדרה? סדרת תקבולים, מסווג סר"ת (סכום, ריבית, תזרויות קבועים) מה שמאפשר יישום נוסחת סדרה לחישוב ערך נוכחי מצרפי, שנקראת PVFA.

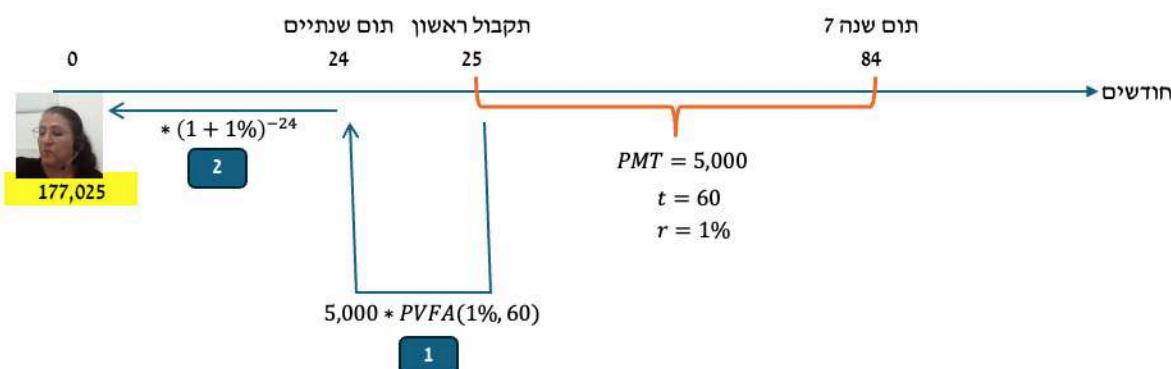
נוסחה מתמטית ל-PVFA :

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

שליפת הערך המספרי של PVFA (משמעות – מקדם ערך נוכחי סדרתי) – אפשרית גם מלוח א-4 בנספח לכרך ד של ייחדות הלימוד. ספציפית כאן, אין אפשרות להיעזר בלוח א-4, משום שהלוח מסוגל לטפל רק בשאלות שכוללות עד 50 תזרימיים. כאשר יש יותר – אין מנוס מהצבה בנוסחה.

הנוסחה המלאה של ערך נוכחי סדרתי היא מכפלת ה-PMT בביטוי לעיל :

$$PV_{Series} = PMT * PVFA(r, t)$$



במקרה שלנו :

$$PV = 5,000 * PVFA(1\%, 60) * (1 + 1\%)^{-24}$$

$$PV = 5,000 * \frac{1 - \frac{1}{(1 + 1\%)^{60}}}{1\%} * (1 + 1\%)^{-24} \approx 177,025$$

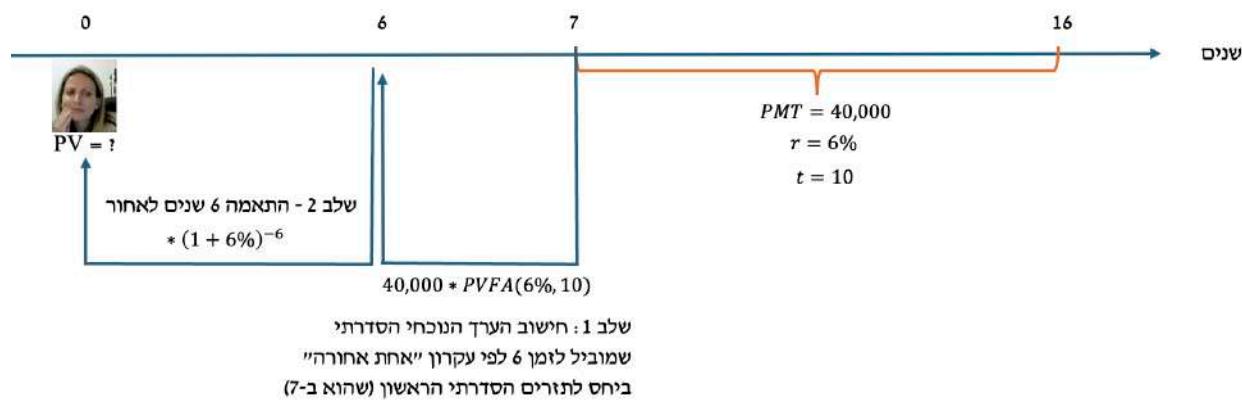
שאלה 26.1 – ערך הנוכחי של סדרה עם התאמת תקופה לאחר

גלאית ישנה לה בפינית הבית והחלטה לבחון כדיות רכישת נכס, שצפוי להניב לה בתום כל שנה במשך 10 שנים

סכום של 40,000 ש"ח. התקובל הראשון (מתוך 10) יתקבל בעוד 7 שנים.

בהתהודה שהריבית השנתית היא 6%, מהו הסכום המרבי שגלאית תסכים לשלם **היום** بعد רכישת הנכס?

פתרון :



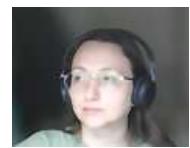
משוואת הפתרון המלאה תהיה:

$$PV_0 = 40,000 * PVFA(6\%, 10) * (1 + 6\%)^{-6}$$

$$PV_0 = 40,000 * 7.360 * (1 + 6\%)^{-6} = 207,540$$

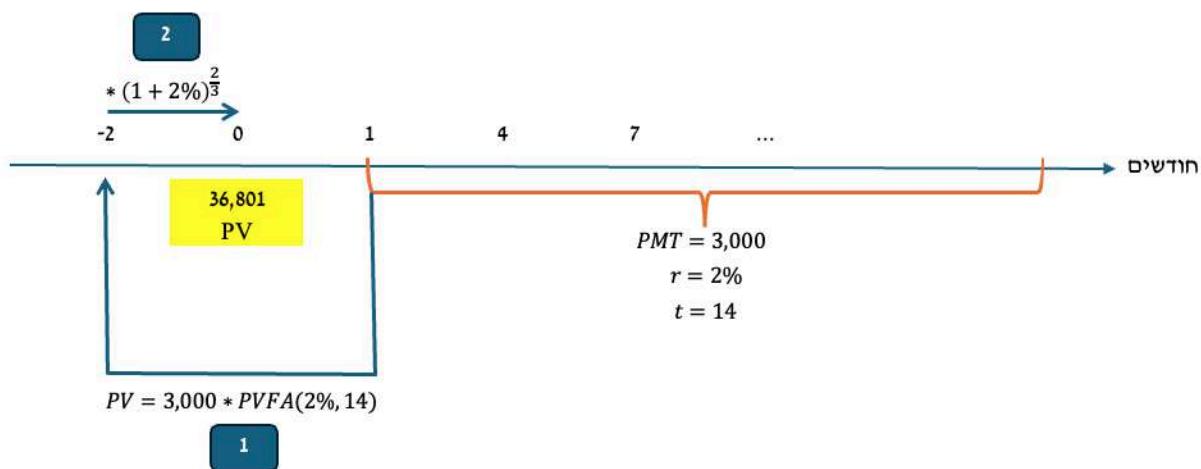
שימוש לב: הערך הנוכחי של הסדרה שהתקבל על ידי מכפלה ב- PVFA רלוונטי אוטומטית דוחף אותנו אחת אחורה ("בלי שנרצה" / "באופן שבلتני ניתן למנועה"). כל עוד נקודת הזמן אליה הגיעו אגב דחיפה אחת אוטומטית זו שונה מנקודת הזמן – נבצע התאמת רלוונטיות נוספת, שכן – התקבלה על ידי מכפלה באחת ועוד הריבית בחזקה שלילית להתקאה מזמן 6 ל-0.

שאלה 26.2 – ערך נוכחי, תזרימי תחילת תקופה, כולל התאמות ריבית וזמן



מרגניתה שוקلت להשקיע בנכס שצפוי להניב לה 3,000 ש"ח בתום כל רבעון (בתום כל 3 חודשים) כאשר מספר התקבולים הכלול הוא 14, והתקבול הראשון הוא בעוד חודש הריבית רבעונית היא 2%. מהו שווי הנכס היום (רמז: במנחי ערך נוכחי).

פיתחה-רנו :



פתרון מתמטי :

$$PV = 3,000 * PVFA(2\%, 14) * (1 + 2\%)^{\frac{2}{3}} \approx 36,801$$

הסבר מלא :

ידוע שהסדרה מתחילה בעוד חודש. אך פרק הזמן בין כל שני איברים עוקבים שלה הוא רבעון, ולכן : (א) נדרש ריבית רבעונית, שלמרבה השמחה נתונה כ-2%, וב(ב) הערך הנוכחי של הסדרה מקפץ אותנו רבעון אחד אחריה (שלושה חודשים אחורה) ביחס למועד התזררים הראשון בסדרה – שהוא עוד חודש. רבעון לפני תום החודש הוא זמן 2- בחודשים, ולכן צריך להתאים את התוצאה (לעיל – שלב 2) על ידי מכפלה ב- 1 ועוד הריבית. בהינתן שהריבית רבעונית, ואני זוקקים לחודשיים בין 3 ברבעון, מעריך חזקת ההתאמה יהיה .2/3

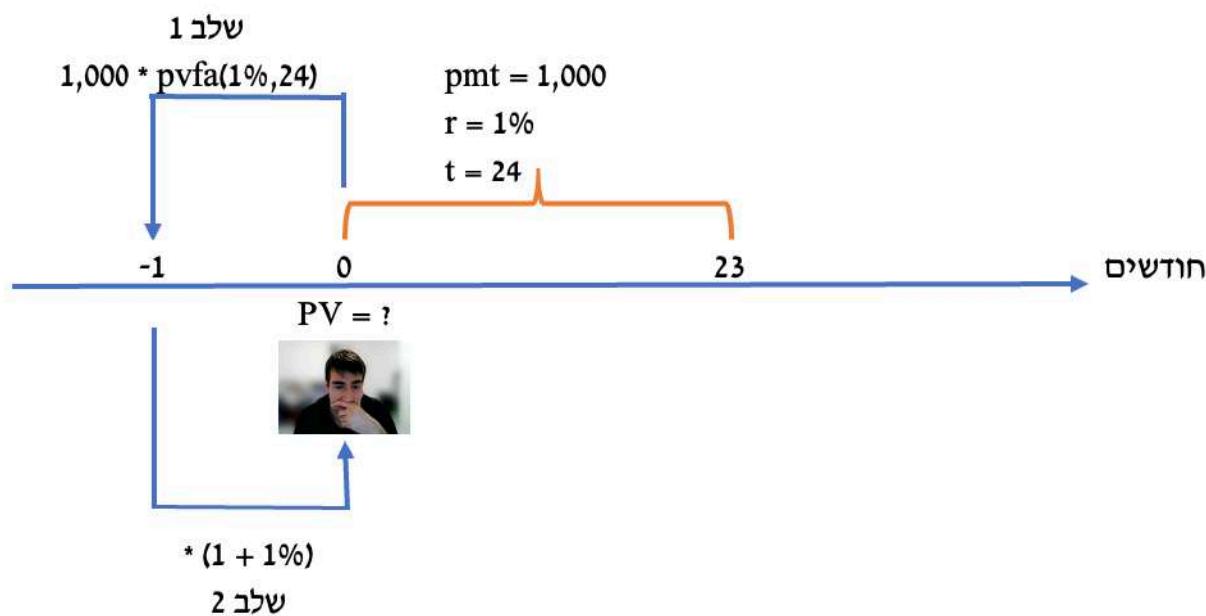
שאלה 27 - ערך הנוכחי של סדרה, מקרה פשוט (תחילת תקופת)

מהו הערך הנוכחי של סדרה הcotolat התקבולים בתחילת כל חודש במשך 24 חודשים בסכום של 1,000 ש"ח, אם הריבית החודשית היא 1%?

פתרון :

- אם התזרומים בתום כל חודש במשך 24 חודשים : על הציר : 1-24.
 אם התזרומים בתחילת כל חודש במשך 24 חודשים : על הציר : 0-23.
 בשני המקרים, מדובר ב-24 תזרומים בסך הכל.

בהרחבה : במקרה ה"קלאסי", הפחות, התקבולים חודשיים הם בתום כל חודש, כלומר מזמן 1 עד לסיום העסקה. אבל כאן, נתנו שהתקבולים בתחילת כל חודש. המשמעות היא שהיבט איזור ציר הזמן, התקבול הראשון הוא מיידי, בזמן 0, והתקבול האחרון בזמן 23.



$$PV_{\text{Series}} = 1,000 * \text{pvfa}(1\%, 24) * (1 + 1\%)^1 = 1,000 * 21.243 * 1.01 = 21,455.43$$

מה קרה פה? התחנו מלכפול את התשלום התקופתי 1,000 ב- pvfa הרלונטי. אלא שבמקרה זה, הסדרה התחלה בזמן 0. לכן העיקרון המחייב שלפיו חישוב pvfa תמיד מניב את התוצאה لنקודת הזמן שהוא "אתה אחורה" ביחס לתחילת הסדרה (כאן: אתה אחורה ביחס בזמן 0), קיבלנו בהתאם שהתוצאה עדכנית בזמן -1. לא רלוונטי! לכן עליינו לבצע תיקון ש"ידחף" את התוצאה (התאמת) קדימה, דהיינו קדימה תמיד ממבצעים ע"י מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת מתאימה, כאן חזקה 1, דוחפים חודש קדימה.

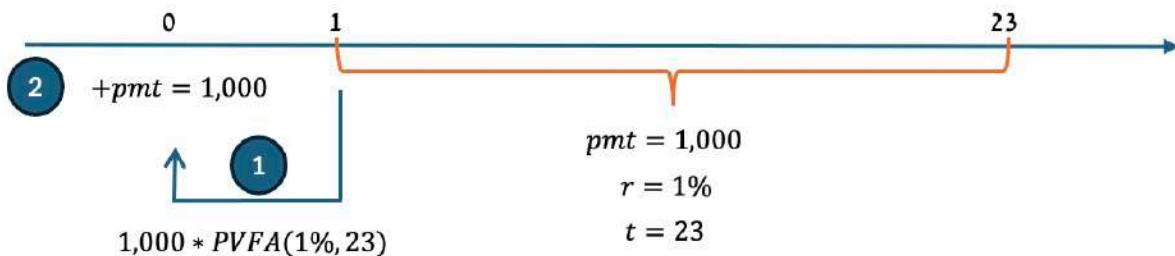
נקודות מבט שונה לפתרון שאלה 27 – פיצול הסדרה לתזרים בזמן אפס ושארית הסדרה:

ניתן בהחלט לחלק את הסדרה לחלקים כרצוננו;

בפרט ניתן להתייחס לסדרה כאל צו ש כוללת תזרים חד פעמי בזמן 0 בסך 1,000 ;

ו- 23 תזרים נוספים לאחר מכן כסדרה בזמן 1-23 .

בדרך זו, של התיקשות סדרתית רק לתזרים מ-1 עד 23, עיקרונו ה"אחת אחרת" שחול בסדרה מוביל אותה לבדוק זמן 0 ללא צורך בהסתמך. או אז, נוסיף את התזרים החד פעמי בזמן 0 וסיימנו :



ומשוואת הפתרון היא :

$$PV = 1,000 + 1,000 * PVFA(1\%, 23) = 21,455$$

שאלה 27.1 – ערך נוכחי של סדרה אינסופית, כולל התאמות

מוריסוס שוקל להשקיע בנכס שצפוי להניב לו 6,000 ש"ח בתום כל חצי שנה, לצמיות, התזרים הראשון יתקבל בידי מorrisos בעוד חודשים.

בנήנזה שהריבית החצי שנתית היא 5%, מהו הסכום המירבי שישכים לשלם היום מorrisos בעוד העסקה?

פתרונות :

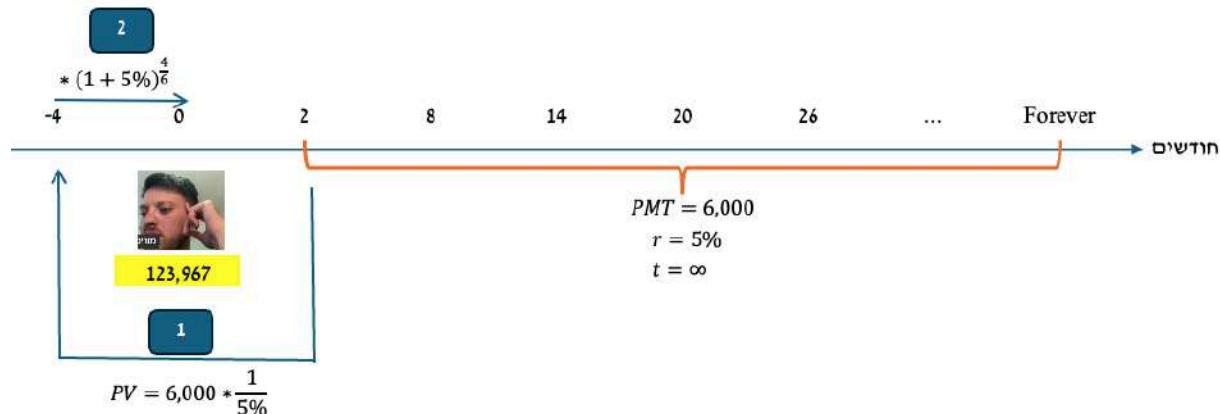
המטרה היא לחשב ערך נוכחי – הסכום שישכים לשלם היום.

האם ערך נוכחי של סדרה – כמובן. סכום, ריבית, תזרות – קבוע.

אלא שהסדרה היא אינסופית.

סדרה אינסופית היא דוקא מקרה פשוט לפתרון, בלי להוכיח, נוסחתה המתמטית של PVFA (מענ"ס) במקרה שבו מספר התשלומים שואף לאינסוף הופכת להיות :

$$PVFA(r, \infty) = \frac{1}{r}$$



פתרונות מתמטי:

$$PV = 6,000 * \frac{1}{5\%} * (1 + 5\%)^{\frac{4}{6}} = 123,967$$

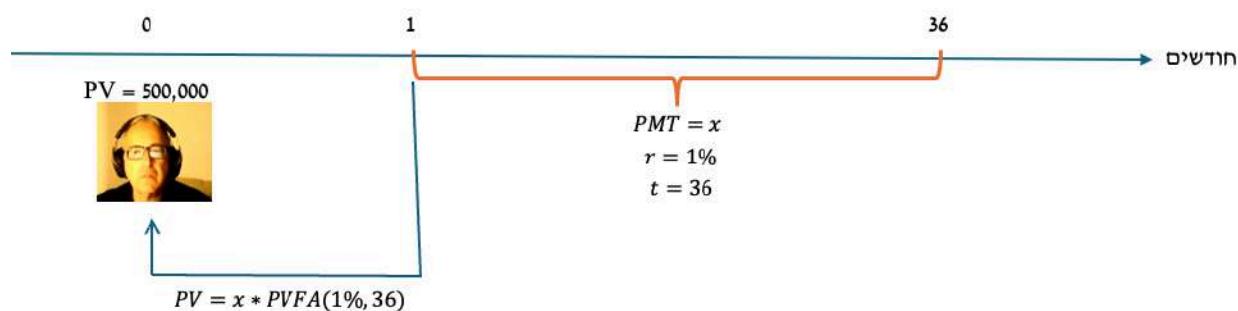
זיהינו סדרה אינסופית, חישוב ערך הנוכחי חייב להתחיל במכפלת סכום התקובל 6,000 ב-1 חלקי שיעור הריבית לתקופת תשלום (שזהו הביטוי PVFA לערך נוכחי מצרפי של סדרה אינסופית).

אלא שבזומה לערך נוכחי של סדרה רגילה / סופית, גם ביטוי זה מוביל לביטוי התוצאה לנקודת הזמן שהוא "אתה אחרת" (תקופת תשלום אחת אחרת) ביחס למועד תזרים המזומנים הראשון בסדרה. אחת אחרת = 6 חודשים אחרת = זמן 4 - (6 חודשים לפני זמן 2). תוצאה זו תוקנה על ידי 4 חודשים קדימה לזמן 0 על ידי מכפלה ב-1 ועוד ריבית חצי שנתית, בחזקת 4/6 (דחיפה של 4 מתוך 6 חודשים אליהם מתייחסת הריבית).

שאלה 27.1.2 – הלואה בערך נוכחי של סדרת תשלוםoms, וחילוץ התשלום התקופתי הקבוע
 רונן נטל הלואה בסך 500,000 ש"ח שתפרע בתשלומים סופ' חודשיים שווים במשך 3 שנים. הריבית החודשית בהלוואה היא בשיעור 1%.
 מהו סכום ההחזר החודשי?

פתרונות :

בשונה משאלות קודמות – כאן לא דרשו את הסכום העתידי / הנוכחי. אלא, עליינו לדעת איזה סוג משווה מהתקיימת (ערך נוכחי או עתידי) בנתוני השאלה, על מנת לחלץ ממנה את התשלום התקופתי PMT .
 לשם כך, נשתמש במשפט :
 סכום הלואה הוא תמיד הערך הנוכחי של החזרה.



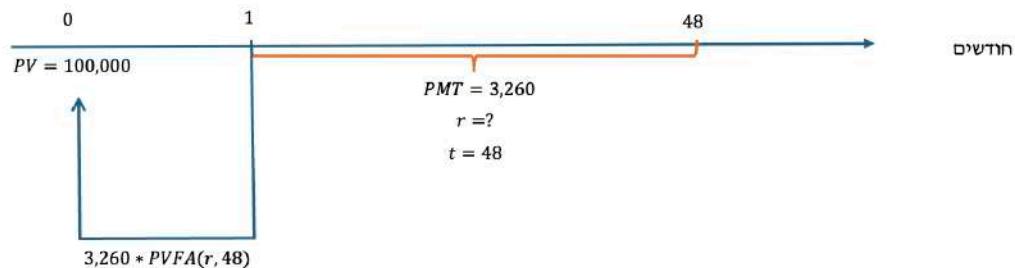
משוואת הפתרון תשווה בין הביטוי המיצג את הערך הנוכחי של ההחזרים לבין סכום ההלוואה היום.

$$500,000 = x * PVFA(1\%, 36) \rightarrow x = 16,607$$

שאלה 27.2 – הלואה בערך הנוכחי של סדרת תשלוםים, כולל התאמת ריבית ו שימוש בנוסחה
 לקוחות נטל הלואה מבנק המועלם בסך 100,000 ש"ח.
 ההלוואה תפרע בתשלומים חודשיים שווים בסך 3,260 ש"ח כל אחד במשך 4 שנים. מהי הריבית השנתית האפקטיבית בהלוואה?

פתרון :

решת: סכום הלואה הוא תמיד הערך הנוכחי של החזרה, תוק גילום הריבית בהלוואה. במקרה זה, למעשה נתון הערך הנוכחי – סכום ההלוואה – 100,000, ואם ניצרך ביטוי של הערך הנוכחי של החזרים כאשר הנעלם היחיד הוא הריבית – נוכל להשוות בין הביטויים ואנחנו גולדן, כמו בשיר גולדן בראון.



משוואת הפתרון :

$$100,000 = 3,260 * PVFA(r, 48)$$

כדי לפטור, נתייחס לכל ה-PVFA כנעלם ונחשב את ערכו:

$$PVFA(r, 48) = \frac{100,000}{3,260} \approx 30.675$$

ניגש ללוח א-4 בנספח א לערך $r = 48$, וננסה לאתר עבור $r = 48$ את הערך 30.675 או ערך קרוב לו ככל הנימן.

<i>t</i>	<i>r</i>	1%	2%
26	22.795	20.121	
27	23.560	20.707	
28	24.316	21.281	
29	25.066	21.844	
30	25.808	22.396	
31	26.542	22.938	
32	27.270	23.468	
33	27.990	23.989	
34	28.703	24.499	
35	29.409	24.999	
36	30.108	25.489	
37	30.800	25.969	
38	31.485	26.441	
39	32.163	26.903	
40	32.835	27.355	
41	33.500	27.799	
42	34.158	28.235	
43	34.810	28.662	
44	35.455	29.080	
45	36.095	29.490	
46	36.727	29.892	
47	37.354	30.287	
48	37.974	30.673	
49	38.588	31.052	
50	39.196	31.424	

מצאנו שהמשווה מתקיים כאשר הריבית $r=2\%$.

... אלא ש...

הריבית r אשר מצייבים / מחליצים בחישוב סדרתי, תמיד וולומ תהייה הריבית לפרק הזמן בין תשלומים בסדרה. הוווי אומר, אם מדובר בתזוזים חודשיים, הריבית שחולצה לצערנו היא ריבית חודשית בעוד שהשאלה דרשה ריבית **שנתית**.

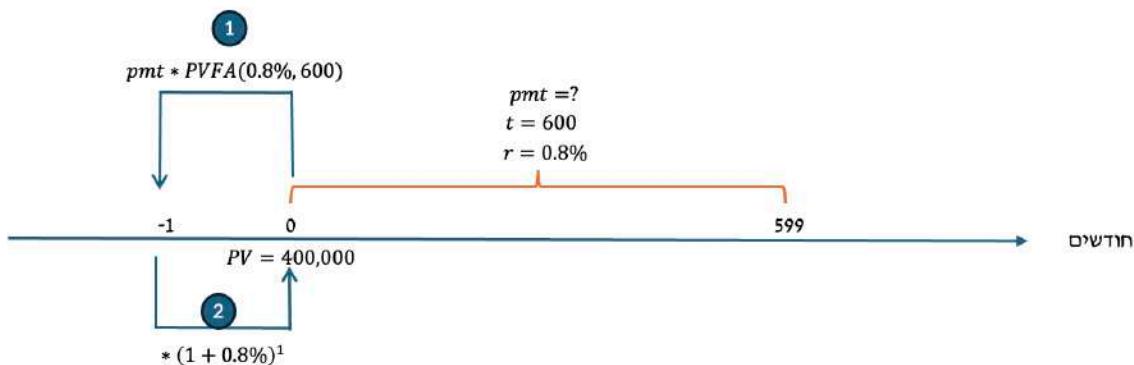
כדי לבצע המרה של ריבית חודשית לשנתית, בריית המחדל היא כזו שתニישן על נוסחת "ריבית דרייבית" :

$$r_{annual} = (1 + r_{month})^{12} - 1 \rightarrow r_{annual} = (1 + 2\%)^{12} - 1 = 26.824\%$$

ורק זו תהיה התשובה הסופית!

שאלה 27.3 – חילוץ החזר תקופתי קבוע מהלוואה שבה החזרים בתחילת כל חודש מר נקניק נטל הלוואה בסך 400,000 ש"ח המוחזרת בתשלומים קבועים בתחילת כל חודש במשך 50 שנים. הריבית החודשית היא 0.8%. מהו החזר החודשי הקבוע?

פתרון :



решение : סכום ההלוואה הוא הערך הנוכחי של החזרה. אלא שהואיל וסדרת החזרים החלה בזמן 0 (סדרת תקופתית) אז ישimos בערך נכון לסדרה זו, שמקפיד אוטומטית אחת אחרת, מוביל לביטוי שערך נכון בזמן 1, שלפיכך יתואם בזמן 0 על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקת 1.

ביטוי הפתרון הכלול :

$$PMT * PVFA(0.8\%, 600) * (1 + 0.8\%)^1 = 400,000$$

שימוש לב שידוע כי :

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

ובהצבת $r=0.8\%$ ו- $t=600$ (שימוש לב שהצבתי בנוסחה המתמטית כי לא הייתה לי ברירה, מספר תשלומים של 600 וכן ריבית לא שלמה לא מופיעה בלוח א-4) :

$$PMT * \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.8\%)^{600}}}{0.8\%} * (1 + 0.8\%)^1 = 400,000$$

$$PMT * 123.951 * (1 + 0.8\%)^1 = 400,000$$

$$PMT \approx 3,201$$

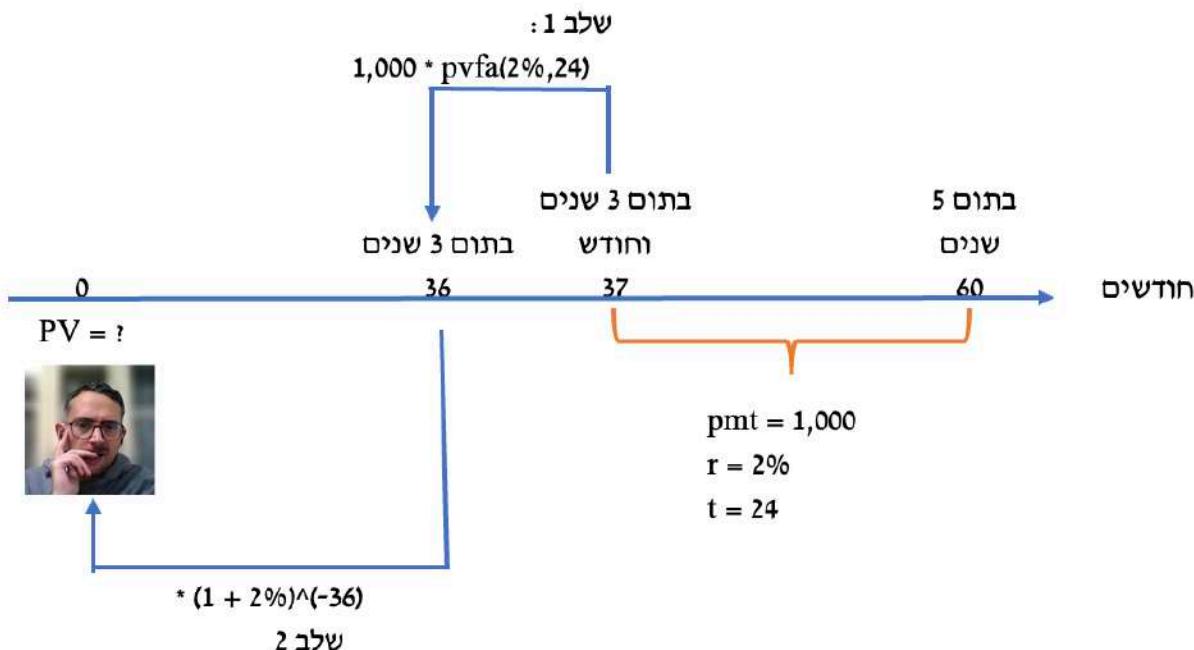
תוצאת החישוב הכלול מבטאת את סכום החזר הכספי החודשי שהוא 3,201 ש"ח.
תמצית :

גם במקרה זה – זהה הלוואה שנפרעת בסדרת תשלומים, וכך בוצע שימוש במשפט (סכום הלוואה = PV החזרים). כזכור שהואיל והזרים צריכים להיות מתואימים בזמן 0, יש לבנות ביטוי רלוונטי המתיחס להתאמות מתבקשות, ומשם לחלק את התשלום.

שאלה 28 - ערך הנוכחי של סדרה דחיפה, עם התאמות זמן - **לבית**

מהו הערך הנוכחי של סדרה הcolellת התקבולים בסך 1,000, שייח בתום כל חודש במשך 5 שנים, כאשר התקובל הראשון הוא בעוד 3 שנים וחודש, אם הריבית החודשית היא 2%?

פתרון :



$$PV = 1,000 * pva(2\%, 24) * (1 + 2\%)^{-36} = 1,000 * 18.914 * 1.02^{-36} = 9,272.08$$

הסבר :

תחילה כפלנו את התזרים התקופתי 1,000 ב - pva הרלוונטי. כזכור, חישוב pva מוביל תמיד לנקודת הזמן שהיא תקופת תשלום אחת לפני התזרים הראשון בסדרה. כאן, התזרים הראשון בתום החודש ה-37, והתזרות היא חודשית. לכן, ה - pva הקפוץ "אתחלת אחריה" ל-36, ובהתאם, יהיה علينا לבצע התאמה נוספת לאחר מכן, מ-36 ל-0. זאת, על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקה שלילית (כפי זו התאמה לאחר) של 36.

שאלה 29 - ערך הנוכחי של מספר סדרות, עם התאמות זמן

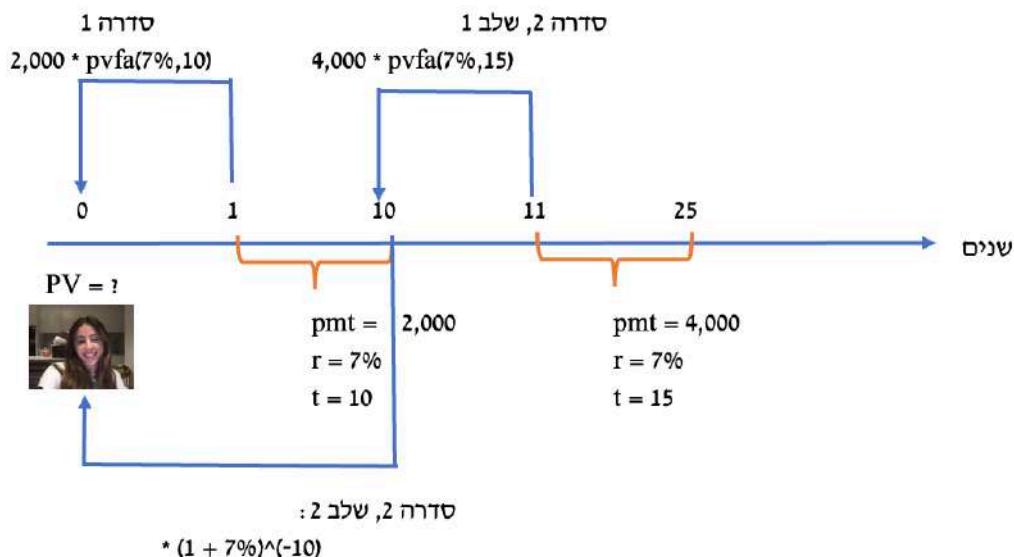
מהו הערך הנוכחי של סדרה הכוללת :

10 תשלוםים שנתיים בסוף כל שנה בסך של 2,000 ש"ח לתשלום ; ולאחר מכן :

15 תשלוםים שנתיים בסוף כל שנה בסך 4,000 ש"ח.

הניחו שהריבית השנתית קבועה בשיעור 7%.

פתרון :



נחשב תחילה את הערך הנוכחי של הסדרה הראשונה, זו שכוללת 10 תזרימיים מזמן 1 לזמן 10 :

$$PV_{Series1} = 2,000 * PVFA(7\%, 10)$$

סדרה זו הינה בזמן 1, ביצועה שמקפי אוטומטית אחת אחרת – מוביל לזמן 0, ללא צורך בהתאמה נוספת של ערךיה.

לאחר מכן נחשב את הערך הנוכחי של הסדרה השנייה, זו שכוללת 15 תזרימיים מזמן 11 עד זמן 25. סדרה זו מוקפצת אוטומטית "אחדת אחרת" – מובילני מזמן 11 לזמן 10, מה שדורש התאמה נוספת של הביטוי 10 שנים לאחר מכן בהתאם :

$$PV_{SERIES2} = 4,000 * PVFA(7\%, 15) * (1 + 7\%)^{-10}$$

סיכום שני רכיבי הביטוי כדי לקבל תוצאה סופית :

$$PV = 2,000 * PVFA(7\%, 10) + 4,000 * PVFA(7\%, 15) * (1 + 7\%)^{-10}$$

ובהצבה נקבל :

$$PV = 2,000 * 7.024 + 4,000 * 9.108 * (1 + 7\%)^{-10} = 32,568$$

הסביר :

הסדרה הראשונה חלה בזמן 1. לכן, כאשר כפלנו אותה ב - $kvfa$ הרלונטי, ולפיכך הקפכנו את כל ערכיה אחרת, הגיענו בדיקות בזמן 0, וזה מוכיח - אין צורך בהתאמות עבור הסדרה ה-1.

לעומת זאת, הסדרה השנייה חלה בזמן 11. לכן, כאשר כפלנו אותה ב - $kvfa$ הרלונטי, ולפיכך הקפכנו את כל ערכיה אחרת, הגיענו בזמן 10 (שנה אחרת ביחס בזמן 11). כדי לתרגם את התוצאה מזמן 10 לזמן 0 (כי אני רוצה ערך נכון בזמן 0), אכפול את התוצאה ב-1 ועוד הריבית בחזקה שלילית של 10.

שאלה 30 - ערך נוכחי של סדרה אינסופית, המקרה פשוט (תום תקופה)
 מהו הערך הנוכחי של סדרה אינסופית שתنبي לסכום 6,000 ש"ח בתום כל שנה לנצח, אם ידוע שהריבית השנתית היא 5%?

פתרון :

רקע: אנו יודעים שהנוסחה המתמטית לחישוב ערך נוכחי של סדרה היא, באופן כללי:

$$PV_{Series} = PMT * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

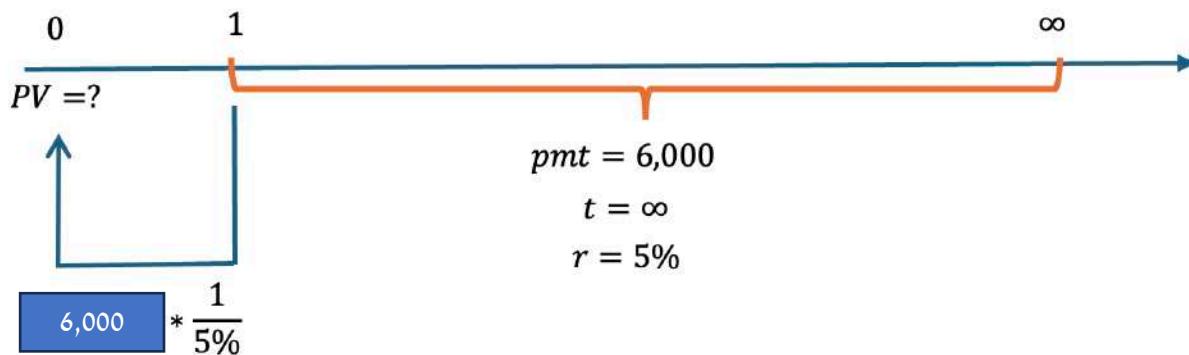
אם $t \rightarrow \infty$

$$PV_{Series} = PMT * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^\infty}}{r} \rightarrow PMT * \frac{1 - \frac{1}{\infty}}{r} \rightarrow PMT * \frac{1 - 0}{r}$$

הנוסחה לחישוב ערך נוכחי של סדרה אינסופית היא לפיכך:

$$PV_{Ensofit} = PMT * \frac{1}{r}$$

בנתוני השאלה: מהו הערך הנוכחי של סדרה אינסופית שתنبي 6,000 ש"ח בתום כל שנה לנצח, אם הריבית השנתית 5%?



$$PV_{Ensofit} = 6,000 * \frac{1}{5\%} = 120,000$$

זכרו: ערך נוכחי של סדרה, גם אם היא אינסופית, לוקח אותה תמיד את חזרה ביחס לתזרים הראשונים. במקרה זה, התזרים הראשונים הוא בעוד שנה (כי זה בתום כל שנה). לכן, הקפיצה "אתחת אחורה" הובילה בדיקת זמן 0, ואין צורך בהתקופה. במקרה מורכב יותר, עם התקופה, ראו שאלה 31.

שאלה 31 - ערך הנוכחי של סדרה אינסופית, המקרה פשוט (תחילת תקופה) - **לבית**
 מהו הערך הנוכחי של סדרה אינסופית שתنبيיב לכמ 8,000 ש"ח בתחילת כל שנה לנצח, אם ידוע שהריבית השנתית
 היא 7%?

פתרונות :

$$PV = 8,000 * \frac{1}{7\%} * (1 + 7\%)^1 = 122,286$$

שלב 1 :

$$8,000 * 1/7\%$$



$$pmt = 8,000$$

$$r = 7\%$$

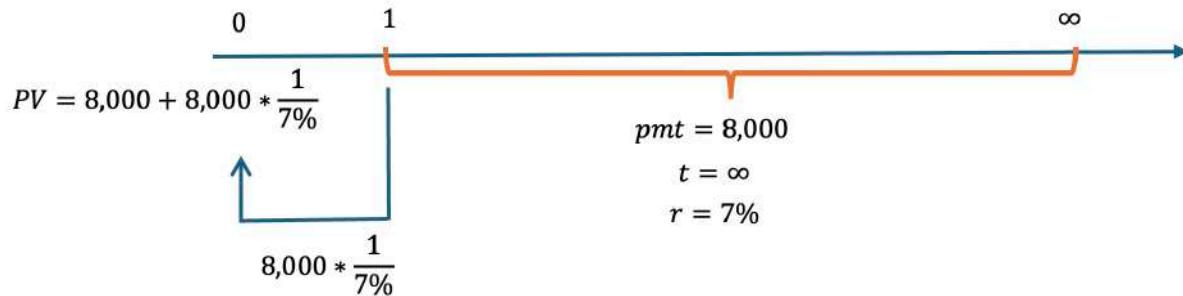
$$t = \text{Ensof}$$

הסבר :

הואיל והסדרה כללת איבר ראשון בזמן 0, חישוב ערכה הנוכחי הסדרתי שמקפיד "תקופת תשלום אחת אחרת" הובילנו בזמן -1. נדרש לבצע התאמה שנה קדימה מ-1- ל-0 וזאת על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקה חיובית של 1.

דרך נוספת לפתרון :

יש-Calculations to calculate the present value of the infinite series for the first two years and then multiply by 1 and add the interest rate. The result is 8,000 ש"ח per year for the first year and 8,000 ש"ח per year for the second year. This is equivalent to a perpetuity starting at time 0 with a value of 8,000 ש"ח per year.



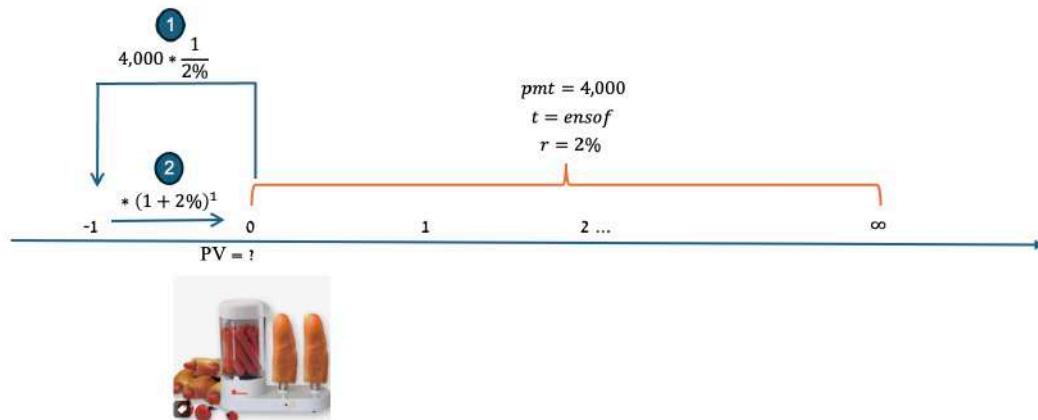
שאלה 31.1 – שווי נכס המגיב תזרימים צמייתים ונמכר בחלוף תקופה – לבית

בוניטה שוקלת לרכוש היום מכונה לחימום נקניק לעובדי המשרד. המכונה צפויה להגיב תזרים שנתיים נקי בתחלית כל שנה ולצמיהות, בסכום של 4,000 ש"ח. הריבית השנתית 2%.

- מהו שווי הנכס?
- כיצד תשתנה תשובתכם בהנחה שבוניטה מתכוonta למכור את המכונה בעוד 8 שנים?

פתרון סעיף א:

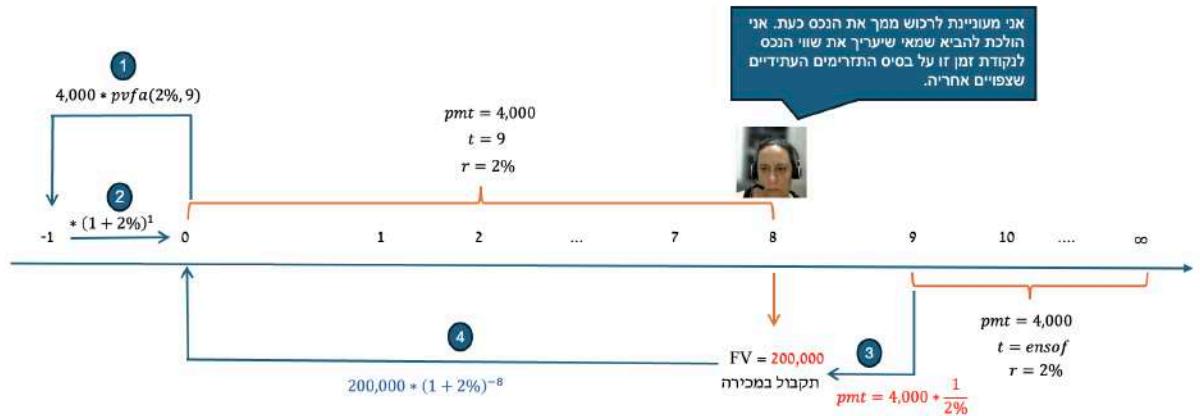
מדובר בחישוב ערך הנוכחי של סדרה שמועד איברה הראשון הוא בזמן 0, ולכן הקפיצה לאחר המובילה בזמן 1 – דורשת תיקון ע"י מכפלה ב-1 ועוד הריבית כפי שהראינו בדוגמה קודמת:



ולכן שווי הנכס הוא :

$$PV = 4,000 * \frac{1}{2\% * (1 + 2\%)} = 204,000$$

פתרונות סעיף ב:



מה לעוזל הלאך זה?

ראשית, הואיל וצפואה מכירת הנכס בתום 8 שנים (לאחר התקובל במועד זה), הרי שעליינו לחשב ערך נוכחי סדרתי ל-9 התזרימיים מזמן 0 לזמן 8 ולתקן בהתאם.

אלא שמעבר לכך, יש לחשב גם את התמורה הצפואה מממכר הנכס בזמן 8. תמורה זו מהוות את הערך שיראה הקונה בזמן 8 אשר מייצג את התזרימיים הצפויים מזמן 9 ואילך, מתוקנים בזמן 8. בדרך זו מתקבלים את התקובל במכירה, שמהווים (מחשבים לו PV) כסכום ייחד, ובsek הכל – הערך הנוכחי הכולל הוא חיבור ערכה הנוכחי של הסדרה, יחד עם הערך הנוכחי של התקובל במכירה:

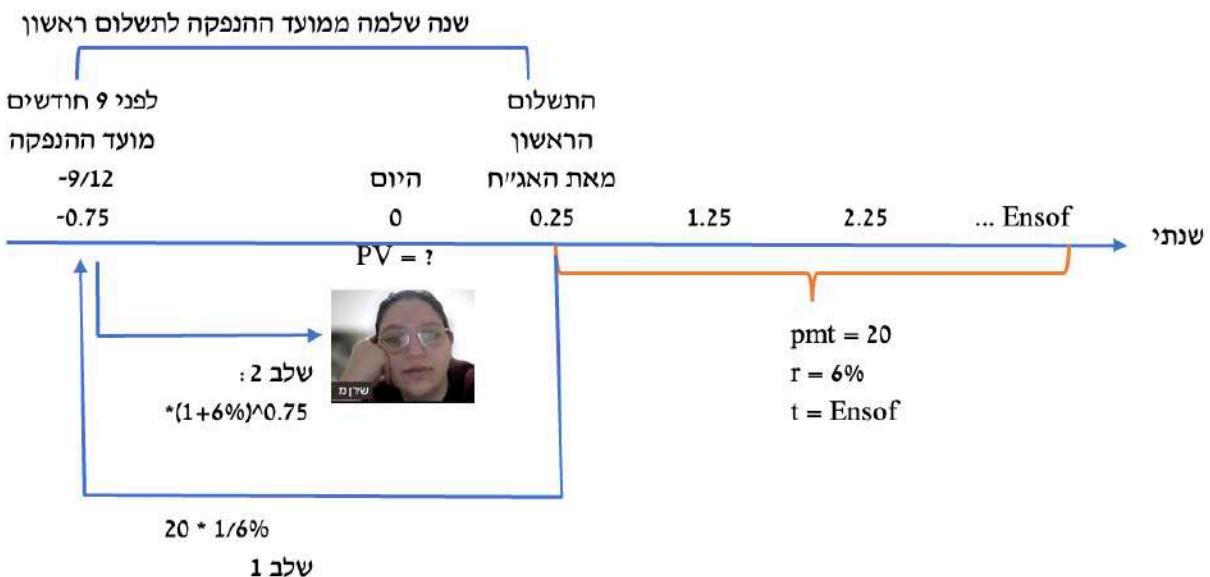
$$PV = 4,000 * PVFA(2\%, 9) * (1 + 2\%) + 200,000 * (1 + 2\%)^{-8}$$

$$PV = 4,000 * 8.162 * (1 + 2\%) + 200,000 * (1 + 2\%)^{-8} = 204,000$$

מסקנה – ושווה תמיד לחשב את החישוב המלא כדי לא לחתת כללים במקומות לא רלוונטיים: אם נכס צפוי להניב **תזרימיים קבועים אינסופיים ללא שינוי בሪביה**, פרק הזמן להחזקתו לא ישפיע על שוויו.

שאלה 32 - ערך נוכחי של סדרה אינטופית - שימוש בתמוך אג"ח קונסול והתאמת זמן
 אג"ח קונסול (שלםת תשולומים כל שנה, לאינסוף) הונפקה לפני 9 חודשים. האג"ח משולם ריבית בסכום של 20 ש"ח בתום כל שנה (ביחס למועד הנפקתה). בהנחה שהריבית השנתית האפקטיבית היא 6%, מהו מחיר האג"ח היום?

פתרונות :



$$PV = 20 * \frac{1}{6\%} * (1 + 6\%)^{0.75} = 348.22$$

הסבר :

תחילה, יש לשים לב שהויאל והאג"ח הונפקה לפני 9 חודשים, הרי שעל הציר, נקודת יצירת הנכס היא 12/12 או 12 חודשים. זה חשוב, הואיל והאג"ח משולם ריבית כל שנה ביחס להנפקתה. לכן, אם היא הונפקה לפני 9 חודשים, תשלום הריבית הקרוב הוא בעוד 3 חודשים. זה חשוב מאד, כי עליי להגדיר את מועד התשלומים הקרוב במדויק נcona.

כעת, אני פועל לחשב ערך נוכחי של סדרה אינטופית, זאת, ע"י מכפלת התשלומים התקופתי 20 ב-1 חלקו הריבית. אלא שכמו בסדרה, חישוב זה תמיד מカリיך "תקופת תשלום אחת אחרה" ביחס לתזרים הראשונים. אם התזרים הראשונים הוא בעוד 3 חודשים, והקפיצה אחרת היא שנה שלמה, המכפלה הזו היא לזמן מינוס 12/12. כדי לתקן קדימה 9 חודשים, זמן 0 - מכפול ב-1 ועוד הריבית בחזקת 12/12 ($0.75 = 9/12$).

שאלה 33 - ערך נוכחי של סדרה אינטופית - שימוש בתמוך אג"ח קונסול והתאמת זמן וריבית מורכבת
 אג"ח קונסול (שלםת תשולומים כל שנה, לאינסוף) הונפקה לפני 9 חודשים. האג"ח משולם ריבית בסכום של 20 ש"ח בתום כל 4 שנים (ביחס למועד הנפקתה). בהנחה שהריבית השנתית האפקטיבית היא 6%, מהו מחיר האג"ח היום?

פתרון :

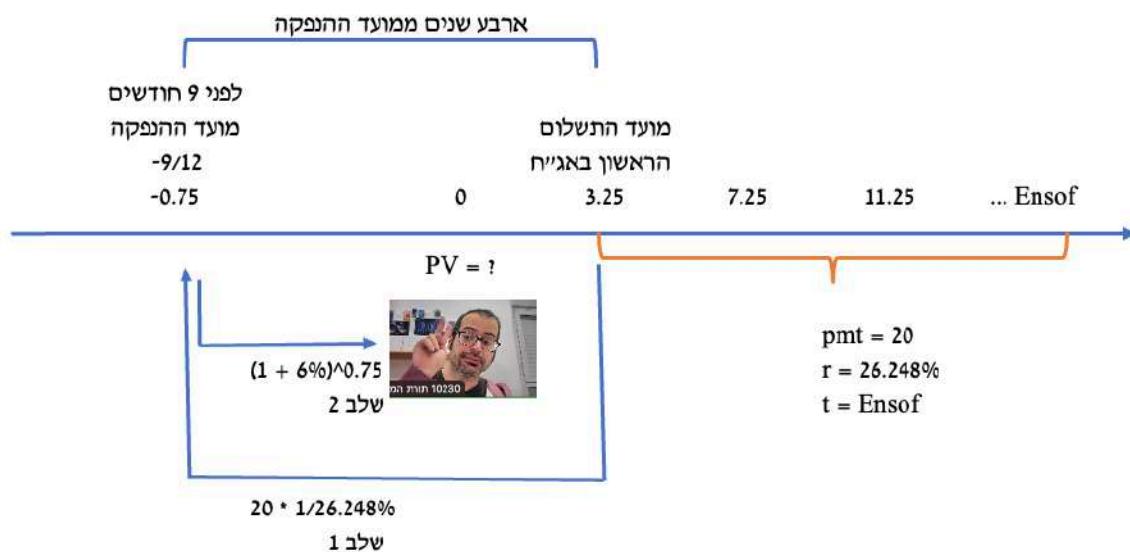
אנו הגדרנו שבחישובי סדרה - הריבית (x) חייבת להתאים לפרק הזמן בין תשלוםמים. במקרה זה, פרק הזמן בין תשלוםמים הוא 4 שנים. לרובה הចער - הריבית הנтונה היא שנתית בלבד. לכן, חובה עליי לתקן ולתאמס את שיעור הריבית ל-4 שנים.

איך נעה זהה? כברירת מחדל, מגנו התאמת הריבית בקורס מtabסס על ההנחה שקיימת ריבית דרייבית. לכן, גם התאמת הריבית מבוצעת עם חזקה רלוונטית:

$$r_{4years} = (1 + r_{year})^4 - 1 = (1 + 6\%)^4 - 1 \approx 26.248\%$$

מדוע חישוב מעכבר זה נדרש בשאלת זו ולא בקודמות? עם "1-'" שאנו ברור? התשובה לכך היא שזוהי השאלה הראשונה היום שבה תקופת הריבית הייתה נתונה (שנתית) שונה מפרק הזמן בין תשלוםמים (4 שנים). לכן, זו הפעם הראשונה שנאלצנו לבצע התאמת ריבית, וזה הנוסחה הרלוונטית עבורה.

חישובי ריבית אפקטיבית יידונו בהרחבת מרווחה בmpeg 4. לכן זה בסדר ללמידה כרגע את הנושא הזה טכנית.



הסבר השלבים :

תחילת השתמשנו בנוסחת ערך נוכחי של סדרה אינסופית. התוצאה הקפיצה אותנו "תקופת תשלום אחת אחרת" ביחס למועד התזרים הראשון. עיתוי התזרים הראשון הוא ב-3.25, ותקופת תשלום הוא 4 שנים. לכן התוצאה תקפה לזמן -0.75 - (4 שנים לפני 3.25). יש לתאמס את התוצאה, לפיכך, 0.75 שנים קדימה. לשם כך, כפלנו ב-1 ועוד ריבית שנתית של 6% בחזקת 0.75 (בסיימון חיובי).

שאלה 33.1 - ערך נוכחי של סדרה אינסופית עם התאמות

מהו הערך הנוכחי של נכס שצפוי להניב תקבולים כל 5 שנים בסכום של 15,000 ש"ח לנצח, כאשר התשלומים הראשונים הוא בעוד שנתיים, בהנחה שהריבית השנתית 7%?

פתרון:

חשיבות מכך לשים לב שכאשר מתייחסים לערך הנוכחי של סדרה, הריבית (r) שבה נשתמש חייבת להיות תקפה לפרק הזמן בין התשלומים בסדרה. במקרה זה, הריבית הנתונה כריבית שנתית - 7%, אך התשלומים הם כל 5 שנים.

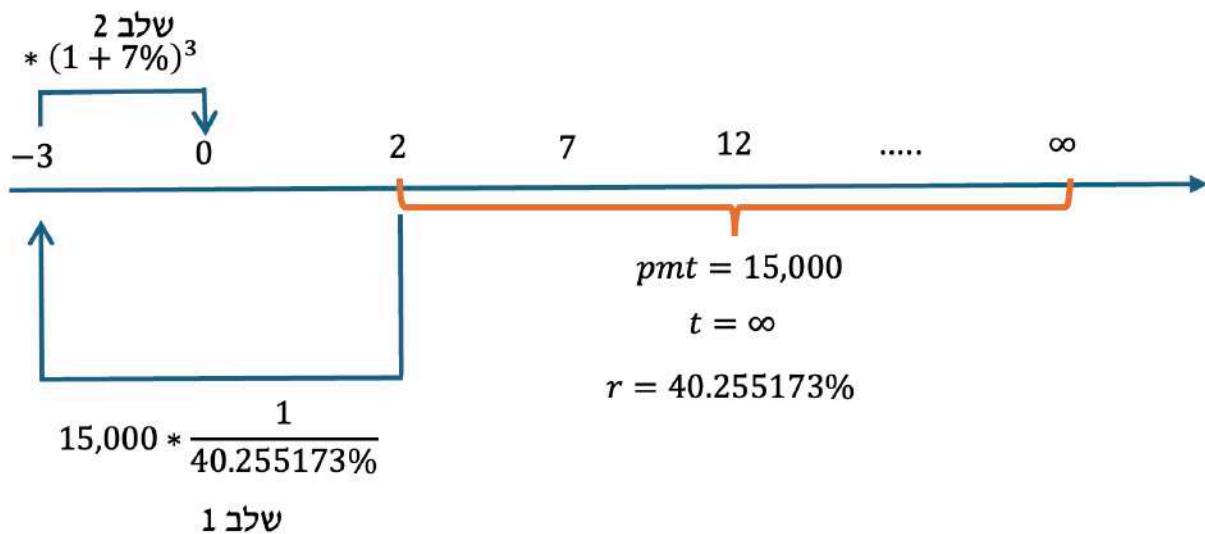
במצב כזה, חובה עליינו לתקן / להמיר את הריבית ל-5 שנים (כי זה פרק הזמן בין התשלומים בסדרה!). איך נמיר את הריבית? המקרה הקלסי להמרת ריבית (ברירת מחדל):

$$r_{\text{required}} = (1 + r_{\text{netuna}})^t - 1$$

בעברית: כדי להמיר ריבית מתקופה לתקופה, נתבוסס על 1 ועוד הריבית הנתונה בחזקה של מספר התקופות להמרה. כל זה פחות 1 (הסיבה להפחחת 1 היא שזה מייצג את הקREN). ספציפית כאן: הריבית הנתונה 7% לשנה, החזקה הרלוונטית להמרה ל-5 שנים תהיה 5.

כך נקבל:

$$r_5 = (1 + 7\%)^5 - 1 = 40.255173\%$$



ביטוי הערך הנוכחי יהיה:

$$PV = 15,000 * \frac{1}{40.255173\%} * (1 + 7\%)^3 = 45,647.91$$

הסבר:

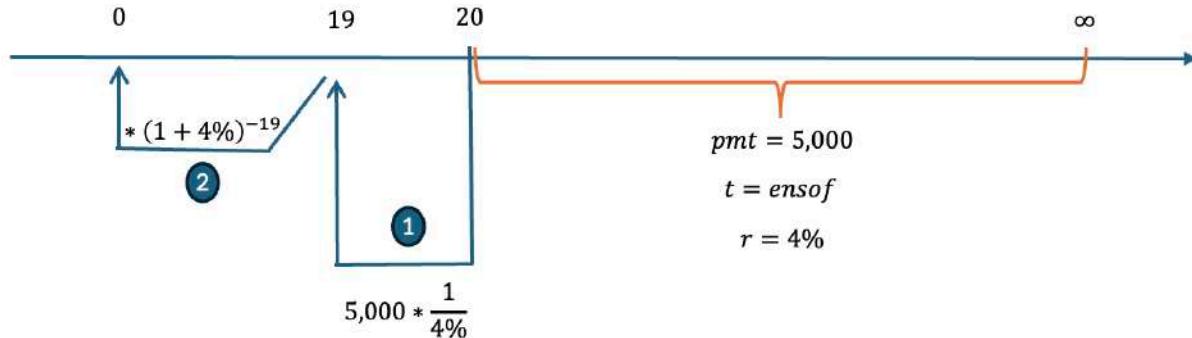
ערך הנוכחי של סדרה מובילה תמיד לנקודת הזמן המוקדמת בתקופת תשלום אחת ממועד התזרים הראשון בסדרה. כאן: התזריםים כל 5 שנים, הראשון בזמן 2, ולכן קפצנו 5 שנים לאחר מכן בזמן 2, קרי בזמן 3. כדי לתקן את התוצאה בזמן 3 - חזרה ל-0 (ערך הנוכחי) כפלו ב-1 ועוד ריבית שנתית בחזקה 3.

שאלה 33.2 – ערך הנוכחי של סדרה אינסופית עם התאמות

מהו הערך הנוכחי של תקופלים קבועים ממוגנת נקי, בסך 5,000 ש"ח בתום כל שנה החל מעתה השנה ה-20 ולנצח, אם הריבית השנתית היא 4%?

פתרון :

כששואלים מה הערך הנוכחי ללא מידע נוסף, הכוונה היא לערך הנוכחי בזמן 0. הוואיל וכאן מדובר בסדרה אינסופית שמוספע איברה הראשון הוא בעוד 20 שנים, כאשר מישים את נוסחת הערך הנוכחי הסדרתי (כופלים ב 1 חלקי הריבית) מגיעים לנקודת זמן 19 ("עקרון אחת אחרת").
מפה, יש לאמת את התוצאה 19 תקופות נוספות לאחר, ע"י מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקה שלילית של 19.



הביתוי לפתרון :

$$PV = 5,000 * \frac{1}{4\%} * (1 + 4\%)^{-19} = 59,330$$

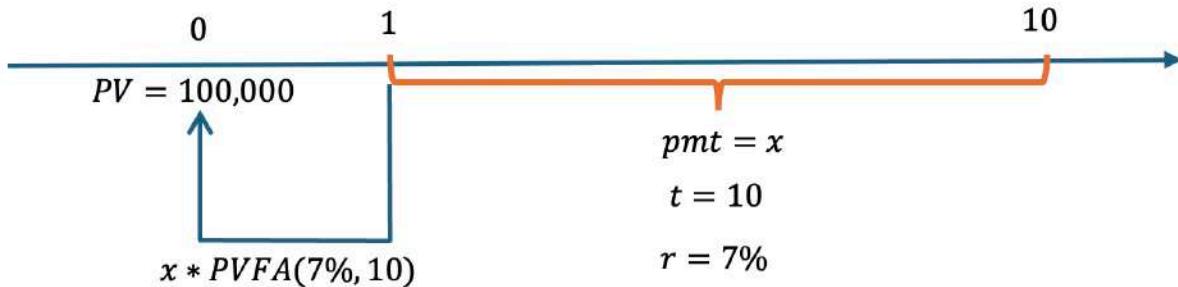
שאלה 34 – יישומים של ערך הנוכחי: חילוץ סכום החזר תקופתי בהלוואה הנפרעת בתשלומים שווים (שפיצר), המקרה הפשוט

נטלتم היום הלוואה בסך 100,000 ש"ח הנפרעת ב-10 תשלומים שנתיים שווים. מהו סכום התשלום השנתי הקבוע אם הריבית השנתית 7%?

פתרון :

решение: סכום הלוואה שווה תמיד לערך הנוכחי של החזירה. לכן, אם נתון לי סכום הלוואה, ואוכל לבטא את החזירה כסדרה, אוכל לבנות משווהה שמתוכה אחלץ את הנזולש.

$$Loan = PV(\text{payments})$$



כasher :
הערך $Loan$ הוא סכום ההלוואה.
הסימון $PV(\text{payments})$ הוא הביטוי המתמטי המשקף את הערך הנוכחי של ההחזרים.

$$100,000 = x * \text{pvfa}(7\%, 10)$$

$$100,000 = x * 7.024 \rightarrow x = 14,236.9$$

הסבר :
סכום ההלוואה - 100,000. זהו הערך הנוכחי של התשלומים בגין ההלוואה, והוא נתון.
סכום התשלום התקופתי, ה - pmt , אינו נתון, ולכן הוצב כנעלם.
בשונה מהשאלות הקודומות האחרונות, כאן - לא מדובר בערך הנוכחי של סדרה אינסופית, אלא סדרה "רגילה"
(סופית) שכוללת 10 תשלומים. הדרך לבטא את ערכה הנוכחי - היא על בסיס מכפלה ב - pvfa . כבירות מחדל,
אם לא נאמר אחרת - תשלום שנתיים הם "בסוף כל שנה", כלומר האיבר הראשון בסדרת ההחזרים הוא
בדוק בודד שנה. לכן, שאלת זו דומה מאד לשאלת 26, ואין צורך בהתאמה.

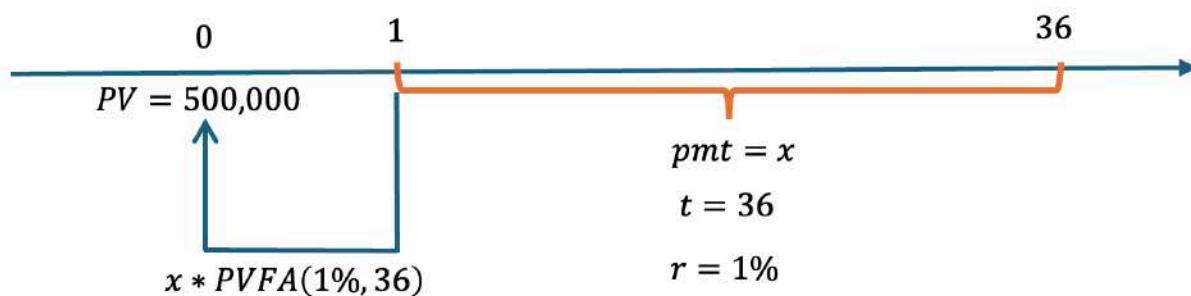
שאלה 34.1 - **יישומים של ערך הנוכחי: חילוץ תשלום על חשבון ריבית והתאמת ריבית פשוטה**
נטלתם היום הלוואה בסך 500,000 ש"ח הנפרעת בתשלומים חודשיים שווים (לוח שפייר) במשך 3 שנים. בהנחה
שהריבית היא בשיעור 12% לשנה, מחושבת כריבית פשוטה :
א. מהו התשלום התקופתי הקבוע (התשלום הכללי - קרן + ריבית)?
ב. מהי יתרות ההלוואה לאחר 23 תשלום?
ג. מהי הריבית במסגרת תשלום 24?

פתרון :
א. מהו התשלום התקופתי הקבוע (התשלום הכללי - קרן + ריבית)?
מדובר בהלוואה הנפרעת בתשלומים חודשיים שווים (סדרה).
כasher עוסקים בסדרות, ולא משנה באיזה הקשר, אנו זוקקים לריבית לפרק הזמן בין תשלום.

אם התשלומים כל חודש, אנו זוקקים לרכיבת חודשית.
לצערנו, הריבית שמסרו לנו היא "ריבית שנתית 12% משמעות ריבית פשוטה" : שמשמעותה - אופן ההמרה שלה מתוקפה אחת לאחרת מבוצע באמצעות כפל / חילוק פשוט ולא באמצעות חזקה.

$$r_{month} = \frac{r_{year}}{12} = \frac{12\%}{12} = 1\%$$

סכום הלואה הוא הערך הנוכחי של החזרה :

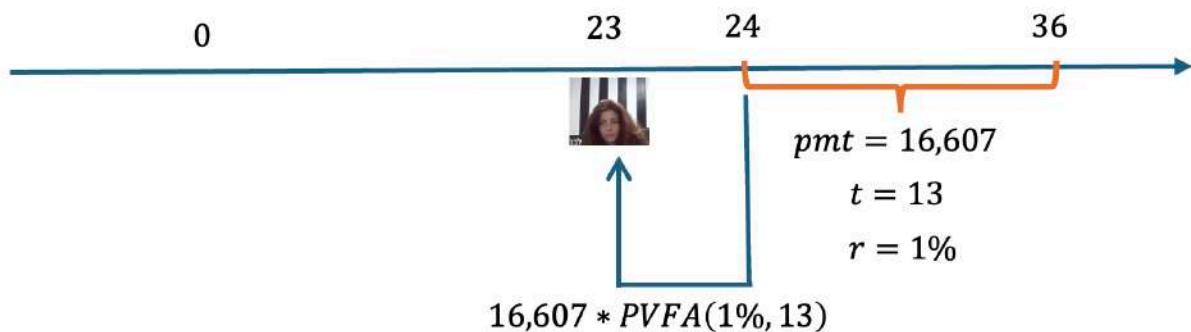


על פי המשפט, ניתן לחלק את ערך x המיציג את החזר התקופתי הקבוע (קרן + ריבית) :

$$500,000 = x * PVFA(1\%, 36) \rightarrow x = \frac{500,000}{30.108} \approx 16,607$$

ב. מהי יתרת ההלוואה לאחר 23 תשלומים ?

כשם שסכום הלואה הוא הערך הנוכחי של החזרה, כך יתרת הלואה היא תמיד הערך הנוכחי של יתרת החזרה.



ובהתאם, יתרת ההלוואה לזמן 23 תהיה :

$$BAL_{23} = 16,607 * PVFA(1\%, 13) = 16,607 * 12.134 \approx 201,509$$

ג. מהי הריבית במסגרת תשלום 24 ?

אם יתרת החוב לבנק בזמן 23 היא 201,509, ושיעור הריבית החודשית 1%, אז - הריבית שתשלם בזמן 24 היא המכפלה בין הערכיהם :

$$INT_t = BAL_{t-1} * r$$

כאשר :

הערך INT_t מייצג את תשלום הריבית בתקופה t .

הערך BAL_{t-1} מייצג את יתרת הלוואה לתקופה קודמת.

הערך r הוא הריבית לתקופת תשלום :

$$INT_{24} = BAL_{23} * r \rightarrow 201,509 * 1\% \approx \boxed{2,015.09}$$

שאלה 34.1.1 – חישובי ערך נוכחי של שתי סדרות אינסופיות, כולל התאמת ריבית והתאמת תקופה

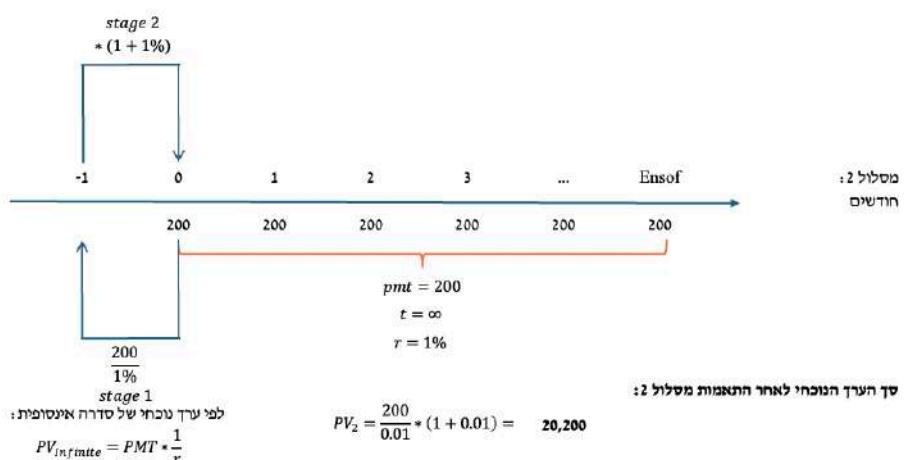
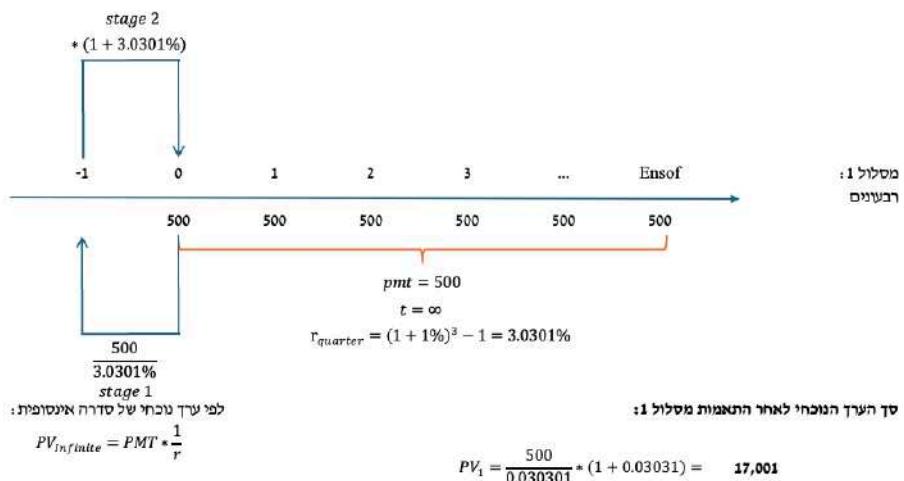
יבואן Apple מציע לך מנוי שנתי לשירותי iCloud במחיר של 500 ש"ח בשנה המסלולים הבאים:

מסלול 1: תשלום של 500 ש"ח ביום, ובנוסף תשלום בסך 500 ש"ח בתחלת כל רביעון עוקב.

מסלול 2: תשלום של 200 ש"ח פעם בחודש, בתחלת כל חודש.

הרבית האלטרנטיבית היא 1% לחודש, והכוונה היא לנצל את המנוי עד אינסוף בתעריף זה. בנסיבות אלו, מהו

ההפרש בין הערך הנוכחי של עלויות ההוצאות הללו?



מסקנה: הוצאות במסלול 2 במנוחי ערך נוכחי גבוהות מהוצאות במסלול 1 במנוחי ערך נוכחי ב:

$$20,200 - 17,001 = 3,199$$

34.1.2 – חישובי שווי הלואת מסובסדת (והמשמעות של ריבית אלטרנטיבית)

חברת "התפוח האגדי" זכתה לקבל הטבה מהממשלה: הלואת בסכום של 5 מיליון ש"ח ל-5 שנים, בריבית מסובסדת של 5% לשנה אשר נפרעת בתשלומים שנתיים שווים. בהנחה שידוע שהריבית האלטרנטיבית שבה מגייסת החברה אשראי היא 9% לשנה, מהו שווי ההטבה המגולם בהלוואה זו?

פתרון :

נתחילה מהנתון הראשון :

חברת "התפוח האגדי" זכתה לקבל הטבה מהממשלה: הלואת בסכום של 5 מיליון ש"ח ל-5 שנים, בריבית מסובסדת של 5% לשנה אשר נפרעת בתשלומים שנתיים שווים.

משפט : **סכום הלואת הוא הערך הנוכחי של החזירה כלומר סכום ההלוואה הוא PV והחזרים עדיה הם PMT (כਮון בהנחה והחזרים קבועים – זהה המקרה פה).**

$$5,000,000 = PMT * PVFA(5\%, 5) \rightarrow PMT = 1,154,874$$

וכעת אני עובר לנתון השני :

בהנחה שידוע שהריבית האלטרנטיבית שבה מגייסת החברה אשראי היא 9% לשנה, מהו שווי ההטבה המגולם בהלוואה זו?

כדי שהלוואה מסובסדת תגלה הטבה, הריבית שהיא נושא צריכה להיות נמוכה מהריבית שבה החברה מגייסת אשראי. כאן, זה באמת המקרה. כאשר נרצה לחשב את שווי ההטבה הניל', ניטול את התזוריים שוחשו על בסיס הריבית המסובסדת, ונחשב את ערכם הנוכחי בהתחשב בריבית האלטרנטיבית:

$$Value = +5,000,000 - 1,154,874 * PVFA(9\%, 5)$$

$$Value = +5,000,000 - 4,492,057 = 507,943$$

מסקנה: שווי ההטבה הוא 507,943 ש"ח.

המלצות לקראת מפגש 2:

- א. לפטור כל מה שבמחברת (גם מה שעברנו עליו, וגם מה שלא, גם נושאים מסוימים שלא נלמדו – להתמודד) – עד (ולא כולל) מפגש 2.
- ב. במידה ונדרש חיזוק בסוגיות בסיס (זה גם מומלץ באופן כללי) מומלץ לגשת ליח' 5 באתר ("רוצפים") וללמוד עד ולא כולל לוחות סילוקין.
- ג. המלצה חמה – אם מספיקים – להשלים לגמרי את יחידה 5 באתר, בעיקר בהדגש חישובי ריבית.

נוסחאות מפגש 1 - ערך עתידי וערך הנוכחי

ערך עתידי של סכום יחיד - ריבית קבועה

$$FV = PV * (1 + r)^t$$

כאשר :

- הערך FV מייצג את הסכום העתידי הנצבר (ערך עתידי, Future Value).
- הערך PV מייצג את סכום ההפקדה, שمبرע בהווה (Present Value, הערך הנוכחי).
- הערך r מייצג את שיעור הריבית.
- הערך t מייצג את מספר התקופות.

ערך עתידי של סכום יחיד - ריבית משתנה

$$FV(\text{Lump Sum}) = PV * (1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots$$

כאשר :

- הערך FV הוא הערך העתידי המוחسب (הסכום העתידי הכללי, קרן + ריבית).
- הערך PV הוא סכום ההפקדה או הלוואה "היום".
- הערכים r_1 ו- r_2 וכיו"ב, מייצגים את הריביות השונות בעסקה.
- הערכים t_1 ו- t_2 וכיו"ב מייצגים את מספר התקופות שבוחן כל ריבית תקופה.

ערך עתידי של סדרה - נוסחה מתמטית

$$FV_{\text{Series}} = pmt * \frac{(1 + r)^t - 1}{r}$$

כאשר :

- הערך FV הוא הערך העתידי של הסדרה.
- הערך pmt מסמל את ההפקדה / התזרים התקופתי קבוע.
- הערך r מסמל את הריבית **לפרק הזמן בין תשלוםויות**.
- הערך t מסמל את מספר התשלומים בסדרה.

ערך עתידי של סדרה - כתיב מקוצר (את הערך אפשר גם לשלוּף מלוּח א-2 בנספח א לכרך ד)

$$FV_{series} = pmt * FVFA(r, t)$$

כאשר :

הערך pmt הוא סכום ההפקדה הקבוע.

הערך $FVFA$ הוא למשה התוצאה של הנוסחה / הלוח שמתאימה לריבית בעסקה (i) ומספר התשלומים (t). בספרים ובחוברת נקרא גם מע"ס (ראשי תיבות של "מקדם ערך עתידי סדרתי"). אנחנו לא אוהבים להגיד מע"ס בקבוצה שלנו אז תמיד נרשום $FVFA$. מקווה שזה יהיה בסדר מצדכם.

התאמות ריבית בסיסיות - הרחבה בהמשך:

בשאלה על סדרות, בשנותונה ריבית נקובה שנתיות ללא מידע נוסף, ויש להתאים מונה לחודש :

$$r = \frac{R}{12}$$

כאשר :

הערך R מייצג את הריבית הנקבוה

הערך r

בשאלות על סדרות, כאשר רוצים לתאם ריבית כללית (שלא כתבו שהיא נקבוה), מחודש לשנה :

$$r_{year} = (1 + r_{month})^{12} - 1$$

ערך נוכחי של סכום יחיד, כשהריבית קבועה

הגרסה של הספר :

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

הגרסה של שי (אותו עיקרונו) :

$$PV = FV * (1+r)^{-t}$$

הערך PV הוא הערך הנוכחי / השוויי היום

הערך FV הוא הערך העתידי (סכום יחיד)

הערך r הוא הריבית התקופתית

הערך t הוא מספר תקופות הריבית

ערך נוכחי של סכום יחיד, כשהריבית משתנה

הגרסה של "הספר" :

$$PV = \frac{FV}{(1+r_1)^{t_1} * (1+r_2)^{t_2} * \dots}$$

הגרסה של שי (אותו עיקרונו) :

$$PV = FV * (1+r_1)^{-t_1} * (1+r_2)^{-t_2} \dots$$

כasher :

הערך PV הוא הערך הנוכחי

הערך FV מייצג את הסכום העתידי שצפויים לקבל

הערכים r_1 ו- r_2 מייצגים את הריביות השונות בעסקה

הערכים t_1 ו- t_2 מייצגים את מספר התקופות שבהן כל ריבית תקפה

ערך נוכחי של סדרה סופית (בשונה מסדרה אינסופית, לגבייה נסחה נפרדת מטה)

$$PV_{Series} = pmt * PVFA(r, t) = pmt * \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

כasher :

הערך PV Series מייצג את הערך הנוכחי המציגי של הסדרה כולה

הערך pmt מייצג את התשלומים / התקבול התקופתי בסדרה

הערך r מייצג את הריבית לתקופת תשלום

הערך t מייצג את מספר התשלומים

הסימון $PVFA(r, t)$ נקרא בלשון הספר מענ"ס : מקדם ערך נוכחי סדרתי. ניתן למצוא את ערכו בנספח אלכ"ח

ד של ייחדות הלימוד, בלוח שמספרו א-4. הלוח מופיע החל מעמ"י 45 בנספח

ערך נוכחי של סדרת תשלוםאים אינסופית

$$PV(Infinte_{Series}) = pmt * \frac{1}{r}$$

התאמת ריבית (כasher לא ציינו את סוג הריבית) משנה ל-4 שנים:

$$r_{4years} = (1 + r_{year})^4 - 1$$

חילוץ סכום תשלום קבוע בהלוואה הנפרעת בתשלומיים קבועים

$$Loan = PV(payments)$$

כלומר: סכום ההלוואה שווה לביטוי המיצג את הערך הנוכחי של החזרה.

מפגש 2 - המשך ערך נוכחי, יישומים שונים, הבסיס להישובי ריבית ופרויקטים

תיאום ציפיות ורקע

- מטרת מפגש ההנחיה הספרטיצי היא להעניק לסטודנטים כלים בסיסיים ליישום תחשיבי הערך הנוכחי והעתידidi שהוצעו בהערכתה הקודמת, תוך התקדמות בחילוצים שונים. בנוספ', ההערכתה תתמקד במהות ובאופן החישוב של הריבית האפקטיבית, המכונה גם הריבית הכלכלית או הריבית האמיתית. הריבית האפקטיבית מביאה בחשבון את השפעת ריבית הדربית, העמלות וגורמים נוספים על ההסדרים הפיננסיים, ובכך מאפשרת קבלת החלטות מושכלת ומדויקת יותר.
- כמו כן, במהלך ההערכתה יוצג נושא חדש - כדיות פרויקטים, אשר יהווה את תחילת הדיוון בסוגיה זו. חשוב לציין כי בשל מגבלות זמו, חלק ניכר מהשאלות יוצגו באופן TEMPLATE ולא יפותחו לעומק. עם זאת, שאלות מרכזיות נבחרות יזכו לפתרון מפורט ומקיף, החל מהבסיס. גישה זו נועדה לאפשר לסטודנטים חשיפה ראשונית למגוון רחב של סוגיות הקשורות בתחום, תוך הקנייה בסיס איתן להבנת סוגיות יסוד ונוסאים הקשורים ישירות למטרת הנוכחות.
- לאחר השיעור, הסטודנטים מתבקשים לפתור באופן עצמאי את כל השאלות שהוצעו במהלך ההערכתה, גם אם הם היו ברורות במהלך השיעור וגם אם הם היו אתגר. תרגול עצמי זה הכרחי להבנת הטעמה מלאה של החומר הנלמד, כולל הסוגיות שנדרשו בקורס בלבד במהלך ההערכתה. רק באמצעות תרגול מעמיק ועצמאי של השאלות, תוך חזרה על הנושאים שנלמדו, ניתן יהיה להפנים את מכלול הרעיונות והכליים שהוצעו ולהשתמש בהם ביעילות בהמשך.

שאלה 34.1.1.0 – חישוב ערך נוכחי כבסיס להחלטות בדבר חלופה לרכישת מוצר

טל רדרר מעוניין לרכוש מכונה לחימום נקניק שמחירה הקטלובי 3,000 ש"ח. תנאי ההסכם מאפשרים תשלום מוגן הננקיק בהמחאה דחויה לתקופה של 6 חודשים. בעד מוגן הננקיק בהמחאה דחויה לתקופה של 6 חודשים. חלופה, ניתן תשלום בעד מוגן חימום הננקיק היום, סכום של 2,800 ש"ח. הריבית השנתית האפקטיבית היא 15%.
נדרש: מהי הchlופה שאותה יעדיף טל?

פתרון :

ראשית, עלינו להגיד את סוג השאלה: ערך עתידי? חישובי ריבית או אולי נושא אחר? **ככל, בחירה בין חלופות תשלום בעד מוצר, הגיוני לדון בהן / לדרגון בכליים של ערך נוכחי PV.**
מדובר? משום ש-PV למעשה את השווי / העלות "בהווה" או "בזמן מזמן מיידי". המשמעות: ככל שה-PV המשולם על ידי נושא יותר, אני למעשה (במנוחים כלכליים / מימון) קונה את המוצר במחיר זול יותר.

הchlופה הפשוטה ביותר: תשלום היום 2,800 ש"ח. הואיל וזה תשלום מיידי, בזמן מיידי, ה-2,800 PV =

החלופה המורכבת יותר – זו שדורשת תשלום יותר (3,000 ש"ח) אבל בעתיד, בעוד 6 חודשים. כדי לבחון חלופה זו, לא נוכל להתבסס על סכומה הכוללת הכתוב, אלא علينا לתרגםו למונחים של ערך נוכחי PV. הואיל והיכולת לשלם בעתיד דורשת חישוב PV של ערך זה, והתשולם בעתיד הוא בודד, נשתמש בנוסחה לחישוב ערך נוכחי של תזרים יחד:

$$PV_{3,000 \text{ Future}} = 3,000 * (1 + 15\%)^{-\frac{6}{12}} = 2,798$$

המשמעות: עדיף לשלם 3,000 בעתיד, הערך הנוכחי נמוך יותר (גם אם במעט) מה שאומר ש מבחינה כלכלית / מימוןית רכישה שתשלום עתידי בצד זה זולה יותר במקרה זה, מה שמצדיק את הבחירה בה. נשים לב, לא חישבנו פה בעצמו ריבית חצי שנתית; אלא הואיל ומדובר בסכום יחיד, אפשר לחשב את ערכו הנוכחי תוך שימוש בריבית שנתית ופשוט לכלול בערך חזקה מתאימים את החלק היחסי.

הרחבה: יכולנו גם (אין חובה כזו, כי זה סכום יחיד) להמן את הריבית משנה לחצי שנה. הואיל והיא אפקטיבית, אופן המרתה יבוצע עם מערך מתאים (ללא כפל או חילוק).

$$r(hazi shana) = (1 + 15\%)^{0.5} - 1 = 7.23805\%$$

ואז, חישוב ה-PV יהיה מותבוס על ריבית שנתית זו בחזקת 1- (תקופה שלמה של חצי שנה אחרת):

$$PV_{3,000 \text{ Future}} = 3,000 * (1 + 7.23805\%)^{-1} = 2,798$$

שאלה 34.1.1.1 – **חישוב החזר תקופתי בהלוואה, וערך של הלואה בריבית נמוכה**
לגולדי בע"מ הוצע לאחרונה ליטול הלואה מהקרן לעידוד עסקים קטנים בסכום של 1,000,000 ש"ח. את הלוואה יש לפזר בתשלומים חודשיים שווים, במשך שנה אחת.
הRibית החודשית בהלוואה היא 1%.

ידוע לכם כי אם גולדי בע"מ תיטול את הלוואה בתנאי השוק, שיעור החודשית הוא 2%.
נדרש: מהו שווי הצעת הלוואה (במלים אחרות – הערך של ההטבה המגולם בה)?

פתרון:

כאשר אני מזזה שאלה שכוללת סכום הלוואה, ונתון הגורס כי היא נפרעת בתשלומים שווים. זכרו משפט מרכזי וחשוב שניים תמיד, כמעט ללא תלות בנדרש:

$$\text{סכום הלוואה} = \text{הערך הנוכחי של החזרה}$$

$$\text{LOAN} = \text{PV(PMT)}$$

נביט בתורו התחלה על נתוני הלוואה הספציפייםゴופא. נתעלם לගמיי בשלב ראשון מהעובדה שתנאי השוק דורשים ריבית גבוהה יותר. מדווקא? כי אני רוצה לחשב את התשלומים תכלייס, לפי הריבית תכלייס, בהצעה הספציפית שת את כדאיותה ארצת לשפט.

סכום הלוואה: $LOAN = 1,000,000$

ההחזר התקופתי הקבוע: x

הריבית הלוואה המוצעת – דורשת סדרת החזירים חדשים, لكن הריבית חודשית – 1%.
הלוואה לשנה, נפרעת ב-12 תשלום חדשים שווים $t=12$:

$$1,000,000 = x * PVFA(1\%, 12)$$

$$1,000,000 = x * 11.255 \rightarrow x = 88,849$$

מסקנה קטנה: סכום החזר החודשי הקבוע הלוואה הספציפית הוא 88,849 ש"ח.

לאחר שהצטננו להבין שהסכום התקופתי שנשלם הוא 88,849 כל חודש שנה, כדי לקבל היום 1,000,000 ש"ח, חישוב ערך ההטבה ידרוש מאייתנו להתייחס לערך הנוחוי הכלל של תזרימיים אלו, באופן שמתחשב בריבית האלטרנטיבית (ריבית השוק, ריבית בהצעות חלופיות):

$$Value = 1,000,000 - 88,849 * PVFA(2\%, 12)$$

$$Value = 1,000,000 - 88,849 * 10.5753 = 60,395$$

מסקנה סופית: שווי ההטבה המגולמת בהסדר הוא 60,395 ש"ח.

מה קרה פה? מתחילה מכך שמקבלים מיד בסימן חיובי 1,000,000, מחזירים 12 תשלום שווים של 88,849 בהתאם לנוטני ההסדר הספציפי לעיל, אך על מנת לגלם שוויו, במקומות להזין את ריבית העסקה עצמה, מזינים את הריבית האלטרנטיבית.

34.1.2 – הלואה הנפרעת בתשלומים שווים, וחילוץ תשלום על חשבון הקון (שפיצר)
 תאמר מתחנן ולשם כך נטל היום הלואה בסך 500,000 ש"ח לתקופה של 15 שנים. ההלוואה נושאת ריבית שנתית בשיעור 12% לשנה. היא מוחזרת בתשלומים שנתיים שווים (לוח שפיצר) במשך 15 שנים אלו.

נדרש :

- חלצו את התשלום התקופתי בהלוואה (PMT).
- חשבו את יתרת קרן ההלוואה בחלוף 6 שנים (רגע לאחר התשלום ה-6).
- חשבו את ההחזר / התשלום על חשבון הקון בשנת ה-8.

פתרון :

סעיף א – חישוב תשלום התקופתי קבוע

כל הלואה שאזזה אשר נפרעת בתשלומים שווים (אחד מכינוייה הנוספים – הוא הלואת שפיצר), נדרש ממוני, ולא משנה מהacha – להתחל מחלוקת התשלום התקופתי הקבוע בגין ההלוואה.
 חילוץ זה נשען עקרונית על המשפט : סכום ההלוואה הוא הערך הנוכחי של החזרה.

$$500,000 = x * PVFA(12\%, 15) \rightarrow 500,000 = x * 6.811 \approx 73,411$$

סעיף ב – חישוב יתרת ההלוואה לאחר 6 תשלומים

כשם שסכום הלואה הוא הערך הנוכחי של החזרה, יתרת ההלוואה (הנפרעת בתשלומים קבועים – שפיצר) הוא הערך הנוכחי של יתרת החזרה.

$$BAL_6 = 73,411 * PVFA(12\%, 9) = 391,132$$

המושג BAL הוא מלשון המילה Balance או יתרה (יתרת קרן). הוא חושב על בסיס הערך הנוכחי של 9 התשלומים שנותרו – 9 לפי 15 תשלוםם בסך הכל בניכוי 6 שכבר בוצעו.

סעיף ג – חישוב תשלום על חשבון הקון בשנת ה-8

התשלום התקופתי בהלוואה : 73,411

ריבית התקופתית : 12%

מספר תשלוםם כולל : 15

דרך א – חישוב תשלום על חשבון הקון בתור ההפרש ביתרונות ההלוואה

אם אדע מהי יתרת ההלוואה (קרן ההלוואה) לזמן 7 (לאחר 7 תשלוםם) – על בסיס מספר התשלומים שנותרו למועד זה. אם בהלוואה 15 תשלוםם בסך הכל, לאחר 7 תשלוםם – נותרו עוד $8 \cdot 8 = 7 - 15 = 7$ –
 וכן אדע מהי יתרת ההלוואה (קרן ההלוואה) לזמן 8 (לאחר 8 תשלוםם). על בסיס מספר התשלומים שנותרו למועד זה, אם בהלוואה 15 תשלוםם בסך הכל, לאחר 8 תשלוםם, נותרו עוד 7.

מן הסתם : התשלום על חשבון הקון יהיה ההפרש בין ערכיהם אלו.

$$BAL_7 = 73,411 * PVFA(12\%, 8) = 73,411 * 4.967 = 364,706$$

$$BAL_8 = 73,411 * PVFA(12\%, 7) = 73,411 * 4.564 = 335,048$$

התשלומים על חשבו הקרן, שלעתים נקרא / מסומן *Principle או PRN* : **התשובה הסופית**

$$PRN_8 = BAL_7 - BAL_8 = 364,706 - 335,048 = \boxed{29,658}$$

דרך ב – חישוב תשלומים על חשבו הקרן בטור ההפרש בין התשלומים הכלול לבין **תשלום הריבית**

כאשר פועלים בלוח שפיצר (תשלומים קבועים בגין הלוואה), אוזי התשלומים מן הסתם כוללים גם קרן וגם ריבית. במלים אחרות, סך תשלום הקרן + סך תשלום הריבית = **תשלום תקופתי כולל קבוע (שפיצר)**. זה אומר שאם נצליח לגלוות מה סך תשלום הריבית במועד מסוים, הרי שהינתן מידע בדבר התשלומים התקופתיים הכלול, נוכל לחלץ את סך תשלום הקרן.

בשלב ראשון בגישה זו – מעריכים את יתרת הלוואה לתקופה אחת לפני מועד החישוב. מהו הכוונה? ספציפית כאן, רצוי לדעת מה התשלומים על חשבו הקרן בזמן 8. לשם כך אתחיל מчисלוב היתריה לזמן 7. הסבר קיים לעיל.

$$BAL_7 = 73,411 * PVFA(12\%, 8) = 73,411 * 4.967 = 364,706$$

משפט נוסף : הריבית בכל תקופה ותקופה (למשל, בזמן 8) היא המכפלה הפשטית של היתריה בתקופה הקודמת (למשל זמן 7) בשיעור הריבית הנוכחיים. כלומר, אם אני יודע שיתרת הלוואה לזמן 7 היא 364,706, ואני יודע ששיעור הריבית 12%, בהגדירה, הריבית המשולמת בזמן 8 היא :

$$INT_8 = BAL_7 * r = 364,706 * 12\% = 43,765$$

הואיל וידוע שסך התשלומים התקופתיים קבוע תמיד מכסה את תשלום הקרן והריבית יחד, הרי :

$$PMT = 73,411 \rightarrow PMT = INT_8 + PRN_8 \rightarrow 73,411 = 43,765 + PRN_8 \rightarrow PRN_8 = \boxed{29,658}$$

שאלה 34.1.3 – תשלומים בהווה או בעתיד: בחירה ביןיהם על סמך סכומים וריבית

ד"ר צבאן רכש מכונה לחימום נקיוק שעלותה בזמן 0 10,000 ש"ח. הוא שילם בהמחאה דחויה (שיק דחו) שהמועד הנוכחי עלייה מאוחר ב-8 חודשים מהיום. המוכר התבאס על הדוקטור, ודרש ממנו מהמחאה חדשה בסכום זהה עם התאריך של היום. לחייבין, דרש המוכר פיצוי בעד הדחיה (בזמן מידי) בסכום של 600 ש"ח.

בהתהה שהריבית השנתית האלטרנטיבית של הדוקטור היא 12.6825% :

א. מהי החלוקת של הדוקטור להעדיין? [הדרך: חשבו את הערך הנוכחי של חלופת התשלומים הדוחי ואת

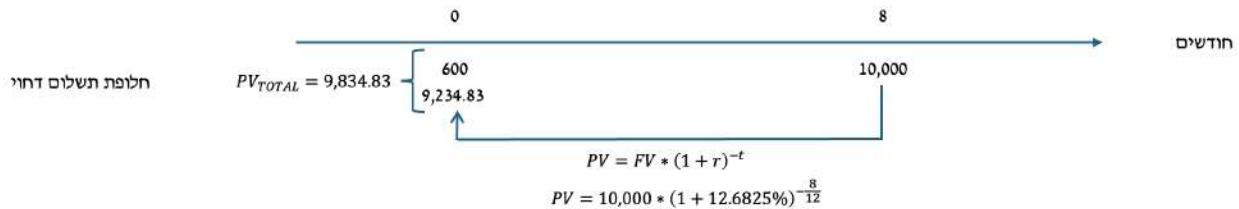
הערך הנוכחי של התשלומים בזמן 0, ובחרו באפשרות הזולה יותר]

ב. מהי הריבית המגולמת בהסדר הדחוי? הסבירו, גם על פי השוואות שיעורי ריבית, איזו חלופה תועדף [הדרכה : התיחסו לשווי המוצר המתקבל בהווה כتوزרים חיובי, נכו ממנה את התשלום בהווה, וזהו למעשה סכום האשראי; התיחסו לתשלום הדחוי כסכום חד פעמי שישולם בעתיד, וחלצו את הריבית המגולמת]

פתרון סעיף א – חישוב ערך נוכחי של הסדר הכלל תשלום דוחי, אל מול תשלום במזומן

כאשר עליינו לבחור בין תשלום מיידי במזומן (שהזו ערכו, כי הוא מיידי), לבין תשלום שכולו או חלקו נדחה (כלומר מבוצע בנסיבות זמן עתידית כלשהי), עליינו לתרגם את הסכומים העתידיים למונחים של ערך נוכחי, ואת הערך הנוכחי הכלל להשוות לעלות במזומן.

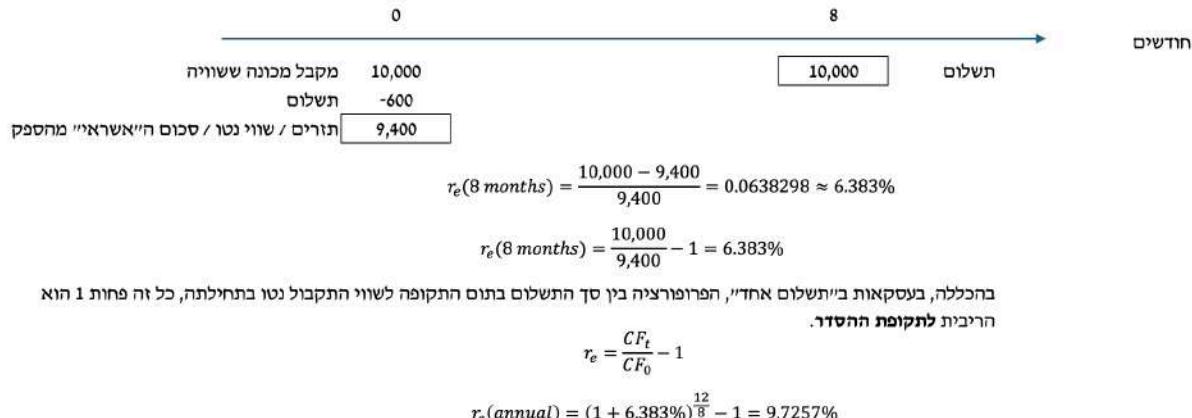
ידעו שעלות במזומן, מיידי (ערך נוכחי) – בחלוקת התשלומים היום : 10,000
 חלופת התשלום הדוחי – דורשת תשלום של 600 היום אך בתוספת 10,000 בעתיד שיש לתרגם באמצעות כל
 הערך הנוכחי להו. כך מקבלים :



הואיל וסך העלות במונחי ערך נוכחי בהסדר שכולל רכיב נדחה היא כ- 9,834.83 ש"ח, עלות הנמוכה מהחלופה במזומן מיידי (שהיא 10,000) יש להעיף את ההסדר בעל הרכיב הדוחי, ובמילים פשוטות: עדיף לי לשלם 600 היום לספק ולמסור לו שיק לפירעון בעוד 8 חודשים בסך 10,000, מאשר לשלם 10,000 היום.

סעיף ב – דירוג החלופות על בסיס הריבית המגולמת בהסדר הדוחי והשוואה להריבית אלטרנטיבית שנתית

לצד העקרון שקבע שams הערך הנוכחי של התשלומים נמוך יותר, החלופה תועדף (להלן – סעיף א), הרי שבאופן אינטואיטיבי אפשר גם לנמק את כדיות ההסדר הנדחה בדרך של חישוב הריבית המגולמת במסגרתו. בשפה פשוטה – נתון שהריבית אליה דוקטור צבן כפוף היא 12.6825%. המשמעות היא שams הריבית המגולמת בהסדר הנדחה מצד ספק המכונה נמוכה משלו זה, הרי שההסדר הנדחה יועדף. כדי לגלוות את הריבית המגולמת בהסדר הנדחה, נציג על ציר הזמן בזמן 0 את שווי האשראי (שווי המכונה במזומן בניכוי התשלום המיידי) ובזמן 8 (ב חודשים) את התשלום המתבקש. הפרופורציה ביןיהם (פחות 1) היא הריבית האפקטיבית לתקופת ההסדר (8 חודשים) ואוותה ניתן לתקן לשנה לשם ביצוע ההשוואה.



מצאו שהריבית האפקטיבית (הכוללת) בהסדר התשלומים היא 9.7257% לשנה, הנמוכה יותר מהריבית האלטרנטיבית של הדוקטור, ולכן הוא יעדיף את ההסדר.

מהם היסודות בשאלת זו?

- אם אני נדרש לבחור בין תשלום במזומנים بعد עסקה לבין ההסדר ש כולל תשלום / תשלום דחויים,עליי לחשב את הערך הנוכחי המכراضי בהסדר הדחוי. אם ערך זה נמוך יותר מהתשלומים במזומנים, נעדיף את ההסדר הדחוי. ולהפוך. חישובי הערך הנוכחי יבוצעו בהתבסס על הריבית "האלטרנטיבית" של מבצע העסקה.
- אם המטרה היא לגנות את הריבית האפקטיבית המגולמת בהסדר הדחוי שמצוין המוכר, הרי שככל עוד מדובר בעסקה הנפרעת ב"תשלום אחד" נתבאס בכך הכל על היחס בין: סך התשלומים בתום התקופה דחוייה, לבין הערך המתקיים בידי הלוקה שהוא ההפרש בין שווי הנכס במזומנים לבין המקדמה. על בסיס זה ניתן לחשב ריבית אפקטיבית לתקופת העסקה, במידת הצורך – נתקנו לשנה.

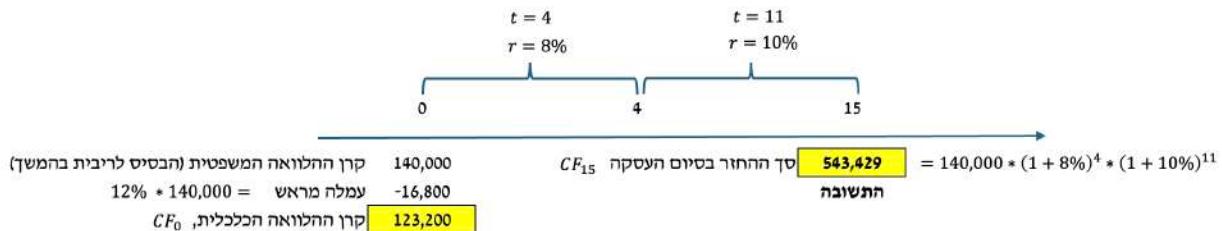
שאלה 34.1.4 – חישוב הסכום המצביע בעתיד בהינתן ניכוי מראש (כל)

שרון שפרן לוותה היום 140,000 ש"ח לטובת רכש מכונה משוכלתת לחימום נקניק. ההלוואה נושא ריבית בשיעור 8% לשנה בכל אחת מ-4 השנים הקרובות וריבית בשיעור 10% לשנה בכל אחת מ-11 השנים לאחר מכן. בנוסף, גובה הבנק עמלה מראש בשיעור של 12%. בנסיבות אלו, ובנחה שההלוואה תוחזר בתשלומים אחד (קרן וריבית) בתום 15 שנים, מהו הסכום הכללי שאותנו שרון שפרן תצטרכן לשלם במועד זה? [הדריכה: חשבו את הסכום הכללי המצביע בהתעלם מהניכוי מראש, שכן הריבית שהבנק גובה היא על הקון המקורית ללא התחשבות בניכוי זה]

פתרון :
 ה"טריק" בשאלה זו הוא להבין שבשונה משאלות קודמות, אין צורך לחשב כאן ריבית אפקטיבית; אלא רק את סך החזר בתום תקופת העסקה.
 סך החזר כאמור נשען על יתרות הקרן המקורית / המשפטית המוגדרת בבנק (140,000) כפול 1 ועוד הריבית בחזקה (או חזקות) מתאימות.

אמנם קיימים גם תשלום עמלה בזמן 0, אך תשלום כזה (של עמלה בזמן 0, או של ריבית מראש בזמן 0) לא משפיע על הבסיס לחישוב יתרת החזר בתום העסקה.

להלן הצגת תזרימי העסקה על הцיר באופן מלא. שימו לב, שלא הייתה חובה מצדנו במקרה זה לחשב את התזרים נטו בזמן 0.



34.1.4.1 יישום נסס – איזון אקטוארי מורכב (הפקדות ומשיכות)

אור ק מעוניין להפקיד לפנסיה בכל תחילת חודש במשך 4 שנים סכום קבוע. בתום השנה ה-4 יפרוש לפנסיה. החל מנקודת זמן זו (ולראשונה בתום השנה ה-4) יתחיל למשוך קצבת פנסיה בסכום של 5,000 ש"ח לחודש במשך 3 שנים. בהנחה שהריבית האפקטיבית השנתית היא בשיעור 12.6825%, מהו הסכום הקבוע אותו יצטרך אור ק להפקיד?

פתרון :

כאשר המטרה היא לממן סדרת הפקדות באמצעות סדרת משיכות, علينا לבטא את ערךן הנוכחי של הפקדות ושל המשיכות לאותה נקודת זמן, ולהשווות ביניהן. משווה זו תאפשר חילוץ של פרמטרים כלכליים נדרשים (לפעמים נחלה הפקדה, לפעמים משיכה, לפעמים מסך הפקדות...).

אנחנו בחרנו את נקודת הזמן המשותפת שנבטא כאן את ערכי הפקודות והן את ערכי המשיכות במונחיה בזמן 47. מדוע? כי זו נקודת הזמן של ההפקדה האחרונה; הערך העתידי של הפקודות (סדרה) מוביל לשם בהגדלה, ולכן מאד נוח להשתמש בה.

ורק לאחר שהסכמי (ואני לא חייב להסביר) שהנקודה הנוכחית ביותר להשוואה היא זמן 47, חישבתי את הערך העתידי של הפקודות לנקודת זמן זו באמצעות הביטוי $FVFA(1\%, 48) * x$ ואז פניתי לעסוק במשואה מתמטית המיצגת את ערךן של המשיכות לאותה נקודת זמן (בכלים של ערך נוכחי).

הויל וסדרת המשיכות החלת בזמן 48, חישוב ערך הנוכחי הסדרתי באמצעות הביטוי :

$$5,000 * PVFA(1\%, 36)$$

הוביל אותנו (בלי שנרצה!) זו הגדotta הפונקציה של ערך נוכחי סדרתי לנקודת הזמן שהיא אחת אחורה ביחס לתזרים המזומנים הראשון בסדרה שעלייה מחשבים ערך נוכחי – ככלומר אחת אחורה לפני המשיכה הראשונה. זה אומר שסדרת המשיכות בוטאה דרך איבר זה במונחי זמן 47.

ואם כך :

הביטוי המיציג ערך עתידי להפקודות הוא לזמן 47 :

$$x * FVFA(1\%, 48)$$

הביתוי המיצג ערך הנוכחי למשיכות לאותה נקודת זמן : 47

$$5,000 * PVFA(1\%, 36)$$

והואיל ושני הביתויים הם לאותה נקודת זמן, חייב להתקיים שוויון ביניהם :

$$FV_{Deposits}(t = 47) = PV_{Withdrawals}(t = 47)$$

בהתאמה :

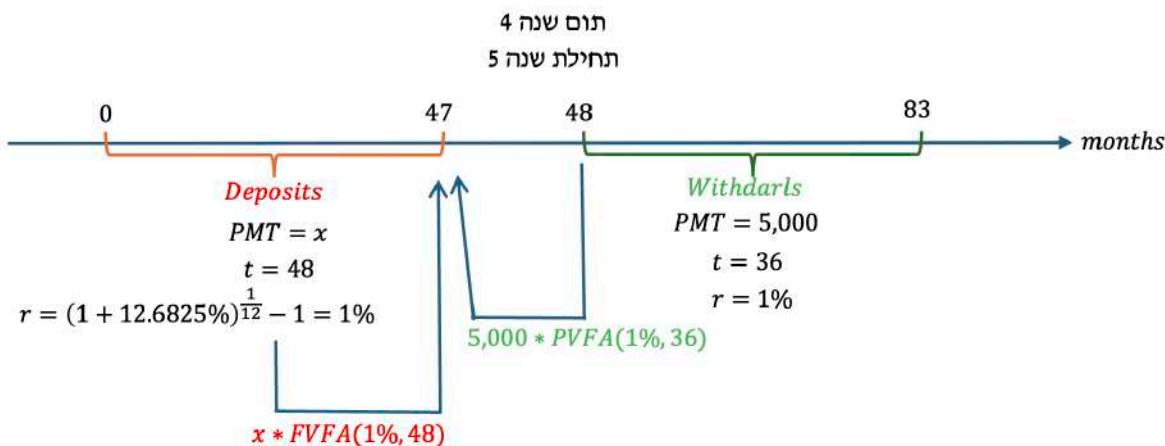
$$x * FVFA(1\%, 48) = 5,000 * PVFA(1\%, 36)$$

נמשיך. תזכורת – PVFA זה מענ"ס מלווה א-4 ו-A-2 : FVFA זה מענ"ס מלווה א-2 :

$$x * 61.223 = 5,000 * 30.108$$

סיימנו את החילוץ – תשובה סופית, סכום הפקדה נדרש :

$$x \approx 2,459$$



מה למדנו מהשאלה ?

- אם אני נתקל בסדרת הפקודות ואחריה סדרת משיכות, הדיוון שלי חייב להתבסס על משווהה שבח אגף מסוימים יתייחס להפקודות, האגף الآخر יתייחס למשיכות, ושני האגפים יボוטאו במנוחי אותה נקודת זמן בדיק. אם עושים זאת, אפשר להשוות ביניהם ולחלו נעלמים.
- נקודת הזמן המשותפת שתבחר היא לשיקולכם ; אני אישית אוהבת לבטא את כל ההפקודות במנוחי נקודת הזמן של ההפקדה الأخيرة (בכלים של ערך עתידי) ואת כל המשיכות במנוחי אותה נקודת זמן גם כן.
- הכלים שבהם נשתמש לשם תיאום הערכיכם לאותה נקודת הזמן בדיק אוטם כלים שלמדנו ; וסובלים מאותם מגראות : ערך עתידי של סדרה – תמיד מוביל למועד ההפקדה الأخيرة באותה סדרה ; וערך נוכחי של סדרה מקפץ אחת אחרה ביחס לתחילתה. ולמרות ששאלת זו, הגענו לאותה נקודת זמן בຄלות – בשאלות אחרות (לרובות בשאלות במחברת) עשויות להידרש התאמות.

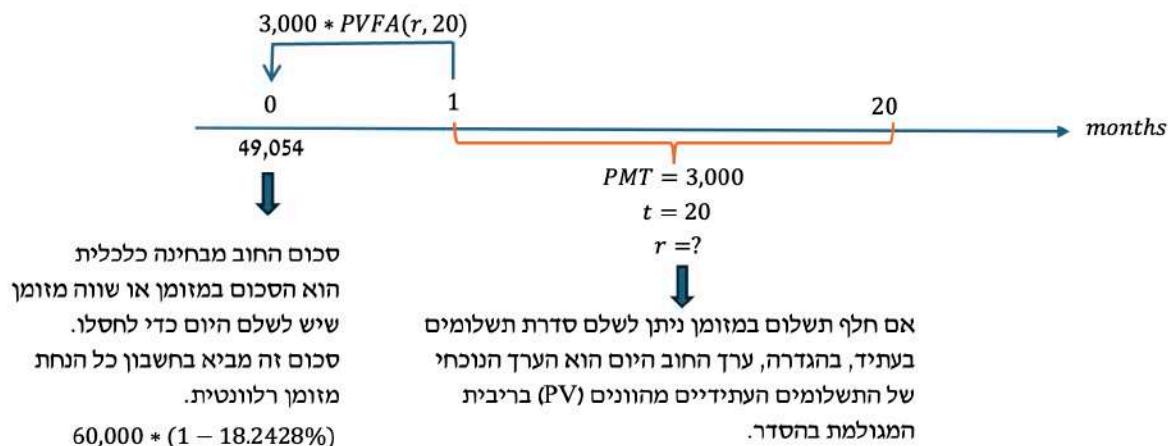
34.1.4.2 יישום נוסף – חילוץ ריבית אפקטיבית שגלומה בהסדר תשלוםים, במקרה שקיימת הנחת מזמן

צברתם חוב שכר לימוד של 60,000 ש"ח לאוניברסיטה. האוניברסיטה באה לקראותם, והיא מאפשרת לכם לפרוס את החוב ל-20 תשלוםים "ללא ריבית" בסך 3,000 ש"ח כל אחד. התשלומים יבוצעו בתום כל חודש. לחילופין, במידה ותחליטו לשלם בזמןו, תקבלו הנחתה בשיעור 18.2428% מהסכום הכללי.

נדרש: האם אכן מדובר בעסקה "ללא ריבית"? במידה וקיימת ריבית, בטאו אותה במונחים שנתיים (חצבו ריבית אפקטיבית שנתית).

פתרון:

בשאלה הראשונה שפתרנו במשפט הזה, הצגנו מצב שבו ניתן לשלם بعد מוצר בתשלום נדחה. אמנם היה מדובר בתשלום היחיד – ולא בסדרה; אבל אמרנו שבאופן עקרוני, ניתן לחלץ את הריבית בהתאם להבנה הנגזרת מהסכוםים ש"מתכבלים" או "ה חוב שסוגרים בהוויה" לעומת התשלומים העתידיים.



בשפה פשוטה יותר: סילוק חוב ששוויו נטו היום ידוע בהסדר תשלוםים מוביל למשוואה מהטיפוס הבא מתוכה ניתן לחלץ נעלמים:

$$PV(\text{Debt}) = PV(\text{הסדר})$$

כאן:

$$49,054 = 3,000 * PVFA(r, 20)$$

אתה ייחס לכל ביטוי ה- PVFA כאל נעלם, או במילים אחרות – אחלק את שני האגפים ב-3,000:

$$PVFA(r, 20) = \frac{49,054}{3,000} \rightarrow 16.351$$

עכשו אגש ללוח א-4 בנספח א לכרך ד (לוח PVFA) ואנסה לאטר בתוכו את השורה של $t = 20$ וואז להביט על כל הערכים באותו שורה (ימינה) עד שאמצע את הערך הקרוב ביותר ל-16.351.

הרביבית שתתקיימים בעמודה שבה קיים ערך זה היא הריביבית **لتקופת תשלום** בהסדר. כי תמיד ולעולם כשםדבר בסדרות, הריביבית בין אם הזנתה אותה בנוסחה ובין אם חולצה על ידי מהנוסחה, היא הריביבית לפרק הזמן בין תשלוםם.

$$r = 2\%$$

כאן קיבלתי את הריביבית האפקטיבית החודשית. כדי להמיר את הריביבית כנדרש למונחים שנתיים, משתמש בمعרך חזקה מתאים בנוסחת ההמורות הקלאליסטית:

$$r_{year} = (1 + r_{month})^{12} - 1 \rightarrow r_{year} = (1 + 2\%)^{12} - 1$$

ובקיצור, התשובה הסופית – הריביבית השנתית האפקטיבית המגולמת בהסדר:

$$r = 26.824\%$$

34.1.4.3 **יישום נוסף – חילוץ סכום תשלום קבוע להלוואה ושינוי תנאי החזר**

סתיו נטלה הלוואה בסכום של 150,000 ש"ח הנושאת ריביבית שנתית נקובה בשיעור 24% לשנה. ההלוואה מוחזרת ב-50 תשלום סופי חודשיים שווים (לוח סילוקין שפירץ).

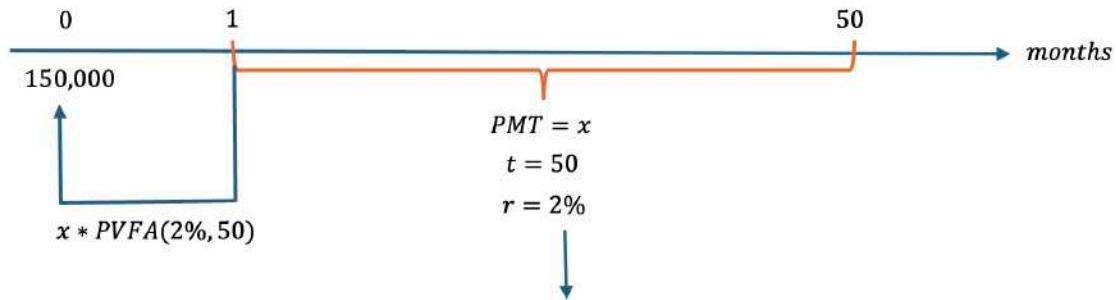
לאחר התשלום ה-33 פנתה סטיו לבנק בקשה לשנות את אופן החזרו ללוח סילוקין "רגיל" (הזרוי קרן שווים). כמו כן, בקשה סטיו במסגרת בקשה השינוי שמספר התשלומים הנותר לביצוע יהיה 12 בלבד. נדרש:

- מהו התשלום ה-34 שסטיו תבצע?
- מהו התשלום ה-35 שסטיו תבצע?

פתרון:

באופן כלל, אנו יודעים משפט: סכום הלוואה הוא הערך הנוכחי של החזרה. במידה והחזרים שווים (שיטת סילוק שנקראת לוח סילוקין שפירץ) ניתן לבנות לפיקח משווה המתבססת על ערך הנוכחי של סדרה קבועה, ומוצאה לחץ את סכום התשלומים.

שלב 1: חילוץ סכום תשלום מקורי ע"י יישום המשפט - סכום הלואה הוא הערך הנוכחי של החוזהיה



השאלה מצינית מפורשות הריבית הנתונה היא ריבית שנתית נקובה בשיעור 24%. רק כאשר הסדר מצין את המונח ריבית נקובה חומרת הריבית לתקופת תשלום תבוצע על ידי חלוקה פשוטה של הריבית ולא באמצעות מערך חזקה.

$$r_{month} = \frac{24\%}{12} = 2\%$$

נפתרו את המשוואה לחילוץ הסכום המקורי:

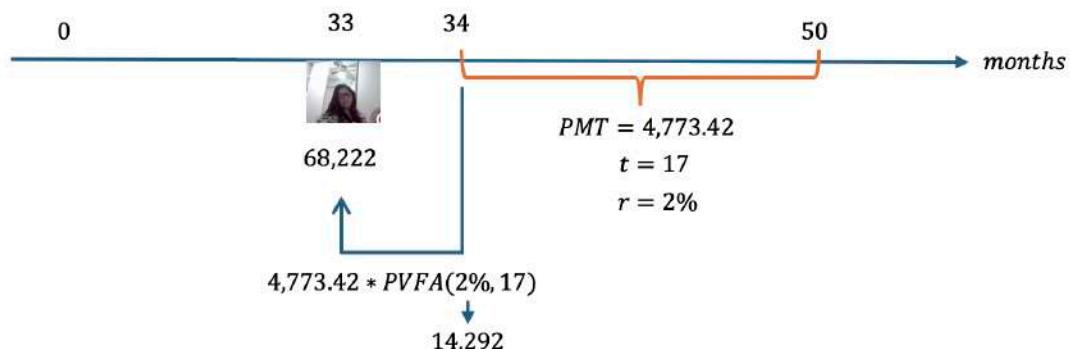
$$150,000 = x * PVFA(2\%, 50)$$

$$150,000 = x * 31.424$$

$$x = 4,773.42$$

המשמעות: טרם שינוי ההסדר, התשלום החודשי אותו התחייבתי לבצע הוא 4,773.42 ש"ח.

שלב 2: הצבת הערכים המוחלטים, והתייחסות ליתרה במועד השינוי
 על פי הנתון, סטיו פונה לבנק בזמן 33 בבקשת לשנות את תנאי ההסדר (אחר שינוי תקף החל ממועד החודש ה-34).
 לשם כך, הבנק צריך לדעת מה היתרה לזמן 33, שאותה הוא יפרוס מחדש בהתאם לעדכניים.
 כדי לגלוות את היתרה ערב שינוי התנאים, יש לחשב ערך נוכחי לשארית החוזרים המקוריים ערב השינוי.



המשמעות: ערב שינוי ההסדר, יתרת החוב של סטיו לבנק היא כ-68,222 ש"ח.

שלב 3: התייחסות ליתר ערבי שינוי התנאים בהלוואה חדשה
 כאשר הבנק מאשר את שינוי התנאים, הוא למעשה נוטל את יותרת הלוואה ערבי השינוי, בסך 68,222 במקורה זה, מתייחס אליה כל הלוואה חדשה, שאופן פיסיטה נשען על התנאים הנוכחיים בבקשת הנואשתור.
 באופן סכמטי, סתו בקישה שההלוואה תשתנה בהתאם החוויה ל"תשלומי קרו שווים" (לוח ריל) ובנוסף, שמספר התשלומים שנתרו יצטמצם מ-17 ל-12.

ככל, כאשר הלוואה נפרשת (במקור או בעקבות שינוי תנאי) לפי חוק רגול, אז נגנו לחל את סכום התשלומים בהתאם למועד סילוקן PVFA. זאת, מושם שבלוח סילוקן "רגיל" ההחזרים אינם שווים זה זה, לכן אין יוצרים סדרה סבואה, ולכן היישום של PVFA לא רלוונטי.

מה כן רלוונטי? טבלה שתגדיר את שלבי העבודה בחישוב החזורים האחד אחרי השני.

הטבלה שמשייעת לחישוב החזירים בלוח רגיל היא הטבלה הבאה:

מה למדנו מהשאלה?

- אם אני מזוהה ההלוואה שפייצר הנפרעת בתשלומים שווים, אני מסתייע בנוסחת PVFA כדי לחלק את סכום התשלום התקופתי בשלב ראשון (כמעט ללא תלות במה שהוא – תמיד צריך להתחיל מזיהוי התשלום התקופתי בעסקה).
 - אם חל שינוי תנאים בהלוואה, עלינו לחשב את יתרת ההלוואה ערבית השינוי. יתרה זו תתבסס על יישום PVFA (בהתחלת וההזדים קבועים, שפייצר) של התשלומים שטרם ביצעו (יתרת התשלומים ערבית השינוי).
 - ההתייחסות ליתרת ההלוואה תהיה כלפי הלואה חדשה, שאופן פריסתה ייגזר מהתנאים העדכניים של החזור – כולל (פוטנציאלית) : מספר תשלום עדכני, ריבית עדכנית, סוג החזור רלוונטי (רגיל / שפייצר).

רקע קצר לשאלת 34.1.5 – לוחות סילוקין

לוח סילוקין מוגדר כטבלה המייצגת את פילוח ההחזרים בגין הלוואה בתשלומים. הלוח מציג את התשלומים הכלול, רכיב התשלומים שהוא על חשבו הקrown, רכיב התשלום שהוא על חשבו הריבית, ויתרת הלוואה (יתרת הקrown) לאחר התשלומים.

לוח סילוקין עוזר לנו להבין כיצד יתרת הלוואה משתנה בחולף הזמן בהתחשב גם בריבית; ולפיכול ההחזר לרכיביו יש ערך ממשוניו בrama הכלכלית במילוי בועלם עם מסים.

בutor התחלה, לא ניתן עדין לקבל החלטות ומשמעות הפיקול של החזרי הלוואות – אלא בחישוב הטכני של רכיבי הלוח והציגו.

שאלה 34.1.5 – לוחות סילוקין – רגיל ושפיצר – התרשומות וחישוב בסיסי

הציגו לוח סילוקין רגיל (=הזרוי קrown שווה) ולוח סילוקין שפיצר (תשלומים שווים) להלוואה בסך 50,000 ש"ח הנפרעת ב-5 תשלומים שנתיים בהתאם לכל אחד מሎות אלו, אם ידוע שהריבית השנתית 5%. בצעו סקירה השוואתית של רכיבי ההחזר בלוחות השווים.

פתרון :

לוח סילוקין שפיצר							לוח סילוקין "רגיל" (הזרוי קrown שווה)										
4	BAL	2	INT	3	PRN	1	PMT	t	4	BAL	2	INT	3	PRN	1	PMT	t
	יתרת (קrown)		עמ"ר ריבית		עמ"ר קrown		עמ"ר קrown			יתרת (קrown)		עמ"ר ריבית		עמ"ר קrown		עמ"ר קrown	
50,000		2,500	9,050	11,550		1,073	11,550	0	50,000		2,500	10,000	12,500		12,500	0	
40,950		2,048	9,503	11,550		1,073	11,550	1	40,000		2,000	10,000	12,000		12,000	1	
31,448		1,572	9,978	11,550		1,073	11,550	2	30,000		1,500	10,000	11,500		11,500	2	
21,470		1,073	10,477	11,550		1,073	11,550	3	20,000		1,000	10,000	11,000		11,000	3	
10,993		550	11,000	11,550		550	11,000	4	10,000		500	10,000	10,500		10,500	4	
									0								
									7,500								
									7,500								
									50,000								
									57,500								
										57,500							
											ס"ה:						

צ"ל יזרה, 0
נובע מփרשי עיגול בלבד

מה אני יכול/ה לראות כאן (לא ברמת כדיות בבחירה אלא ברמת ערכיהם תזרימיים השוואתיים) :

- סך התשלומים בלוח שפיצר – גובהים יותר מהתשלומים בלוח רגיל.
- בהינתן שהקrown זהה, ניתן גם לראות שסך תשלום הריבית בשפיצר גבוהה יותר.
- בלוח "רגיל", בשנים / בתקופות הראשונות סך התשלום התקופתי (PMT) גבוה יותר מאשר זה שבלוח סילוקין שפיצר.
- בתקופות המאוחרות יותר, בלוח רגיל, סך התשלום התקופתי (PMT) נמוך יותר מאשר זה שבלוח סילוקין שפיצר.

שאלה 34.1.6 – לוח שפייצר – דרך קיצור להחזר בתשלום ספציפי בגין קרן PRN_t
 קוקי נטל משכנתא בסך 500,000 ש"ח ל-30 שנים בריבית פשוטה (נקובה) של 6% לשנה. ההלוואה נפרעת בתשלומים חודשיים שווים (לוח סילוקין שפייצר). מה יהיה ההחזר על חשבו הקרן בתשלום ה-14?

פתרונות :

לא משנה על מה שואלים בלוח שפייצר, השלב הראשון לעולם יהיה חישוב ה- PMT , שבוצע כדלקמן :

$$PMT = \frac{LOAN}{PVFA(r, n)} \rightarrow PMT = \frac{500,000}{PVFA(0.5\%, 360)} = \frac{500,000}{166.792} \approx 2,998$$

ערך	משמעות	ערך
הויל ונתון שנקובה, המרת הריבית היא יחסית (לא חזקה) $\frac{6\%}{12} = 0.5\%$	ריבית לתקופת התשלום	r
$30 * 12 = 360$	מספר התשלומים הכלול בהלוואה	n

כאשר הריבית אינה שלמה, ו/או מספר התשלומים חורג מהאפשרויות המופיעות בלוח א-4 בנספח אליך ד', נחזור לנוסחה המתמטית של ערך נוכחי סדרתי לשם חישוב :

$$PVFA(r, n) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \rightarrow PVFA(0.5\%, 360) = \frac{1 - \frac{1}{(1+0.5\%)^{360}}}{0.5\%} = 166.792$$

וכעת, דרך הקיצור לחישוב רכיב ההחזר על חשבו הקרן בתשלום ספציפי (14) נשענת על ההבנה שמדובר בהפרש ביתרת הקרן בין התקופה לאחר התשלום, לבין התקופה לפני התשלום :

$$PRN_t = BAL_{t-1} - BAL_t$$

יתרת ההלוואה לכל מועד, היא הערך הנוכחי של התשלומים שנותרו טרם הביצוע. כלומר, אם אני רוצה לדעת מהי היתרה לאחר 13 תשלומים (לתוכם תקופה קודמת) ויש בסך הכל 360 תשלומים, אז ייתרת ההלוואה לתום תקופה קודמת (זמן 13) :

$$BAL_{13} = 2,998 * PVFA(0.5\%, 360 - 13) \approx 493,372$$

והיתרה לתום התקופה העדכנית לאחר התשלום (זמן 14) :

$$BAL_{14} = 2,998 * PVFA(0.5\%, 360 - 14) \approx 492,841$$

לכן, תשלום הקרן בזמן 14 הוא ההפרש בין הערכיהם :

$$PRN_{14} = BAL_{13} - BAL_{14} = 493,372 - 492,841 = 531$$

והתשובה הסופית: התשלום ה-14 על חשבו הקרן בהלוואת השפיצר הנ"ל הוא כ- 531 ש"ח.

שאלה 34.2 - **ההבדל בין הלוואה הנפרעת בתשלומיים שוויים, להלוואה הנפרעת בתשלומי קרן שוויים נטלתם היום הלוואה בסך 500,000 ש"ח הנפרעת בתשלומיים חדשניים שוויים של קרן (לוח סילוקין רגיל), במשך 20 חודשים. הלוואה נושאת ריבית שנתית בשיעור 12% לשנה המוחשבת ריבית פשוטה.**

- מהו התשלום הכלול ה-1?
- מהי יתרת הלוואה לאחר 10 תשלומיים?
- מהו התשלום הכלול (קרן + ריבית) בתשלום ה-11?

פתרון :

שאלה העוסקת בחישובי הלוואות הנפרעתות בהחזרי קרן שוויים (לוח סילוקין רגיל) בדרך כלל - לא תפתר על בסיס הכלים הקלasicים של ערך נוכחי / עתידי / סדרות וכו', אלא על בסיס חישובים אրיתמטיים קצר יותר אינטואיטיביים.

a. מהו התשלום הכלול ה-1?

על בסיס ההגדרה של לוח סילוקין "רגיל" (החזיר קרן שוויים) :

החזר תקופתי בגין קרן - PRN

בכל תקופה ותקופה, מחזירים על חשבו הקרן סכום קבוע שמחושב בהתאם להפרופורציה הפשוטה שבין **סכום ההלוואה למספר התשלומיים**. במקרה שלנו :

$$PRN = \frac{LOAN}{n} = \frac{500,000}{20} = 25,000$$

כאשר :

הערך LOAN הוא סכום ההלוואה (לעתים מיוצג כ- PV משום שמדובר בסכום המתקבל בזמן 0).
הערך n מייצג את מספר התשלומיים הכלול בהלוואה.

תשלום תקופתי בגין ריבית - INT

בכל תקופה ותקופה, מחזירים על חשבו הריבית סכום שמהווה את המכפלה של יתרת הקרן לתקופה קודמת בשיעור הריבית התקופתי (لتקופת תשלום). כאן - ריבית חודשית... כאשר הריבית השנתית מוחשבת **ריבית פשוטה**, המשמעות היא שריבית חדשה תתקבל בתור חלק יחסית מהריבית זו :

$$INT_1 = 500,000 * \frac{12\%}{12} = 5,000$$

התשלום הכלל התקופתי - סכום התשלום בגין הקון בתוספת התשלום בגין ריבית

$$PMT_1 = PRN + INT_1 = 25,000 + 5,000 = 30,000$$

ב. מה هي יתרת ההלוואה לאחר 10 תשלומים?

יתרת ההלוואה היא למעשה יתרת קרן ההלוואה ; היא לא מגמת ולא מתיחסת לריבית ששולמה. יש ליטול את יתרת ההלוואה המקורי, ולנקוט את תשלומי הקון שבוצעו.

$$BAL_{10} = LOAN - PRN * t = 500,000 - 25,000 * 10 = 250,000$$

כasher :

הערך BAL מייצג את יתרת ההלוואה לזמן הספציפי עליו שאלו (כאן - זמן 10).

הערך LOAN מייצג את סכום ההלוואה.

הערך PRN מייצג את החזר התקופתי (הקבוע) בגין הקון.

הערך t מייצג את מספר התשלומים שבוצעו עד מועד החישוב (כאן - 10).

ג. מהו התשלום הכלל (קרן + ריבית) בתשלום ה-11?

$$PMT_{11} = PRN + INT_{11}$$

במלים :

הערך PMT הוא התשלום התקופתי הכלל

הערך PRN הוא התשלום הקבוע על חשבו הקון

הערך INT הוא התשלום על חשבו ריבית

$$PMT_{11} = 25,000 + INT_{11}$$

כדי לחשב את הריבית בזמן 11, علينا לכפול את היתרה לתקופה קודמת (זמן 10) בשיעור הריבית התקופית (1% לחודש, משום שהריבית הפסובה היא 12% לשנה) :

$$INT_{11} = BAL_{10} * r \rightarrow 250,000 * 1\% = 2,500$$

ועכשיו אפשר לסכום ולהגיע לתשלום הכלל :

$$PMT_{11} = 25,000 + 2,500 = 27,500$$

התשובה : התשלום הכלל (קרן + ריבית) בתשלום ה-11 הינו 27,500 ש"ח.

טיפ - דרך קיצור לחישוב "במה" של תשלום כולל בתקופה ספציפית בלוח רגיל:

$$PMT_t = \frac{LOAN}{n} * [1 + (n - t + 1) * r]$$

נציב ונתפלל לקבל 27,500 בנסיבות השאלה :

$$PMT_{11} = \frac{500,000}{20} * [1 + (20 - 11 + 1) * 1\%] = 25,000 * (1 + 10 * 1\%) = 27,500$$

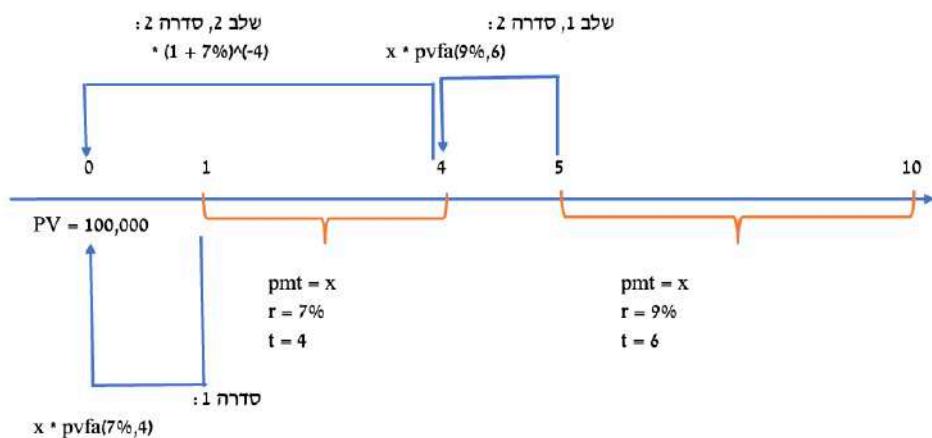
שאלה 35 - **יישומים של ערך נוכחי: חילוץ סכום החזר תקופתי בהלוואה הנפרעת בתשלומיים שווים, כאשר הריבית משתנה - מקרה מורכב יותר**

נטלתם היום הלוואה בסך 100,000 ש"ח הנפרעת ב-10 תשלומיים שנתיים שווים. הריבית השנתית בכל אחת מ-4 השנים הראשונות היא 7%, והריבית השנתית בכל אחת מהשנים העוקבות היא 9%. מהו סכום התשלום הקבוע?

פתרון:

שיםו לב להבדל עקרוני בין שאלה זו לקודמתה מבחןת סוג הלוואה ואופן הסילוק. השאלה הקודמת עסקנה בהלוואה הנפרעת **בתשלומיי קרן שווים** (לוח סילוקין "שפייצר"). הישומים של לוח כזה (סוג כזה של החזרי הלוואה) נשען על נוסחאות מתמטיות פשוטות, ולא על חישובי היון וסדרה.

בשונה מכך, הלוואה הנפרעת **בתשלומיים שווים** (לוח סילוקין "שפייצר") בהגדירה כוללת **תשלומיים העוניים** לגדר סדרה/סדרות, וכשאנו מזזה הלוואה שהחזריה עוניים לגדר סדרה (או מספר סדרות שנייתן לאפיין), אני משתמש במשפט: **סכום הלוואה הוא ערך הנוכחי של החזריה**. להלן תיאור סדרות החזרים:



$$100,000 = x * pvfa(7\%, 4) + x * pvfa(9\%, 6) * (1 + 7\%)^{-4}$$

$$100,000 = x * 3.387 + x * 4.486 * (1 + 7\%)^{-4} \rightarrow x \approx 14,686$$

תזכורת - נוסחת PVFA של סדרה לאחד החישובים:

$$PVFA = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \rightarrow \frac{1 - \frac{1}{(1+7\%)^4}}{7\%} \approx 3.387$$

הסבר מפורט:

הלוואה עצמה היא בסך 100,000 ש"ח (אגף שמאל).

הביתוי המיצג את הערך הנוכחי של סדרת ההחזרים הראשונה, טרם שינוי הריבית, הוא α מוכפל ב- $\frac{1}{1+r}$ שמתאים לריבית לתקופת הסדרה הראשונה שהיא 7% , ול-4 תשלומים. הויל וסדרה ראשונה זו החלה בזמן 1, ותדרות התשלומים כל שנה, חישוב ערך נוכחי סדרתי זה מוביל "אחת אחרת" ככלمر בדיק לזמן 0 ללא צורך בחתאמה.

הביתוי המיצג את הערך הנוכחי של סדרת ההחזרים השנייה (לאחר שינוי הריבית) מורכב יותר. מודיע? משום שתחילת קופלים את החזר הקבוע א' במספר התשלומים העדכני 6 שנותרו, והריבית העדכנית 9% , אלא שהפעם החישוב שמקפיד "אחת אחרת" ביחס לתחילת סדרה זו, שהיא בזמן 5, מוביל לזמן 4. ולכן יש לתקן 4 שנים נוספות לאחר.

תיקון 4 שנים נוספות לאחר - חייב להתבצע בריבית השונה שמתקימת ב-4 שנים אלו, שהיא 7% . ולכן, ההתאמה היא על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית 7% בחזקת 4.

שאלה 35.1 – **חילוץ ריבית מהסדר מתמשך תוך יישום נוסחת ערך עתידי**

אוקסש הפקידה בתכנית חסכוון סכום של 1,500 ש"ח מדי חודש במשך שנתיים. בתום השנתיים, אוקסש קיבל אישור יתרות מהבנק, ובו נרשם שיתרת החסכוון העדכנית היא 51,639 ש"ח. אוקסש הפסיקה את ההפקדות בתכנית החסכוון בתום השנתיים, אך מועד פרעונה יהול רק בחולף 8 שנים ממועד תחילת התוכנית (או: בחולף 6 שנים ממועד הפקדה האחורונה).

נדרש: בהנחה שהתכנית נושאת ריבית קבועה לכל אורכה, מהו הסכום הכולל שייעמוד לרשותה של אוקסש בתום 8 שנים?

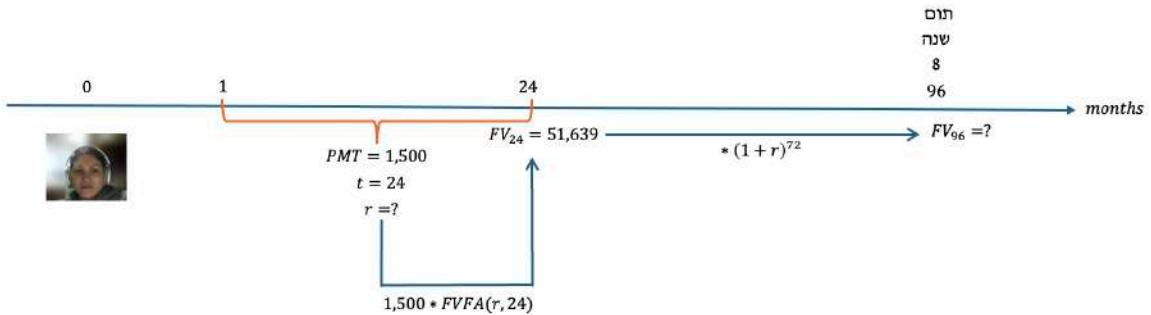
פתרון:

שלבי הפתרון הם:

א. נשתמש בערך העתידי הנוכחי לזמן 24, בסכומי הפקודה ומספר הפקודות – כדי לחלץ את שיעור הריבית באמצעות לוח א-2.

ב. נتبסס על הריבית זו ונכבור אותה מהתום השנה ה-2 לתום השנה ה-8 על מנת למצוא את סך הצבירה למועד סיום החסכוון. גראפים מפורטים – בעמוד הבא:

גרף הפתרון טרם חילוץ הריבית:



כדי לחלק את הריבית ניעור בנתון הצבירה לזמן 24:

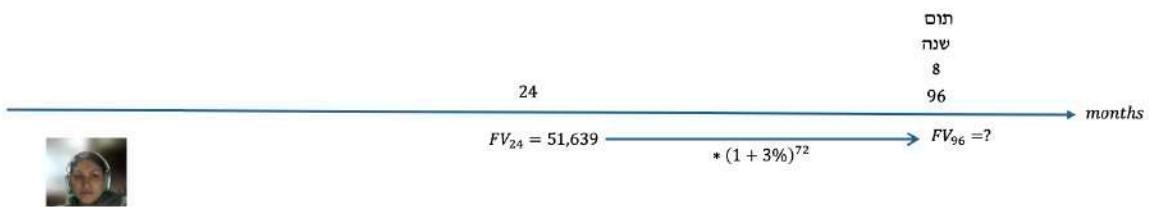
$$1,500 * FVFA(r, 24) = 51,639$$

$$FVFA(r, 24) = \frac{51,639}{1,500}$$

$$FVFA(r, 24) = 34.426$$

↓
r = 3%

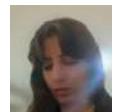
גרף הפתרון בהינתן הריבית - בסץ הכל מוסיפים את הריבית לסכום הכלול שנזכר בזמן 24 כדי לקבל את יתרה הזמן 96:



התוצאה:

$$FV96 = 51,639 * (1 + 3\%)^{72} = 433,768$$

שאלה 35.2 – אדישות בין הסדר תשלום לסכום בהווה – וחילוץ ריבית רלוונטית עם תחילת תקופה



חנן החלטה להתפטר מעובודה מיד על מנת להתמקד בלימודי ניהול פיננסי. כמענק פרישה ולאור עובודה המסורתה, מציעים לה במקום בו היא עובדת לקבל מיד היום 180,000 ש"ח או 7 תשלום שנתיים שווים בסך 29,626.25 ש"ח כל אחד שיבוצעו בתחילת כל שנה (התשלום הראשון היום).

מה צריכה להיות הריבית האפקטיבית השנתית של חנן על מנת שהיא תהיה אדישה בין המענק המיידי בזמנו לבין הסדר התשלומים?

פתרון :

באופן כללי, אדישות בין הצעות מתקיימת כאשר שווי ההצעות זהה. שווי, באופן כללי, נקבע מנוקודת ראותו ערך נוכחי.

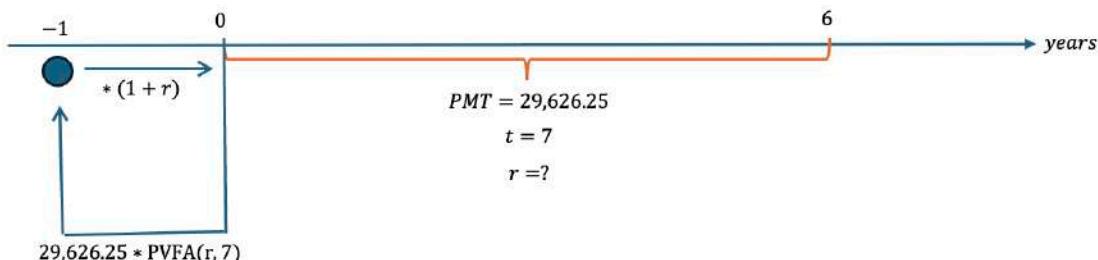
במילים אחרות, אם חנן יכולה לקבל היום מיד 180,000 ש"ח, מדובר בשווי הטבה של 180,000 ש"ח במונחים של ערך נוכחי, שהרי מדובר בסכום מיידי.

אלא, ש כדי שתתקיים אדישות בין ההצעות, נדרש שגם ערך הנוכחי של התשלומים השנתיים השווים, בריבית האלטרנטיבית של חנן יוביל לאותו סכום בדיק.

השאלה איזו ריבית תגרום לאדישות זו / לשוויון הערך הזה, ולכן נדרש לפתור משווה.



אפק ב - לקבל בתשלומים - בתחילת כל שנה, 7 שנים :



בגדול המשווה המופיעה בתחלת התרשים דופקת אותה. מדוע?

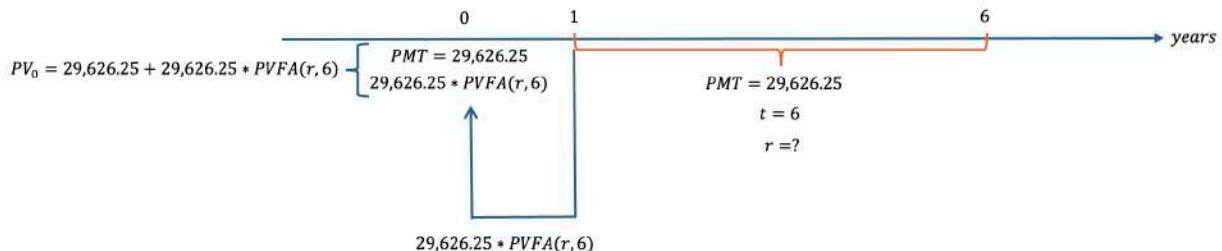
$$29,626.25 * PVFA(r, 7) * (1 + r) = 180,000$$

הבעיה היא שהנעלם – הריבית, מופיע בשני מקומות. גם בביטוי $PVFA$ (שזה בסדר גמור) אבל גם במכפלה הנוספת. במלים אחרות, אין לי שום דרך ישירהحلץ את $PVFA$ שיאפשר על בסיס לוח א-4 למצוא את הריבית.

יש לי שתי אפשרויות להתמודד עם הזעקה הזו :

אפשרות א : במקומות להשתמש בביטויים המקוצר / מהלו של $PVFA$, להשתמש בנוסחה המתמטית שלו. הבעיה היא שתתקבל משווהה מעריכית מסריחה אפילו יותר.
אפשרות ב : הואיל וכל הבעיה בביטוי הזה נובעת מהעובדת שנוצרו כאן תזרימי תחילת תקופה שדרשו התאמה בריבית שהיא נעלם, אפשר לפצל את הסדרה. נתיחס לתזרים בזמן 0 בפני עצמו, כך שבביטוי ההיוון יתיחס רק ל-6 התזרומים הבאים.

אפשר ב - לקבל בתשלומים - בתחילת כל שנה, 7 שנים - אבל לפצל את התזרים הראשונים בנפרד, ואת יתר התזרומים מזמן 1 ולהלאה בנפרד :



משווהה כזו אפשר לפתור :

$$180,000 = 29,626.25 + 29,626.25 * PVFA(r, 6)$$

בהעברת אגפים מתקבל :

$$PVFA(r, 6) = 5.076$$

וכעת בבחירה ניתן לפצץ לוח א-4 לנספח לכרך ד ולחלץ את הריבית, שבמקרה זה – גם לא תדרוש התאמה, הואיל והતזרומים בתזרויות שנתיות, גם הריבית המוחלצת שנתיות :

$$r = 5\%$$

שאלה 35.3 – הפקדה בודדת שמטרתה מימון סדרת ממשיקות

בת שבע שנדגדשכג מעוניינית להפקיד היום סכום ייחד על מנת שתוכל להנות מהכנסות חודשיות בתחילת כל חודש במשך 3 שנים בסכום של 5,000 ש"ח. הריבית החודשית בחסכוון היא בשיעור 1% בשנה הראשונה ובשיעור 3% בכל חודש לאחר מכן.

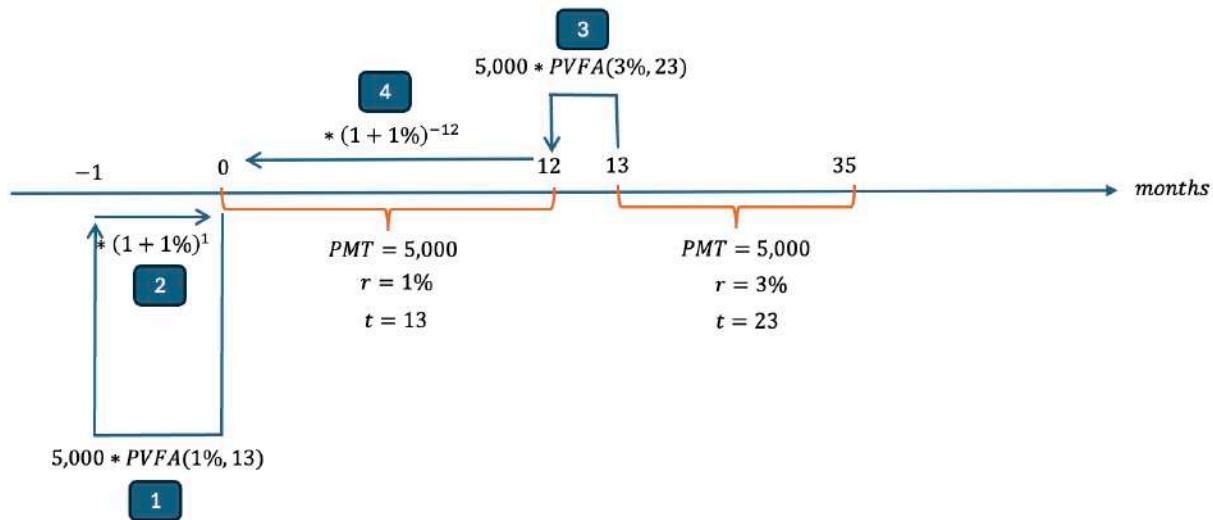
נדרש: מהו הסכום היחיד שבת שבע שנדגדשכג צריכה להפקיד היום על מנת למן את סדרת המשיקות?

פתרון :

שימוש לב להבדל בין שאלות שונות על הפקדות ומשיקות:

שאלה מטיפוס 1 (פתרנו מוקדם יותר היום) – היא מקורה שבו אנו מבצעים סדרת הפקדות שאחריהן סדרת ממשיקות. בדרך כלל אני נוטה לחשב ערך עתידי להפקדות, ולהשוותו לערך הנוכחי של המשיקות לאותה נקודת זמן.

שאלה מטיפוס 2 (כמו השאלה זו) – היא מקורה שבו מבצעים היום הפקדה בודדת. במקרה זה, אין כל צורך לבצע ערך עתידי להפקדה, בסך הכל ניתן לבטא את ערכו הנוכחי של המשיקות לזמן 0 (למועד ההפקדה היום), וזה הסכום שנדרש להפקיד היום.



התרשימים המגעיל הזה אומר: ניקח את הסדרה הראשונה שכוללת תזרים מ-0 עד 12 כולל, ובכך הכל 13 תזרים. מדוע 13 תזרים ומדוע עצרנו ב-12? משום שהריבית השתנתה רק לאחר זמן 12. לכן מבחןתנו כל התזרים 12-0 כולל הם באותה סביבת ריבית.

כדי לחשב ערך הנוכחי לסדרה ספציפית זו, בסביבת ריבית 1%, עובדים עם PVFA אבל לרוב הצעיר הואיל והתזרים הראשוניים בזמן 0 קופצים אחת אחרת (שלב 1) לזמן 1. לכן יש לתקן על ידי מכפלת התוצאה ב-1 ועוד הריבית פעם אחת. כך מגיעים לביטוי הכלל שmbטאת את הערך הנוכחי של הסדרה הראשונה בזמן 0:

$$5,000 * PVFA(1\%, 13) * (1 + 1\%)^1$$

לערך הנוכחי של הסדרה הראשונה כאמור, נוסיף את הערך הנוכחי של הסדרה השנייה. הסדרה השנייה הchallenge בזמן 13, וчисוב ערךה הנוכחי כסדרה מובילה בזמן 12 (שלב 3). יש לתאמס את התוצאה אחרת, בזמן 12 בזמן 0 לעומת 12 תקופות לאחר, ויש לבצע זאת בריבית העדכנית לפרק הזמן מזמן 12 ל-0 שהוא 1% (שלב 4) וכך מקבלים את הביטוי המיציג את הערך הנוכחי של הסדרה ה-2 בזמן 0:

$$5,000 * PVFA(3\%, 23) * (1 + 1\%)^{-12}$$

בסק הכל, הערך הנוכחי המציג שהוא התשובה לשאלת היבור שני העריכים הללו:

$$PV = 5,000 * PVFA(1\%, 13) * (1 + 1\%)^{-12} + 5,000 * PVFA(3\%, 23) * (1 + 1\%)^{-12}$$

התוצאה המספרית של ביטוי זה היא בעצם הסכום החד פמי שצרכיך להפקיד בזמן 0 כדי לממן את כל המשיכות המתוארות.

$$PV = 138,159$$

שאלה 36 - יישומים של ערך הנוכחי, בחירה בין חלופות תשלום ונהנות, ללא התאמת ריבית
שי מעוניין לרכוש את המחשב הבא:

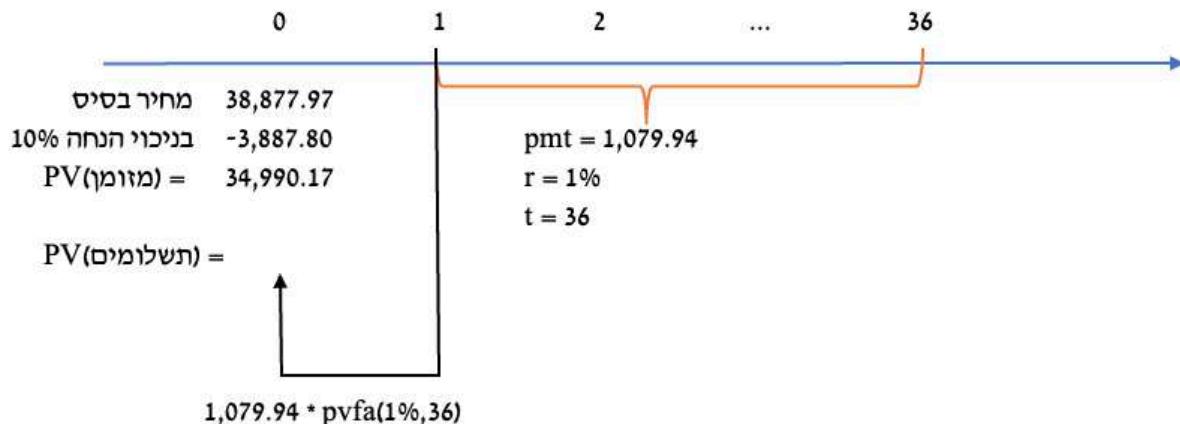
הסל שלי

▼ 1	Apple - MacBook Pro 16 / Apple M3 Max / 48GB Ram / 1TB SSD ₪ 38,877.97	
₪ 38,877.97		סכום בגין
₪ 38,877.97		סה"כ
להשלים		להוחש קניה

החברה מציעה לשוי לרכוש את המחשב, תשלום בעדו בזמןן ובכך לזכות בהנחה בשיעור 10% מהמחיר הנוכחי לעיל. לחילופין, ניתן לפרסום את עלות הרכישה ל-36 תשלום חדשים שווים בסך 1,079.94 ש"ח כל אחד. בהנחה שהריבית החודשית האלטרנטיבית של שי היא 1%, האם יעדיף לרכוש את המחשב בזמןן או בתשלומים?

פתרון:

כאשר מזמינים שעלינו לבחור בין אפשרות לקנות מוצר בתשלומים או בתשלום אחד בזמןן (מידי), העיקרונו הוא לבחון מהו הערך הנוכחי של כל חלופה - ו לבחור בזולה יותר. באופן ספציפי, העלות בזמןן במועד ערך הנוכחי היא המחיר לאחר הנחתה בזמןן. את זה נבחן מול העלות במועד ערך הנוכחי של חלופת התשלומים, שהיא הערך הנוכחי של סדרת התשלומים הקבועים. בהתאם נקבל:



או בעצם, בחלוקת התשלומים במזומן משלמים :

$$PV_{CASH} = 38,877.97 * (1 - 10\%) = 34,990.17$$

ולעומת זאת, בחלוקת התשלומים החודשיים, מבצעים תשלום שערכם הנוכחי המכראפי הוא :

$$PV_{Payments} = 1,079.94 * PVFA(1\%, 36) = 1,079.94 * 30.108 = 32,514.83$$

ומסקנה : החלוקת הזולה יותר במנוחים של ערך הנוכחי, אשר תועדף - **היאחלוקת התשלומים**.

סיכום : לשם בירהה בין תשלום במזומן לבין הסדר תשלום נדחים, נחישב את הערך הנוכחי של הסדר התשלומים, ואם הוא נמוך מהעלות במזומן נטו (אחרי הנחה) נעדיף אותו.

שאלה 36.1 – בירהה בין חלופות על בסיס ערך הנוכחי

מציעים לך לבחור בין 5 אפשרויות התקובל הבאות :

1. קבלת 40,000 ש"ח בתחלת כל שנה במשך 15 שנים.
2. קבלת 30,000 ש"ח לשנה במשך 20 שנים. התשלום הראשון היום.
3. קבלת 80,000 ש"ח בעוד שנה, 50,000 ש"ח בעוד שנתיים ו-150,000 ש"ח בעוד 7 שנים.
4. קבלת 550,000 ש"ח בעוד 8 שנים.
5. קבלת 190,000 ש"ח היום.

בנחה שהריבית במשק היא 10% לשנה, מה תהיה הבחירה שלכם?

פתרון :

כאשר אני נדרש לבחור בין חלופות כספיות של התקובלות – בסכומים ובעתוויות שונים, ארצה לחישב את הערך הנוכחי של כל חלופה, ואז : לבחור בחלוקת שערכה הנוכחי הגובה ביותר (אם אכן מדובר בתקבולות, כוללן בתזרימי מזומנים חיוביים) או בחלוקת שערכה הנוכחי הוא הנמוך ביותר (ערך מוחלט) אם מדובר בערך הנוכחי של תשלום.

כאן, דיברו על תקבולות. וכך נבנה ביטוי מתאים לכל חלופה ונבדוק מה התוצאה.

חלופה 1 :

מדובר בערך נוכחי של סדרה סופית, אלא שהואיל ורשות שהתקובלים "בתחילה כל תקופת המשמעות היא שהתקובל הראשון הוא בזמן 0. לפיכך, חישוב הערך הנוכחי הסדרתי שתמיד מקפיד "אחת אחרת" הוביל בזמן 1. עיות זה יש לתקן על ידי מכפלה נוספת ב-1 ועוד הריבית (כפי שעשינו במכפל האחרון בביטוי להלן):

$$PV(Option1) = 40,000 * PVFA(10\%, 15) * (1 + 10\%)$$

$$PV(Option1) = 40,000 * 7.606 * (1 + 10\%) = 334,664$$

חלופה 2 :

$$PV(Option2) = 30,000 * PVFA(10\%, 20) * (1 + 10\%) = 280,962$$

חלופה 3 :

בחלופה זו בשונה מקודמותיה אין כלל סדרה; סדרה חייבת לכלול תזרימים קבועים (שכאן – לא מתקימים), וגם ריבית קבועה (שכאן מתקימת) וגם תזרירות קבועה (שכאן לא מתקימת). במצב זה, علينا לחשב ערך נוכחי לכל איבר בנפרד (לפי נוסחת PV של סכום יחיד) ולסכום את התוצאות ידנית.

$$PV(Option 3) = 80,000 * (1 + 10\%)^{-1} + 50,000 * (1 + 10\%)^{-2} + 150,000 * (1 + 10\%)^{-7}$$

$$PV(Option3) = 125,569$$

חלופה 4 :

$$PV(Option4) = 550,000 * (1 + 10\%)^{-8} = 256,579$$

חלופה 5 :

סכום שמקבלים היום – ערכו הנוכחי זהה לסכומו:

$$PV(Option5) = 190,000$$

החלופה המומלצת והמועדפת היא חלופה 1, שהערך הנוכחי של תזרימיה הוא הגבוה ביותר.

שאלה 37 – יישומים של ערך נוכחי, בחירה בין חלופות תשלום והנחות, עם התאמת ריבית ריבית

שי מעוניין לרכוש את iPad-הבא:



סיכום הזמנה	
Apple - iPad Pro 12.9 (2022) Wi-Fi + Cellular M2 2TB / Space Gray	₪ 11,199.00
הנחות	7 ימי ספקה
סה"כ	₪ 11,199.00
סכום בנים	₪ 11,199.00

ניתן לרכוש את iPad? באחד מבין שני מסלולים :

10 תשלומים רבעוניים קבועים שוגבה כל אחד מהם מחושב לפי 10% מהעלות הנזקובה לעיל. תשלום בזמן, המקנה הנחה.

בנחתה שהריבית השנתית התקפה ב-9 החודשים הראשונים היא 8.243216%, ואילו הריבית השנתית לאחר מכן 12.550881%, מהו שיעור ההנחה המינימלי הנדרש שיווביל לכך שמי ירכוש בזמן?

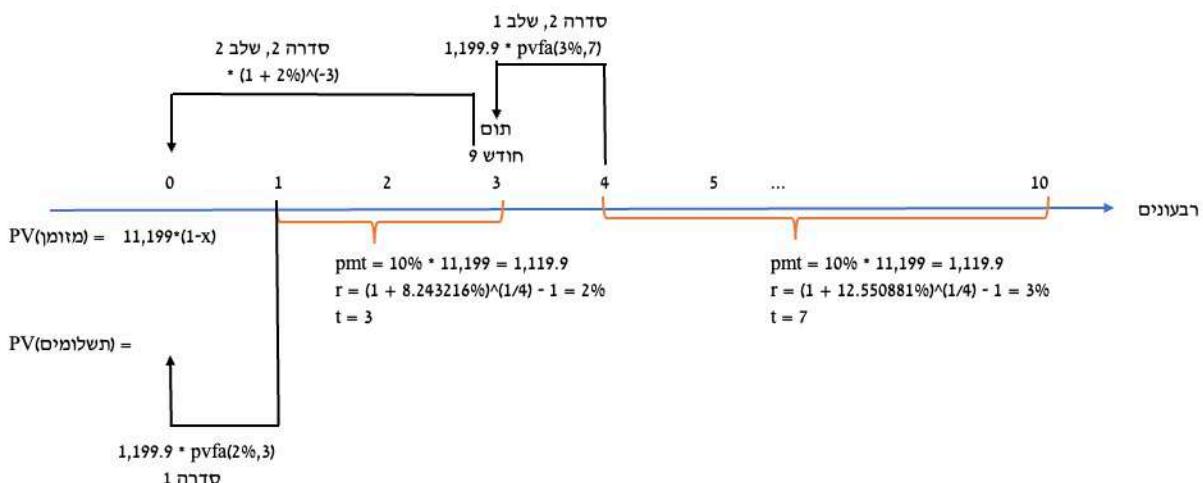
פתרונות :

גם בשאלת זו, בדומה למועדות, עוסקים בבחירה בין תשלום בזמן (בניכוי הנחה) לבין הסדר תשלומים. כמו תמיד, נרצה לבטא הן את הערך הנוכחי של הסדר התשלומים, והן את הסכום בזמן נטו (אחרי הנחה).

- הסכום בזמן נטו, אחרי הנחה, הוא למעשה : $(1 - (1 - 11,199) * 11,199)$

- לגבי הערך הנוכחי של סדרת התשלומים הרבעוניים, נציג ציר זמן כדי לבנות בצורה נכונה את הערך הנוכחי של התזריםים.

נציג את הציר :



הסבר :

הסדרה ה-1 התקפה במשך 9 חודשים (3 רבעונים) עד למועד שינוי הריבית הנוכחי בשאלת הריבית הראשונית השנתית בשיעור 8.243216%. התקפה במשך פרק זמן זה. בתקופה זו, מבוצעים 3 תשלום, הראשון שבזמן זמן 1. חישוב הערך הנוכחי של סדרה זו מוביל בהגדרה תקופת תשלום אחת אחרת (רבעון אחריה) ביחס למועד התשלומים הראשון (ביחס לתום רבעון 1) ככלומר לזמן 5, ללא צורך בתאמת.

הסדרה ה-2 התקפה במשך 7 רבעונים נוספים (לאחר שינוי הריבית הנוכחי בשאלת). הריבית השנתית הנוכחי ובתקופת תקופת סדרה זו היא ריבית שנתית בשיעור 12.550881%. בתקופה זו, מבוצעים 7 תשלום, והראשון שבזמן בתום הרבעון ה-4. חישוב הערך הנוכחי של סדרה זו מוביל גם הוא בהגדרה אחת אחרת (רבעון אחריה) ביחס למועד התשלום הראשון (ביחס לתום רבעון 4) ככלומר לזמן 3, ונדרשת התאמת נוספת מזמן 3

לזמן 0. התאמות לאחר נבע על ידי מכפלה נוספת בס-1 ועוד הריבית שבתקופת (הריבית הרבונית הקודמת) בחזקה שלילית של מספר תקופות ההתאמה.

$$PV_{Payments} = 1,119.9 * PVFA(2\%, 3) + 1,119.9 * PVFA(3\%, 7) * (1 + 2\%)^{-3}$$

$$PV_{Payments} = 1,119.9 * 2.884 + 1,119.9 * 6.230 * (1 + 2\%)^{-3} = 9,804.35$$

כלומר: הערך הנוכחי של הסדר התשלומיים "שקל" לתשלום היום של 9,804.35 ש"ח. כדי לבדוק מהו גובה הנחיה שיצדיק תשלום מיידי בזמן, נשווה את המחיר בזמן הנחיה ל贤אזהה האז.

$$PV_{CASH} = 11,199 * (1 - x) = 9,804.35 \rightarrow x \approx 12.45\%$$

והמשמעות: הערך של x המיצג את שיעור הנחיה בחלופת הזמן הוא 12.45%. קרי, אם תשלום בזמן מזכה בהנחיה בשיעור 12.45% או יותר, כדאי לשלם בזמן.

שאלה 38 - יישומים של ערך הנוכחי עם תשלום כל שנתיים ריבית
גיא שוקל לרכוש היום מחשב שנתרנו להלו:



גיא נדרש לשלם באופן מיידי 30% מעלות העסקה, ואת יתרה עליו לשלם ב-36 תשלום שיבוצע בתדירות תלת חודשית (כל 3 חודשים), שהראשון שבהם יתבצע בעוד חודש מהיום. הריבית החודשית היא 1%. בנסיבות אלו, מהו סכום התשלום התלת-חודשי שגיא נדרש לשלם?

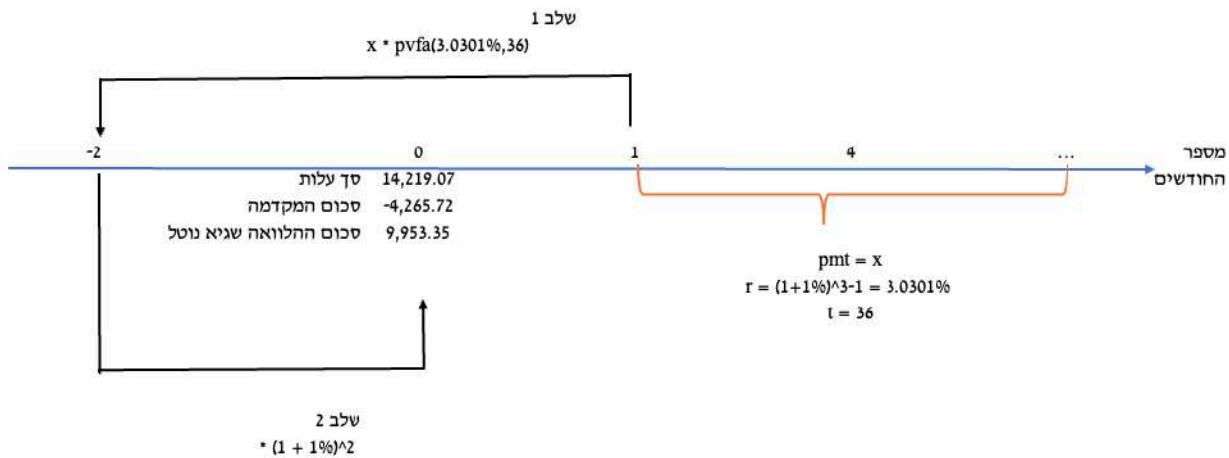
פתרון:

בשאלות שבהן אני מזהה צורך בחילוץ תשלום תקופתי קבוע בעד מוצר, שמחירו כולל נטו - ובנוסח משולמת מוקדמת בעדו, אנו טוענים שמדובר במעשה בעסקת "הלוואה". ולמה הכוונה? הספק למעשה מעניק לגיא הלוואה בגין עלות המוצר בኒוכי המקדמה.

משפט: סכום הלוואה הוא הערך הנוכחי של החזירה. לכן, אם אני יודע מהם הפרמטרים בעסקה:

- מהו סכום הלוואה: עלות המוצר בኒוכי המקדמה.
- כמה תשלום יישם בהסדר.

- מהו שיעור הריבית.
- אוכל לחלץ את נעלם התשלום התקופתי.



$$PV_{LOAN} = 14,219.07 * (1 - 30\%) = 9,953.35$$

הביטוי המיציג את הערך הנוכחי של התשלומים שנותרו:

$$PV_{Payments} = x * PVFA(3.0301\%, 36) * (1 + 1\%)^2$$

הויל והריבית איננה שלמה, נציב בנוסחה המתמטית של PVFA:

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \rightarrow \frac{1 - \frac{1}{1.030301^{36}}}{0.030301} \approx 21.735$$

וכך נקבל בגין הערך הנוכחי של התשלומים שנותרו:

$$PV_{Payments} = x * 21.735 * (1 + 1\%)^2$$

ובסץ הכל, כדי לפטור:

$$PV_{LOAN} = PV_{Payments}$$

$$9,953.35 = x * 21.735 * (1 + 1\%)^2 \rightarrow x \approx 448.92$$

מסקנה: התשלום התקופתי שעל גיא לבצע הוא כ-448.92 ש"ח.

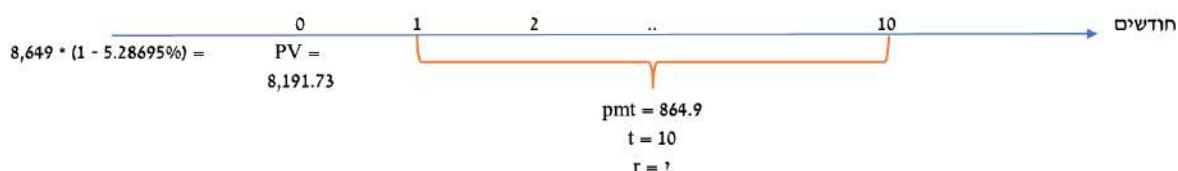
סיכוםנו: אם הייתה שאלת שבה עלה צורך לחשב את התשלום הקבוע לרכישת מוצר שעבורו מושלמת גם מקדמה בזמן, נתייחס לסכום של המחיר בኒוכי המקדמה כל הלוואה, שאט סכומה נשווה לביטוי המיציג את הערך הנוכחי של סדרת התשלומים.

שאלה 39 - **חילוץ ריבית אפקטיבית מהסדר תשלוםים עם הנחה**
דריקוס דו פלסי שוקל לרכוש היום מכשיר iPhone? נתוניו להלן:

סיכום הזמנה	
Apple - iPhone 15	
Pro Max 1TB / Blue	
▼ 1	
X	
Titanium	
Buy iPhone Get Gift	
Card	
1TB Blue Titanium	
₪ 8,649.00	
זמן אספקה משוער כ- 30 ימי עסיקין	
שליטה בקופון	
8,649.00	סכום בגין
8,649.00	סה"כ

היבואן יצא במבצע, שמאפשר לך לשלם בעד האייפון ב- 10 תשלוםים חודשיים שוים שיבוצעו בסוף כל חודש בסך 864.9 ש"ח כל אחד, או לחילופין לשלם היום את מלאה הסכום בمزומנים ולזכות להנחה בשיעור של 5.28695% מהסכום. מהי הריבית האפקטיבית השנתית שגובה היבואן?

פתרונות:
כאשר מוצר נרכש בתשלומים, שווי המוצר / מחירו נטו במזומנים (אחרי / ב不留ול הנחת מזומנים ככל שקיים) הוא בהגדרה הערך הנוכחי PV של הסדר התשלומים.



בהתאם למשפט זה:

$$8,191.73 = 864.9 * PVFA(r, 10)$$

כדי לחוץ את הריבית, בטור התחלה, נבודד את הערך של הביטוי :

$$PVFA(r, 10) = \frac{8,191.73}{864.9} = 9.471$$

כעת נפתח את לוח א-4 בנספח א לכרך ד, וננסה לאתר עבור $t=10$ את הריבית שMOVILAH לערך זה של PVFA מגלים (ראו צילום מס' להלן) שערך זה של PVFA מתקבל עבור $r=1\%$. נשאלת השאלה, האם זו התשובה? בהקשר זה, חשוב לזכור:

הביטוי r בערך נוכחי סדרתי הוא הריבית **לפרק הזמן בין תשלום**. הוואיל וכאן הסדרה כוללת תשלום חודשיים (כל חודש), אז הריבית שוחלצה היא לחודש. כיצד נמיר את הריבית החודשית מערך **חודשי** לערך **שנתי** [כיצד היה הנדרש מהה]? כברירת מחדל, המרווח הריבית בקורס מבוצעות תחת ההנחה של "ריבית דרייבית".

התשובה הסופית, לפיכך:

$$r_{annual} = (1 + r_{month})^{12} - 1 = (1 + 1\%)^{12} - 1 = 12.6825\%$$

<i>t</i>	<i>r</i>	1%	2%
1		0.990	0.980
2		1.970	1.942
3		2.941	2.884
4		3.902	3.803
5		4.853	4.713
6		5.795	5.601
7		6.728	6.472
8		7.652	7.325
9		8.566	8.162
10		9.471	8.983
11		10.368	9.787

שאלה 40 - **חילוץ ריבית אפקטיבית מהסדר תשלום. עם תשלום ראשון במועד הרכישה טוני פרגוסון שוקל לרכוש מחשב שנתוניו להן:**

סיכום הזמן	
▼ 1	Apple - Mac Pro
×	Rack / Apple M2
	Ultra / 64GB Ram /
	1TB SSD
	₪ 59,799.94
	זמן אספקה משוער כ- 30 ימי עבודה
	שליך קupon?
	סה"כ ₪ 59,799.94
	סה"כ ₪ 59,799.94

את התשלומים بعد המחשב ניתן לבצע בזמן בדיקת הנזק לעיל, או ב-8 תשלומים שווים בסך של 8,003.74 ש"ח כל אחד. התשלום הראשון הוא מיידי. מהי הריבית האפקטיבית השנתית בעסקה?

פתרון :
זכור, כאשר דנים בהסדר תשלום, מחיר המוצר בזמן (לאחר הנחות שכאן לא מתקינות) הוא הערך הנוכחי של הסדר התשלומים. לכן נבנה משווה רלוונטי:

$$59,799.94 = 8,003.74 * PVFA(r, 8) * (1 + r)$$

רגע שי, מה זה? מה עשית פה? ובכן, אפשר לראות די בקלות שהתזרים הראשון הוא בזמן 0. לכן, ערך הנוכחי של סדרה שMOVIL "אחת אחרת" מוביל בזמן -1, בבדיקה כמו שראינו באופן מפורט עם תרשימים בשאלה 31, למשל (חזרו לשם וראו את השאלה אם לא ברור). כדי לחזור בזמן 0, יש לכפול ב-1 ועוד הריבית. אבל מה הבעה? שבמצב הזה, יש לי נעלם בשני מקומות, וזה מעט מקשה על הפתרון. לכן צריך למצוא "טריק" קצר שונה, קיבלו:

$$59,799.94 = 8,003.74 + 8,003.74 * PVFA(r, 7) \rightarrow PVFA(r, 7) = 6.4715$$

רגע מה זה לעזאזל שי מה עשית?
ובכן, כדי להתגבר על נעלם ריבית שני מקומות כמו במשווה העליונה, עבדתי בהגדירה הבאה: אמרתי, בוואו נדמיין שיש רק 7 תזרים, בזמן -1. זו בעצם הנוסחה המתבוצאת במחובר הימני באגף ימין. ומה לגבי זה שהזנחתי את התזרים הראשון בזמן 0? ובכן, הואיל והוא בזמן אפס, אפשר פשוט להוסיף אותו לכך ... מוגניב.
עכשו הפתרון יהיה:

$$PVFA(r, 7) = 6.4715 \rightarrow r = 2\%$$

איך הגיעו לזה? ראו את אופן הפתרון של שאלה 39 הממחישה את אופן השימוש בלוח א-4 לחילוץ הריבית. כמובן, ריבית זו היא ריבית חודשית (לפרק הזמן בין תשלומיים) ולכן כדי להתאים למונחים שנתיים וכך נקבל את התשובה הסופית:

$$r_{annual} = (1 + r_{month})^{12} - 1 = (1 + 2\%)^{12} - 1 = 26.824\%$$

(*) דרך נוספת לחישוב היא לנכות מחair הנכס בזמן את התשלום המיידי. כך מקבלים את המשוואה השקולה הבאה, והמשך פתרונה זהה:

$$59,799.94 - 8,003.74 = 8,003.74 * PVFA(r, 7)$$

שאלה 41 - חילוץ ריבית אפקטיבית מהסדר תשלום, עם תשלום במעמד הרכישה והתאמת ריבית
דונקי מעוניין לרכוש Apple Watch שנתיונו להלן:

השעון מוצע למכירה על ידי תשלום של 2,149 ש"ח בזמן (מיידית) והיתרה ב-10 תשלום רביעוניים (התשלום הראשון בעוד רבעון אחד, קרי בעוד 3 חודשים) בסך של 234.46 ש"ח כל אחד. מהי הריבית האפקטיבית השנתית המגולמת בהסדר המכירה?

פתרון:
שאלה זו היא די More of the same ביחס לקודמותיה. השווי המתקיים בסך 4,149 הוא הערך הנוכחי של 2,149 ש"ח מידים בתוספת לערך הנוכחי של התשלומיים הרביעוניים הקבועים.

$$4,149 = 2,149 + 234.46 * PVFA(r, 10) \rightarrow PVFA(r, 10) = 8.53 \rightarrow r = 3\%$$

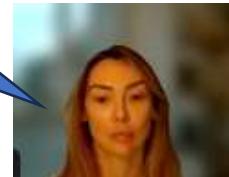
הרביבית שקיבלתי היא רביעונית, לפרק הזמן בין תשלים. כדי להמיר את הריביבית הרביעונית לשנתית, בהנחה ברירת המחדל של ריביבית דרייבית, נשתמש בمعרך חזקה מתאים:

$$r_{annual} = (1 + r_{quarter})^4 - 1 = (1 + 3\%)^4 - 1 = 12.55\%$$

שאלה 41.1 - ערך נוכחי סדרתי - יישום בהלוואה, לשם חילוץ ריבית מהסדר החזרים עם עמלות הלוואה בסך 300,000 ש"ח נפרעת ב-24 תשלומים חודשיים שווים (לוח שפייצר). הריבית הנקובה השנתית היא בשיעור 24% ובנוסף יש תשלום מיד במועד נטילת הלוואה עמלת הקמה בשיעור 5% מסכום הלוואה. לכל תשלום חודשי המבוצע בהלוואה יש להוציא עמלת טיפול חודשית בסך 120 ש"ח. בנסיבות אלו :

- מיהי הריבית האפקטיבית החודשית?
- מיהי הריבית האפקטיבית השנתית?

מה? תגיד לי שאתה צוחק?
מה זה העמלות האלה?



פתרון :

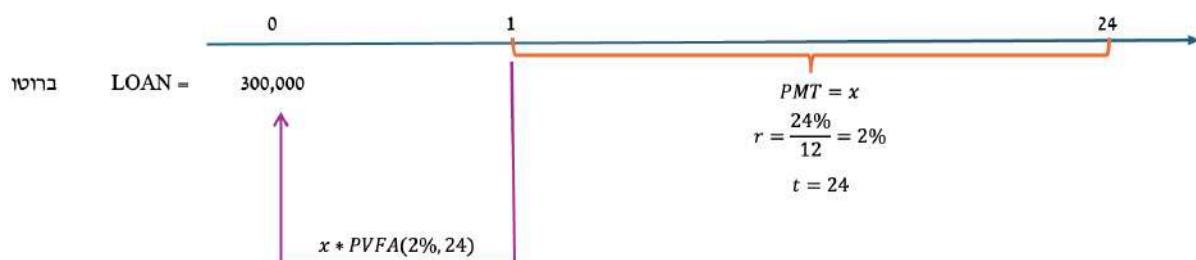
ברגע שאני מזוהה הלוואה שפייצר שעלייה מלביבים מגוון "מרעין בישון" (מגון רוחב של עליות נוספות שמייקרות את הסדר) הליק העבודה בצורה הדרגתית הוא כדלקמן :

שלב ה-1 : נחשב את החזר התקופתי בהלוואה, תוך הטעמאות מלאה מהעמלות והעלויות המוחזדות הנלוות. אציג את הערכים על ציר הזמן באופן ראשון.

שלב ה-2 : נבצע עיבוד של התוצריים - ננכה מהלוואה הראשונית נטו (תזרים חיובי) את עמלת ערךית המטמכים; נוסיף לכל החזר חודשי את דמי הגבייה החודשיים וכן נקבל תזרים סופי נטו שיהווה את הבסיס לחילוץ הריבית.

שלב ה-3 : אבנה על בסיס התזרים הסופיים נטו משווה לחילוץ הריבית - המשווה שלפייה סכום הלוואה (נטו, אחרי ניכויים ועמלות) הוא הערך הנוכחי של החזרה (בהתחשב בתשלומים נוספים ועמלות).

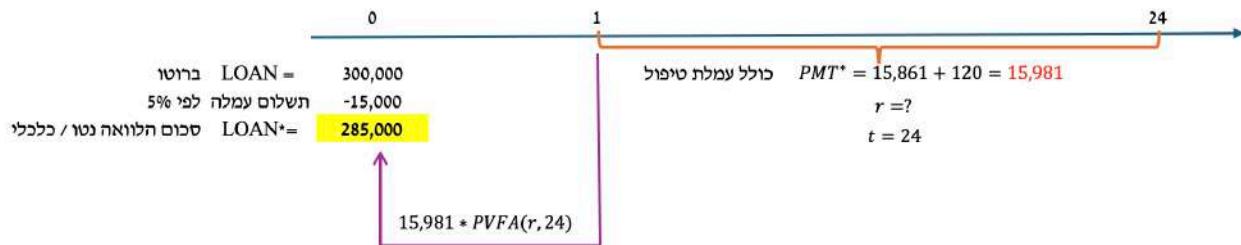
שלב 1 - הטעמאות מלאה מניכויים ועמלות, וחילוץ סכום תשלום התקופתי:



משווה לחילוץ :

$$300,000 = x * PVFA(2\%, 24) \rightarrow 300,000 = x * 18.914 \rightarrow x = 15,861$$

שלב 2 - מנכימים מסכום ההלוואה את עמלת ההקמה, מוסיפים את דמי הטיפול להחזר התקופתי



שלב 3 - על בסיס התזריםים נטו - נשתמש במשפט שאומר: סכום ההלוואה = ערך נובחי החזירים

$$285,000 = 15,981 * PVFA(r, 24) \rightarrow PVFA(r, 24) = \frac{285,000}{15,981} = 17.834$$

עקרונית בשאלת מטלה / בוחינה, علينا לחפש בלוח א-4 בנספח א' כרך ד תחوت ערך $r = 24$ את אותו ערך מספרי שהנו קרוב / זהה ל-17.834. אין כזה בצורה מלאה במרקחה שלנו (וזאת אך ורק לאור בנית הנסיבות שלי). אני חילצתי באקסל את התוצאה:

$$r = 2.526\%$$

חילוץ ריבית מהסדר תשלוםם לרבות בגין ההלוואה (סדרה) תמיד ולעולם מפיק את הריבית האפקטיבית לתקופת תשלום. כאן, התשלומים חדשים, ולכן הריבית שהילצנו היא ריבית חודשית. כמובן, שאם דרשו ריבית לפרק זמן אחר, לא נוכל להסתפק בתוצאה זו.

ריבית אפקטיבית חודשית (תשובה ל-א): 2.526%

ריבית אפקטיבית שנתית (תשובה ל-ב): תמיד ולעולם, המרת ריבית אפקטיבית מתקופה אחרת לאחרות מבוצעת באמצעות מערך חזקה מתאים בלבד, ללא כפל / חילוק ואם כך, להלן **הרידית האפקטיבית השנתית**:

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r_{\text{month}})^{12} - 1 = (1 + 2.526\%)^{12} - 1 \approx 34.9\%$$

41.1.1 – חישובי הלוואות על קצת המזל

מור מעוניינת ליטול הלוואה לשם מימון מכונה לחימום נקי. סכום הלוואה הנזק ש"ח והיא לתקופה של 10 שנים. הלוואה נפרעת בשיטת לוח סילוקין רגיל (שמשמעותו: החזרי קרן שווים), כאשר התשלומים הם בתום כל חודש. הריבית הנקובה בגין הלוואה היא 24% לשנה. בחלוף 7 שנים הלוואה, החלטה מורה לבצע מחרור של הלוואה, כך שפרשה אותה מחדש באופן שבו ההחזרים יבוצעו בתשלומים שווים (לוח שפייצר). מהו התשלום החודשי לאחר שינוי?

פתרון :

באופן כללי – ההגדרה של לוח סילוקין רגיל היא פירעון בתשלומי קרן שווים וקבועים. במלים אחרות, הלוואה הנפרעת בשיטת לוח רגיל היא הלוואה שהיתרה שלה קטנה / פוחתת בכל מועד תשלום בסכום קבוע, שהוא היחס בין סכום הלוואה למספר התשלומים.

כאן: הלוואה בסך 60,000 ש"ח.

מספר החזרי הלוואה – בתום כל חודש, 10 שנים : 120

$$\text{סילוק הקרן החודשי הקבוע: } 500 = \frac{60,000}{120}$$

מה שקרה זה – שבחלוף 7 שנים הלוואה (כלומר לאחר שסולקו 84 תשלום קרן בסך 500 כל אחד) נפרשה הלוואה מחדש לפירעון בתשלומים כוללים קבועים.

יתרת קרן הלוואה ערב שינוי התנאים :

$$60,000 - 500 * 84 = 18,000$$

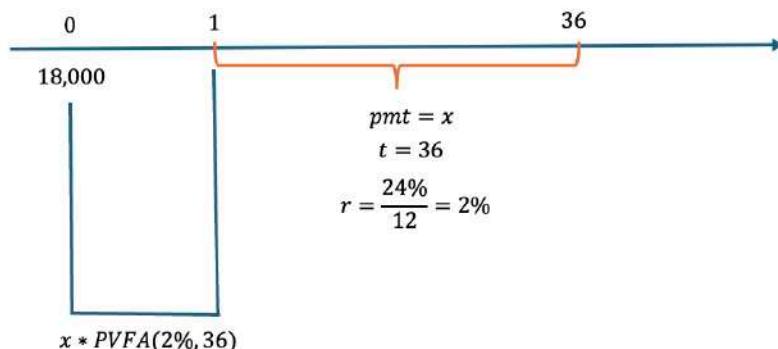
כעת, כאשר נרצה לפזר יתרה זו לפי לוח שפייצר (תשלומים שווים) נתייחס יתרה כל הלוואה חדשה שנתוניה

בדלקמן :

סכום : 18,000

מספר התשלומים : 120 - 84 = 36

הчисוב של התשלום התקופתי :



שים לב למספר דגשים :

- א. בلوح הסילוקין הרגיל, אין התייחסות לريبית, פשוט משום שרצו לדעת מהי יתרת קרן ההלוואה. יתרת קרן זו מסולקת בلوح הרגיל בכל מועד תשלום בסכום קבוע. סכומי הריבית מושלמים באופן שוטף גם הם בلوح הרגיל, אך הם אינם משפיעים על יתרת הקרן לצורך הפרישה מחדש.
- ב. בلوح הסילוקין החדש (שפיצר), מגלים בסכום קבוע בהחזר את הריבית, וזאת מהטעם שרצו לדעת מהו סכום התשלום הכלול בכל תקופה, שכמובן מייצג גם את הריבית בגינה.

$$18,000 = x * PVFA(2\%, 36) \rightarrow x \approx 706$$

שאלה 42 - איזון אקטוארי שמתבסס על הפקדה בודדת בהווה

מנו בונילה מעוניין לפרוש במיידי לפנסיה באופן שיקנה לו קצבה חודשית בסכום של 10,000 ש"ח בתחילת כל חודש במהלך השנים הקרובות. כמה מנו יצרוך להפקיד לקרן הפנסיה, בהנחה שאין בה צבירה כלשהי עבר תחילת ההפקדות, וכן ידוע שהריבית החודשית היא 1% לחודש בשנה וחצי הקרובות, ו-2% לחודש לאחר מכן?

פתרון :

שאלה זו עוסקת ב"איזון אקטוארי", או אם תרצו: במצב שבו קיים צורך לממן **סדרה או סדרות** של **משכירות/קצבאות/תקבולים** **באמצעות הפקדה בודדת** (כמו במקרה זה) או **באמצעות סדרת הפקדות** (כמו שנציג בשאלה הבאה).

המשפט הבסיסי הפותר שאלות מסוג זה (מיימון סדרת **משכירות** **באמצעות הפקדה בודדת**) הוא שערך העתידי של ההפקדות למועד ביצוע ההפקדה האחרון, צריך להיות זהה לערך הנוכחי של המשכירות לאותה נקודת זמן. בפשטות, אם מדובר בהפקדה בודדת, אחת ויחידה, בזמן אפס שתממן את סדרת המשכירות, אזי משווה את הפתרון תהא :

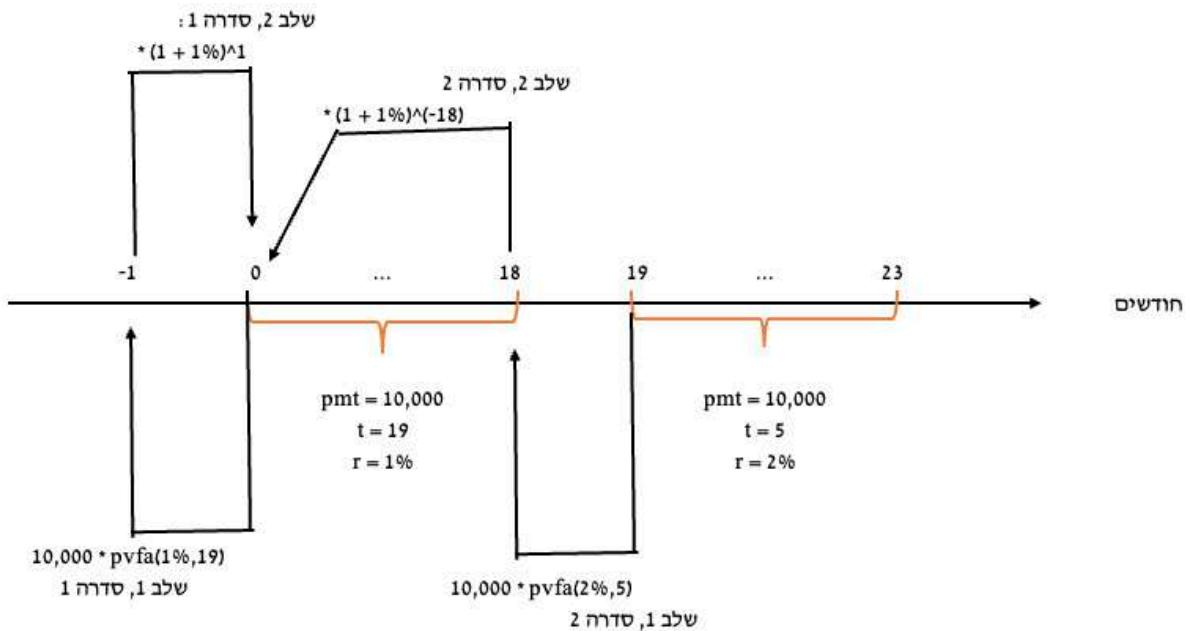
$$Deposit = PV(Withdrawals)$$

כאשר :

הערך **Deposit** מייצג את ההפקדה החד **פעמית / מיידית** **הבודדת** שנדרש לבצע.

הערך **(PV)** הוא **ביטוי** המיצג את הערך הנוכחי של המשכירות, מותאם לזמן 0.

נזכיר זאת בצריך, ונפתור משווה רלוונטי בצריך הסבר מלא. כתזכורת, סיפרו לנו שתהיה משכחה בתחילת כל חודש במשך שנים, סכום המשכחה 10,000 ש"ח לחודש, לאור העובדה שלאחר שנה וחצי הריבית משתנה (מן-1% ל-2%) יש להפריד ולהחלק את סדרת המשכירות לשני חלקים :



משוואת הפתרון והסביר מפורט:

הויל ונתנו שהמשיכת בתחלת כל חודש במשך שניםים, הרי שבראיות הציג כולם, המשיכת הראשונה היא בזמן 0 (תחלת החודש -1) והמשיכת האחרונה היא בזמן 23 (בסוף החודש ה-24 = סוף החודש 23). בהינתן שהריבית משתנה לאחר 18 חודשים (שנה וחצי), הסדרה הראשונה היא למעשה בזמן 0-18 ויהיא כוללת 19 תזרימי מזומנים.

לאחר מכן, המשיכות נמשכות בריבית שונה של 2%, עד לסוף החודש 23, כוללות אם כך 5 משיכות בסכום חודשים חמשי זהה.

השאלה מתמקדת בכך שבו علينا לחשב סכום של הפקודה בזדמת מיידית, שתוכל למן את סדרת המשיכות זו. בהגדרה, הפקודה בזדמת זו היא הערך הנוכחי המכרי של כל סדרות המשיכת. חישוב הערך הנוכחי של הסדרה ה-1 מוביל בזמן -1, זאת הויל והסדרה החלת בזמן 0, ותמיד חישוב ערך הנוכחי סדרתני מוביל "אחדת אחרת" ביחס לתחילת הסדרה. כדי לתרום בזמן 0, כפלנו את התחשב הסדרתי ב-1 ועוד הריבית בחזקת 1.

חישוב הערך הנוכחי של הסדרה ה-2 מוביל בזמן 18, זאת - הויל והסדרה החלת בזמן 19, ותמיד חישוב ערך הנוכחי סדרתני מוביל "אחדת אחרת" - קרי בזמן 18. כדי לתרום בזמן 0, כפלנו את התחשב הסדרתי ב-1 ועוד הריבית בחזקת שלילית של 18.

$$Deposit = PV(Withdrawals)$$

$$Deposit = 10,000 * PVFA(1\%, 19) * (1 + 1\%)^1 + 10,000 * PVFA(2\%, 5) * (1 + 1\%)^{-18}$$

$$Deposit = 10,000 * 17.226 * (1 + 1\%)^1 + 10,000 * 4.713 * (1 + 1\%)^{-18} = 213,384$$

עלינו להוכיח היום כי 213,384 ש"ח על מנת לאפשר את סדרות המשיכת.

שאלה 43 - יישומי ערך נוכחי - איזון אקטוארי: תכנון פיננסי - סדרת הפקודות שאחריה משיכות אינסופיות
 ניתנו להפקיד לפנסיה סכום של 3,000 ש"ח כל שנה במשך 20 שנים. הניחו כי החל מסוף השנה ה-24 קיבלו סכום שנתי קבוע, לאינסופ. מהו סכום שנתי זה, אם הריבית היא 5% לשנה במשך 22 השנים הראשונות, ולאחר מכן צפואה הריבית לרדת ל-2% לשנה?

פתרונות :

גם שאלה זו עוסקת באיזון אקטוארי, הואיל וויהינו סדרת משיכות (הפעם : אינסופיות) שיש לשים לב לכך שהנדרש איננו מבקש את סכום ההפקדה המיידית בהווה שתאפשר את המשיכות. כאן, מפקדים סדרת הפקודות צוברת ריבית, ורק לאחר סיום מתכילות המשיכות.
 כאשר מזוהים שאלה עם סדרת קבועות המומנת עם סדרת הפקודות (לא עם הפקדה בודדת) משווהת הפתרון תהיה מעט שונה. נרצה לבטא את **הערך העתידי של הפקודות למועד ההפקדה الأخيرة**, ואת **הערך הנוכחי** של **כל סדרת המשיכה לאותה נקודת זמן**. כלומר :

$$FV(\text{Deposits}) = PV(\text{Withdrawals})$$

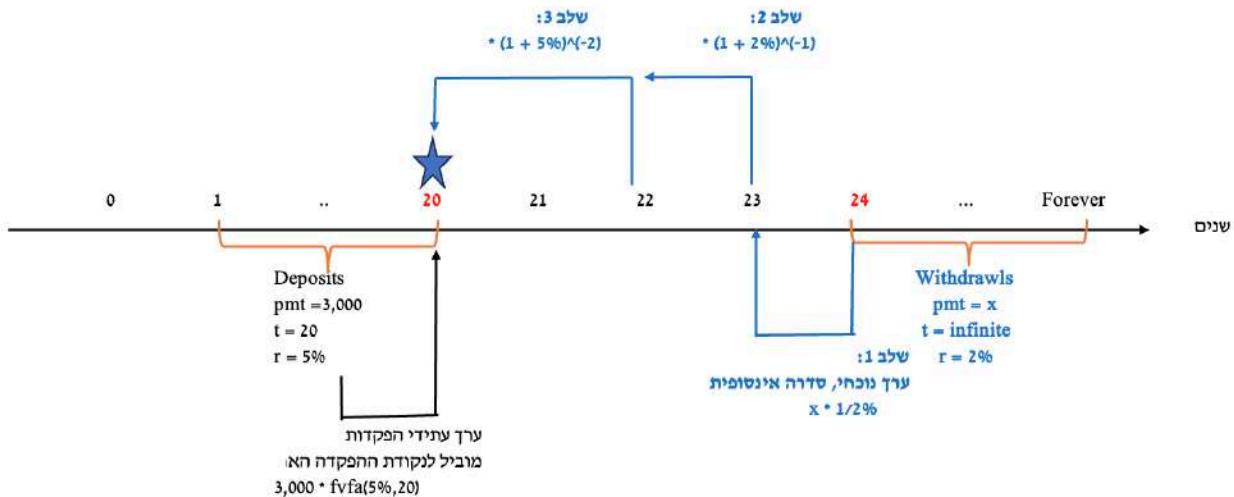
כאשר :

הערך (FV) מייצג את **הערך העתידי של סדרת הפקודות למועד ההפקדה الأخيرة**.
 הערך (PV) הוא **ביטוי המיציג את הערך הנוכחי של המשיכות**, מותאם להפקדה الأخيرة.

מציג זאת ביציר, ונפתרו משווהה רלוונטיות ביצירוף הסבר מלא.
 בהיבט אior היציר, אנו יודעים שמדובר בסדרת תזרימי מזומנים המיציגים הפקדה, בתום כל שנה במשך 20 שנה (ולכן, תיעוד סדרת הפקודות על היציר הוא בזמן 20-1).
 לגבי סדרת המשיכות, היא אינסופית, ומופיע איברהה הראשון הוא בזמן 24.
 לבטא את הערך העתידי של ההפקודה למועד ההפקדה الأخيرة זה קל: משום שתמיד ערך עתידי סדרתי מוביל למועד ההפקדה الأخيرة, וכך, בזמן 20.
 לבטא את הערך הנוכחי של המשיכות לאותה נקודת זמן, זה טיפה יותר מורכב: המשיכה הראשונה היא בזמן 24, וסדרת המשיכות היא אינסופית. כאשר מחשבים את ערכה הנוכחי על בסיס נוסחת ערך נוכחי של סדרה אינסופית :

$$PV = pmt * \frac{1}{r}$$

מגיעים לנקודת הזמן שהוא "אחת אחריה" ביחס לנקודת המשיכה הראשונה, כלומר - בזמן 23. בעת, עליינו לתקן את התוצאה מזמן 23 בזמן 20 (נקודת סיום ההפקודות) ככלומר 3 שנים לאחר. אלא שלפי נתונים השאלה, התקון הזה צריך לבצע בריביות שונות: עד וככל 22 הריבית 5%, ואילו בשנה 23 ואילך, הריבית 2%. לכן, את התקון מ-23 ל-22 (באיור להלן: "שלב 2") נבצע ע"י מכפלה ב-1 ועוד 2% בחזקה שלילית של 1, בעוד שת התקון מ-22 ל-20 (באיור להלן: "שלב 3") נבצע ע"י מכפלה ב-1 ועוד 5% בחזקה שלילית של 2 :



$$FV(\text{Deposits}) = PV(\text{Withdrawals})$$

$$3,000 * FVFA(5\%, 20) = x * \frac{1}{2\%} * (1 + 2\%)^{-1} * (1 + 5\%)^{-2}$$

$$3,000 * 33.066 = x * \frac{1}{2\%} * (1 + 2\%)^{-1} * (1 + 5\%)^{-2}$$

$$x \approx 2,231$$

שאלה 43.1 – איזון אקטוארי – חילוץ סכום הפקודה כשהריבית ידועה

ברצונכם לקבל קצבה חודשית בסך 3,000 ש"ח בתחלת כל חודש החל מבعد 3 שנים מהיום (התកבול הראשון הוא לבדוק בעוד 3 שנים) למשך 3 שנים. הריבית במהלך 4 השנים הבאות היא 1.5% לחודש. מהו הסכום שתצטרכו להפקיד בתום כל חודש במהלך 3 השנים הבאות על מנת שתוכלו להנות מסכומי הקצבה בעיתויו וסכום הנדרש?

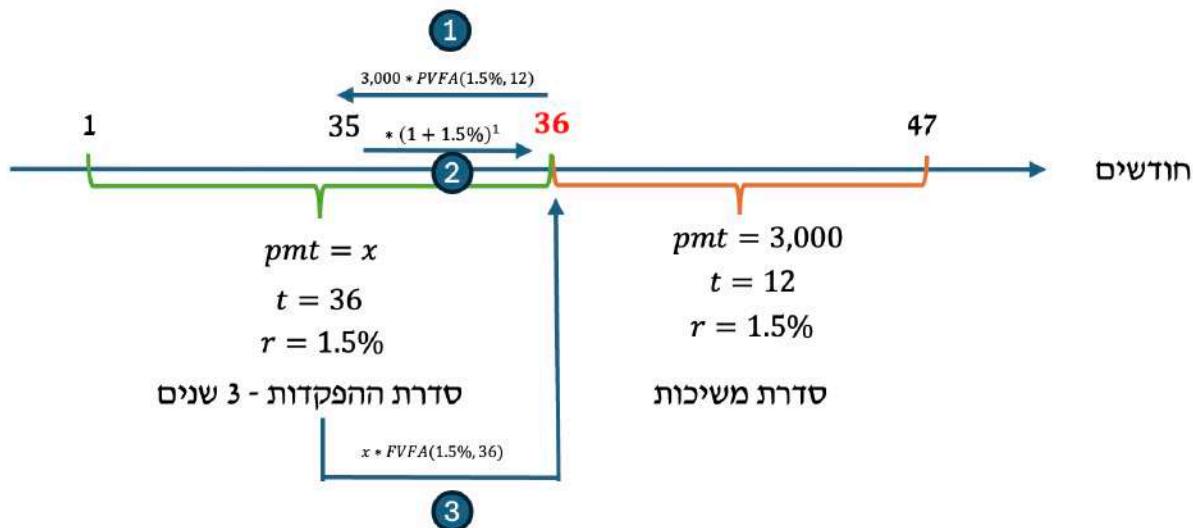
פתרון :

בשונה מרוב התרגילים ה"פשותיים" שדורשים ערך עתידי (FV) של סכומים בודדים ו/או סדרות; כאן עוסקים במצב שבו אני (מקבל החלטה) נדרש להפקיד סדרה מסוימת – הסדרה הזו צוברת ריבית ומגיעה לערך מסוים (חישוב FV), וזה מבוצעות משיכות (קצבאות / תקבולים) על בסיס יתרה זו. בכל מקרה שבו אזהה סדרת הפקודות שsummant סדרת משיכות – אני אוהב לקרוא לסוג השאלה הניל איזון אקטוארי.

כל שאלת איזון אקטוארי היא למעשה שאלת חילוץ, שבבסיסה המשפט הבא: תמיד ולעולם – הערך של ההפקודות חייב להיות שווה לערך המשיכות – **לאוთה נקודת זמן**. או במלים אחרות – הערך העתידי של ההפקודות חייב להיות שווה לערך הנוכחי של המשיכות, לאוთה נקודת זמן.

$$FV = PV \text{ (הפקודות)} \text{ (משיכות)}$$

במקרה זה :



משוואת הפתרון :

$$FV = PV \text{ (הפקודות)} \text{ (משיכות)}$$

$$x * FVFA(1.5\%, 36) = 3,000 * PVFA(1.5\%, 12) * (1 + 1.5\%)^1$$

נוסחאות PVFA ו- FVFA שנדרשות כאשר ערכי הריבית לא שלמים :

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \rightarrow PVFA(1.5\%, 12) = \frac{1 - \frac{1}{(1+1.5\%)^{12}}}{1.5\%} = 10.908$$

$$FVFA(r, t) = \frac{(1 + r)^t - 1}{r} \rightarrow FVFA(1.5\%, 36) = \frac{(1 + 1.5\%)^{36} - 1}{1.5\%} = 47.276$$

נחזור ונציג במשוואת הפטרון:

$$x * 47.276 = 3,000 * 10.908 * (1 + 1.5\%)^1 \rightarrow x \approx 702.57$$

התשובה הסופית: כדי לממן את סדרת המשיכות יש להפקיד במהלך 3 השנים הראשונות סכום חודשי של כ- 703 ש"ח.

שאלה 43.2 – איזון אקטוארי עם חילוץ ריבית

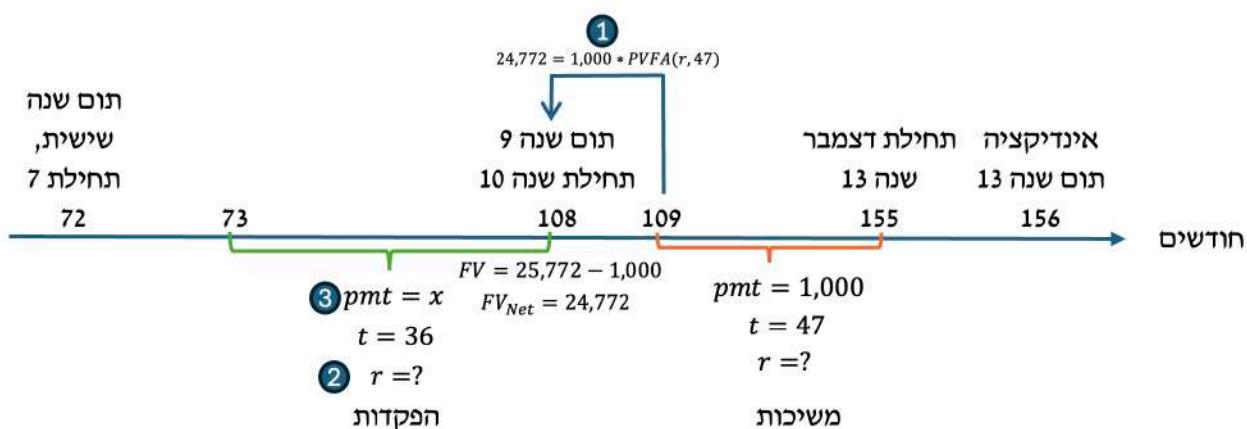
חודש במהלך השנה ה-9, בהנחה שיעור שיפוטם לרשומות סכום של 25,772 ש"ח בתום השנה ה-9?

פתרונות:

הדרך:

צעד ראשון: אנו יודעים מהו הסכום שנצבר ואשר ממן את סדרת המשיכות, וכן את סדרת המשיכות. מכך ניתן לבנות משועואה שתסייע לחילוץ הריבית.

צעד שני: אם אנחנו יודעים מה הסכום שנצבר ומה מספר ההפקודות, נוכל לחלץ את סכום ההפקודה התקופתי. נדגג להציג זאת על ציר הזמן בצורה מסודרת וլפטוור בהתאם.



צעד פתרון ראשון – חילוץ הריבית על בסיס הערך הנוכחי של סדרת המשיכות (שימוש לב להסביר המפורט בהקלטה לגבי הסיבה בעיטה פוצלה הסדרה לזמן 108 וכל היתר):

$$24,772 = 1,000 * PVFA(r, 47) \rightarrow PVFA(r, 47) = 24.772$$

ואז ניגש ללוח א-4 בנספח א לכרך ד ונחפש את הריבית שモבילה לערך ה-PVFA הקרוב ביותר ל-24.772 בהינתן 47 תשלומים. מגעימם למסקנה שהקירוב הטוב ביותר ביותר הוא 3% ריבית – זכרו שהתשולםים חודשיים, והריבית חודשית.

t	r	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
26		22.795	20.121	17.877	15.983	14.375	13.003	11.826	10.810	9.929	9.161
27		23.560	20.707	18.327	16.330	14.643	13.211	11.987	10.935	10.027	9.237
28		24.316	21.281	18.764	16.663	14.898	13.406	12.137	11.051	10.116	9.307
29		25.066	21.844	19.188	16.984	15.141	13.591	12.278	11.158	10.198	9.370
30		25.808	22.396	19.600	17.292	15.372	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427
31		26.542	22.938	20.000	17.588	15.593	13.929	12.532	11.350	10.343	9.479
32		27.270	23.468	20.389	17.374	15.803	14.084	12.647	11.435	10.406	9.526
33		27.990	23.989	20.766	18.148	16.003	14.230	12.754	11.514	10.464	9.569
34		28.703	24.499	21.132	18.411	16.193	14.368	12.854	11.587	10.518	9.609
35		29.409	24.999	21.487	18.665	16.374	14.498	12.948	11.655	10.567	9.644
36		30.108	25.489	21.832	18.908	16.547	14.621	13.035	11.717	10.612	9.677
37		30.800	25.969	22.167	19.143	16.711	14.737	13.117	11.775	10.653	9.706
38		31.485	26.441	22.472	19.368	16.868	14.846	13.193	11.829	10.691	9.733
39		32.163	26.903	22.808	19.584	17.017	14.949	13.265	11.879	10.726	9.757
40		32.835	27.355	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925	10.757	9.779
41		33.500	27.799	23.412	19.993	17.294	15.138	13.394	11.967	10.787	9.799
42		34.158	28.235	23.701	20.186	17.423	15.225	13.452	12.007	10.813	9.817
43		34.810	28.662	23.982	20.371	17.546	15.306	13.507	12.043	10.838	9.834
44		35.455	29.080	24.254	20.549	17.663	15.383	13.558	12.077	10.861	9.849
45		36.095	29.490	24.519	20.720	17.774	15.456	13.606	12.108	10.881	9.863
46		36.727	29.892	24.775	20.885	17.880	15.524	13.650	12.137	10.900	9.875
47		37.354	30.287	25.025	21.043	17.981	15.589	13.692	12.164	10.918	9.887
48		37.974	30.673	25.267	21.195	18.077	15.650	13.730	12.189	10.934	9.897
49		38.588	31.052	25.502	21.341	18.169	15.708	13.767	12.212	10.948	9.906
50		39.196	31.424	25.730	21.482	18.256	15.762	13.801	12.233	10.962	9.915

כעת נbeta את הערך העתידי של סדרת ההפקודות:

$$x * FVFA(3\%, 36) = 25,772 \rightarrow x \approx 407.29$$

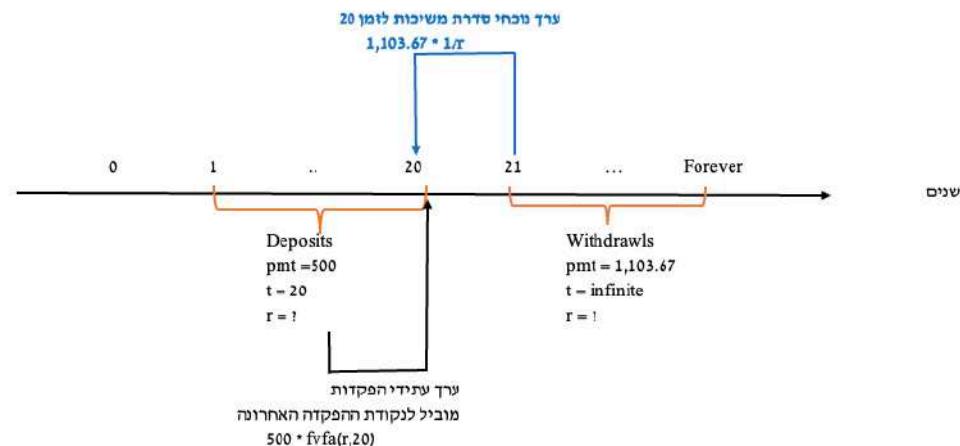
בהתאם – תשובתי הסופית תהיה: הסכום הנדרש לכל הפקדה חודשית הנ' 407.29 ש"ח.

שאלה 44 - **יישומי ערך הנוכחי - איזון אקטוארי - חילוץ ריבית**

שකודה מציעה למשקיעים שישלמו לה ("יפקידו אצליה") 500 ש"ח כל שנה במשך 20 שנה, ובתמורה היא תשלם החול מהשנה ה-21 סכום קבוע למשקיעים של 1,103.67 ש"ח בשנה, לנצח. איזה שער ריבית ההצעה מגמתה?

פתרון :

המבנה הבסיסי של השאלה, והעיקרונו המרכזי בבסיס חישובה, זהה לשאלה קודמת. גם כאן, מדובר בסדרת הפקודות שאחריה סדרת משיכות. נציג ציר רלוונטי ונזכיר משוואות פתרון :



$$FV(\text{Deposits}) = PV(\text{Withdrawals})$$

$$500 * FVFA(r, 20) = 1,103.67 * \frac{1}{r}$$

תזכורת - נוסחת המתמטית היא :

$$FVFA(r, t) = \frac{(1 + r)^t - 1}{r}$$

נציב ונגלה :

$$500 * \frac{(1 + r)^{20} - 1}{r} = 1,103.67 * \frac{1}{r}$$

אם כופלים את שני האגפים ב - r מקבלים :

$$500 * [(1 + r)^{20} - 1] = 1,103.67$$

$$500 * (1 + r)^{20} - 500 = 1,103.67$$

$$500 * (1 + r)^{20} = 1,103.67 + 500$$

$$500 * (1 + r)^{20} = 1,603.67$$

אחלק את שני האגפים ב-500 ואמשיך להعبر אגפים ולהשתעשע עד שאקבל תשובה :

$$(1 + r)^{20} = \frac{1,603.67}{500} \rightarrow (1 + r)^{20} = 3.20734 \rightarrow 1 + r = 3.20734^{\frac{1}{20}} \rightarrow r = 6\%$$

שאלה 45 - יישומי ערך נוכחי - איזון אקטוארי עם יתרה בתום התקופה

הילדה החוקרת הפקידה 4,000 ש"ח בתום כל שנה במשך 30 שנה לקופת גמל משלמתה לказבה. לאחר מכן ביצעה משיכות בסך 8,000 ש"ח לשנה בכל אחת מהשנים 31-36. במהלך השנים 37-41 משכה הילדה 9,000 ש"ח לשנה. בתום השנה ה-42 משכה הילדה את כל הסכום שנותר. מה הייתה יתרה זו, אם ידוע שהריבית השנתית היא קבועה בשיעור 10%?

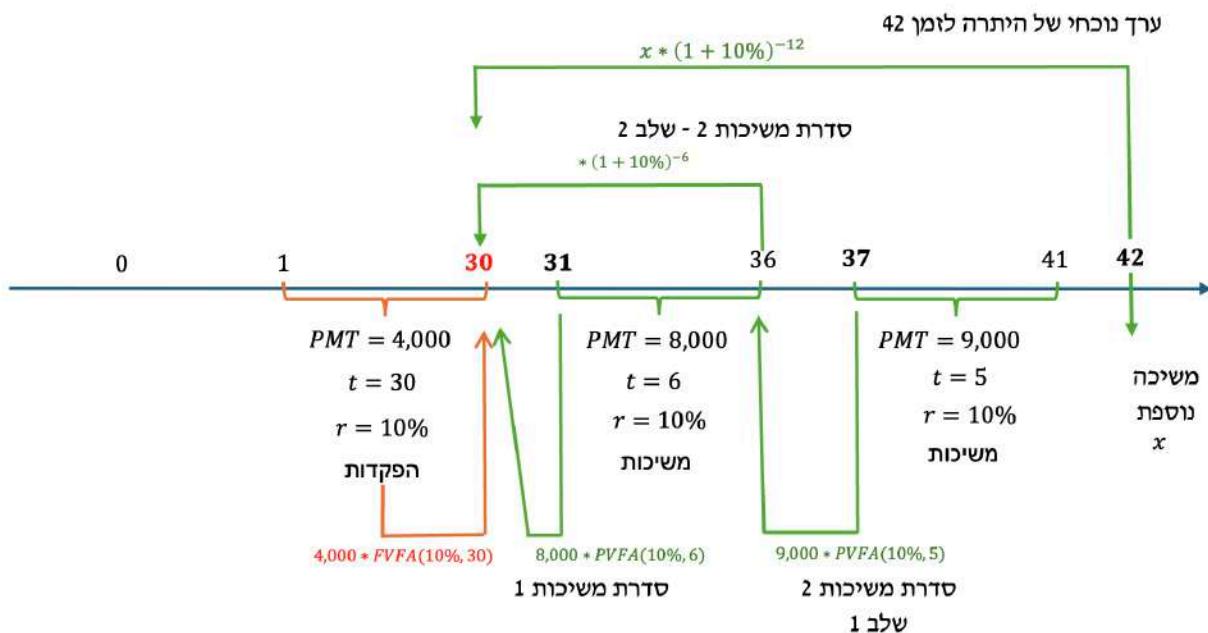
פתרונות :

גם שאלה זו דומה עקרונית לדומותיה, היתריה הלא ידועה היא בוגדר משיכת חד פעמית בודדת בזמן 42 שגמאותה צריך לאמת למועד ההפקדה האחרון, כלהלן.

תיכילה, לצורך אפיון הציר, אנו יודעים שמקדים כל שנה 30 שנה. כמובן, סדרת ההפקדות היא בזמן 1-30. לגבי סדרת המשיכות, יש לחלק ל-2 תתי סדרות :

- סדרת משיכות 1 : 8,000 ש"ח כל שנה, במשך 6 שנים, 31-36.
- סדרת משיכות 2 : 9,000 ש"ח כל שנה, במשך 5 שנים, 37-41.

בנוסף, יתרה (שנתייחס אליה כאל משיכת נוספת בסכום לא ידוע x) בתום השנה ה-42.



$$FV(\text{Deposits}) = PV(\text{Withdrawals})$$

$$4,000 * FVFA(10\%, 30) = 8,000 * PVFA(10\%, 6) + 9,000 * PVFA(10\%, 5) * (1 + 10\%)^{-6} + x * (1 + 10\%)^{-12}$$

וכעת, רק נחשב את x :

$$4,000 * 164.494 = 8,000 * 4.355 + 9,000 * 3.791 * (1 + 10\%)^{-6} + x * (1 + 10\%)^{-12}$$

מכאן מדובר בפתרון משווהה בגעם אחד. משה קורסייס כבר חישב ומצא :

$$x \approx 1,895,221$$

ולכן המסקנה היא: הסכום הבודד המהווה את היתרה לתום השנה ה-42 הנו 1,895,221 ש"ח.

הסביר מפורט:

$$\text{הביתוי} = 4,000 * FVFA(10\%, 30)$$

מייצג את הערך העתידי של ההפקדות, כМОבן מוביל למועד ההפקדה الأخيرة לזמן 30. נרצה לבטא גם את כל המשיכות במונחי נקודת הזמן זהו - זמן 30.

$$\text{הביתוי} = 8,000 * PVFA(10\%, 6)$$

מייצג את הערך הנוכחי של סדרת המשיכות הראשונה, בזמן 31-36 בהתאם. ערכה הנוכחי של סדרה זו קופץ אוטומטית אחת לאחריה ביחס למועד המשיכת הראשונה, ככלומר לזמן 30 - שזו נקודת הזמן המשותפת של סיום ההפקדות, ולפיכך אין צורך בהתאם.

$$\text{הביתוי} = 9,000 * PVFA(10\%, 5) * (1 + 10\%)^6$$

מייצג את הערך הנוכחי של סדרת המשיכות השנייה, בזמן 37-41 בהתאם. ערכה הנוכחי של סדרה זו קופץ אוטומטית אחת לאחריה ביחס למועד תחילתה בזמן 37, קרי לזמן 36. ובכדי להתאים לזמן 30 כפלונו ב-1 ועוד הריבית בחזקה שלילית של 6.

$$\text{הביתוי} = x * (1 + 10\%)^{-12}$$

מייצג את הערך הנוכחי של היתרה שצפוייה להתקיים בזמן 42 כסכום יחיד, ויש לתרום גם אותה לנקודת הזמן המשותפת זמן 30. הפעם, זו לא סדרה (סכום יחיד בעתיד) ולכן כל בהתאם לאחור היא על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית בחזקה שלילית המייצגת את מספר תקופות בהתאם מ-30 ל-42.

שאלה 46 - ערך הנוכחי עם השתנות ריבית תכופה

מהו הערך הנוכחי של 2,000 ש"ח שיתקבלו בתום כל חודש לצמיות (לנצח) אם ידוע שהריבית החודשית בכל חודש אי-זוגי היא 3% ואילו הריבית החודשית בכל חודש זוגי היא 4%?

פתרון:

ראשית, יש ליחס ריבית לחודשיים. הריבית זו היא קבועה (בכל חודשים שנאחז בהם, הריבית הכוללת בהם היא צירוף הריביות לעיל).

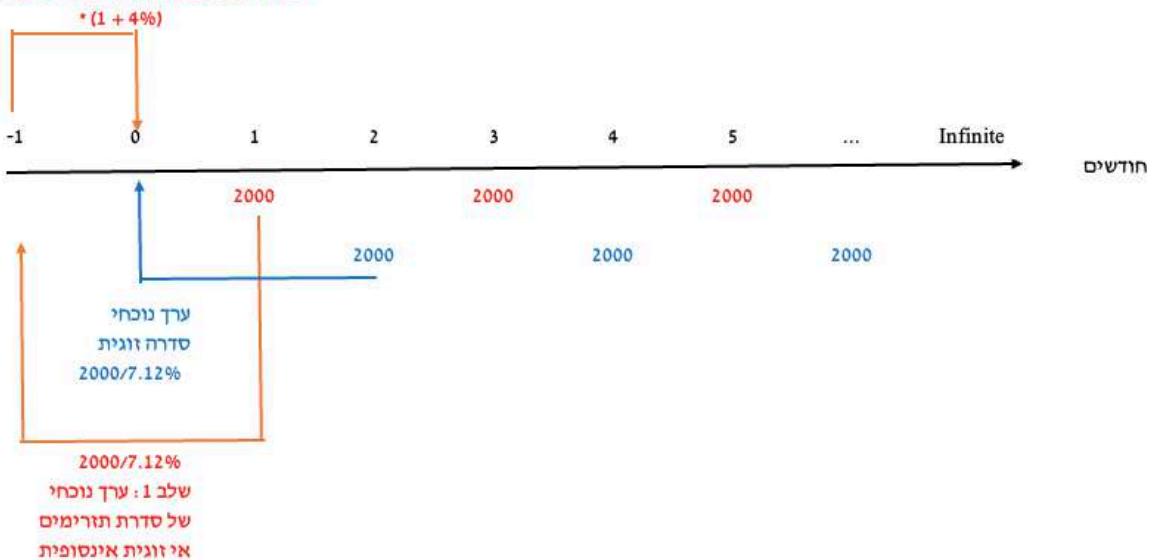
שנית, יש לחלק את סדרת התזרימיים כך שייגלמו ערכיהם ذو חודשים בהתאם.

כאשר מחשבים ערך הנוכחי לסדרה בזמן 2, 4, 6 וכן הלאה, החישוב פשוט. משום אוטומטית מתואימים לזמן 0, וסיימנו.

כאשר מחשבים ערך הנוכחי לסדרה בזמן 1, 3, 5 וכן הלאה, לצערנו הקפיצה האוטומטית תקופת תשלום אחת אחורה ביחס לתזרים הראשוני מובילת לזמן 1. לכן יש לתרום את התוצאה מזמן 1 לזמן 0, וזאת על ידי המכפלה בריבית שחלה מזמן 1 לזמן 0 שהיא הריבית בחודש ה-12 של השנה הקודמת (חודש זוגי) ולכן 4%.

בתרשים:

שלב 2: התאמת הסדרה האי זוגית לזמן 0



$$TOTAL PV = 28,090 + 29,213 = 57,303$$

שאלה 47 - יישום בסיסי של מהותה של ריבית אפקטיבית

נטלתם הלוואה בסכום של 800,000 ש"ח. במועד העמדת הלוואה שילմתם עמלת ערך מסמכים בשיעור של 10% מסכום הלוואה. הלוואה תפער בחלו"ף שנה אחת (קרן וריבית צבורה) כאשר ידוע שהריבית האפקטיבית בגין הלוואה היא ריבית שנתית של 28%. בתנאים אלו, מהו סכום הריבית שתצטרכו לשלם בסוף השנה ביחס לקרן הלוואה המשפטית / הראשונית?

פתרון :

כאשר מדובר בהלוואות הנפרעות בתשלום אחד (בשונה מהלוואות בתשלומים), מומלץ לאייר ציר שעליו נציג את תזרימי המזומנים נטו במועד נטילת הלוואה ובמועד פירעונה.

רק לאחר ידיעת הערכים הללו וורכבים, ננסה לחלק את הנדרש.

שלב 1 : נציג על הציר בזמן 0 את סכום הלוואה המשפטית, 800,000, בኒוקי עמלת ערך מסמכים המהווה 10% מסכום זה - קרי 80,000. כך מקבלים תזרום נטו בזמן 0 של 720,000 ש"ח.

שלב 2 : הויאל ונتون שהריבית האפקטיבית (הכוללת / הכלכלי) שתמיד מחושבת ביחס לקרן נטו הראשונית היא 28%, הרי שהמשמעות היא שבתום התקופה מחזירים 28% יותר מהזרים נטו בזמן 0. או, במשוואה :

$$720,000 = 921,600 \times (1 + 28\%)$$

שלב 3 : התייחסות לנדרש. הנדרש ביחס ממי לתקן ריבית שאני משלם בתום התקופה מעל קרן הלוואה המשפטית הראשונית (מעל 800,000). במלים אחרות, נדרש לחשב את ההפרש שיהווה את התשובה

$$\text{הסופית : } 921,600 - 800,000 = 121,600$$

נטילת הלוואה		פירעון הלוואה	
0		1	
			→
קרן הלוואה משפטית	800,000	800,000	קרן פירעון
תשלום עמלת ערך מסמכים	-80,000	3 121,600	ריבית משפטית
תזרים נטו לידי הלוואה - קרן הלוואה כלכלית	720,000	2 921,600	תשלום כולל

שאלה 47.0.2 – חישובי ריבית

ארטור מעוניין ליטול הלואה בסכום 200,000 ש"ח לטובת רכישת מכונה לחימום נקי. באפשרותו ליטול את הלוואה באחד מבין שני מסלולים :

מסלול א : הלוואה הנושאת ריבית שנתיות נקובה בשיעור 12% לשנה, המשולמת (מחושבת) מדי חודש.

מסלול ב : הלוואה הנושאת ריבית שנתיות נקובה בשיעור 6% לשנה, המשולמת (מחושבת) בסוף כל חצי שנה, ובנוסף, דורשת עמלת ערך מסמכים ודמי תפעול מראש בשיעור של 1.2% לחצי שנה.

נדרש :

- חשבו את הריבית האפקטיבית בכל חלופה.
- מהי הבחירה אחרת יעדיף ארטור?

פתרון :

ככל, ריבית אפקטיבית משמעה : ריבית אמיתית, כוללת, כזו שמייצגת את מכלול העליות של עסקת המימון המתווארת. למשל, ריבית דרייבית ; עמלות מראש ועליות נוספות שאינן נקראות ריבית – אך בהחלטת מהוות כלכלית חלק ממנה (חלק מעליות המימון).

המקרים הנפוצים ביותר לחישוב ריבית אפקטיבית הם ככלו אשר :

- ידרשו מאייתנו לחשב ריבית דרייבית – כאשר הריבית הנתונה נקובה.
- ידרשו מאייתנו להתייחס לריבית מראש / ניכויים מראש.
- ידרשו מאייתנו (לעתים) שילוב בין השניים.

מסלול א : הלוואה הנושאת ריבית שנתיות נקובה בשיעור 12% לשנה, המשולמת (מחושבת) מדי חודש.

כאשר אני נתקל במונח כגון "ריבית נקובה המוחושבת כל", תחילה העבודה המתבקש להמרת ריבית נקובה זו לאפקטיבית דורש שימוש ברכזון ה"ריבית דרייבית" – בשני שלבים.

בשלב ראשון, ננסה להבין – מה זה אומר בכלל ריבית נקובה שנתיות המוחושבת כל חודש? זה אומר שככל חודש הבנק "עוצר" – ומחייב אותו בחילוק היחסי של הריבית.

$$r_{\text{חדש}} = \frac{R}{n} \rightarrow r = \frac{12\%}{12} = 1\%$$

מה עשינו כאן? אמרנו. אם הריבית הנתונה היא **נקובה** שנתיות מחושבת כל חודש, תחילת נחשב ערך בסיס לחודש אחד, על ידי חלוקה פשוטה ב-12 (יש 12 חודשים בשנה).

בשלב השני, נפעיל את מגנון הריבית דרייבית על ערך זה. למעשה נאמר – כל חודש הבנק מחשב לנו ריבית יחסית של 1%, שנוצרת כריבית דרייבית במשך השנה כולה. ייצוג של ריבית דרייבית דורש חזקה :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + 1\%)^{12} - 1 = 12.6825\%$$

מה עשינו כאן? 1% זו הריבית הנוקבה לתקופת חישוב. הוספנו לה 1 ("מעין קרן") והעלינו בחזקה שמתארת את תהליך הריבית דריבית במשך שנה שלמה (שבה 12 חודשים). מהתוצאה הסופית מפחיתים 1 כדי להשאר עם הריבית בלבד.

אפשר לאחד ולומר:

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{12\%}{12}\right)^{12} - 1 = 12.6825\%$$

במכנה הביטוי: ה- m מייצג את מספר תקופות חישוב הריבית בתקופת הריבית הנוקבה. אם הריבית הנוקבה שנתיות, והיא מחושבת כל חודש, יש 12 תקופות חישוב ריבית זהה המכנה.

במערך הביטוי: ה- m מייצג את מספר תקופות חישוב הריבית בתקופה של אליה רוצחים להגעה. כאן, אין דיון לצורך לחשב ריבית לתקופה מסוימת, لكن חישבנו ריבית אפקטיבית לשנה (מקובל בשוק). בשנה יש 12 חודשים (12 תקופות ריבית). שימו לב שם היו דורותים ריבית אפקטיבית לחצי שנה המערך היה 6, וזה היה השינוי היחיד.

מסלול ב: הלואה הנושאת ריבית שנתיות נוקבה בשיעור 6% לשנה, המשולמת (מחושבת) בסוף כל חצי שנה, ובנוסף, דורשת עמלת ערך מסמכים ודמי תפעול מרأس בשיעור של 1.2% לחצי שנה.

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{(1 - d)^{m_d}} - 1 = \frac{\left(1 + \frac{6\%}{2}\right)^2}{(1 - 1.2\%)^2} - 1 = 8.6827\%$$

במונה – למעשה מלבים חישוב דומה מודד לזה של חישוב ריבית דריבית. במכנה – עצם קיומ ניכוי מרأس מוביל להפחיתה במקום להוספתו. שימו לב בשאלות המשך במחברת יתכו גם מקרים של ריבית מרأس שמוסיפה כריבית נוקבה וצריך לחלק אותה ורק אז להעלות בחזקה... צריך להתנסות בעוד יישומים.

ואיזו חלופה תועדף?

בתור לווה, נעדייף את הchlופה הנושאת את הריבית האפקטיבית הנמוכה ביותר, כאן – **מסלול ב**.

שאלה 47.1 – ריבית המגולמת בהסדר תשלוםומיים
מור יכול להבחור בין שתי חלופות הטבה כספיות:

חולפה 1 : לקבל 377.82 ש"ח במזומנים.

חולפה 2 : לקבל הלוואה בסך 2,000 ש"ח שתסולק ב-10 תשלומים חודשיים שווים בסך 200 ש"ח כל אחד (לא כוללת כלשהן).

נדרש : בדקה שקיים אדיישות בין האלטרנטיבות, מהו **שיעור הריבית השנתי** שאליו אתם כפופים?

פתרון :

ראשית, ברמת הרצינול : לעולם לא משווים בין חלופת מזומנים לסכום פשוט של תזרימיים (כלומר, טענה האומרת "ב haloואה אני מוחרם ובמזומנים לא... לנן המזומנים עדיף" היא משוללת כל בסיס). ההשוויה צריכה להתבצע כאשר הערכים מתואימים לאותה נקודת זמן ובהתאם, מגלמים את השפעות הריבית.

אם קיימת אדיישות בין האלטרנטיבות – זה אומר שבהתחשב בריבית, הערך שלחן לאותה נקודת זמן זהה. והוילוחלופת המזומנים היא "מיידית" כלומר במנוחי ערך נוכחי, הדרך הנוחה ביותר להשווות היא לייצר ביטוי שיגלם גם את הערך הנוכחי המऋפי של תזרימי חולפה 2 להיום, לזמן 0.

$$PV(Cash) = PV(Loan)$$

$$377.82 = 2,000 - 200 * PVFA(r, 10) \rightarrow PVFA(r, 10) = 8.111 \rightarrow r = 4\%$$

הואיל והתשלומים בהסדר הסילוק בהלוואה הם חודשיים – גם הריבית שחייבת היא חודשית. כבירותת מחדל, המרת ריבית מחלוקת מתקופה לתקופה (למשל מחודש לשנה) מבוצעת באמצעות מעיריך חזקה מתאים :

$$r_{year} = (1 + r_{month})^{12} - 1 = (1 + 4\%)^{12} - 1 = 60.1\%$$

וזו התשובה הסופית : הריבית השנתית שMOVILLE לאדיישות היא 60.1%.

מפגש 3 – השלמות ריבית קלות וחישובי ריבית ופרויקטים

מבנה השיעור:

- א. חישובי ריבית אפקטיבית – הריבית הכלולה המגולמת בעסקה, הנו על בסיס נתוני ריבית אחוזים והן על בסיס עסקה בתשלומיים (השלמות י'ח' 5).
- ב. דיוון בצדאות פרויקטים (י'ח' 6).
- ג. דיוון בקייזוב הון (י'ח' 7).

אחרי המפגש וنتائجיו ללימוד עצמי ותדריכים, ניתן להשלים את מטלה 11.

- שאלה 41.2 – חישוב ריבית אפקטיבית במסלולים שונים, על בסיס ריבית דרייבית, ריבית מראש ובחירה בין חלופות – כאשר הערכים יחסיטים בלבד (ללא סכומים כספיים, רק אחוזים) – **לכיתה** מר נקנק שוקל להשיקע בתוכנית חסכוו לשנה אחת. מוצעים לו מסלולי ההשקעה הבאים:
- מסלול 1 : ריבית נקובה שנתית בשיעור 18% המוחשבת כל חצי שנה.
- מסלול 2 : ריבית בשיעור 4.258% לרבעון.
- מסלול 3 : ריבית של 16% המשולמת בתחילת השנה.
- מהו המסלול המועד על ידי הלקוח?
- א. מסלול 1
- ב. מסלול 2
- ג. מסלול 3
- ד. קיימת אדישות בין המסלולים
- ה. לא ניתן לקבוע העדפה בין המסלולים – חסרים נתונים

פתרון:

הweeneyון הוא לבחור בבחירה המניבת את שיעור הריבית הגבוהה ביותר למשקיע – וכשאנו אומרים ריבית – אנו מתכוונים לריבית אפקטיבית.

בתוור התחלה, עליינו לזכור – ריבית אפקטיבית היא למעשה הריבית הכלולה בעסקה ; כזו שמתהשבת בעליות נספנות שנוצרות – בעיקר בעקבות מגנון "ריבית דרייבית", ניכויים מראש (ריבית מראש) ועמלות. ההסביר המלא והמפורט באופן הדרמטי מופיע ברכפים. אנו נתמקד ביחסים עקרוני כדי לפנות זמן לסוגיות מורכבות ובעורות.

אז... התשובה הסופית היא ג. להלן פירוט.

הمرة של ריבית נקובה שנתית שיש לגביה נתונים בדבר תדירות חישובה (מוחשבת כל...) לריבית אפקטיבית (ריבית כוללת, שמתהשבת בריבית דרייבית):

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1$$

כאשר :

הערך e הוא הריבית האפקטיבית לתקופה הנדרשת

הערך R מציג את הריבית הנזובה

הערך n הוא התשובה לשאלת : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנזובה"

הערך m הוא התשובה לשאלת : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנדרשת"

מסלול 1: ריבית נזובה שנתיית בשיעור 18% המחשבת כל חצי שנה.

$$r_e(\text{annual}) = \left(1 + \frac{18\%}{2}\right)^2 - 1 = 18.81\%$$

מה עשינו כאן?

במונח יש לנו 18%, כי זו הריבית הנזובה. תמיד נשאל את עצמנו - כמה תקופות חישוב נכנסות בתקופת הריבית הנזובה? כאן, הריבית הנזובה שנתיית כנtru, ותקופת חישוב הריבית היא חצי שנה. חצי שנה "נכנסת" פעמיים בשנה (תקופת הריבית הנזובה) لكن חילקו ב-2.

לABI המעריך בחזקה: זהה התשובה ל问我 כמה תקופות חישוב (כאן - כמה חצאי שנים) נכנסים בתקופה עלייה שאלות בשאלת. בשאלת זו שאלות על הריבית האפקטיבית השנתיית, ולכן חזקה הוא התשובה לשאלת: כמה חצאי שנים נכנסים בשנה - התשובה 2.

לשם ההמחשה: אם בשאלת זהה היו דורותים ריבית אפקטיבית לשנתיים, עדין היינו מחלקים ב-2, אבל המעריך היה 4 (כי במצב כזה היה 4 חצאי שנים בתקופה הנדרשת - שנתיים).

מסלול 2: ריבית בשיעור 4.258% לארבע.

אם קיימים נתונים ריבית ללא אזכור של המונחים : "ריבית נזובה" / "מחושבת כל'" / "ריבית פשוטה" אלא פשוט ריבית, תקופה ושיעור - אז מדובר בריבית אפקטיבית, שנוצרה ובהתאם אופן UIBODA באמצאות חזקה בלבד.

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r)^m - 1$$

כאשר :

הערך e הוא הריבית האפקטיבית לתקופה הנדרשת

הערך m לתקופה שנתונית בשאלת

הערך r הוא התשובה לשאלת : "כמה תקופות ריבית נתונה נכנסות בתקופה הנדרשת"

במצבה :

$$r_e = (1 + 4.258\%)^4 - 1 = 18.151\%$$

מסלול 3: ריבית של 16% המשולמת בתחילת השנה

כאשר מזהים ריבית המשולמת בתחילת השנה, הרי שהמשמעות היא שהיא מנוכה מקרן ההשקעה / ההלוואה ולא מתווספת עם סיומה.

$$r_e = \frac{1}{1 - r_d} - 1$$

כאשר :

הערך r_d הוא הריבית האפקטיבית

הערך r_e הוא הריבית מראש המוחשבת פעמיים אחת (לגי ריבית מראש המוחשבת מספר פעמיים - אתם, בית...)

הרצינול: שכשאני מפקיד ומקבל ריבית מראש, אז אני למעשה מקבל 100% מקרן חזרה בתום התקופה (ה-1 שבעונה) אבל בזמן 0 אני מפקיד נטו פחות (לכון, 1 בניכוי ריבית מראש במכנה). היחס בין הערכיהם הללו משקף את הפרופורציה בין התקובל להשקעה נטו : ריבית.

$$r_e = \frac{1}{1 - 16\%} - 1 \approx 19.04\%$$

נרכז את הממצאים :

מסלול 1 - ריבית אפקטיבית שנתית: 18.81%

מסלול 2 - ריבית אפקטיבית שנתית: 18.151%

מסלול 3 - ריבית אפקטיבית שנתית: 19.04%

הויאל ומדובר בעסקת השקעה, תועדף החלופה הנושאת את הריבית האפקטיבית הגבוהה ביותר. כאן - תועדף החלופה במסלול 3.

אילו היה מדובר בעסקת הלוואה, הרי שהיתה נבחרת החלופה הנושאת את הריבית האפקטיבית הנמוכה ביותר (מסלול 2).

41.4.2 – **חילוץ ריבית מהסדר תשלוםים עם עמלות – לכיתה, פתרו מ-0**

הלוואה בסך 100,000 ש"ח נפרעת בתשלומים סוף חודשים שווים במשך 3 שנים (כלומר, לפי לוח שפיצר). ההלוואה נושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 24%. פרט לריבית הנקובה, הבנק גובה במועד העסקה עמלת "עריכת מסמכים ושכר כלשהו" בסך 13,730 ש"ח. כמו כן, בהתאם לתנאי ההסדר, יש להוסיף לכל תשלום תקופתי "דמי גבייה" בסכום של 30 ש"ח. בנסיבות אלו, מהי הריבית השנתית האפקטיבית המגולמת בהלוואה?

פתרו :

איך בכלל אני ניגש לשאלה זו? שימו לב להבדל המובהק בין שאלה זו לקודמתה. העסקה הקודמת ויארה מצב שבו מפקדים סכום אחד, הריבית מחושבת בצורה מסויימת, כשתיוניס רק ערכי ריבית באחזois, ומעוניינים לחשב את הריבית האפקטיבית האחזוית הגבוהה ביותר בהתאם למסלול. כאן, העסקה שונה לגמרי. העסקה כוללת כולם קבועים והלוואה חזרה להלוואה הבסיסי הנקבע על ידי הבנק, הן את הניכוי מראש, והן את עמלות הגבייה שם הן פועלות חלק מסדרה. תמיד ולעולם **ריבית המגולמת בהסדר תשלוםים מורכב** (בשונה מעסקה פשוטה, הפקדה עם פירעון בתום התקופה, או הלוואה בלון הנפרעת בתום התקופה) – לא תחשוב ישירות על בסיס הנוסחאות הסטנדרטיות להמרת ריבית, אלא תתבסס על הלוגיקה שלפיה:

סכום הלוואה נטו = ערך נוכחי של סך ההחזois, כולל כל העליות הנלוות

ואם אצליח לבנות ביטוי כזה שהנעלם היחיד הכלול בו הוא שיעור הריבית – הרי שזו תהיה הריבית האפקטיבית.

תהליך העבודה שלנו יכלול את השלבים הבאים:

- א. נחשב את הריבית "האפקטיבית" (לא עליות נלוות) לתקופת תשלום בהלוואה, כדי לחלץ את התשלומים התקופתי.
- ב. לתשלום התקופתי שמתבסס על הריבית התקופתית ללא עליות נלוות – נוסיף את דמי הגבייה.
- ג. מוקן הלוואה נוכה את עמלת עריכת המסמכים (הניכוי מראש).
- ד. נגיא למצב שבו אחד סכום הלוואה נטו בידי (סעיף ג), ומצד שני, סדרת התשלומים התקופתיים לרבות עליות נלוות – אצלי (סעיף ב).

שלב א: בהתעלם מעמלות וניכויים, השאלה דנה בריבית נקובה שנתית בשיעור 24%.

כמו כן, אני יודע שהתשלומים בהלוואה הם חודשיים. בכלל, בהתעלם מעמלות, אני צריך לחשב את החזר הלוואה על בסיס מספר התשלומים החודשיים והריבית האפקטיבית החודשית.

הויאל והריבית הנתונה נקובה ואיינה ריבית מראש, עקרון תהליך ההמרה לריבית אפקטיבית מותבס על הנוסחה זו :

$$r_e(\text{month}) = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1$$

$$r_e(\text{month}) = \left(1 + \frac{24\%}{n}\right)^m - 1$$

נשאלת השאלה – אם לא אמרו כל כמה זמן הריבית הנקובה מחושבת, איך נמשיך? **ברירת מחדל: אם הלוואה בתשלומים חודשיים כוללת ריבית נקובה שנתיים, תדיירות חישובה זהה לתדיירות התשלומים.** ולכן שלא אמרו זאת מפורשות – **תשלומים חודשיים = ריבית מחושבת כל חודש, لكن נחלק את הריבית הנקובה השנתית ב-12.**

$$r_e(\text{month}) = \left(1 + \frac{24\%}{12}\right)^m - 1$$

מה לגבי מעריך החזקה?

מעיריך החזקה נועד להמיר אותו מתקופת חישוב (חודש) לתקופה הנדרשת. התקופה הנדרשת פה היא חודש גם. ומדוע? משום שהמטרה שלוי היא לבדוק ריבית אפקטיבית לתקופת חישוב על מנת לחלץ תשלום חודשי. לא כולל **עמלות**:

$$r_e(\text{month}) = \left(1 + \frac{24\%}{12}\right)^1 - 1 = 2\%$$

תקציר: אם נתונה ריבית נקובה שנתיים, בעסקה שכדי להתייחס אליה אנו זוקקים לריבית לפרק זמן בין תשלומים, כברירת מחדל, נחלק את הריבית הנקובה השנתית והחצאה אליה נגיעה – היא נכונה גם במונחים אפקטיבים. אפשר גם לומר: **ריבית נקובה לתקופת חישוב אחת = ריבית אפקטיבית לתקופת חישוב אחת, כי בתקופה אחת אין ריבית דרייבית.**

כעת, נפעל לחלץ את סכום התשלום התקופתי הקבוע בהתעלם מעמלות, על בסיס השוואה בין סכום הלוואה (לא עמלות) לביטוי המיצג את הערך הנוכחי של ההוצאות (לא עמלות):

$$100,000 = x * PVFA(2\%, 36) \rightarrow x = \frac{100,000}{25.489} \rightarrow x = 3,923.26$$

שלב ב – חישוב התשלום התקופתי הקבוע, כולל **עמלת חודשית**:

תשלום חודשי בהתעלם מעמלות (חישוב לעיל):

3,923.26

הוסף – **עמלת גבייה חודשית – נתון:**

30

$3,923.26 + 30 = 3,953.26$

סך התשלום החודשי הקבוע כולל עמלות:

שלב ג : חישוב סכום ההלוואה נטו לידי המשקיע, לפי הסכום ברוטו, בNICCOI עמלה :

עמלת "יריכת מסמכים ושכר כלשהו" בסך 13,730 ש"ח.

$$\begin{array}{rcl}
 & 100,000 & \text{סכום ההלוואה ברוטו} \\
 & \underline{(13,730)} & \text{בNICCOI עמלה} \\
 100,000 - 13,730 & = & 86,270 \quad \text{סכום ההלוואה נטו}
 \end{array}$$

שלב ד : כל מה שעשית בתחילת האורך והפרק הזה היה להגיע לתוצאות נטו הנובעים מהעסקה כולל כל ההשפעות הנלוות. למעשה, הגיעו למסקנה שהמבנה התזרימי של העסקה הוא כדלקמן (ערך הזמן בשורה הראשונה הם בחודשים) :

0	1	2	3	4	...	35	36
86,270	-3,953.26	-3,953.26	-3,953.26	-3,953.26	-3,953.26	-3,953.26	-3,953.26

כעת, ניתן לגשת לפתרון :

סכום ההלוואה נטו = הערך הנוכחי של ההוצאות הכלוליות

$$86,270 = 3,953.26 * PVFA(r, 36)$$

$$PVFA(r, 36) = \frac{86,270}{3,953.26} \rightarrow PVFA(r, 36) = 21.82$$

נלק ללוח א-4 בנספח א לכרך ד (לוח מענ"ס / PVFA), בשורה של 36 תשלומים – אנסה לבדוק בעמודות השונות מתי מקבלים את הערך הקרוב ביותר ל-21.82. ברגע שאזזה ערך קרוב, אביט לעלה לחלץ את הריבית.

$$r = 3\%$$

<i>t</i>	<i>r</i>	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
26		22.795	20.121	17.877	15.983	14.375	13.003	11.826	10.810	9.929	9.161
27		23.560	20.707	18.327	16.330	14.643	13.211	11.987	10.935	10.027	9.237
28		24.316	21.281	18.764	16.663	14.898	13.406	12.137	11.051	10.116	9.307
29		25.066	21.844	19.188	16.984	15.141	13.591	12.278	11.158	10.198	9.370
30		25.808	22.396	19.600	17.292	15.372	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427
31		26.542	22.938	20.000	17.588	15.593	13.929	12.532	11.350	10.343	9.479
32		27.270	23.468	20.389	17.874	15.803	14.084	12.647	11.435	10.406	9.526
33		27.990	23.989	20.766	18.148	16.003	14.230	12.754	11.514	10.464	9.569
34		28.703	24.499	21.132	18.411	16.193	14.368	12.854	11.587	10.518	9.609
35		29.409	24.999	21.487	18.665	16.374	14.498	12.948	11.655	10.567	9.644
36		30.108	25.489	21.832	18.906	16.547	14.821	13.035	11.717	10.612	9.677
37		30.800	25.969	22.167	19.143	16.711	14.737	13.117	11.775	10.653	9.706
38		31.485	26.441	22.472	19.368	16.868	14.846	13.193	11.829	10.691	9.733
39		32.163	26.903	22.808	19.584	17.017	14.949	13.265	11.879	10.726	9.757
40		32.835	27.355	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925	10.757	9.779

מה שקיבלו כאן זה את הריבית האפקטיבית המתייחסת לכל תזרימי העסקה באופן מלא; הריבתת תזרימיים לעיל כלנו גם את דמי הגבייה, את הניכוי מראש, הכל. לכן זהה ריבית אפקטיבית כוללת המגלמת את מכלול ההשפעות של עלויות העסקה. זו ההגדרה של ריבית אפקטיבית.

כמובן, הואיל והריבית חולצתה ממשוואה עם ערכיהם תזרימיים חדשניים, תקופת הריבית שהilihצנו היא חדש אחד. אם השאלה דורשת ריבית אפקטיבית שנתית (המקרה הנפוץ) علينا להתאים את הריבית זו בנוסחת הריבית האפקטיבית (מערך חזקה בלבד) מחדש לשנה:

$$r_e(\text{annual}) = (1 + 3\%)^{12} - 1 \approx 42.5\%$$

וזו התשובה הסופית: הריבית האפקטיבית השנתית היא 42.5%.

שאלה 41.3 - חישוב ריבית אפקטיבית על בסיס ריבית דרייבית ובחירה בין חלופות, כולל ריבית משתנה

מר נקניכון שוקל ליטול הלואה. מוצעות בפניו החלופות הבאות:

חלופה 1: הלואה בריבית נקבה שנתית בשיעור 16%, מחושבת כל חודשים.

חלופה 2: הלואה בריבית נקבה שנתית בשיעור 18%, מחושבת כל רבעון.

חלופה 3: הלואה בריבית 1% לחודש בחודש זוגי, ו-2% לחודש בחודש אי זוגי.

מהו המסלול העדיף?

א. מסלול 1

ב. מסלול 2

ג. מסלול 3

ד. קיימת אדישות בין המסלולים

ה. לא ניתן לקבוע העדפה בין המסלולים - חסרים נתונים

פתרון:

התשובה הנכונה היא **א.** להלן פירוט מלא, המתמקד בחולופה 3.

ככל, השאלה דנה בבחירה בין חלופות הלואה. כשבוסקים בהלוואות, תועדף החלופה שנושאת את הריבית האפקטיבית הנמוכה ביותר.

חלופות 1 ו-2 עוסקות בריבית נקבה המוחשבת כריבית דרייבית ("ריבית נקבה... המוחשבת כל...") אבל מעבר לנוסחה הבסיסית שניים, יש כאן קטע: התקופה לא נתונה! לא אמרו לכמה זמן הלוואה. יחד עם זאת - זה לא באמת מלחץ... כי החלופה שבה הריבית האפקטיבית השנתית היא הנמוכה ביותר - תועדף ללא תלות באורך.

בשפה פשוטה: אם לא נתונה תקופת העסקה, זה לגמרי בסזר להניח שהעסקה לשנה / החלטה מתבססת על ריבית אפקטיבית שנתית.

חלופה 1: הלואה בריבית נקבה שנתית בשיעור 16%, מחושבת כל חודשים.

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 \rightarrow \left(1 + \frac{16\%}{6}\right)^6 - 1 \approx 17.11\%$$

חלופה 2: הלואה בריבית נקבה שנתית בשיעור 18%, מחושבת כל רבעון.

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 \rightarrow \left(1 + \frac{18\%}{4}\right)^4 - 1 \approx 19.25\%$$

חלופה 3: הלואה בריבית 1% לחודש בחודש זוגי, ו-2% לחודש בחודש אי זוגי.

$$r_e = (1 + 2\%)^6 * (1 + 1\%)^6 - 1 \approx 19.544\%$$

למעשה: אם ידועות ריביות שונות לתקופות שונות, אפשר לחשב את הריבית הכוללת המשוקלلت על בסיס כפלי בינייהן, מאי דומה לערך עתידי של סכום יחיד בሪביה משותנה, בשינוי יחיד - מפחיתים "1" בסוף, כדי להשאר עם הריבית בלבד (לא הקרן).

מידול מסויים של חישוב ריבית אפקטיבית כוללת כאשר הריבית משתנה:

$$r_e = (1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots - 1$$

כאשר:

הערך r_1 הוא הריבית האפקטיבית לתקופה הנדרשת

הערכים $\dots r_2, r_1$ אלו הריביות השונות

הערכים $\dots t_1, t_2$ אלו מספר תקופות התקופות של כל ריבית

ריכוז הממצאים:

ריבית אפקטיבית - חלופה 1:	17.11%
ריבית אפקטיבית - חלופה 2:	19.25%
ריבית אפקטיבית - חלופה 3:	19.544%

שאלה 41.4 - חישוב ריבית אפקטיבית כולל ריבית מראש וריבית דרייבית

מהי הריבית האפקטיבית השנתית בהלוואה לשנה הנושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 16% המוחשבת כל רביעון אם בנוסף ידוע כי הבנק גובה عمלה ערך מסוים במועד הקמת ההלוואה בשיעור של 5% מסכומה?

פתרון:

אני מזהה כאן שני היבטים: האחד - ריבית נקובה "המוחשבת כל רביעון" - ריבית דרייבית, הנוסחה עם R . מעבר לכך, יש כאן גם ריבית מראש - שצריכה להשפי דרך המכנה. ההתייחסות שליה בשלבים. בשלב ראשון, מתעלם מהריבית מראש. בשלב שני, נשלב אותה דרך המכנה.

שיםו לב: בהינתן שהעמלת מראש מנוכה / מוחשבת פעם אחת ויחידה במועד נטילת ההלוואה, אין צורך בהתאמות מיוחדות במכנה, פשוט נפחית מה-1 במכנה את שיעור העמלת. לשומת לבכם שאם היו נתונים על מצב שבו הריבית מראש מוחשבת מספר פעמים וכיוצא בזיה, החישוב היה מותחכם יותר, ונדרשת הייתה חזקה גם במכנה (ראו תרגילים בהמשך).

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{1 - r_d} - 1$$

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{16\%}{4}\right)^4}{1 - 5\%} - 1 \approx 23.143\%$$

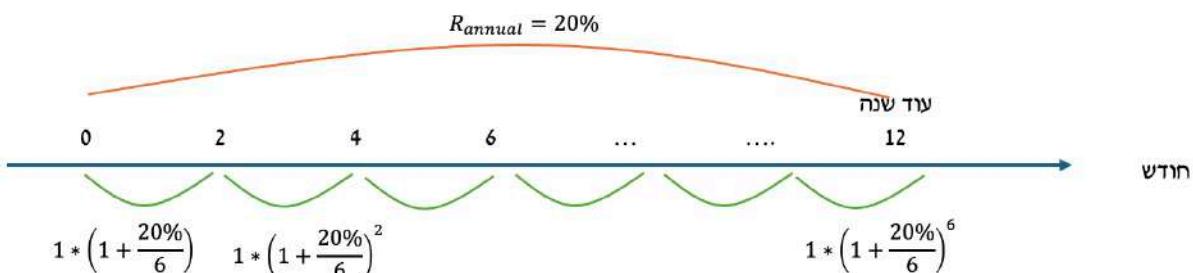
שאלה 5 – חישוב ריבית אפקטיבית במצב של ריבית דרייבית ובמצב ריבית מרأس
 חורטיצחה מעוניינית ליטול הלואה. הוצע לה לבחור באחד מבין שלושה מסלולים:
 מסלול א: תשלום ריבית נקובה בשיעור של 20% לשנה המוחשבת כל חודשים.
 מסלול ב: תשלום ריבית נקובה בשיעור של 18% לשנה המוחשבת כל חודשים.
 מסלול ג: עמלת הקצאת אשראי בשיעור 3% לרבעון לצד ריבית נקובה בשיעור 10% לשנה המוחשבת כל חודשים.

מהו המסלול שיעדך על ידי חורטיצחה?

רקע:
 כאשר אנו רוצחים לבדוק כדיות הלואות / השקעות על בסיס הריבית בהן, הריבית שאותה נחשב כריכה להיות ריבית "אמיתית" / "כוללת". זהה בעצם הריבית האפקטיבית.
ריבית אפקטיבית תביא בחשבון:
 א. ריבית בחוזה (נקובה).
 ב. תדריות חישוב הריבית והאפקט של "ריבית דרייבית".
 ג. ניכויים מרأس וعملות.

פתרון:
 בהיעדר נתונים סותרים, אנו נחשב את הריבית האפקטיבית **השנתית** בכל חלופה. הויאל ומדובר בהלוואות, הchlופה שתדרוש את הריבית האפקטיבית השנתית הנמוכה ביותר ועודף.

מסלול א: תשלום ריבית נקובה בשיעור של 20% לשנה המוחשבת כל חודשים
 נציג חד פעמי את המשמעות של "ריבית שנתית המוחשבת כל חודשים". המשמעות היא שככל חודשים מבוצעת "עצמה" ומוסיפים את הריבית היחסית לקרן, בשיטת ריבית דרייבית. בתום התהילה, מנכים את הקרן עצמה, ונשארים עם הריבית האפקטיבית:



$$r_e = \left(1 + \frac{20\%}{12}\right)^{12} - 1 = 21.74\%$$

ברמת המידול :

כאשר **הרכיבת הנזונה נקובה והוא מוחשבת כל _____ זמן** (כל חודשים, כל חודשים, כל שנה, כל רביעון), אז הנוסחה להמרת הריבית לאפקטיבית :

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{20\%}{6}\right)^6 - 1 = 21.74\%$$

מקרה – חשב מאי לשים לב לכל הגדלה והגדלה :

20%	ריבית נקובה נזונה	R
הואיל ותקופת החישוב כאן חודשים – והרכיבת הנזונה שנתיית, ה-ט הוא התשובה לשאלה: "כמה פעמים חודשים נכללים בשנה". התשובה 6.	כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנזונה	n
הואיל ותקופת חישוב הריבית היא חודשים, ואני רוצה להגיא לריבית אפקטיבית לשנה, ה-ט הוא 6.	כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופת הריבית האפקטיבית שאני מחשש	m

מסלול ב: תשלום ריבית נקובה בשיעור של 18% לשנה המוחשבת כל חודש

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{18\%}{12}\right)^{12} - 1 = 19.56\%$$

מסלול ג: עמלת הקצת אשראי בשיעור 3% לרבעון לצד ריבית נקובה בשיעור 10% לשנה המוחשבת כל חודשים

בגدول: בעוד שרכיבת דרייבית (ריבית נקובה המוחשבת כל מסליקת בתום התקופה, ומתווספת לקרן ההלוואה הראשונית, עמלות וניכויים מבוצעים מראש, והם מקטינים את קרן ההלוואה הכלכלית הראשונית).

אם אני מזיהה מצב שבו קיימת ריבית נקובה המוחשבת כל _____ ובנוסף עמלת הקצת אשראי או ריבית מראש או ניכוי מראש בשיעור _____ לתקופה, אז הריבית ה"רגילה" תופיע במונה, והניכוי מראש במכנה,

כך :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{(1 - d)^{m_d}} - 1 = \frac{\left(1 + \frac{10\%}{6}\right)^6}{(1 - 3\%)^4} - 1 = 24.73\%$$

כאשר :

10% לשנה	ריבית נקובה נזונה	R
כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנזונה (לא מראש) – להלן: חודשים, נכללות בתקופת הריבית הנזונה – להלן: שנה. התשובה : 6	כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנזונה	n

כמה תקופות חישוב ריבית נכללות לא מראש, נכללות בתקופה הנדרשת – CAN : שנה. התשובה : 6.	כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופת הריבית האפקטיבית שאני מփש	m
CAN : מדובר בעמלת שהיא רבונית בשיעור 3% (אילו היה נתון שהאי עמלת שנתית בחישוב רבוני, היתרי חלק ב-4%).	שיעור הניכוי מראש לתקופה	d
העמלת מראש היא רבונית, התקופה הנדרשת היא שנה, לכן 4.	מספר תקופות הניכוי מראש / מספר תקופות העמלת בתקופה הנדרשת	m_d

רכיב הממצאים – ערכי הריבית בכל חלופה, ובחירה בחלופה הנושאת את הריבית האפקטיבית השנתית הנמוכה ביותר :

מסלול א : 21.74%

מסלול ב : 19.56%

מסלול ג : 24.73%

המסלול שיעד הוא מסלול ב.

41.6 – ריבית אפקטיבית, חישובים נוספים

דיאנה יdagdagicshirnok (לא טעות, זה השם שלו) מעוניינת להפקיד לפקדון לתקופה של 3 שנים סכום של 100,000 ש"ח.

להלן האפשרויות העומדות בפניה:

אפשרות א: הפקודה בריבית שנתית נקובה בשיעור 10%, המחשבת כל 4 חודשים.

אפשרות ב: הפקודה בריבית חצי שנתית נקובה בשיעור 8% המחשבת כל חודשים בחצי השנה הראשונה, וריבית חצי שנתית נקובה בשיעור 10% המחשבת כל חודש בחצי השנה העוקבת. ריבית "מתחלפת" זו תחול לכל אורך חיי הפקודה (כלומר גם במחצית הראשונה של השנה השנייה הריבית 8% ובמחצית השנייה של השנה השנייה הריבית 10% וכן הלאה...).

אפשרות ג: הפקודה בריבית רבונית נקובה בשיעור 3% המחשבת כל חודש במהלך 9 החודשים הראשוניים, וריבית נקובה רבונית בשיעור 4% המחשבת כל רביעון – 3 החודשים האחרונים של כל שנה. ריבית מתחלפת זו תחול לכל אורך חיי הפקודה, ובנוסף, יתקבל מענק בשיעור שנתי של 5% בחישוב חצי שנתי המשולם בתחילת כל חצי שנה מראש.

נדרש: מהי הריבית האפקטיבית השנתית בכל חלופה?

אפשרות א:

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{10\%}{3}\right)^3 - 1 = 10.33\%$$

אפשרות ב:

$$r_e = \left(1 + \frac{8\%}{3}\right)^3 * \left(1 + \frac{10\%}{6}\right)^6 - 1 = 19.5\%$$

אפשרות ג:

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{3\%}{3}\right)^9 * \left(1 + \frac{4\%}{1}\right)^1}{\left(1 - \frac{5\%}{2}\right)^2} - 1 = 10.5\%$$

שאלה 48 - יישום מורכב של ריבית אפקטיבית

באפשרותכם להפקיד בפיקודו בנקאי לשנתיים באחד מבין המסלולים הבאים:

- א. ריבית سنوية נקובה בשיעור 12% מחושבת כל חודש.
- ב. ריבית سنوية נקובה בשיעור 14% מחושבת כל חצי שנה.
- ג. ריבית אפקטיבית سنوية בשיעור 13%.
- ד. ריבית سنوية נקובה בשיעור 10% מחושבת כל חצי שנה ובנוסף ריבית נקובה המנוכה מראש בשיעור سنתי של 4% המוחשבת 4 פעמים בשנה.

נדרש: מהי הריבית האפקטיבית לשנתיים בכל אחד מהמסלולים?

פתרון:

פתרון סעיף א: ריבית אפקטיבית לשנתיים כאשר הריבית السنوية 12% והיא מחושבת כל חודש

$$r_{ef} = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{12\%}{12}\right)^{24} - 1 \approx 26.973\%$$

או בעצם, כאשר מוזהים ריבית נקובה שנתיים ש"מוחשבת כל זמן" המריה לריבית אפקטיבית המגלמת את העיקרונו של ריבית דרייבית תבוצע לפי הנוסחה:

$$r_{ef} = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1$$

כאשר:

הערך r_{ef} מייצג את הריבית האפקטיבית

הערך R מייצג את הריבית הנקובה

הערך n הוא התשובה לשאלה: "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנקובה הנתונה"

הערך m הוא התשובה לשאלה: "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנדרשת".

פתרון סעיף ב: ריבית אפקטיבית לשנתיים כאשר הנקובה السنوية 14% מחושבת כל חצי שנה

$$r_{ef} = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{14\%}{2}\right)^4 - 1 \approx 31.08\%$$

הסבר: תמיד מתחילים בחלוקת את הריבית הנקובה באופן שימיר אותה (את הריבית הנקובה, שכן היא לשנה) לתקופה חישוב אחת (שכאן, היא לחצי שנה). זאת, על ידי חלוקה ב-2 (משנה לחצי שנה). זה המכנה.

המערך הוא תשובה לשאלה אחרת לגמרי: כמה תקופות חישוב (כמה חצאי שנים) נכנסים בתקופה הנדרשת (שנתיים). בשנתיים יש 4 חצאי שנים, ולכן המערך 4.

סיכום ביןים: אז למעשה, שני המקרים בסעיפים א ו-ב, הריבית הנקובה היא סוג של ריבית "חויזית" המופיעה בהסדר, אבל היא לא באמת הריבית ה"אפקטיבית" / ה"כלכליות" שמשקפת את הסכום האמתי שנשלם. כדי לחשב את הסכום הכלל שנשלם, צריך להתחשב בהשפעות נוספות, ובפרט - בהשפעת הריבית

דריבית. הנוסחה שהציגו לעיל (הمرة מנוקבה לאפקטיבית, במצב ריבית דריבית) יודעת לגלם את ההשפעות הנוספות של ריבית דריבית, כדי להגיע לריבית השלמה, המלאה, הנכונה - ריבית אפקטיבית.

פתרון סעיף ג: ריבית אפקטיבית לשנתיים כאשר הריבית האפקטיבית הנתונה היא 13% לשנה
כאשר הנתון בשאלת הוא בדבר ריבית אפקטיבית (ואגב, זו ברירת מחדל, אם לא אמרו שהריבית מנוקבה / פשוטה), אז אין צורך לחלק או לכפול את הריבית, אלא רק למתאם את תקופתיה עם מעריך חזקה מתאים :

$$r_{ef} = (1 + r)^m - 1$$

כאשר :

הערך r הוא הריבית האפקטיבית לתקופה הנדרשת (כאן - לשנתיים).

הערך m הוא הריבית האפקטיבית הנתונה (כאן - ריבית אפקטיבית שנתיות).

הערך r הוא התשובה לשאלת : כמה תקופות ריבית r נכללות בתקופה הנדרשת.

והתשובה :

$$r_{ef} = (1 + 13\%)^2 - 1 = 27.69\%$$

הערה :

כל המבואר לעיל הוא בהיבט הטכני של אופן חישוב הריבית כתלות בסוג ה- *sinking* (אם הריבית הנתונה היא מנוקבה או אפקטיבית) ולפניהם התייחסות להחלטה המתבקשת.

פתרון סעיף ד:

ריבית שנתית נקובה בשיעור 10% מוחשבת כל חצי שנה ובנוסף ריבית נקובה המנוכה מראש בשיעור שנתי של 4% המוחשבת 4 פעמים בשנה.

$$r_{ef}(2 \text{ years}) = \frac{\left(1 + \frac{10\%}{2}\right)^4}{\left(1 - \frac{4\%}{4}\right)^8} - 1 \approx 31.73\%$$

מידול לנוסחה - חישוב ריבית אפקטיבית (כוללת) עבור מקרה שבו ישנה ריבית נקובה המוחשבת במספר פעמים (ריבית דריבית) וכן ריבית מראש :

$$r_{ef} = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1$$

כאשר :

הערך r_{ef} מייצג את הריבית האפקטיבית

הערך R מייצג את הריבית הנקובה

הערך z הוא התשובה לשאלה : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנකובה הנזונה"

הערך z הוא התשובה לשאלה : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנדרשת".

הערך R_d מייצג את שיעור הריבית המנוכה מראש

הערך a הוא התשובה לשאלה : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנකובה של ריבית מראש"

הערך m_d הוא התשובה לשאלה : "כמה תקופות חישוב ריבית מראש נכללות בתקופה הכוללת הנדרשת"

נושא חדש - עולם חדש: יח' 6 - כדיות פרויקטים - מבוא בסיסי מאד

שאלה 57 - מבוא לפרויקטים - **כיתה**

הסבר מהו פרויקט בהתאם להגדרות הקורס.

התשובה:

פרויקט הוא הגדרה ברורה של סכומי תזרימי מזומנים (חיוביים ושליליים) שניבעו עסקה שהחברה שוקלת לבצע. למשל, בהחלט יכול להיות ייצוג של פרויקט שנראה כך (באלפי ש"ח):

זמן	0	1	2	3
תזרים	-100	40	80	90

שאלה 58 - סוגי הפרויקטים הקיימים

הסבירו מהם סוגי הפרויקטים האוטונומיים (כ舍մדברים על פרויקט בודד² - מאיזה סוג הוא יכול להיות).

התשובה:

פרויקטים **"קונבנציונליים"** של השקעה. שתזרימייו הראשון / הראשונים שליליים, ולאחר מכן, כל התזרמים חיוביים. למשל:

זמן	0	1	2	3
תזרים	-100	40	80	90

זמן	0	1	2	3
תזרים	-100	-200	300	400

פרויקטים **"קונבנציונליים"** של הלוואה (נטילת הלוואה). שתזרימייו הראשון / הראשונים חיוביים, ולאחר מכן, כל התזרמים שליליים. למשל:

זמן	0	1	2	3
תזרים	100	-40	-80	-70

זמן	0	1	2	3
תזרים	60	40	-90	-50

בשני סוגי הפרויקטים **הקונבנציונליים**, תזרים המזומנים משנה את סימנו (משיליי לחובי או להפוך) **פעם אחת בלבד**, ופעם אחת בדיקוק.

² בהקשר זה - "פרויקט בודד" = פרויקט ספציפי, שבמושך נגבש כלים לבחינת כדיותו, בשונה מפרויקטים אחרים שבהם נדרש לדרג או לתעדף בחירה בין קבוצת פרויקטים.

פרויקטים "לא קוגניציונליים" = כל פרויקט שלא עונה להגדרות לעיל, בעצם : פרויקט שתזוריימי המזומנים שלו הופכים סימן יותר מפעם אחת (או שלא הופכים סימן כלל- מקרה פינתי שפותחות מדברים עליו בקורס). נעניק כמה דוגמאות לפרויקטים לא קוגניציונליים :

4	3	2	1	0	זמן
4,900	-100	1,200	-800	-500	פרויקט ד
-100	700	900	700	-500	פרויקט ה
-1,700	10	-500	900	800	פרויקט ו
50	-1,900	-900	1,500	1,000	פרויקט ז

שאלה 59 - הקשרים בין סוגי פרויקטים - כמשמעותם לנו "קבוצת" פרויקטים (זוג פרויקטים או יותר)
הסבירו מהם סוגי הקשרים הקיימים בין פרויקטים?

התשובה :

- א. **פרויקטים "בלתי תלויים" [מאד נפוץ]** = שביצוע הפרויקט האחד או אי ביצועו לא משפיע על الآخر.
למשל, שירן שוקלת לפתוח פרויקט פיצריה בעפולה, ופרויקט למכירת מכונות נקניק בתאילנד.
כאשר הפרויקטים הםבלתי תלויים, ניתן לבצע רק אחד מהם, את שנייהם או אף אחד - ללא שינוי
בנתונים המספריים שלהם.
- ב. **פרויקטים "משלימים" (פחות נפוץ)** = שביצוע הפרויקט האחד תורם או עוזר להכנסות מפרויקט אחר.
למשל, שירן פתחה פיצריה בעפולה, והיא מוכרת פיצות בלבד.
היא שוקלת לבצע פרויקט "נוסף" ולהתחליל בשיל במסעדה גם פטסה.
מאד יכול להיות שבקבוצת הפרויקטים הנוסף קהיל היעד של שירן יגדל - מעכשו, יבואו לשם גם זוגות
חוובבי פטסה לאור נרות וגם ילדים צוחנים שרצו פיצה בלי זיתים.
- ג. **פרויקטים "המושגאים זה את זה" [מאד נפוץ]** = שביצוע הפרויקט האחד מונע / מחשל את האפשרות
לבצע את הפרויקט الآخر.
למשל, לשירן יש דוכן אחד בשוק, ולפי נחי העירייה היא יכולה למכור בו או נקניקיות או תחתונים.
היא לא יכולה למכור גם נקניקיה וגם תחתון, ולכן היא צריכה לבחור לבצע אחד מבין שני הפרויקטים
 בלבד.



לעיל: דוגמא למכונה לחימום נקייה מתוצרת Selmor. להשג בסופרפארם ובחניות האלקטרוניקה המובילות.

הגדות קרייטריונים לבחינת כדאיות השקעה בפרויקטים

- נושא הפרויקטים - ייחידה 6, עוסק במצבים שבהם תזרימי המזומנים המשולמים (ההשקעות) או מתוקלים (תקבולים והכנסות) בדבר פרויקט ידועים ומוגדרים.
- בהתבסס על הנתונים וכליים של ערך הנוכחי, מתבושים קרייטריונים שימושיים לבחינת כדאיות ההשקעות ודרוגן במצבים שונים.
- הקרייטריונים (הכלים) שימושיים לקבלת החלטה ומענה לשאלת: "האם פרויקט הוא כדאי?" וכן לשאלת "UMBין כמה פרויקטים - מי מהם כדאי?" המ 4 במספר:

משמעות	שם מלא בעברית	שם מלא אנגלית	קיצור באנגלית	碼
שווי הפרויקט בש"ח	ערך הנוכחי נקי	Net Present Value	ענ"נ	NPV מרכזי
שיעור תשואה פנימי (%)	שיעור תשואה פנימי	Internal Rate of Return	שת"פ	IRR מרכזי
מדד הרווחיות	מדד רווחיות	Profitability Index	-----	PI
הכנסה נדרשת	החזר הון שנתי	Capital Return	-----	-----

שאלה 59.1 – שימוש בסיסי של קרייטריונים – פרויקטים קונבנציונליים של השקעות – בית
בפני חברת "הנחר הנצחי" בע"מ עומדות אפשרות ההשקעה הבאות:

4	3	2	1	0	
40	40	40	40	-100	A
350	350	350	350	-1,000	B

מחיר הון של החברה הוא 4% לשנה.

נדרש:

- באייזה סוג פרויקטים מדובר? נquo.
- חשבו את כל 4 הקרייטריונים לבחינת כדאיות ההשקעות. בהנחה שהפרויקטים בלתי תלויים, מי מהם כדאי לבצע?
- דרגו את הפרויקטים לפי הקרייטריונים NPV, IRR, PI, NPV בהנחה שניתן לביצוע אחד מהם בלבד (קרי: שהפרויקטים מוצאים זה את זה).
- הסבירו ממה נובע הערך בדרוג הפרויקטים השונים לפי הקרייטריונים השונים.

פתרונות:

פתרונות סעיף א – באיזה סוג פרויקטים מדובר? נquo

מדובר בפרויקטים קונבנציונליים (שכן הסיכון המתמטי של תזרימייהם מתחפה פעמי אחד בלבד, משלילי לחוביי במעבר מזמן 0 לזמן 1). תת הסוג של הפרויקט הקונבנציוני אכן הוא פרויקט קונבנציוני של השקעות (כי התזרים הראשונים שליליים והחוביים מתרחשים רק לאחר מכן).

פתרונות סעיף ב – חשבו את ערך כל אחד מ-4 הקריטריונים לבחינת כדאיות ההשקעות

נתחיל מקריטריון ה-**NPV** – Net Present Value – ערך נוכחי נקי (ענ"נ). קритריון זה מביא בחשבון את כל תזרימי המזומנים מהפרויקט ללא יוצא מן הכלל – גם חיוביים וגם שליליים – ומהוון אותם (מחשב עבורם ערך נוכחי) לזמן 0.

הנתונים הם :

4	3	2	1	0	
40	40	40	40	-100	A
350	350	350	350	-1,000	B

ובנוספַּט נתון מחיר ההווון³ של החברה הוא 4% לשנה – משרת אותנו כריבית להיוון.

$$NPV_A = -100 + 40 * PVFA(4\%, 4) = -100 + 40 * 3.63 = 45.2 > 0$$

$$NPV_B = -1,000 + 350 * PVFA(4\%, 4) = -1,000 + 350 * 3.63 = 270.5 > 0$$

בעצם : כתלות בהקשר, אנחנו תמיד ניישם את כלי ה-PV שנלמדו ביחידה 5 כדי לחשב את ה-**NPV** שהוא כולל או נטו המבטא את הערך המכרי הנקי של כלל השפעותיה התזרימיות של העסקה (כולל השקעות, עליות... כולל הכל).

התוצאה המתתקבלת בחישוב ה-**NPV** היא נקייה במובן זה שערך חיובי שלו משמעו כדאיות הפרויקט נקייה (למעט במצבים של צורך לדרג / לבחר, נראה בהמשך). הוואיל ובמקרה זה מדובר בפרויקטים בלתי תלויים, וה-**NPV** של שניהם חיובי, כדי לבצע את שניהם.

מעבר לקריטריון הקל ביותר להבנה – ה-IRR – שיעור תשואה פנימי (Internal Rate of Return) – שת"פ:
בפרויקטים קונבנציונליים של השקעות משקף את שיעור התשואה התקופתי באחזים בפרויקט. וכי צד נחשבו? מתמטית : נתבוסס על משוואת ה-**NPV**, במקום מחיר ההווון נציג נעלם (IRR), ונשווה את הכל ל-0.

$$IRR_A: 0 = -100 + 40 * PVFA(IRR_A, 4) \rightarrow IRR_A \approx 22\% > 4\% = k$$

³ מדוע מחיר הווון ולא סתם "ריבית"? משום שכאשר דנים ביחידה 6 בכספיות פרויקטים, דנים בה מנקודת ראות חברות. בקשר לחברות בשונה מפרטיהם יש מגוון מקורות מימון לפרויקט – גם הלוואות (בריביות שונות), גם אג"ח, גם מנויות וגם מכשירים פיננסיים נוספים. כל אלו יוצרים מעין כור היתוך של עלויות מימון, שתוצאהו המשוקלת נקראת מחיר ההווון. בשלהז זהה אין שום צורך לדעת כיצד לחשב מחיר הווון זה, זהו רק הסבר מרחיב דעת מדווק משתמשים בחברות במונח מחיר הווון ולא ריבית.

$$IRR_B: 0 = -1,000 + 350 * PVFA(IRR_B, 4) \rightarrow IRR_B \approx 15\% > 4\% = k$$

כדי לבחון כדאיות פרויקט בודד קונבנציונלי של השקעה לפי IRR נדרש שה-IRR יהיה גבוהה יותר ממחיר ההון (k). עצם היותו של ה-IRR ערך חיובי אינה מספקת. כאן – בהינתן שני הפרויקטים מניבים תשואה באחוזים (IRR) שהיא גבוהה יותר ממחיר ההון – שני הפרויקטים כדאיים (כל עוד אין מגבילה המחייבת לבחור ביניהם).

סיכון ביןים : בפרויקטים קונבנציונליים של השקעות שהם בלתי תלויים (לא מגבלה)

קבל לפי NPV כל פרויקט שמקיים : $NPV > 0$

קבל לפי IRR כל פרויקט שמקיים : $IRR > k$

מעבר לקריטריון האיזוטרי (יותר נדייר) – PI – ממד הרווחיות (Profitability Index) : בדומה ל-IRR, גם קритריון זה הוא קритריון יחס. אלא שהוא מחשב את הפרופורציה בין הערך הנוכחי של התקבולים לבין הערך הנוכחי של התשלומים. אם היחס גדול מ-1, סימן שהפרויקט כדאי. יש שתי גרסאות לקריטריון זה בהרמוניזציה:

גרסה 1 : ערך נוכחי התקבולים חלק ערך מוחלט של ערך נוכחי תשלומים

$$PI = \frac{PV_+}{|PV_{(-)}|}$$

גרסה 2 : עניין (NPV) בתוספת סכום ההשקעה (בערך מוחלט) וכל זה חלקו סכום ההשקעה (בערך מוחלט)

$$PI = \frac{NPV + I}{I}$$

ניישם :

4	3	2	1	0	
40	40	40	40	-100	A
350	350	350	350	-1,000	B

ובנוסף נתון מחיר ההון⁴ של החברה הוא 4% לשנה – משרת אותנו כריבית להיוון.

חישוב ממד הרווחיות – נוסחה גרסה 1 :

⁴ מדוע מחיר ההון ולא סטטוס "ריבית"? משום שכאשר דנים ביחידת 6 בפרויקטים, דנים בה מנקודת ראות חברות. בקרוב חברות בשונה מפרטיהם יש מגוון מקורות למימון – גם הלוואות (בריביות שונות), גם אג"ח, גם מנויות וגם מכשירים פיננסיים נוספים. כל אלו יוצרים מעין כור היתוך של עלויות מימון, שתוצאתן המשוكلת נקראת מחיר ההון. בשלב הזה אין שום צורך לדעת כיצד לחשב מחיר ההון זה, זהו רק הסבר מרחיב דעת מודע משתמשים בחברות במונח מחיר ההון ולא ריבית.

$$PI_A = \frac{40 * PVFA(4\%, 4)}{|-100|} = 1.452 > 1$$

$$PI_B = \frac{350 * PVFA(4\%, 4)}{|-1,000|} = 1.2705 > 1$$

חישוב מדד רווחיות – נוסחה גרסה 2 :

$$PI_A = \frac{45.2 + 100}{100} = 1.452 > 1$$

$$PI_B = \frac{270.5 + 1,000}{1,000} = 1.2705 > 1$$

הואיל ולשנינו הפרויקטים מדד רווחיות גבוהה מ-1 בהיעדר מגבלה, שניהם כדאיים. אני אפילו יכול לומר שמתמטית – PI גבוהה מ-1 משמעו בהכרח ערך NPV גבוה מ-0.

מעבר לкрיטריון האחרון – החזר הון שנתי (אך חורג): מדובר בסכום ההכנסה הקבוע שפרויקט צריך להניב, במינימום, על מנת שייהי כדאי. בrama טכנית, את החזר ההון השנתי נחשב על ידי חלוקת הערך הנוכחי (המוחלט) של התשלומים הנדרשים לשם הפרויקט, ב-PVFA המתאים למחיר ההון ומספר השנים של הפרויקט :

$$CR = \frac{|PV_{(-)}|}{PVFA(k, n)}$$

כדי שפרויקט יהיה כדאי – ההכנסה השנתית הנובעת ממנו צריכה להיות גבוהה מ (או לפחות שווה ל-) החזר ההון השנתי.

4	3	2	1	0	
40	40	40	40	-100	A
350	350	350	350	-1,000	B

מחיר ההון : 4%

$$CR_A = \frac{100}{PVFA(4\%, 4)} = \frac{100}{3.63} = 27.54 < 40 = Actual Annual Income$$

$$CR_B = \frac{1,000}{PVFA(4\%, 4)} = \frac{1,000}{3.63} = 275.4 < 350 = Actual Annual Income$$

בשני המקרים, קיבלנו שהפרויקטים כדאיים גם לפי קритריון החוזר ההון השנתי, שכן עבור שני הפרויקטים ההכנסה השנתית המינימלית שתצדיק את הפרויקט (27.54 ו- 27.4- 27.54 בהתאם) נמוכה יותר ממההכנסה השנתית הצפiosa להתקבל בפועל בגין ביצועם.

פתרונות סעיף ג – ריכוז הנתונים ודרוג בהנחה שנדרש לבחור בין הפרויקטים לפי PI, NPV, IRR

נתחיל בلسמן את הערך הגבוה מבין השניים בכל קритריון וkritirion וkritirion :

B	A	kritirion	שם בעברית
270.5	45.2	NPV	ענין (שווי)
15%	22%	IRR	שיעור (תשואה ב-%)
1.2705	1.452	PI	מדד רווחיות (פרופורציה)
275.4	27.54	CR	ה חוזר הון שנתי לא משמש לדירוג (למיידע בלבד)

נשאלות השאלות הבאות :

- מדוע בכלל מתקיימת סטירה?
- בהתקיים סטירה בין הדירוג על פי הקритריונים השונים, מי מהם יכריע?

ראשית, לגבי הסטירה: הויאל גם IRR וגם PI הם מדדים יחסיים, הרי שהם רגילים לגודל השקעה הראשוני. משל למה הדבר דומה? אם אומרים לי שאני יכול להשקיע היום 10agi ולקבלמחר 20agi. ה-IRR הוא 100%. אבל כמובן שהשווי נטו של עסקה כזו הוא מאד נמוך. ואם אני צריך לבחור בין עסקה כזו לאחרת שבה השקעה היום 1,000,000 ש"ח ואקבל עוד חודשיים 1,500,000 ש"ח, די ברור לי שלמרות שהתשואה נמוכה משמעותית באחזois, העסקה תתרום לערך החברה הרבה יותר.

از בעצם: קритריון ה-IRR הוא בעל מגבלות, שאחת מהן מתקיימת כאשר נדרש לבחור בין פרויקטים בעלי גודל השקעה שונה (יש סיבות נוספות, כגון אופק השקעה, שיעור תשואה על השקעות חוזרות וכי"ב, במסגרת דיוון תיאורטי ביה' 6 ורცפה, שבהם לא עמוק).

אם מבקשים בשאלת הכריע ספציפית לפי IRR או PI : תשובתנו תהיה A.

אם מבקשים להכריע מי עדיף לפי NPV : תשובתנו תהיה B.

אם מבקשים לדעת מה ההחלטה הנכונה כלכלית? התשובה B.

שאלה 59.2.1 – ביתה (מאפס)

חברה ניצבת בפניו ביצוע הפרויקטטים הבאים. ידוע כי מחיר ההון של החברה הוא 15% לשנה.

שם הפרויקט	0	1	2	3	4
א	-40,000	20,000	20,000	20,000	20,000
ב	-10,000	6,000	6,000	6,000	6,000

נדרש:

- הסבירו באילו סוגים פרויקטים מדובר.
- חשבו עניין (NPV), שט"פ (IRR) ומדד רוחניות (PI) לכל פרויקט.
- בנחתה שהפרויקטטים בעלי תלוים, איזה / אילו פרויקטים תבחרו לבצע?
- בנחתה שהפרויקטטים מוצאים זה את זה, איזה פרויקט יעדף לפני כל קритריוון?
- ציינו באופן גרפי את השפעות מחיר ההון על עניין הפרויקטטים השונים והסבירו לו את הפרויקטט הפרשני.
- הסבירו את הדרך ליישב את הסתירה בהקשר לדירוג הפרויקטטים על בסיס הקритריונים השונים.

פתרון:

א. הסבירו באילו סוגים פרויקטים מדובר
לאורך הרצפים והמחברת, וביחידה 6 בכלל, עוסקים בקבלת החלטות – האם לבצע, האם לדחות, וכייזד לדhog – פרויקטים שונים.
הגדירה של פרויקט במימון היא פשוטה יחסית: רצף נתון של תזרימי מזומנים. המאפיינים המתמטיים של רצף זה מעsha קובעים את סוג הפרויקט.
סוג הפרויקטטים הנפוץ ביותר: פרויקט (كونבנציונלי) של השקעה – הוא מתחילה בתזרים או תזרימים שליליים (השקה) שלאחריהם תזרימים חיוביים. **אפשר להבחין שזה סוג הפרויקטטים כאן.**
סוג נוסף של פרויקטים: פרויקט (كونבנציונלי) של הלוואה – הוא מתחילה בתזרים או תזרימים חיוביים (הלוואה) שלאחריהם תזרימים שליליים.
סוג נוסף של פרויקטים: פרויקטים לא קונבנציונליים. אלו מוגדרים כפרויקטטים שמספר היפוכי הסימן של תזרימי המזומנים שונה מ-1.

הרחבת לגבי הקשר שבין סוג הפרויקטטים לכליים שניתן לישם עבורם – תמצאו בשאלות אחרות במחברת וברצפים. אנחנו נתמקד בשלב זה במקרה הנפוץ – **פרויקטטים קונבנציונליים של השקעה שמלוויים אותןנו** כאן.

קיימים 3 קритריונים עיקריים שניתן לישם לגבי החלטה על קבלה / דחיה של פרויקט קונבנציונלי של השקעה:

כינוי	כינוי עברי	ראשי תיבות	הסביר	קריטריון קבלה
NPV	ענין	IRR	ערך נוכחי נקי	$NPV > 0$
IRR	שתי"פ	שטי"פ	שיעור תשואה התקופתי המוצע באחזois כלכלית: שיעור התשואה התקופתי מתמטית: הריבית שהצבהה במשוואת -NPV מאפסת אותו	$IRR > k$ שתי"פ גבוהה ממחיר ההון כע"ז ריבית שהחברה משלמת לשם גiros הון
PI		מדד הרוחניות	הפרופראצייה בין הערך הנוכחי של התקבולים לבין הערך הנוכחי של התשלומים (בערך מוחלט)	$PI > 1$

ב. חשבו ענין (NPV), שטי"פ (IRR) ומדד רוחניות (PI) לכל פרויקט

חברה ניצבת בפני ביצוע הפרויקטיטים הבאים. ידוע כי מחיר ההון של החברה הוא 15% לשנה.

שם הפרויקט	0	1	2	3	4
א	-40,000	20,000	20,000	20,000	20,000
ב	-10,000	6,000	6,000	6,000	6,000

ה-NPV הוא פשוט ערך נוכחי מצטרכי של התזרומים כולם :

$$NPV_A = -40,000 + 20,000 * PVFA(15\%, 4) = 17,100$$

$$NPV_B = -10,000 + 6,000 * PVFA(15\%, 4) = 7,130$$

ה-IRR המטרת כרגע לחשבו טכנית והחישוב הטכני דורש שימוש במשוואת $NPV = 0$, הצבת מחיר ההון בגעם, והשווות הביטוי כולל לאפס :

$$IRR_A: -40,000 + 20,000 * PVFA(IRR_A, 4) = 0 \rightarrow PVFA(IRR_A, 4) = 2$$

$$IRR_A = 35\%$$

אשים פعليי ללוח א-4 נספח א לכרך ד ואגלה שבקירוב, הריבית המגולמת בתשואה בעסקה זו היא 35% (הערך המתאים לتواצאה הקרובה ביותר ל-2 עבור 4 תשלומים) :

t	31%	32%	33%	34%	35%
1	0.763	0.758	0.752	0.746	0.741
2	1.346	1.331	1.317	1.303	1.289
3	1.791	1.766	1.742	1.719	1.696
4	2.130	2.096	2.062	2.029	1.997
5	2.390	2.345	2.302	2.260	2.220

$$IRR_2: -10,000 + 6,000 * PVFA(IRR_2, 4) = 0 \rightarrow PVFA(IRR_2, 4) = 1.667$$

$$IRR_2 = 47\%$$

t	41%	42%	43%	44%	45%	46%	47%
1	0.709	0.704	0.699	0.694	0.690	0.685	0.680
2	1.212	1.200	1.188	1.177	1.165	1.154	1.143
3	1.569	1.549	1.530	1.512	1.493	1.475	1.458
4	1.822	1.775	1.729	1.744	1.720	1.695	1.672
5	2.001	1.969	1.937	1.906	1.876	1.846	1.818

ניבור לחישוב מדד הרווחיות (PI): כל שעליינו לעשות הוא לחשב את הפרופורציה בין הערך הנוכחי של התקבולים לערך הנוכחי המוחלט של התשלומים, כאן יש רק תשלום אחד, בזמן אפס, עלות ההשקעה.

חברה ניצבת בפני ביצוע הפרויקטדים הבאים. ידוע כי מחיר ההון של החברה הוא 15% לשנה.

4	3	2	1	0	שם הפרויקט
20,000	20,000	20,000	20,000	-40,000	א
6,000	6,000	6,000	6,000	-10,000	ב

$$PI_A = \frac{20,000 * PVFA(15\%, 4)}{| -40,000 |} \rightarrow PI = \frac{20,000 * 2.855}{40,000} = 1.4275$$

$$PI_B = \frac{6,000 * PVFA(15\%, 4)}{| -10,000 |} \rightarrow PI = \frac{6,000 * 2.855}{10,000} = 1.713$$

רכיבי הממצאים הכספיים:

שם הפרויקט	NPV	IRR	PI
א	17,100	35%	1.4275
ב	7,130	47%	1.713

ג. בהנחה שהפרויקטדים בלתי תלויים, איזה / אילו פרויקטים תבחרו לבצע?

פרויקטים בלתי תלויים אינם מגדירים פרויקטים אלא מערכת יחסים ביניהם. פרויקט בודד יכול להיות קובננציאני של השקעות, קובננציאני של הלוואות או לא קובננציאני.

אם מערכת היחסים בין הפרויקטדים היא שהם בלתי תלויים, זה אומר בהגדרה שניתן לבצע ללא מגבלות כלשהן אחד מהם, שניהם, או אף אחד – ולא תהיה פגיעה או השפעה כלשהי מעבר למתוור.

המקרה שבו הפרויקטדים הם בלתי תלויים והם קובננציאניים של השקעות, הוא פשוט ביותר ל换届ה בהיבט – איזה / אילו פרויקטים נקבעו ואילו נדחה.

נתחיל מדיוון לפי קритריון ה- NPV. כזכור, ה- NPV מייצג את השווי הכללי של תזרימי הפרויקט לאורך 0, בהתחשב בתகבולות, בעלות המימון (מחיר ההון). ככלمر זה גודל נקי של ערך נטו. מאליו יובן, שבמצב שבו פרויקטים הם בלתי תלויים, יש לקבל כל פרויקט שה- NPV שלו חיובי, ולכון שני הפרויקטים יבוצעו.

דיוון לפי IRR דורש היכרות عمוקה עם מהותו. ה- IRR מספר לנו מהו שיעור התשואה התקופתי בפרויקט עצמו, במונטק מאופי המימון שלו. בדומה גסה: אם הינו מקבל את הכספי ביחסם, לא ממשקיים שדרושים תשואה... מהי תשואת הפרויקט? מאליו יובן, שחשיבותם כדאיות לא יכולם להישען על IRR חיובי בלבד, אלא גם בעלות המימון (מחיר ההון) לגיוס המימון הנדרש לפרויקט. בשפה פשוטה: אם פרויקט מניב תשואה של 4%, אך כדי לגייס את המימון עboro עלי ליטול הלואה בריבית 10%, יש לדחות את הפרויקט.

מדוד הרווחיות פשוט יותר – אם ערכו גדול מ-1 יש לקבל את הפרויקט, שהרי הדבר מעיד על כך שמערכות הונochi של התקבולות גבוהה מערכם הונochi של התשלומים.

שם הפרויקט	NPV	IRR	PI
א	17,100	35%	1.4275
ב	7,130	47%	1.713
החלטת ביצוע לפי קритריון	NPV	IRR	PI
יבוצע – חיובי	יבוצע – גובה מחיר ההון 15%	יבוצע – מעל 1	יבוצע – מעל 1
יבוצע – חיובי	יבוצע – גובה מחיר ההון 15%	יבוצע – מעל 1	יבוצע – מעל 1

ג. בהנחה שהפרויקטים מוצאים זה את זה, איזה פרויקט יועדף לפי כל קритריון?
ברובד הבסיסי ביותר – פרויקטים המוצאים זה את זה משמשם שנית לביצוע כל היותר אחד מתוכם. ואם זה המצב, לפי כל קритריון בנפרד, יועדף הפרויקט שבו ערך הקритריון הנדוון לפחות מקרים הוא הגבוה ביותר.

שם הפרויקט	NPV	IRR	PI
א	17,100	35%	1.4275
ב	7,130	47%	1.713
החלטת ביצוע לפי קритריון	NPV	IRR	PI
אבצע רק את פרויקט א	אבצע רק את פרויקט ב	אבצע רק את פרויקט ב	אבצע רק את ב

שימוש לב: כאשר נתונים בפרויקטים המוצאים זה את זה, בוחלת ת騰ן סתירה בין הקритריונים בדירוג. ספציפית כאן, ראיינו, שדירוג לפי NPV שמשמעותו כספי מוביל להעדפת פרויקט א, ואילו דירוג לפי תשואות יחסיות כגון IRR ו- PI מוביל לדירוג המבכר את ב.
איך ניתן? יכולות להיות לכך מספר סיבות, שנדרנות ברצפים. אנחנו נסתפק במינימאטור:

שם הפרויקט	0	1	2	3	4
א	-40,000	20,000	20,000	20,000	20,000
ב	-10,000	6,000	6,000	6,000	6,000

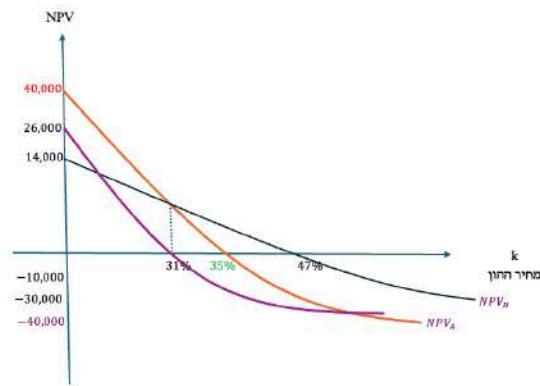
אפשר לראות שפרויקט ב שמניב תשואה גבוהה יותר באחזois הינו פרויקט מאד קטן. ככלmore אתה מרוויח הרבה על כל שקל, אבל הפרויקט מוגבל להשקעת מספר נמוך של שקליםים. למשל למה הדבר דומה בצורה קיצונית? אם עדיף להשקיע 1 ש"ח ולאחר מכן 2 ש"ח בעוד שנה, או לקנות היום דירה ב-1,000,000 ש"ח ולאחר מכן 1,900,000 ש"ח (IRR) נקרא "גדול במכירתה עוד שנה? כמובן שעדיפה רכישת הדירה. גורם זה לסתירה בין שט"פ (IRR) לבין NPV (IRR) נקרא "גדול השקעה שונה" והוא אחד מבין הגורמים המובילים לסתירה בין קритריונים בפרויקטים המוצאים זה זה. טיפ לבחן – דאגו לעבור על הרכזים ולרשום לעצמכם בדף הנוסחאות וכו' – את כל הגורמים לסתירה בין קритריונים, לעיתים יש על זה שאלת אמריקאית של טענות).

ד. הציגו באופן גרפי את השפעות מחיר ההון על עניין הפרויקטים השונים, כולל נקודת חיתוך והפרויקט ההפרשי
 ראו הרחבה בהקלטה. בכלל, הגדרנו 3 נקודות שמאפשרות לאייר את עוקומי ה-IRR של הפרויקטים. הראשונה, היא סיכון פשוט של תזרימי המזומנים (חיבור, לא היוון) והוא יוצרת את נקודת החיתוך עם הציר האנכי. השנייה, היא השט"פ שכבר חושב, והוא נקודת החיתוך של העוקום עם הציר האופקי. הערך האחרון שלא באמת חיוני הוא נקודת המינימום של תוכנות הפרויקט במידה וממחיר ההון אין סופי, והتوزואה זהה לסכום ההשקעה. לגבי הפרויקט ההפרשי: זהו פרויקט דמיוני, שהחשיבותו מתמטית / כלכלית כפי שיובהר בהמשך, והוא מסייע לגלוות את נקודת החיתוך בין עוקומי העניין של הפרויקט.
 תזרימי פרויקט זה נוצרים כאשר מחסרים בכל מועד וממועד את תזרימי הפרויקט הקטן (כאן – ב, זה שהשקעתו נמוכה ותזרימי נמוכים) מתזרימי הפרויקט הגדל.
 החישוב להלן לא מראה לנו כיצד הגיעו ל-IRR שלו, אבל התהליך פשוט למדי ונשען על עקרונות חישוב ה-IRR בפרויקטים הקודמים :

$$IRR_{A-B} : -30,000 + 14,000 * PVFA(IRR_{A-B}, 4) = 0 \rightarrow IRR_{A-B} \approx 31\%$$

פרויקט				
הפרשי	הypothesis	הypothesis	הypothesis	הypothesis
дол' ביבניים	ב	ג	ה	
-30000	-10000	-40000	0	
14000	6000	20000	1	
14000	6000	20000	2	
14000	6000	20000	3	
14000	6000	20000	4	
26000	14000	40000	5	סך התוצאות
31%	47%	35%	35%	שטי"פ
-30000	-10000	-40000		סכום השקעות

שטי"פ ההפרשי = נק' חיתוך בין א-ב



ה. הסבירו את הדרך לישב את הסטייה בהקשר לדירוג הפרויקטים על בסיס הקriterיוונים השונים.

פרויקט הפרשי	גודל בניכוי קטן	ב	א	
	-30000	-10000	-40000	0
	14000	6000	20000	1
	14000	6000	20000	2
	14000	6000	20000	3
	14000	6000	20000	4
סכום התוצאות	26000	14000	40000	
שיעור ההפרשי = נקי חיתוך בין א-ב	31%	47%	35%	שיעור
סכום השקעה	-30000	-10000	-40000	
ענין $k=15\%$	7,130	17,100		

ישוב הסטייה נשען על התהיליך הבא:
מבין א-ב, מי עדיף לפי שיער? התשובה ב.
 $B > A$

נניח שהייתי מציע למשקיע לבצע בנוסף (לא במקומם) פרויקט שונה שתזרימייו זהים לפרויקט ההפרשי.
האם המשקיע היה רוצה לבצע גם את ההפרשי? זכרו - נטייתו היא לפעול לפי שיער.
התשובה חיובית. גם עבור הפרויקט ה"נוסף", השיער $B > A$ מכיר ההון כי $31\% > 15\%$.

$$B + (A - B) > B$$

במצב כזה עניינו הרואות שאנו מתכוונים ל:

ישוב הסטייה

$A > B$

שאלה 59.3 – ביתה (מאפס)

בחברת "גוזלינדה" שוקלים להשקיע בפרויקטים. להלן נתונים הפרויקטטים המועמדים להשקעה:

1-8 תזרים שנתי	0	
15,020	-50,000	תזרים (ש"ח) פרויקט A
37,305	-150,000	תזרים (ש"ח) פרויקט B

מחיר ההון של החברה הוא 10% לשנה.

נדרש:

- בנהנה שניתן לבצע את שני הפרויקטטים, איזה מהם יבוצע לפי NPV?
- בנהנה שניתן לבצע את שני הפרויקטטים, איזה מהם יבוצע לפי IRR?
- הנימו כת כי ניתן לבצע אחד מהפרויקטטים בלבד, והחברה מעוניינת לבחור לפי IRR. מי יהיה הפרויקט העדיף? האם זו הכרעה נכונה, מבחינה כלכלית? נמקו בקצרה.
- شرطו את עקומת NPV של הפרויקטטים וכן את ה-NPV של הפרויקט ההפרשי.
- הסבירו כיצד ניתן להיעזר בפרויקט ההפרשי כדי לפתור את הסתירה בין NPV ו-IRR.

פתרונות:

פתרונות סעיף א – פרויקטים בלתי תלויים – בחינת כדאיות לפי PV

ככל, ה-NPV משקף את שווי הפרויקט נטו בערכים כספיים, במונחים של ערך נוכחי. כל מה שצרכי לעשות זה לבטא את כל תזרימי הפרויקט – חיבורים ושליליים אחד, בזמן 0. פרויקט יהיה כדאי בכל מצב שבו ה-NPV גדול מ-0 (מחיר ההון של 10% הוא למעשה הריבית להיוון):

$$NPV_A = -50,000 + 15,020 * PVFA(10\%, 8) \rightarrow NPV_A = 30,132$$

$$NPV_B = -150,000 + 37,305 * PVFA(10\%, 8) \rightarrow NPV_B = 49,019$$

המשמעות: התרומה לערך הפirma נטו במונחים של ערך נוכחי כתוצאה מביצוע פרויקט A היא 30,132 ש"ח.

ערך זה מביא בחשבון את תזרימי הפרויקט, וכן את מחיר ההון (עלות גiros ההון / תשואה אלטרנטיבית).

התרומה לערך הפירה נטו במונחים של ערך נוכחי כתוצאה מביצוע פרויקט B היא 49,019 ש"ח.

בסעיף זה, הנחתה העבודה היא שהפרויקטים בלתי תלויים. כלומר, ניתן לבצע מה שנדיצה מתוכם. במצב כזה
כדי לבצע את שני הפרויקטים הוויל ובשניהם ה- NPV חיובי.

פתרונות סעיף ב - בהנחה שניין לבצע את שני הפרויקטים, איזה מהם יבוצע לפי IRR ?

ל- IRR (שתי"פ) יש שתי הגדרות: הגדרה אחת היא כלכלית (פחות בפרויקטים קונבנציונליים של השקעה) והגדרה נוספת היא מעין נוסחה מתמטית שמאפשרת חילוץ.

ברמה הכלכלית: ה- IRR משקף את שיעור התשואה התקופתי המומוצע בפרויקט. בהתאם, פרויקטים קונבנציונליים של השקעה יהיו כدائים אם ורק אם שיעור התשואה הגלום בהם גבוה יותר מחירות ההון.

ברמה המתמטית: כדי לחץ את ה- IRR אנו בונים שנית את משוואת העניין NPV , שני שינויים מתחייבים: (1) מחיר ההון מסומן כנעלם IRR ; (2) משווים את כל המשוואה ל-0.

$$NPV_A: -50,000 + 15,020 * PVFA(IRR_A, 8) = 0 \rightarrow IRR_A = 25\%$$

מכאן אפשר להיעזר בלוח א-4 בנספח א' כרך ד, בטכנית שהראינו בחילוץ המתיחס להלוואות בשאלות קודמות, ולהגיע ל- IRR .

$$NPV_B: -150,000 + 37,305 * PVFA(IRR_B, 8) = 0 \rightarrow IRR_B = 18\%$$

כאשר מדובר בפרויקטים קונבנציונליים של השקעה – פרויקט כדי הוא כזה שתשווהתו (ה- IRR שלו) גבוהה ממחיר ההון של החברה. במקרה זה, מחיר ההון 10% נtentון. לכן שני הפרויקטים כدائים הוויל והתשואה התקופתית שלהם גבוהה יותר. בהיעדר מגבלה, נרצה לבצע את שניהם.

ג. הניחו **כעת כי ניתן לבצע אחד מהפרויקטים בלבד, והחברה מעוניינת לבחור לפי IRR . מי יהיה הפרויקט העדיף? האם זו הכרעה נכונה, מבחינה כלכלית? נמקו בקצרה.**

	A	B
NPV	30,132	49,019
IRR	25%	18%

הויל וציינו מפורשות שהחברה בוחרת ופועלת לפי IRR , הרי שבמצב שבו ניתן לבצע לכל היותר אחד מהפרויקטים (ሞוצאים זה את זה), יעדף מצד החברה פרויקט A.

לענין ההחלטה הנקונה כלכלית: אפשר לשים לב שלמרות שה- IRR גבוהה יותר בפרויקט A, אם מביטים על ה- NPV נגלה שהוא גבוה יותר דזוקא בפרויקט B.

זה גורם לנו לתהות: איזה קритריון חשוב יותר, ואיזה פרויקט יבחר כלכלית במקרה של סתירה בין NPV לבין IRR ?

זכרו: מטרת הפירמה (יח' 1) היא להשיא עושר (להשיא ערך) לבעליה. לא להשיא אחזוי תשואה. להשיא את התוצאות הכספיות. לכן, בחירה בפרויקט A היא תות אופטימלית. עדיף לבצע את פרויקט B.

شرطו את עקומת ה-NPV של הפרויקטים וכן את ה-NPV של הפרויקט הפרשי.

עקומת ה-NPV היא ייצוג גרפי של הקשר בין מחיר ההון של החברה לבין ה-NPV שלה.

כל שמחיר ההון (עלות גiros) של החברה עולה, ה-NPV של הפרויקט יורד.

לכן עקומת ה-NPV (בפרויקטים קובנציאליים של השקעות) יורדת משמאל לימין.

מחיר האנכי הוא ציר ה-NPV, הציר האופקי – ציר מחיר ההון (נוהג לסמנו כ-k).

כדי לשרטט את עקומת העיגן אנו צריכים רק 3 נקודות:

נקודה 1: נקודת החיתוך של העוקם עם ציר ה-Y. נקודה זו היא חיבור פשוט של תזרימי המזומנים של הפרויקט.

נקודה 2: נקודת החיתוך של העוקם עם ציר ה-X. נקודה זו היא ה-IRR.

נקודה 3: (לא קריטית בדרך כלל) = ערך המינימום של הפרויקט = סכום ההשקעה.

IRR	תש"פ תזרים שנתי	1-8	0	
25%		15,020	-50,000	תזרים (ש"ח) פרויקט A
18%		37,305	-150,000	תזרים (ש"ח) פרויקט B
		22,285	-100,00	פרויקט הפרשי A-B

פרויקט A:

$$\text{נק' חיתוך עם ציר Y (ציר ה-NPV)} : -50,000 + 15,020 * 8 = 70,016$$

$$\text{נק' חיתוך עם ציר X (ציר מחיר ההון)} : 25\%$$

$$\text{ערך מינימלי אפשרי (כשמחיר ההון גבוה במיוחד)} : -50,000$$

פרויקט B:

$$\text{נק' חיתוך עם ציר Y (ציר ה-NPV)} : -150,000 + 37,305 * 8 = 148,440$$

$$\text{נק' חיתוך עם ציר X (ציר מחיר ההון)} : 18\%$$

$$\text{ערך מינימלי אפשרי (כשמחיר ההון גבוה במיוחד)} : -150,000$$

פרויקט הפרשי B-A:

זהו פרויקט "דמיוני" שמודדר מתמטית ככזה שתזרימיו בכל נקודת זמן הם ההפרש בין תזרימי הפרויקט ה"גדול" בעל ההשקעה הגבוהה והתזרימיים הגבוהים, לבין הפרויקט ה"קטן". במקרה שלנו, A-B.

$$\text{נק' חיתוך עם ציר Y (ציר ה-NPV)} : -100,000 + 22,285 * 8 = 78,280$$

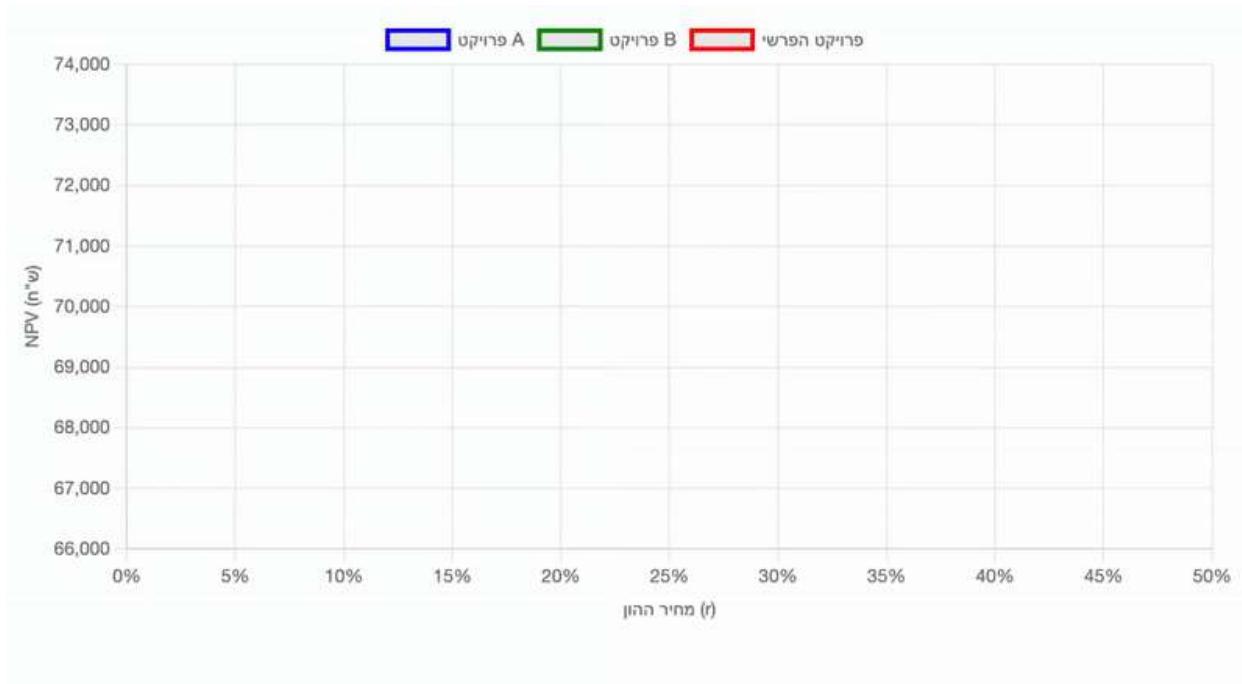
$$\text{נק' חיתוך עם ציר X (ציר מחיר ההון)} : \text{דורשת מאיתנו לחצץ IRR של הפרויקט הפרשי:}$$

$$IRR_{B-A} \rightarrow -100,000 + 22,285 * PVFA(IRR_{B-A}, 8) = 0 \rightarrow IRR_{B-A} = 15\%$$

$$\text{ערך מינימלי אפשרי (כשמחיר ההון גבוה במיוחד)} : -100,000$$

ל-IRR של הפרויקט הפרשי חשיבות גבוהה; הוא מייצג בהגדלה את נקודת החיתוך בין עוקומי ה-NPV של הפרויקטים על בסיסם נוצר. בשפה פשוטה, אם מחיר ההון 15%, פרויקטים A-B שווים.

אם מחיר ההון גבוה יותר מ-15%, נמצאים מימין לנקודת החיתוך בין עוקמי הפרויקטים, ויש להעדיף את פרויקט A. אם מחיר ההון נמוך מ-15%, נמצאים משמאלי לנקודת החיתוך בין עוקמי הפרויקטים, ויש להעדיף את פרויקט B.



סעיף ה : הסבירו כיצד ניתן להיעזר בפרויקט ההפרשי כדי לפטור את הסתירה בין NPV ו-IRR.

IRR	1-8 תזרים שנתי	0	
25%	15,020	-50,000	תזרים (ש"ח) פרויקט A
18%	37,305	-150,000	תזרים (ש"ח) פרויקט B
15%	22,285	-100,00	פרויקט הפרשי B-A

הפרויקט ההפרשי – הוא פרויקט דמיוני. יש לו 2 מטרות : האחת, ה-IRR שלו מייצג את מחיר ההון (הערך על ציר ה-X) שבו עוקמי העניין של הפרויקטים המקוריים נחתכים (כדי לקבוע מתי האחד גבוהה מהآخر). המטרה נוספת שבה עסק סעיף זה שונה לחולטין : איך נשתמש בפרויקט הדמיוני הזה כדי להוכיח את עליונות ה-IRR על NPV, ולמנוע את הסתירה בין הקriterיוונים.

נשווה בנסיבות שאנו מציעים לנו להשקיע אך ורק באחד מבין שני הפרויקטים הבאים :

ענ"ג NPV	שת"פ IRR	1-8 תזרים שנתי	0	
30,132	25%	15,020	-50,000	תזרים (ש"ח) פרויקט A
49,019	18%	37,305	-150,000	תזרים (ש"ח) פרויקט B

נניח שאנו מתקשים לפעול לפי IRR. האם יש דרך לשכנע אותנו שאנו טוענים בזמנים של השת"פ? כן! אם נשתמש בפרויקט ההפרשי.

מדוע?

נניח שבחרנו ספציפית בפרויקט A לאור השת"פ הגבוה יותר שלו.

ענ"ג NPV	שת"פ IRR	1-8 תזרים שנתי	0	
30,132	25%	15,020	-50,000	תזרים (ש"ח) פרויקט A
לא ניתן לביצוע אם בחרנו ב-A				תזרים (ש"ח) פרויקט B

כעת, הבה נניח שמציעים לנו להשקיע בפרויקט נוסף, בלתי תלוי, להלן פרויקט C :

שת"פ IRR	1-8 תזרים שנתי	0	
15%	22,285	-100,00	פרויקט C

אם אני עובד רק לפי השת"פ. האם ארצה לבצע את פרויקט C בנוסף לפרוייקט A? התשובה חיובית כמובן. מדוע? מחיר ההון 10%, השת"פ גבוהה מכ- , ולכן כדאי לבצע גם את C.

לשונו אחרת, המשקיע אומר:

$$A > B$$

אבל אותו משקיע בדיק אומר:

$$A + C > A$$

אלא שלמעשה:

$$C = B - A$$

לכן המשקיע לא עקי והוא הוכח בכלים של שת"פ:

$$A + (B - A) > A \rightarrow B > A$$

מה שעשינו זה פיצלנו למשקיע את פרויקט B באופן מלאכותי לשני פרויקטים, ולפי השת"פ הוא העדיף את פרויקט B על פני A רק בעקבות הציגתו המפוצלת. במקרה אחר, פילוח הפרויקט העדיף לפיו עניין לפרויקט הפרשי והפרויקט הנותר, גורם להעדפת הפרויקט בעל העניין הגבוה יותר גם תוך שימוש בכלים של שת"פ.

מינוי בריף לשאלת:

השאלה התחליה באופן החישוב הטכני של NPV ו-IRR.

לאחר מכון הבחרנו שאין שום בעיה לקבוע כדיאות לפי הקритריונים, בהנחה שהפרויקטים בלתי תלויים (בහינתן סוגים כקונבנציונליים של השקעות).

לעומת זאת, כאשר הם מוצאים זה את זה, במקרים רבים עלולה להיווצר סטירה בדירוג לפי NPV לעומת דירוג לפי IRR. במקרה שכזה, כלל ה-NPV הוא המכريع מבחינה כלכלית. מעבר לעצם קביעה זו, הראינו זאת גם על ידי שימוש בפירוק וניתת הפרויקט הפרשי.

לבסוף, הציגנו דרך טכנית לאיור עוקמי ה-NPV של הפרויקטים, ולמרות שימושו זמן לא עסקנו בניתוח התרשימים יותר מדי – יש על זה מספיק תרגילים ורחבות במחברת.

שאלה 59.3 - כיתה

מציעים לחברת השקעה לבכורה לחייבת תזרימי המזומנים השנתיים מהמכונה, כפי שנאמר
על ידי כלכלן בכיר :

1-6 תזרים שנתי	0	
10,000	$-x$	תזרים (ש"ח)

נתונים נוספים בדבר הפרויקט :

ידוע $0 > x$ (כלומר נדרש השקעה ממשית, תזרים שלילי בזמן 0).
ידוע כי השט"פ (ה-IRR) של הפרויקט הוא 20%.
בנוסף, ידוע כי מחיר ההון (k) של הפירמה הוא 10%.

נדרש :

מהו העניין (ה-NPV) של הפרויקט?

פתרון :

כאשר חסרים נתונים תזרים בשאלת פרויקטים, בדרך כלל כוונת המשורר היא שנשתמש באחד מהנתונים
האחרים כהגדרתו (נתון השט"פ ו/או נתון ה-NPV) כדי לבצע חילוץ רלוונטי.
ספקטיבית כאן, ציינו בפנוי שהשט"פ הוא 20%.

כזכור, השט"פ הוא ערך מחיר ההון (הרביבית) שאם נציב אותה במשוואת ה-NPV של הפרויקט, התוצאה 0.

$$-x + 10,000 * PVFA(20\%, 6) = 0 \rightarrow x = 33,255$$

כך הגענו למבנה התזרימי הבא של הפרויקט, בהתחשב בהשקעה בזמן אפס :

1-6 תזרים שנתי	0	
10,000	$-33,255$	תזרים (ש"ח)

כדי לחשב את ה-NPV, כל שעליינו לעשות הוא להציב את התזריםים ואת מחיר ההון של החברה :

$$NPV = -33,255 + 10,000 * PVFA(10\%, 6) \rightarrow NPV \approx 10,298$$

שאלה 60 - כדיות פרויקטים - מدد הרווחיות – עולם עם מגבלת תקציב כספית

לחברת הוצאה השקעה 5 פרויקטים :

פרויקט	השקעה באלפי ש"ח	מדד הרווחיות
--------	-----------------	--------------

1.15	1,000	א
1.2	600	ב
0.83	300	ג
1.17	700	ד
1.1	900	ה

החברה כפופה למגבלת תקציב של 2,000,000 ש"ח (2,000 אלף ש"ח). נתונים אלו:

- מהם הפרויקטים שבהם תבחר החברה להשקיע לפי קритריון מודד הרווחיות?
- מהם הפרויקטים שבהם תבחר החברה אם כוונתה היא למקסם את ערכה?

מינימלי (כיצד תוקפים את הבעייה)

בתרגיל הבסיסי הקודם הצגנו מקרה קל יחסית שבו עלינו לבחור באיזה פרויקט להשקיע מבין שניים. במקרים רבים בעולם האמתי, המגבלה מורכבת יותר; שכן יש לנו תקציב השקעות נתון, ונשאלת השאלה באילו פרויקטים להשקיע באופן שימצא את מגבלת התקציב בצורה הטובה ביותר – כך שייתרום לערך החברה במידה המירבית.

השאלה מבקשת מני לבחור את הפרויקטים המומלצים לפי קритריון מודד הרווחיות בתחילת (מהגובה לנמוך, ובכפוף למגבלת התקציב) ואז לבחור באופן שימקסם ערך (מורכב יותר – וمبוסס על עניין).

פתרון סעיף א: מהם הפרויקטים שבהם תבחר החברה להשקיע לפי קритריון מודד הרווחיות?
מודד הרווחיות - Profitability Index או PI הוא קритריון לבחינת כדאיות השקעות – שתוצאותו יחסית. מודד זה מחושב בתור הпроופורציה (היחס) שבין הערך הנוכחי של תקציבי הפרויקט לבין הערך הנוכחי של התשלומים בפרויקט / ההשקעה **בערך מוחלט**.

$$PI = \frac{PV_{\text{תקבוליים}}}{|PV_{\text{תשומים}}|}$$

כאשר ערך ה- PI גדול מ-1 הפרויקט כדאי. מדובר: $|PV_{\text{תשומים}}| < PV_{\text{תקבוליים}}$, כלומר ההפרש בין סך התקבולים בערך הנוכחי לסך התשלומים בערך הנוכחי הוא חיובי, כלומר בסך הכל לפרויקט יש שווי חיובי – עניין (NPV) חיובי:

$$PI > 1 \rightarrow \frac{PV_{\text{תקבוליים}}}{|PV_{\text{תשומים}}|} > 1 \rightarrow PV_{\text{תקבוליים}} > |PV_{\text{תשומים}}| \rightarrow PV_{\text{תקבוליים}} - |PV_{\text{תשומים}}| > 0$$

כלומר בהכרח מתקיימים:

$$\text{כדי!} \rightarrow NPV > 0$$

נוסחה נוספת המבטאת את ה- PI היא :

$$PI = \frac{NPV + I_0}{I_0}$$

כאשר :

הערך NPV הוא שווי הפרויקט נטו (ענין).

הערך I_0 הוא סכום ההשקעה הראשונית.

נוסחה זו ניתנת לבטא באמצעות העברת אגפים פשוטה כך שתבטא את הקשר בין PI לבין שווי הפרויקט באופן

כמפורט :

$$NPV = PI * I_0 - I_0$$

לאחר מבוא זה, נחזר לשאלת - אלה הפROYקטים, מגבלת התקציב היא 2,000, והחברה פועלת לפי מודד הרווחיות. אילו פרויקטים היא תבחר לבצע?

פרויקט	ההשקעה באלפי ש"ח	מדד הרווחיות
א	1,000	1.15
ב (נבחר ראשון)	600	1.2
ג	300	0.83
ד (נבחר שני)	700	1.17
ה	900	1.1

תחילה, נבחר בפרויקט ב, שמדד הרווחיות שלו הגבוה ביותר (וכך החברה בוחרת לנטוון). פרויקט ב "שורף" (מנצל) 600 אלף ש"ח מ��וק מגבלת השקעה של 2,000. לכן יתרת התקציב לניצול יהיה $1,400 - 600 = 800$. פרויקט "הבא בתור" מבחרית מידי הרווחיות הגבוהים ביותר הוא פרויקט ד. פרויקט זה מנצל השקעה בסך 700 ש"ח, יתרת התקציב לניצול: $800 - 700 = 100$. עם יתרת התקציב זו, יוכל לבצע את פרויקט ג בלבד (כי פרויקטים א ו-ה דורשים התקציב גבוה מ-700). אלא, שלאור העובדה שמדד הרווחיות של פרויקט ג נמוך מ-1, בהגדרה הוא אינו כדאי (שוויו שלילי) ולכן הוא "יורד מהפרק".

לכן, החברה תבחר לבצע בהינתן הדירוג לפי מודד הרווחיות את פרויקטים ב ו-ד.

לתשומת הלב: כאשר מבקשים לבצע דירוג או החלטה לפי קרייטריון מסוים ספציפי (כגון מודד הרווחיות) המשמעות היא שיש לבצע את הבחירה או הדירוג כאמור לפי קרייטריון זה בלבד - לא לפי חילוצים הנגזרים ממנו או קרייטריונים אחרים (גם אם קיימת להם רלוונטיות כלכלית).

פתרונות סעיף ב: מהט הפROYקטיטים שבחור החברה אם כוונתך היא למקסם את ערךה?
 בuest, השאלה משתנה: יתרה על הצורך לדרג לפי ממד הרוחניות, עליינו להגיע למסקם ערך. כשמדובר על ערך = ערך נוכחי, או בקיצור - עניין ערך נוכחי נקי - NPV.
 במקרה אחר, צריך לבנות מתחם הפROYקטיטים האפשריים את אותו צירוף שמקסם את ה-NPV בכספי.

כדי לישם ברמה הטכנית, נועל בשני שלבים:
 שלב 1 - ניישם את הקשר המתמטי שהראינו בין ממד הרוחניות, סכום ההשקעה וה-NPV:

$$PI = \frac{NPV + I}{I} \rightarrow NPV = PI * I - I$$

ולכן תמיד מתקיים הקשר הבא שמאפשר חישוב ה-NPV בהינתן ממד הרוחניות וסכום ההשקעה:

$$NPV = PI * I_0 - I_0$$

שלב 2 - נבחר את הפROYקטיטים שמקסמים את ה-NPV המצרי (בכספי למוגבה).

שלב 1 - חישוב NPV על בסיס מגבלת תקציב וסכום השקעה:

פרויקט	ההשקעה באלווי ש"ח	מדד הרוחניות	NPV
א	1,000	1.15	$1.15 * 1,000 - 1,000 = 150$
ב	600	1.2	$1.2 * 600 - 600 = 120$
ג	300	0.83	אין צורך לחשב, שווי שלילי כי $PI < 1$
ד	700	1.17	$1.17 * 700 - 700 = 119$
ה	900	1.1	$1.1 * 900 - 900 = 90$

שלב 2 - נבחר את הפROYקטיטים שמקסמים את ה-NPV המצרי (בכספי למוגבה)
 כדי למקסם את ערך החברה, עליי לבחור בקומבינציה (שילוב) פרויקטים, אשר מאפשר במסגרת תקציב ההשקעה (2,000 ס"ח הכל או פחות) וגם מוביל את סיכום ערכיה ה-NPV לערך מירבי.

$$NPV_{\text{ב,ג}} = 150 + 120 = 270$$

$$NPV_{\text{ב,ד}} = 150 + 119 = 269$$

$$NPV_{\text{ב,ה}} = 150 + 90 = 240$$

$$NPV_{\text{ג,ד}} = 120 + 119 = 239$$

$$NPV_{\text{ג,ה}} = 120 + 90 = 210$$

$$NPV_{\text{ד,ה}} = 119 + 90 = 209$$

קיבלוño שהקומבינציה המובילה למקסימום שווי החברה היא **ביצוע הפרויקטיטים א ו-ב**. זו התשובה הסופית **לסעיף ב**.

לעומת זאת, בסעיף א מצאנו שלפי מدد הרוחניות, החברה תבחר לבצע את פרויקטים ב ו-ד. במלים אחרות, הבחירה של החברה בסעיף א **איןנה אופטימלית** ואינה מושימה את העיקרונו להשאת ערך הפירמה לבעליה.

הרחבת הסבר :

מדד הרוחניות הוא ממד כדיאות יחסית; הוא בוחן את היחס (הפרופורציה) בין התקבולים לתשלומים. הוא לא משקף ערך כספי, שווי כספי של הפרויקט - אלא הוא מרכיב מפרופורציה.

שאלה שדורשת את השווי של הפרויקטיטים, את הערך שלהם (ובכך מתמקדים בסעיף השואל כיצד נמקם ערך) למעשה דורשת את ה- **NPV** של כל אחד מהפרויקטיטים.

ברוב המקרים, נחשב **NPV** בעצמנו, מתמטית, בלי קשר לממד הרוחניות, על בסיס תזרימי המזומנים הנתוניים של הפרויקט. אלא שכן, תזרימי המזומנים אינם נתונים (אלא רק ההשקעה) ולכן ניעזר כगלגול חילוץ בנוסחת **הקשר בין PI, סכום ההשקעה וה-NPV** :

$$NPV = PI * I_0 - I_0$$

כאשר :

הערך **NPV** הוא שווי הפרויקט (ערך נוכחי נקי, ענ"ד).

הערך **PI** הוא ממד הרוחניות (שכן, נתון).

הערך **I_0** מייצג את סכום ההשקעה.

שאלה 49 - **חשיבות כדיאות פרויקטים**

באפשרותכם להשיקו **באחד מבינן שני פרויקטים**:

פרויקט א' דורש השקעה בסך 100 אלפי ש"ח והוא מוביל לתקבול נקי בתום כל שנה במשך 6 שנים בסך 30.08 אלפי ש"ח.

פרויקט ב' דורש השקעה בסך 60 אלפי ש"ח והוא מוביל לתקבול נקי בתום כל שנה במשך 6 שנים בסכום של 19.87 אלפי ש"ח. מחיר ההון שלהם הוא 4% לשנה.

נדרש :

- מהו השט"פ (IRR) של כל אחד מהפרויקטיטים? דרגו את הפרויקטיטים לאורו.
- מהו הענ"ג (NPV) של כל אחד מהפרויקטיטים? דרגו את הפרויקטיטים לאורו.
- הסבירו ככל שמתקיימת סתירה את ההבדל בין הקריטריונים ואת הסיבה לסתירה. הכריעו לגבי הכלל העדיף כלכלית.
- איירו את עוקמי הענ"ג של הפרויקטיטים כפונקציה של מחיר ההון כולל עוקום ענ"ג של הפרויקט ההפרשי.
- בהתבסס על גישת הפרויקט ההפרשי, הסבירו את יישוב הסתירה בין כל הענ"ג לבין כל השט"פ.

מבוא: כאשר מקבלים נתונים פרויקטיים, המיצגים על ידי "רשימת תזרימיים" (תזרימיים שליליים להשקעות והוצאות, ותזרימיים חיוביים לתקבולים / הכנסות) הדרך לקבוע את כדיותם מتبוססת בראש ובראשונה על אחד משני קритריונים עיקריים :

- **קריטריון 1:** קритריון הערך הנוכחי הנקי - עני"נ – NPV (Net Present Value) על בסיסו, כדאי לבצע כל פרויקט אשר הערך הנוכחי הנקי נטו של כל תזרימי הוא חיובי.
- **קריטריון 2:** קритריון שיעור התשואה הפנימי - שט"פ – IRR (Internal Rate of Return). קритריון זה משקף את שיעור התשואה המגולם בפרויקט באחזois. בשפה פשוטה, אם משקיע שוקל לבצע השקעה שה - IRR שלה הנז 15%, המשמעות היא שזו השקעה הנושאת תשואה שנתית ממוצעת של 15%. על מנת לבדוק כדיות פרויקט לפי הקритריון, נדרש ששיעור תשואה זו יהיה גבוה יותר מהתשואה האלטרנטיבית (מחיר ההון).

פתרונות סעיפים א-ב: חישוב NPV (עני"נ) ו- IRR (שט"פ) בגין כל פרויקט
בutor התחלה, ניקח את נתונים התזרימיים המופיעים בשאלת מילולית, ונסדר אותם בטבלה, מעין "ציר זמן"

פרויקט	0	1	2	3	4	5	6
א	-100	30.08	30.08	30.08	30.08	30.08	30.08
ב	-60	19.87	19.87	19.87	19.87	19.87	19.87

בנוסף, בשאלת צירנו ש"מחיר ההון" של החברה הוא 4% (לשנה).

לרכינו, מחיר ההון הוא למעשה הריבית האלטרנטיבית / ריבית להיון, ריבית שעלה בסיסה יחוسب הערך הנוכחי. וחישוב ה - NPV המהווה את הערך הנוכחי הנטו של התזרימיים כולם בהיון במחיר ההון יהיה בהתאם :

$$NPV_A = -100 + 30.08 * PVFA(4\%, 6) = -100 + 30.08 * 5.242 \approx 57.679$$

$$NPV_B = -60 + 19.87 * PVFA(4\%, 6) = -60 + 19.87 * 5.242 \approx 42.159$$

ככל: כדאי לבצע כל פרויקט אשר ה - NPV (הענ"נ) שלו חיובי. עני"נ חיובי משמעו שהתייחס לתזרמיים, עיתויים והריבית (מחיר ההון) - הערך נטו של הפרויקט חיובי ולמעשה מגדיל את ערך החברה (הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים שהוא מניב).

כל זה נכון לשាឦן מוגבלות מיוחדות לגבי ביצוע הפרויקטים. ולמה הכוונה? אם הפרויקטים "בלתי תלויים", וניתן לבצע גם את שנייהם, או רק אחד, או אף אחד - הרישבמקרה זה הינו בוחרים לבצע את שניהם. אלא שבנתוני שאלת הבסיס נאמר מפורשות שניתן לבצע רק אחד מביניהם (לעתים הדבר נקרא "פרויקטים המוצאים זה את זה"). במקרה כזה, שיפוט לפי קритריון ה - NPV ידרג את פרויקט א כעדיף על פני פרויקט ב.

ומה לגבי IRR / שט"פ (שיעור התשואה התקופתי באחזois בפרויקט) – כדי לחשבו ברמה הטכנית אלו זוקקים למשוואת ה - NPV שעליה נבצע שני שינויים: השינוי האחד הוא להזין את מחיר ההון כנעלם שיסומן כ - IRR. השינוי השני הוא השוואת כל המשווה ל-0.

$$IRR_A: -100 + 30.08 * PVFA(IRR_A, 6) = 0 \rightarrow IRR_A = 20\%$$

$$IRR_B: -60 + 19.87 * PVFA(IRR_B, 6) = 0 \rightarrow IRR_B = 24\%$$

אמנם לא הרינו מפורשות כאן כיצד מחלצים את הריבית מביטוי PVFA, אבל משאלות כגון שאלת 21 ושאלות נספנות בתרגילי הבית - הציגו זאת [ככלל: צריך להתייחס לכל הביטוי של PVFA כאל נעלם, לבדוק אותו, ואז לחפש אותו בלוח א-4 ולראות עבור איזו ריבית הוא מתקיים].

התוצאה שנטקבה משקפת כאמור את שיעור התשואה באחזים על ההשקעה בכל אחד מהפרויקטים. זה אומר, ששיעור התשואה / הרווח על כל שקל שהושקע בפרויקט א הוא כ-20% לשנה, ואילו שיעור התשואה / הרווח על כל שקל שהושקע בפרויקט ב הוא כ-24% לשנה. על פי נתונים השאלה, מחיר ההון / התשואה האלטרנטיבית בחברה היא 4%. לכן, כל פרויקט שמניב תשואה גבוהה מכך הוא כדאי בפניהם, ובמקרה זה, בהיעדר מוגבלת תקציב, מומלץ היה לבצע את שני הפרויקטים.

אלא שבහינתו החכרה לבחור פרויקט אחד מבין השניים בלבד, הרי שלפי קритריון השת"פ - علينا לבחור בפרויקט שהשת"פ שלו גבוהה יותר, כלומר פרויקט ב.

נציג אם כך את ריכוז הממצאים ואת הדילמה:

IRR	NPV	
20%	57.679	פרויקט א
24%	42.159	פרויקט ב

פרויקט א, אם כך, תורם ערך כספי גבוה יותר לפירמה נטו.

פרויקט ב תורם תשואה גבוהה יותר באחזים על ההשקעה.

ראשית, כיצד יתכן הדבר? ובכן, יתכן מספר סיבות לסתירה בין NPV ו-IRR. אבל כאן, קל לראות זאת. הסיבה היא גודל השקעה שונה. פרויקט א מניב תשואה נמוכה יותר באחזים, אך הוא "עשה זאת" על השקעה גבוהה הרבה יותר, מה שמתרגם לשווי כספי גבוה יותר.

שנית, בהינתן הסתירה, מהו הקритריון שיכירע? והתשובה שלנו היא חד משמעית: קритריון ה- NPV הוא הדומיננטי. מדוע? ננסה להזכיר את הסיטואציה. אם אני יכול לבחור בין פרויקט שבו אשלם שקל אחד ואקבל בעוד 2 שנים. התשואה באחזים - IRR - היא 100%. אבל כמובן שהאימפקט הכספי נטו על החברה ועוד ש"ח. בתמורה, התשואה היא 80% בלבד, אך כמובן שפרויקט כזה יהיה חשוב יותר וייעודף.

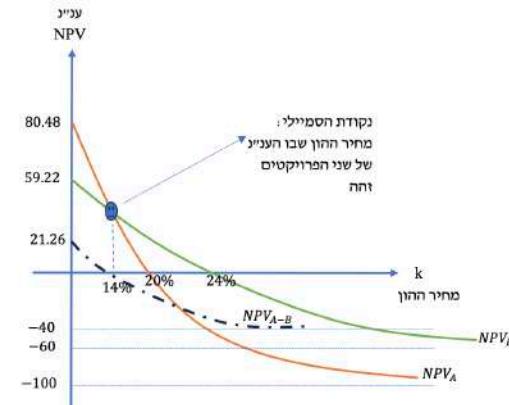
מטרת הפירמה היא השאת ערך לבעליה במונחים כספיים. השאת ערך זו צריכה להתבסס בראש ובראשונה על קритריון ה- NPV שמתרגם את השלבות לפרויקט למונחי שווי כספי.

ד. **איירו את עיקומי העניין של הפרויקטים כפונקציה של מחיר ההון, לרבות הפרויקט ההפרשי**

מטרת איזור עקומי העניין היא להציג כען "ניתוח רגישות" של שווי הפרויקט למחיר ההון. מחיר ההון של החברה מייצג את עלות גiros ההון / תשואה אלטרנטיבית, וככל שהוא גבוהה יותר, שווי פרויקט השקעה יורד, בשל הקיטון בערך הנוכחי של התקבולים העתידיים.

כדי לשרטט את עקום העניין, צריך לפחות 3 נקודות בלבד המתוירות מטה. כדי למצוא את נקודת החיתוך בין עקומי העניין, שהוא חשוב על מנת לדעת "מתי" / "באילו מחירי ההון" תיווצר העדפה של פרויקט מסוים על פני פרויקט אחר במישור הכללי. נקודת חיתוך זו נשענת על ניתוח תיאורטי של ה-IRR של פרויקט שנראה הפרויקט ההפרשי. גם הוא מאופיין מטה.

time	A	B	א ביניי ב	גודל פחות קטון
0	-100	-60	-40	
1	30.08	19.87	10.21	
2	30.08	19.87	10.21	
3	30.08	19.87	10.21	
4	30.08	19.87	10.21	
5	30.08	19.87	10.21	
6	30.08	19.87	10.21	
Point 1	-100	-60	-40	ערך מינימלי סכום ההשקעה
Point 2	80.48	59.22	21.26	סכום התזרומים מסטטוס/חיתוך ציר y
Point 3	20%	24%	14%	נק' חיתוך עם ציר אופקי שטיפ' / IRR



אומן חילוץ ה-IRR של הפרויקט ההפרשי שמהווה את מחיר ההון בנק' החיתוך בין עקומי ה- NPV של הפרויקטים שביניהם חושב הפרש :

$$IRR_{A-B} : -40 + 10.21 * PVFA(IRR_{A-B}, 6) = 0 \rightarrow IRR_{A-B} \approx 14\%$$

עוד דבר שאפשר להסיק מנקודת חיתוך זו היא :

במחיר ההון של עד 14% מועדף פרויקט A (שכן עניין A גבוהה יותר).

במחיר ההון של מעל 14% מועדף פרויקט B (שכן עניין B גבוהה יותר).

בהתיבת סטירה בין NPV ו-IRR בכל מחיר ההון – ה-IRR גבוהה יותר בפרויקט B (כי ה-IRR אוטונומי, בלתי תלוי במחיר ההון). כדי למצוא סטירה – נדרש למעשה למצוא את אותם מחירי ההון שבהם ה- NPV של פרויקט A גבוהה יותר. זה קורה כאשר מחיר ההון נמוך מ-14%.

ה. השתמשו בגישה הפרויקט ההפרשי כדי לסייע את הסטירה בין דירוג לפי עניין לבין דירוג לפי שט"פ

IRR	NPV $k=4\%$	
20%	57.679	פרויקט A

24%	42.159	פרויקט ב
14%		פרויקט הפרש

נניח שהמשקיע משה מתעקש לבצע דוחקה את פרויקט ב מבין הפרויקטים א-ו-ב. ניסיתם בכל הכוח לשכנע אותו שדוחקה פרויקט א עדיף ; שהרי הוא מניב ערך כספי גבוה יותר, שעקביו יותר עם מטרת הפירמה (השאת עושר בעליים) ומשמעות הסטיירה היא גודל השקעה שונה. אבל משה התעקש. מבחןתו : "אני, לא מעוניין אותו אני. מבחןתי רק השט"פ יקבע".

כדי לשכנע את משה להעדיף לפי שת"פ את פרויקט א, נאמר לו את הדבר הבא :
 "משה היקר. אין בעיה. נלך על ב. אתה יכול לפתח שטפניה. אבל האם בנוסף לכך במידה ותוכל תרצה לבצע גם פרויקט נוסף, שה - IRR שלו 14%?"
 משה חושב עם עצמו ואומר : ממה... זה בנוסף נכון? לא במקומות פרויקט ב? ומהירות ההון של החברה עדין 4%.
 משה אמר להסכים : כי ה-IRR בשיעור 14% גבוהה ממהירות ההון 4%.
 אז נאמר לו : משה יקירנו, ישמעו נא אוזנייך מה שפיך מדבר!
 כשהצענו לך לבחור בין A ל- B, אמרת שאתה רוצה B.
 אך כשהצענו לך בנוסף את A-B אמרת שהוא טוב לך גם.
 במלים אחרות, אתה טוען ש :

$$B + (A - B) \succ B \rightarrow A \succ B$$

כלומר שינויי אופן ההצעה של פרויקט A כזזה המורכב משני חלקים : פרויקט B והפרויקט ההפרש, הוביל להעדפת A על פני B גם לפי שת"פ, משכך - יישוב הסטיירה.

49.0.2 – חישובי כדיות פרויקטים במקהה של הלוואות – פירוט וגרפים (שאלת גדולה)
kokui צריך 200,000 ש"ח לתקופה של 4 שנים. לשם כך יכול ליטול הלוואה שתפרע בשיטת לוח סילוקין רגיל או בשיטת לוח סילוקין שפיר. הלוואות נושאות ריבית שנתית בשיעור 10% לשנה.

נדרש :

- א. מהו תזרים המזומנים הצפוי בכל חלופה?
- ב. מהו השט"פ של כל חלופה?
- ג. הציגו על גבי מערכת צירים אחת את עקומות העניין של הלוואות כפונקציה של מחיר ההון.
- ד. הציגו את תזרים המזומנים של הפרויקט ההפרשי.
- ה. הוסיפו התייחסות לפרויקט ההפרשי במסגרת התרשימים מנדרש ג.
- ו. עברו אילו מחירי ההון יועדף כל אחד מהפרויקטים / חלופות הלוואה?

שאלה 49.1 - כדאיות פרויקטים

חברת "פלפלוני" ניצבת בפני ההזדמנויות ההשקעה (הפרויקטים) הבאים. ידוע שמחיר ההון של פלפלוני הוא 12%. **ערכים שליליים מופיעים בסוגרים.**

פרויקט / שנה	0	1	2	3	4
א	(19,946)	9,000	9,000	9,000	9,000
ב	(47,232)	20,000	20,000	20,000	20,000

- חשבו ענין, שת"פ ומדד רוחניות לכל אחד מהפרויקטים.
- בנחתת אי תלות בין הפרויקטים, באיזה / באילו מהם תשקיע החברה לפי כל קритריון?
- בנחתה שהפרויקטים מוצאים זה את זה, באיזה / באילו מהם תשקיעו לפי כל קритריון?
- מהם הגורמים לסתירה בין ענין לשט"פ ככל שקיים, בהיבט דירוג הפרויקטים מסעיף ג'?
- השתמשו בניתוח הפרויקט הפרשי על מנת לישב את הסתירה.
- شرطו את עיקומות הענין כפונקציה של מחיר ההון, וכן את עיקומות הענין של הפרויקט הפרשי.

פתרון :

כאשר אני מקבל רשותה פרויקטים ארצה לדעת כיצד לחשב את ערכי הקритריונים שיהו אינדיקציה למדדיהם. קיימים 2 אינדיקטורים מרכזיים (ו-2 שוליים יותר). המרכזיים הם :

- [מרכז] ענין - ערך נוכחי נקי - NPV : שווי בהווה (במועד ערך נוכחי) של כל תזרימי הפרויקט, חיוביים ושליליים כאחד. אם הענין חיובי, זה אומר שהפרויקט כדאי.
- [מרכז] שת"פ - שיעור תשואה פנימי - IRR - Internal Rate of Return : משקף את התשואה באחזים על ההשקעה בפרויקט. אם השט"פ גבוהה יותר מחיר ההון (עלות גiros ההון בחברה ; התשואה שדורשים משקיעיה) הפרויקט כדאי.
- [שולוי] מדד הרוחניות - קритריון יחס שבודן את הפרופורציה בין הערך הנוכחי של התקבולים לערך הנוכחי של התשלומים (בערך מוחלט). ערך גבוה מ-1 משמעו שהפרויקט כדאי.
- [שולוי] החזר ההון שנתי - קритריון שונה שמחשב את הסכום התקופתי של ההכנסה שתצדיק את הפרויקט.

א. חשבו ענין, שת"פ ומדד רוחניות לכל אחד מהפרויקטים

מחיר ההון 12%

פרויקט / שנה	0	1	2	3	4
א	(19,946)	9,000	9,000	9,000	9,000
ב	(47,232)	20,000	20,000	20,000	20,000

חישוב ענין - ערך נוכחי נקי מצרפי (שווי כספי) לכל פרויקט :

$$NPV_A = -19,946 + 9,000 * PVFA(12\%, 4) = 7,390$$

$$NPV_B = -47,232 + 20,000 * PVFA(12\%, 4) = 13,515$$

חישוב שט"פ - שיעור תשואה פנימי:

בונים את משווהת העניין של כל פרויקט.

מציבים במקום מחיר ההון את ה- IRR כנעלם.

משווים את כל המשווהה ל-0.

מחלצים את IRR.

$$IRR_A: -19,946 + 9,000 * PVFA(IRR_A, 4) = 0 \rightarrow PVFA(IRR_A, 4) = 2.216 \rightarrow IRR_A = 28.65\%$$

$$IRR_B: -47,232 + 20,000 * PVFA(IRR_B, 4) = 0 \rightarrow PVFA(IRR_B, 4) = 2.362 \rightarrow IRR_B = 25\%$$

חישוב מDDR הרווחיות:

$$PI = \frac{PV_{\text{טකבוליים}}}{|PV_{\text{תשלומיים}}|} = \frac{NPV + I_0}{I_0}$$

כאשר :

הערך NPV הוא עניין הפרויקט.

הערך I_0 הוא סכום ההשקעה הראשונית בפרויקט, בערך מוחלט.

$$PI_A = \frac{7,390 + 19,946}{19,946} = 1.37$$

$$PI_A = \frac{13,515 + 47,232}{47,232} = 1.29$$

ב. בהנחת אי תלות בין הפרויקטים, באיזה / באילו מהם תשקיע החברה לפי כל קритריון?
רכיבוי הממצאים ("בלתי תלויים" = אפשר לבצע מה שנרצה, את שניהם, רק אחד, אף אחד...):

kritiron	מה כדאי לבצע לפי הקритריון?	פרויקט ב	פרויקט א	
ענ"ג - NPV	בහנחת אי תלות / מגבלה, כדאי לבצע כל פרויקט שה - NPV שלו חיובי. לכן, יבוצעו שני הפרויקטים.	13,515	7,390	
שת"פ - IRR	בහנחת אי תלות / מגבלה, כדאי לבצע כל פרויקט של השקעה שעבורו השת"פ (התשואה מהפרויקט) גבואה מחיר ההוו. כאן - שניהם_CDאים, כי תשואות שני הפרויקטים גבואה מחיר ההוו, 12%.	25%	28.65%	
מדד הרוחיות - PI	בහנחת אי תלות / מגבלה, כדאי לבצע כל פרויקט שעבורו מדד הרוחיות גבואה מ-1. כאן, שני הפרויקטים_CDאים.	1.29	1.37	

ג. בהנחה שהפרויקטים מוצאים זה את זה, באיזה / באילו מהם תשקיעו לפי כל קритריון?
ראינו שכל הפרויקטים_CDאים עקרונית, ואת כולם כדאי לבצע בהיעדר מגבלה. אלא שאם הפרויקטים מוצאים
זה את זה - המשמעות היא שניתן לבצע אחד מביניהם בלבד. וכך, לפי כל קритריון יועד לביצוע הפרויקט
שערך הקритריון המתאים שלו מירבי.

kritiron	מה יועד לביצוע לפי הקритריון?	פרויקט ב	פרויקט א	
ענ"ג - NPV	פרויקט ב	13,515	7,390	
שת"פ - IRR	פרויקט א	25%	28.65%	
מדד הרוחיות - PI	פרויקט א	1.29	1.37	

ד. מהם הגורמים לסתירה בין ענ"ג לשת"פ בכלל שקיימים, בהיבט דירוג הפרויקטים מסעיף ג'?
הגורמים לכך שנוצרה סתירה בין הפרויקט המקסם ערך כספי (ב) לבין הפרויקט הממקסם תשואה באחזois
(א) נובעת מוגדל השקעה שונה בפרויקטים. בפרויקט ב, גודל ההשקעה גבוהה יותר, ולכן מרות שהתשואה
היחסית באחזois נמוכה יותר - היא מתרגמת לערך כספי גבוהה יותר.

ה. השתמשו בערךון הפרויקט ההפרשי כדי "ליישב את הסטירה" בדילוג בין NPV ו-IRR
תחיליה, נזכיר את המבנה התזרימי של הפרויקטים א ו-ב בפני עצם :

פרויקט / שנה	0	1	2	3	4
א	(19,946)	9,000	9,000	9,000	9,000
ב	(47,232)	20,000	20,000	20,000	20,000

הפרויקט ההפרשי הוא פרויקט דמיוני שמודדר בתור פרויקט שתזרימיו הם ההפרש בין תזרימי הפרויקטים "המתחרים" או "המוציאים את זה". אנחנו נהגים לבצע הפקה של הפרויקט ה"קטן" מהפרויקט ה"גדול" :
כלומר, במקרה זה, נפחית מזרימי פרויקט ב (הוא הגדל - השקעה גדולה, הכנסות גבוהות) את תזרימי פרויקט ב. כך קיבל :

פרויקט / שנה	0	1	2	3	4
א	(19,946)	9,000	9,000	9,000	9,000
ב	(47,232)	20,000	20,000	20,000	20,000
ב בניכוי א - הפרשי	(27,286)	11,000	11,000	11,000	11,000

כאשר נתונים בפרויקט ההפרשי, מקובל לחשב את ה - IRR. איך נחשב את ה - IRR? עלינו לבנות משווהה המבטאת את הערך הנוכחי של כל תזרימי הפרויקט ההפרשי, להציב את מחיר ההון (IRR) כנעלם, ולהשווות ל-0 :

$$IRR \rightarrow NPV_{\text{הפרשי}} = 0 \rightarrow -27,286 + 11,000 * PVFA(IRR, 4) = 0$$

במהשך פיתוח קיבל :

$$11,000 * PVFA(IRR, 4) = 27,286$$

ואז :

$$PVFA(IRR, 4) = \frac{27,286}{11,000}$$

ואז בחלוקת מלווה-4 מקבלים בקירוב :

$$PVFA(IRR, 4) = 2.48 \rightarrow IRR \approx 22\%$$

כעת, בפגש קודם רأינו ש :

IRR	פרויקט ב	פרויקט א	קריטריון
13,515	7,390		ענ"ג - NPV
25%	28.65%		שת"פ - IRR

בנוסף כעת אני יודע ש :

הפרשי	פרויקט ב	פרויקט א	קריטריון
	13,515	7,390	ענ"ג - NPV
22%	25%	28.65%	שת"פ - IRR

בנוסף ידוע שמחיר ההון של החברה הוא 12%.

נפנה כתה לישוב הסטירה :

- לפי NPV מועדף פרויקט ב.
- לפי IRR מועדף פרויקט א.
- נניח שאנו רוצים לבנות קונסטרוקציה שתగרום לכך שגם לפי IRR פרויקט ב יהיה כדאי.
- לשם כך, נגידר את הפרויקט ההפרשי בתור פרויקט "נוסף" שהחברה יכולה לבצע.
- כאשר נבחן את כדאיות ההפרשי לפי IRR, אנחנו נטען ש :
- מבין הפרויקטים א-ו-ב לפי IRR מועדף.
- אבל בנוסף לא, במידה וניתן, כדאי לבצע גם את הפרויקט ההפרשי :

$$IRR_{\text{הפרשי}} = 22\% > 12\% = k$$

- מה שזה אומר בעצם : אם המשקיע יכול לבחור בין "א" בלבד, לבין "א" + "הפרשי", הוא יעדיף לפי IRR את א+ההפרשי.
- אבל א + ההפרשי = הוא פרויקט ב ! ומדוע? כי ההפרשי הוא בبنיכו א :

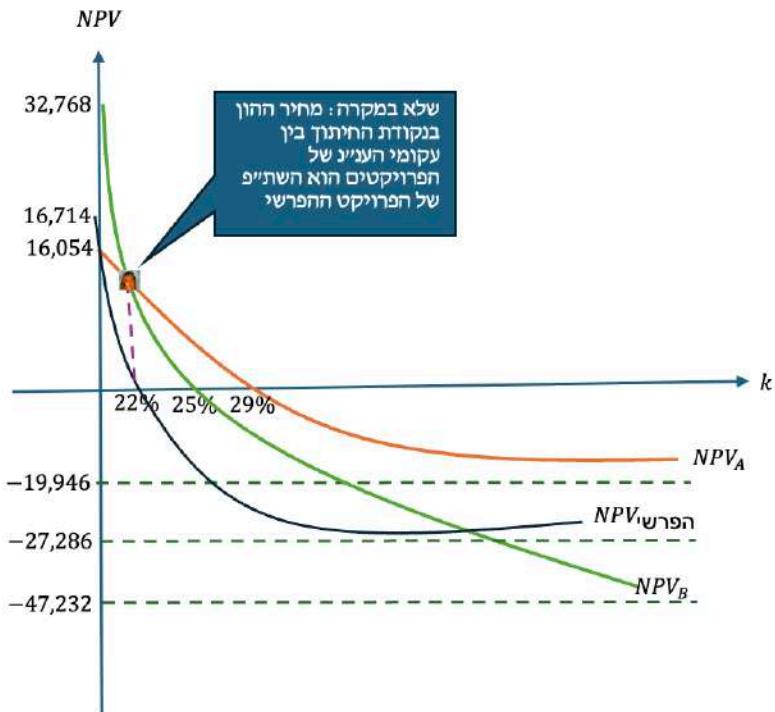
$$A + (B - A) = B$$

- כך קיבלנו שגם לפי השת"פ, אם נפצל את פרויקט B השלם, לשני פרויקטים שהם בדיקות אותו דבר, פרויקט B (העדיף לפי ענ"ג) יועדף - וכך יישבנו את הסטירה בין ענ"ג לבין שת"פ.

1. שרטוט עקומות הענ"ג של כל הפרויקטים כפונקציה של מחיר ההון - לרבות NPV הפרשי

הפרש	ה	ה	שנה
-27,286	-47,232	-19,946	0
11,000	20,000	9,000	1
11,000	20,000	9,000	2
11,000	20,000	9,000	3
11,000	20,000	9,000	4

נק' חיתוך עם ציר אופקי (k)	IRR =	22%	25%	29%
נק' חיתוך עם ציר אופקי (k=0)	סכום פשוט	16,714	32,768	16,054
סכום ההשקעה	ערך מינימום	-27,286	-47,232	-19,946



שאלה 50 - הגדרה ומשמעות בסיסית - של פרויקטים לא קונבנציונליים

הסבירו את המונח "פרויקטים לא קונבנציונליים" והדגימו באופן גרפי את הקושי בקבלת החלטות על בסיס כל השת"פ לאורו.

פתרון :

- מבוא : ככלל, הפרויקט שהוזג בשאלה קודמת הוא פרויקט "קלאסי" (קונבנציונלי) של השקעה. לא העמקנו בכך, אך הוא מתאפיין בתזרים שלילי שלאחריו תזרימי חיובים בלבד.
- פרויקט קלאסי (קונבנציונלי) מסווג אחר הוא פרויקט של (נטילת) הלואה. פרויקט של הלואה מתאפיין בתזרים חיובי שלאחריו תזרימי שליליים בלבד.
- בכל סוג הפרויקטים הקונבנציונליים (ההשקעות או הלואות) סימן תזרימי המזומנים מתחף (ممינוס לפולוס במקרה של השקעות, ומפלוס למינוס במקרה של הלואות) פעמי אחת בלבד.
- לעומתם, קיימים גם פרויקטים "לא קונבנציונליים". פרויקטים אלו הם פרויקטים שמספר היפוכי הסימן של תזרימייהם (מסימן חיובי לשילי ולהפך) שונה מ-1.

נדגמים :

פרויקט	0	1	2	3	4
א	-400	-100	80	200	900
ב	500	-100	-200	-300	-150
ג	800	800	800	-2,000	-2,000
ד	-400	-800	2,000	-100	-200
ה	-1,000	-2,000	-3,000	-4,000	-5,000
ו	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000

פרויקט א : קונבנציונלי של השקעה. קונבנציונלי = היפוך סימן אחד. והוא של השקעה כי התזרמים הראשונים שליליים.

פרויקט ב : קונבנציונלי של הלואה. קונבנציונלי = היפוך סימן אחד. והוא של הלואה - כי התזרמים הראשונים חיובי והתזרמים העוקבים שליליים.

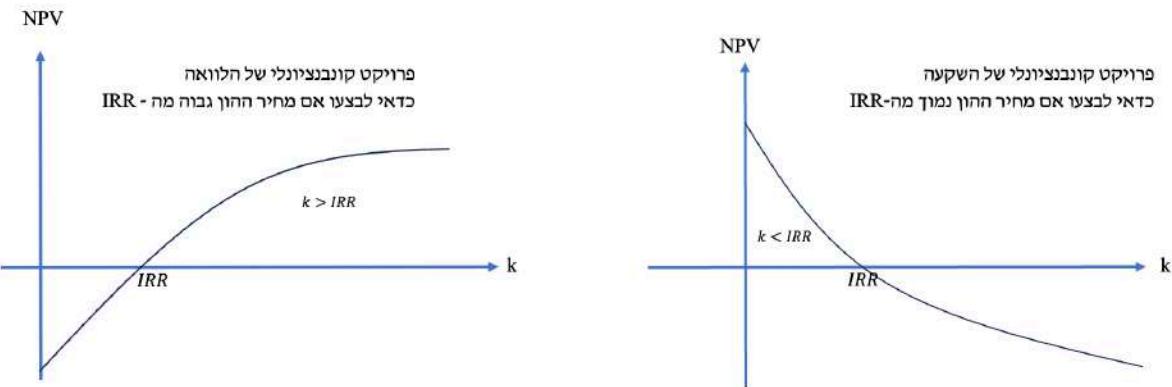
פרויקט ג : קונבנציונלי של הלואה.

פרויקט ד : לא קונבנציונלי (שני היפוכי סימן).

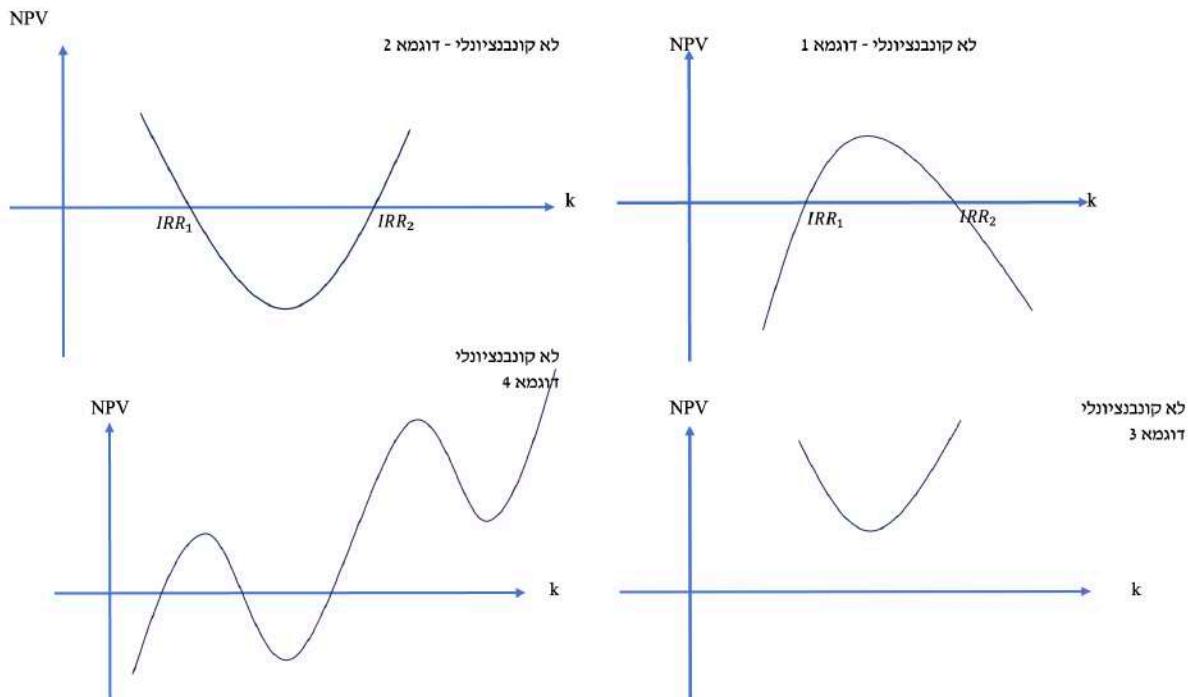
פרויקטים ה, ו : פרויקטים לא קונבנציונליים (גם אפס היפוכי סימן = לא קונבנציונלי).

פרויקטים לא קונבנציונליים אינם ניתנים לשיפוט על פי כלל השת"פ / IRR הויל ומספר השת"פים הוא עד מספר היפוכי הסימן. כלומר: **יתכן שלא יהיה שת"פ בכלל או שייהו כמה שת"פים.**

להלן תרשים המתאר את התצוגה הגנרטית של פרויקטים קונבנציונליים (של השקעה ושל הלוואה) ושל כדיותם של פונקציית ההפרש בין מחיר החון לשת"פ:



להלן דוגמאות לתרשיים (לא ממצה) לפרויקטים לא קובנציונליים, הממחישים את הביעיותות / היעדר האפשרות להכרעה בדבר כדאיותם לפי שת"פ:



כשאני מזהה פרויקטים לא קובנציונליים, יש אני נלחץ ואומר לעצמי: "וואוי רק שלא אנסה לשפוט כדאיות לפי שת"פ... כי השת"פ פה השתגע".

שאלה 55 - פרויקטים קובנציונליים וקשר בין ענ"ג לשת"פ במקרה של פרויקט בודד

פרויקט השקעה קובנציונלי הוא בעל ענ"ג חיובי.

- א. האם ניתן לומר שהפרויקט כדאי גם לפי קритריון השת"פ.
- ב. האם ניתן לומר שהפרויקט כדאי לפי קритריון ממד הרווחיות?

פתרון:

- א. אכן, עבור פרויקטים קובנציונליים של השקעה (עקום ענ"ג היורד משמאלו לימינו וחותך את ציר ה- k בנקודת ספציפית אחת ויחידה) תמיד מתקיים שענ"ג חיובי משמעו במקביל ל- $k > IRR$ קרי השת"פ גבוה ממחיר ההון, כלומר הפרויקט כדאי גם לפי כלל השת"פ (ראו תרשימים בעמוד הקודם).
- ב. קритריון ממד הרווחיות הוא קритריון יחסיב המודד את הפרופורציה שבין הערך הנוכחי של התקבולים לבין הערך הנוכחי של התשלומים.

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n PV_t}{\sum_{t=1}^n PV_{t-1}}$$

מדד זה ייעד על כדאיות השקעה, אם היחס גדול מ-1. ובמובן שמשמעות הדבר היא גם ענ"ג חיובי. במלים אחרות: עצם הענ"ג החיובי מוביל למדד רווחיות גבוהה מ-1 ול כדאיות לאורו.

בשמדובר בפרויקט קובנציונלי של השקעה ועסקים בפרויקט אחד ספציפי ולא בדירוג פרויקטים המוצאים זה את זה - נשמרת עקביות לפי כל הקריטריונים: ענ"ג חיובי ממשעו כדיות לפי שת"פ וכן כדיות לפי מדריך הרוחניות. **הערה של מר משה קורסיאס 2.2.2024: ש, אני הדגש לסטודנטים: העקביות נשמרת תמיד לפי כל הקריטריונים בפרויקטים קובנציונליים של השקעה; אבל לא נובע מכך שהעקביות מופררת בין PI וענ"ג בפרויקטים אחרים. בפרט, לאור ההגדרה של קרייטריון PI, הרי ברור ש - PI גדול מ-1 משמעו ענ"ג חיובי (ראו עמוד קודם) וזאת ללא תלות בסוג הפרויקט.**

שאלה 52 - חזרה על פרויקטים

באפשרות להשקיע באחד מ-3 הפרויקטים הבאים:

5	4	3	2	1	0	
	200	200	200	200	-100	א
		700	250	150	-300	ב
500	400	300	200	100	-200	ג

מחיר ההון של החברה הוא 5% לשנה.
בחירה בפרויקט א מחייבת לחזור עליו פעמיים, בחירה בפרויקט ב מחייבת לחזור עליו אינסוף פעמיים ועל פרויקט ג לא ניתן לחזור. מהו הפרויקט שיעודף?

פתרון:

שימו לב! חשוב מאד להבדל בין שאלות הדנות בעצם הכספיות של פרויקט בודד העומד בפני עצמו (כגון השאלה הקודמת) לבין **שאלות המבוקשות לדרוג מספר פרויקטים / לבחור ביניהם. בכלל, הקרייטריון הדומיננטי המוביל למסקנה כלכלית נכונה לצורך זה הוא קרייטריון הענ"ג בלבד.**
שימו לב, ציינו שלפחות על חלק מהפרויקטים נדרש לחזור (לבצע שוב לאחר סיום הביצוע שלהם). כדי לתפעל מכך כזה, נתחל בчисוב נאיבי פשוט של ה- NPV הבסיסי של כל פרויקט "למחזר הפעלה אחד". לאחר מכן, נראה כיצד אפשר לתקן אותו כדי לגלו את אפשרות החזרה.

ענ"ג פרויקט א פשוט מאד לчисוב - הואיל ותזרימי ההכנסה שלו הם בגדר סדרה:

$$NPV_A = -100 + 200 * PVFA(5\%, 4) = -100 + 200 * 3.546 = 609.2$$

ענ"ג פרויקט ב כולל השקעה ראשונית שלאחריה 3 תזרימי השווים לחלוון זה מזה. לכן, אי אפשר לחשב ערך נוכחי תוק שימוש בנוסחת סדרה, אלא נחשב PV לכל תזרים עתידי בנפרד, כתזרים בודדים, ונסכום:

$$NPV_B = -300 + 150 * (1 + 5\%)^{-1} + 250 * (1 + 5\%)^{-2} + 700 * (1 + 5\%)^{-3} = 674.3$$

ענין פרויקט ג - כולל גם הוא השקעה ראשונית שאחריה תזרימיים משתנים :

$$NPV_g = -200 + 100 * 1.05^{-1} + 200 * 1.05^{-2} + 300 * 1.05^{-3} + 400 * 1.05^{-4} + 500 * 1.05^{-5}$$

$$NPV_g = 1,056.6$$

כל זה היה נכון למחוזר הפעלה אחד ; ככלומר **בשלב ראשון** התעלמנו לחלוטין מה צורך / האפשרות לחזור על חלק מהפרויקטים. נרכז את הממצאים :

פרויקט	מחוזר הפעלה אחד	מחוזר הפעלה אחד - NPV
א	4	609.2
ב	3	674.3
ג	5	1,056.6

בשלב השני (הבא) - צריך להתייחס לחזרתיות. בהקשר זה, כדי לבצע חישוב שוויי פרויקטים החזריים על עצםם, ניתן להתייחס לכל ענין של מחוזר הפעלה אחד - כל תזרימי שתדירותו היא כמשמעות מחוזר הפעלה של הפרויקט. ולמה כוונתי? פרויקט א הוא ל-4 שנים. הענין שלו לזמן 0 הוא 609.2. אך אם נחזר על הפרויקט הזה, המשמעות היא שזמן 4 נוצר שוב ענין זהה בסכום זהה.

ענין מחוזר הפעלה 2	609.2	4	3	2	1	0	א
--------------------	-------	---	---	---	---	---	---

נתאים את מחיר ההון שהוא 5% לשנה, לתקופת מחוזר הפעלה אחד של הפרויקט (בפרויקט א - 4 שנים) יש לשים לב שמחיר ההון הוא תמיד במנוחים של ריבית אפקטיבית, וכן ההתאמה היא באמצעות חזקה מתאימה :

$$(1 + 5\%)^4 - 1 = 21.55\%$$

ואז הענין המכراضי לביצוע פרויקט א פערמים יהיה :

$$NPV_{\text{א.פערם}} = 609.2 * PVFA(21.55\%, 2) * (1 + 21.55\%)$$

הוail ושיעור הריבית איננו עגול, נחשב את ערך PVFA באמצעות נוסחתו המתמטית :

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} = \frac{1 - \frac{1}{(1+21.55\%)^2}}{21.55\%} \approx 1.5$$

נציב ונקבל את הענין הכלול הנובע מהפעלת פרויקט א פערמים :

$$NPV_{\text{א.פערם}} = 609.2 * 1.5 * (1 + 21.55\%) = 1,110.7$$

הסביר :

הענ"ג של מחזורי הפעלה מהוון כמספר מחזורי ההפעלה ובמחיר ההון המתאים לתקופת הפעלה - 4 שנים. אלא, שהויל והערך של הענ"ג המיציג את ה"תזרים" הראשון הוא בזמן 0, והואיל וערך הנוכחי של סדרה מוביל תמיד למועד הזמן שהוא "תקופת היון אחת אחרת" ביחס למועד התזרים הראשון, הרי שkopfci 4 שנים אחרת, והיביטוי $609.2 * PVFA(21.55\%, 2)$ יציג את הענ"ג בזמן 4. כדי לתקןזמן 0, כפלנו שוב ב-1 ועוד מחיר ההון ל-4 שנים.

ניבור בעת **פרויקט ב**. זהו פרויקט שמשך ביצועו (ולכן פרק הזמן בין התרחשויות הענ"ג שלו) 3 שנים. כמו כן, על פרויקט זה חוזרים לאינסוף:

לאינסוף...	6	3	0	ב
	674.3 ענ"ג מחזורי הפעלה 3	674.3 ענ"ג מחזורי הפעלה 2	674.3 ענ"ג מחזורי הפעלה 1	

כדי לחשב ערך הנוכחי לסדרה אינסופית זו, שתדריות תזרימיה 3 שנים, נחשב את מחיר ההון הבלתי שנתי. כזכור, הוא היה בשיעור 5% לשנה, ולכן לתקופה של 3 שנים ערכו:

$$(1 + 5\%)^3 - 1 = 15.7625\%$$

ערך הנוכחי של סדרה אינסופית (פרויקט ב מתאים לכך, בהינתן החזרתיות עליו לאינסוף) מתקבל על ידי חלוקת התזרים הקבוע במחיר ההון לתקופת תשלום:

$$NPV_{Ens of} = \frac{674.3}{15.765\%} * (1 + 15.765\%) = 4,951$$

כעת, לאחר ששיםשרנו (התיחסנו לדרישה / לצורך חזרה חלק מהפרויקטים ולחשב את ענ"ג המתואם בהתאם), התוצאות הן:

פרויקט	ענ"ג
א - ביצוע פעממיים (8 שנים)	1,111
ב - ביצוע לאינסוף	4,951
ג - ביצוע פעם אחת	1,057

ולכן יש להעדיף את פרויקט ב.

שאלה 53 - שימוש בהגדרת השט"פ לחילוץ תזרימיים - לבית

פרח בע"מ שוקלת לבצע את אחד מבין הפרויקטים הבאים:

4	3	2	1	0	
x	x	x	x	-100	א
y	y	y	y	-60	ב

ידעו שהشت"פ של פרויקט א הוא 15%, והشت"פ של פרויקט ב הוא 20%.

נדרש 1: חשבו את x ואת y.

נדרש 2: חשבו את השט"פ של הפרויקט ההפרשי.

פתרונות:

נדרש 1: ההגדרה המתמטית של השט"פ קובעת, שאם נחשב NPV לפרויקט, ונציב בתור מחיר ההון את השט"פ, איזי התוצאה היא אפס (הشت"פ הוא מחיר ההון התיאורטי המאפס את הענ"נ). בהתאם להגדרה זו:

$$NPV_A = 0 = -100 + x * PVFA(15\%, 4) \rightarrow x \approx 35.026$$

$$NPV_B = 0 = -60 + y * PVFA(20\%, 4) \rightarrow y \approx 23.175$$

נדרש 2:

4	3	2	1	0	
35.026	35.026	35.026	35.026	-100	א
23.175	23.175	23.175	23.175	-60	ב
11.851	11.851	11.851	11.851	-40	הפרשי: א בניכוי ב

כדי לחשב את שט"פ הפרויקט ההפרשי, כזכור, יש לבנות משווהות עניין, להציב בה את מחיר ההון כנעלם, ולהשוותה לאפס.

$$NPV_{Hefreshi} = -40 + 11.851 * PVFA(IRR, 4) = 0 \rightarrow IRR = 7.157\%$$

הערה חשובה: את ה- IRR פתרתי באקסל, וזאת מהטעם שבנתונים שבניתי, הריבית המתקבלת אינה עגולה, ולא ניתן היה לאיירה בצורה ברורה בלוח א-4. במלות, על פי רוב, הריבית שתחולץ תהיה עגולה ומתואמת ללוח אופן מלא.

שאלה 54 - קבלת הכספיים מוקדם / מאוחר - השפעה על כדאיות ועל שת"פ - לביה

שני פרויקטים דורשים השקעה ראשונית זהה, ומנייבים תקבולים בסכום כולל זהה. אלא שבפרויקט א התקבולים הגבוהים מתקבולים בשנים הראשונות, והקטנים בשנים האחרונות, ובפרויקט ב התקבולים הגבוהים מתקובל בשנים האחרונות, והקטנים בשנים הראשונות.

א. איזה פרויקט כדאי יותר?

ב. לאיזה פרויקט שת"פ גבוהה יותר?

פתרון :

א. בהגדרה, קבלת עיקר הכספיים מוקדם יותר מגדילה את ערכם הנוכחי (את הענ"נ), את שוויים ואת הcadיות. לכן פרויקט A עדיף.

ב. בהגדרה, קבלת הכספיים מוקדם יותר מקטינה את סכום ההשקעה, וגורמת לתשואה להיות מحسوبة ביחס לקרן השקעה קטנה יותר, מה שմגדיל את התשואה באחזois - כלומר, את השת"פ.

במפגש המחשנו טיעונים אלו על בסיס אקסל:

	אפרת	פרח
0	-1,000	-1,000
1	500	100
2	400	200
3	300	300
4	200	400
5	100	500

IRR	20%	12%
-----	-----	-----

שאלה 54.1 - בחירת תמהיל פרויקטים מיטבי במקורה של מגבלת תקציב

לחברה הוצעו להשקעה 5 פרויקטים :

פרויקט	השקעה באלפי ש"ח	מדד הרווחיות	ענין
א	1,000	1.15	150
ב	600	1.2	120
ג	300	0.83	?
ד	700	1.17	119
ה	900	1.1	90

החברה כפופה למגבלת תקציב של 2,000,000 ש"ח (2,000 אלף ש"ח). בנסיבות אלו, הפרויקטים שייבחרו יגדילו את ערך הפירמה ב :

- א. 240 אלף ש"ח
- ב. 269 אלף ש"ח
- ג. 270 אלף ש"ח
- ד. 210 אלף ש"ח
- ה. 209 אלף ש"ח

ר��ע ופתרון (התשובה ג, להלן פתרון) :

כאשר נדרש לבחור בין פרויקטים המוציאים זה את זה ו/או כאשר קיימת מגבלת תקציב - שוב תacen סטירה בין הכספייטריוונים. והמלך שלנו, הכספייטריוון הכלכלי הנכון לבחירה, זה שמקסם את ערך הפירמה ולפיו נועל אלא אם כן ביקשו מפורשות אחרת - הוא קysiיטריוון ה - NPV.

במילים אחרות, אם קיבל טבלת פרויקטים שמצוצת בתווני NPV, IRR, PI ואדרש לבחור בתמהיל מיטבי בכפוף למגבלת השקעה מקסימלית פשוט אבחן את העניין המצריפי המתאפשר מכל צירוף פרויקטים העומד במגבלת התקציב - ואבלר את המקסימלי נקודה.

בתור התחלה, נעייף החוצה פרויקטים בעלי עניין שלילי / מדד רווחיות קטן מ-1 / שט"פ נמוך ממחיר ההון (במקורה של השקעות). כך שאת ג אני שולב בימידי.

פרויקט	השקעה באלפי ש"ח	מדד הרווחיות	ענין
א	1,000	1.15	150
ב	600	1.2	120
ד	700	1.17	119
ה	900	1.1	90

נבחן את הוריאציות המתאפשרות בסכום השקעה מצריפי של 2,000 :

$$NPV_{A+B} = 150 + 120 = 270$$

$$NPV_{A+D} = 150 + 119 = 269$$

$$NPV_{A+E} = 150 + 90 = 240$$

$$NPV_{B+D} = 120 + 119 = 239$$

$$NPV_{B+E} = 120 + 90 = 210$$

$$NPV_{D+E} = 119 + 90 = 209$$

חברים וחברות, יש לנו מנצח: שילוב הפרויקטים המתאפשר במוגבלות התקציב ומקסם את ה- NPV שילוב פרויקטים א ו-ב מה שMOVEDIL לענין מצרפי (=עליה בערך החברה) בסך של 270 אלפי ש"ח.

שאלה 54.2 - פרויקטים משלימים

לחברה הוצע להשקיע ב-2 פרויקטים שערכיהם באלפי ש"ח הם כדלקמן:

זמן	פרויקט ב	פרויקט א
-500	-800	0
140	180	1
140	180	2
140	180	3
140	180	4
140	180	5

שיעור ההיוון הוא 5%.

הניחו כי קיימת תלות בין ההשקעות, כך שביצוען בו זמן יותר יוביל לכך שתזרימי פרויקט א יגדלו ב-40 א' ש"ח בשנה (ambil שיחול שינוי בתזרימי פרויקט ב).

מבחן שהחברה תעדייף:

- להשקיע רק בפרויקט א
- להשקיע רק בפרויקט ב
- להשקיע בשני הפרויקטים
- לדוחות את שני הפרויקטים
- כל יתר התשובות שגויות

רקע ופתרון (התשובה ג - להלן הפתרון):

כפי שאמרה רים: כאשר הפרויקטים הם תלויים, המשמעות היא שביצוע האחד משפייע על الآخر ולהפך. במקרה זה, תיארו את סוג התלות במובן זה שהאשר שני הפרויקטים מבוצעים בו זמןית, תזרימי א' גדלים ותזרימי ב' לא משתנים. מצב כזה של תרומה לתזרים הכוון כתווך של מילוב הפרויקטים נקרא **פרויקטים משלימים**. בהינתן הצורך לבחון את ביצועם, ניציר 3 חלופות לשם החלטה:

חלופה 1: ביצוע א בלבד - לפי נתוני הקיימים.

חלופה 2: ביצוע ב בלבד - לפי נתוני הקיימים.

חלופה 3: ביצוע א + ב - לפי הנתונים הקיימים בתוספת השיפור הנובע מביצוע משולב.

כמו כן, מבחינת הקритריון שנייהם, הואיל ולא הגבילו אותנו - כמובן שכלל על הקритריון שהוא המלך, על העניין - NPV שמיקסומו הוא מטרת החברה העילונה.

זמן	פרויקט A	פרויקט B	A+B
0	-800	-500	-1300
1	180	140	360
2	180	140	360
3	180	140	360
4	180	140	360
5	180	140	360

$$k = \text{נתוע} = 5\%$$

NPV =	פרויקט A	פרויקט B	A+B
	-20.694	106.127	258.612

כאשר : תזרימי פרויקטים A+B ביצוע משותף / יחד הם החיבור של תזרימי ההכנסה של פרויקט A (משנה 1 ואילך) עם תזרימי ההכנסה של פרויקט B (משנה 1 ואילך) בתוספת 40 (ההשפעה התוספתית של השילוב הנתונה בשאלת).

חישוב העניין של אופרטור בהינתן מחיר הון של 5% :

$$NPV_A = -800 + 180 * PVFA(5\%, 5) \approx -20.694$$

$$NPV_B = -500 + 140 * PVFA(5\%, 5) \approx 106,127$$

$$NPV_{A+B} = -1,300 + 360 * PVFA(5\%, 5) \approx 258.612$$

מכאן, שנדייף לבצע את שני הפרויקטים בו זמינות (כך יתקבל עניין מצרי מירבי).

שאלה 54.3 - החזר הון שנתי - חישוב הכנסה מינימלית להצדקה פרויקט
 חברת שוקلت לרכוש מכונה לחימום נקניק. לפי ההסדר עם היבואן התשלומים בגין המכונה יבוצעו בתחילת כל שנה במשך 4 שנים סכום של 200 אלף ש"ח לשנה. ההכנסות ממכירת המוצר צפויות להתקבל החל מיום השנה ה-4 במשך 6 שנים. בהנחה שמחיר הון של החברה הוא 15%, מהי הכנסה השנתית המינימלית אשר תצדיק את ביצוע הפרויקט?

רקע ופתרון :

ככל, הכנסה השנתית המינימלית המצדיקה פרויקט היא זו אשר בהינתנה, ה- NPV הוא אפס (מינימום הכספיות). לפיכך, אם נבנה את משווהת ה- NPV, נציב את סכום הכנסה התקופתית כנעלם, ונשווה לאפס - חילוץ הנעלם הוא התשובה לשאלה.
 מעבר לעובדה בסיסית זו, המושג הנ"ל = הכנסה התקופתית המצדיקה את הפרויקט - נקרא גם "חזר הון שנתי".
 במלים אחרות, אם היו דורשים מאייתנו לחשב את החזר הון השנתי ולקבע כדאיות לאורו, היתי פועל בדיקת אותה הגישה.



זמן	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	זמן
תזרים	x	x	x	x	x	x	-200	-200	-200	-200	

הסבירים: הויל ו-4 תזרימי הULOות הם בתחילת כל שנה, הרי שבמוקם להציבם על ה"ציר" בזמן 1 עד 4, הם יוצבו בזמן 0 עד 3.

ניצור כאמור את משווהת העניין - שבת התזרים x הוא נעלם - ונשווה לאפס :

$$NPV = -200 * PVFA(15\%, 4) * (1 + 15\%) + x * PVFA(15\%, 6) * (1 + 15\%)^{-3} = 0$$

נפתח ונקבל :

$$-200 * 2.855 * 1.15 + x * 3.784 * 1.15^{-3} = 0$$

כלומר :

$$-656.65 + 2.488x = 0 \rightarrow x \approx 263.9$$

המשמעות היא שהכנסה השנתית המינימלית שתצדיק את הפרויקט היא כ- 263.9. פרשנות נוספת בצד הטכני היא לומר ש"במקרה זה, החזר הון השנתי הוא 263.9".

שאלה 54.4 - מושגי יסוד לגבי תלות בין פרויקטים

1. הסבירו את המושגים הבאים :

- א. פרויקטים בלתי תלויים כלכליות.
- ב. פרויקטים "ללא קיצוב הון".
- ג. פרויקטים בלתי תלויים כלכליות ללא קיצוב הון.
- ד. פרויקטים המוציאים זה את זה.

2. הסבירו מהו הקriterion הרלוונטי לדירוג הפרויקטים / החלטה לגבייהם.

פתרונות :

1. הסבר המושגים :

א. פרויקטים בלתי תלויים כלכליות CIA (CIA = Capital Intensive Activities) – אלו הם פרויקטים שניתן לביצוע באופן אוטונומי, כאשר ביצוע אחד מהם לא משליך על עצם יכולת לבצע את הפרויקט الآخر ; וכן לא משפייע לטובה או לרעה על תזרימי הפרויקט האחר. הדוגמה : רותם הוא משקיע עשיר במיוחד ; מוצע לו לפתח בורקס בעפולה ו/או חברת סטארט אפ.

ב. פרויקטים "ללא קיצוב הון" – המונח "קיצוב הון" הוא מילה אחרת ל"מגבלת השקעה". כאשר לחברה מוצע להשקיע במספר פרויקטים, אבל גובה ההשקעה המצרפי שתוכל לבצע מוגבלanno נאמר שהוא פועלם בעולם עם קיצוב הון. לעומת זאת, בעולם ללא קיצוב הון – אין מגבלת השקעה.

ג. פרויקטים בלתי תלויים כלכליות ללא קיצוב הון = לא זאת בלבד שהפרויקטים בלתי תלויים, אין שום מגבלה על היקף השקעה מסוימלי שאליו כפופה החברה (היא תעשה "מה שבאה לה" מתוך האפשרות). דענו לכם, שאם אמרו שפרויקטים הם בלתי תלויים, ללא מידע נוסף – המשמעות היא שהם בלתי תלויים ללא קיצוב הון.

ד. פרויקטים המוציאים זה את זה – פרויקטים אשר ביצוע האחד מהם מבטל (מושcia) את יכולת לבצע את הפרויקט האחר (ראו בין היתר סעיפים ג ו איילך של שאלה 1(49)).

שאלה 54.5 – חישוב ענין'ן כאשר מחיר ההון משתנה

למשקיעי הצע פרויקט שתזרימייו כדלקמן :

זמן	0	1	2	3	4	5
תזרים	-80,000	-90,000	-100,000	-50,000	400,000	500,000

ידוע שמחיר ההון של החברה הוא 5% לשנה בכל אחת מ-3 השנים הראשונות, ו-10% לשנה בכל שנה לאחר מכן.
נדרש : מהו ענין'ן הפרויקט.

פתרונות :

ראשית, באיזה תחום בכלל השאלה דנה? לאיזו יחידה אנו קשורים?
הואיל ודנים בפרויקט, שתזרימיו נתוניים, ומהידוע הקיים הוא לגבי מחיר ההון של החברה, אני יודע שאני ביחידת 6 – יחידה שדנה בחישובי כדיות פרויקטים מנוקדות ראותן של חברות.

מה זה מחיר ההון? כיצד הוא שונה מריבית? עקרונית – לצרכינו, הוא לא מודד שונה, עדין מדובר באחוז מסוים שבו נהוו (נחשב PV) לתזרימיים העתידיים של הפרויקט. בrama הפרקטי – בחברות (בשונה מעסקים פרטיים

או אנשים פרטיים) קיימים מגוון רחב של מקורות מימון – הלוואות מסוגים שונים, אגרות חוב, מנויות מסוגים שונים וכן הלאה. לכל מקור מימון כזה קיימת "ריבית" (דרישת תשואה / מחיר הון) אחרת מצד משקיעיה. לאור זאת, למעשה, בחברה יש "ערבי ריבית שונים ומגוונים" שככל אחד מהם מייצג מקור מימון שונה. השיקול של מקורות המימון והריביות בגין מוביל ל"ריבית משוקלת" שנקראת "מחיר הון".

בהתמצית: חישוב ענין פרויקט = ערך נוכחי נטו של כל תזרימי = יחידה 6 (מחיר הון = ריבית).

$$NPV = -80,000 - 90,000 * (1 + 5\%)^{-1} - 100,000 * (1 + 5\%)^{-2} - 50,000 * (1 + 5\%)^{-3} + 400,000 * (1 + 10\%)^{-1} * (1 + 5\%)^{-3} + 500,000 * (1 + 10\%)^{-2} * (1 + 5\%)^{-3}$$

$$NPV \approx 371,471$$

הואיל וענין הפרויקט חיובי, כדי לקבלו: המשמעות היא שבהתחשב בתזרימי, בעיתויים ובדרישות התשואה של המשקיעים – עדין הערך הכללי חיובי. שימו לב שכאשר חישבנו את ה- NPV כבר גילמנו את דרישות התשואה של המשקיעים, لكن ערך ה- NPV או ענין (ערך נוכחי נקי) הוא סופי וחיבויו מעידה על כדאיותו.

שאלה 54.6 – הלוואה מסובסדת לעידוד פרויקט

חברה שוקלת לבצע פרויקט של השקעה שדורש מהחברה לשלם 2,000 ש"ח והוא מנתב תזרים חיובי בסך 582.57 ש"ח לשנה במשך 5 שנים. כדי לעודד את ביצוע הפרויקט מציעה הממשלה לחברת הלוואה בסך של 1,500 ש"ח שנושאת ריבית שנתית בשיעור 10% ונפרעת ב-5 תשלומים שנתיים של קרן וריבית. בהנחה שמחיר הון של החברה הוא 15%, מהו שט"פ התכנית והאם התכנית כדאית?

פתרון:

תחילה, נרצה לאפיין את תזרימי המזומנים המצרפיים מהפרויקט בכל נקודת זמן. אלו יתיחסו הן לתזרימי הפרויקט הנתונים, והן לתזרימי הלוואה (קבלת החזרה) בכל נקודת זמן. נקבל ווראו גם הסבר לאופן חילוץ החזרי הלהואה בצלום המשך:

זמן	5	4	3	2	1	0
הפרויקט	582.57	582.57	582.57	582.57	582.57	-2,000
הטבה	-395.67	-395.67	-395.67	-395.67	-395.67	1,500
סה"כ תכנית	186.90	186.90	186.90	186.90	186.90	-500

סכום הלוואה הוא הערך הנוכחי של החזרה, בהיוון בRibbit המגולמת בה:

$$LOAN = PV(PMTs) \rightarrow 1,500 = x * PVFA(10\%, 5) \rightarrow x = 395.67$$

מבחינתי – הפרויקט כעת מיוצג על ידי התזרימיים המצרפיים בצהוב. ובהקשר זה, אטען:

הדרך המתמטית לחשב את התשואה הממוצעת באחזים מפרויקט (שת"פ – שיעור תשואה פנימי) היא על בסיס המשפט הבא:

בונים את משווהת / נוסחת העניין / NPV .
 מסמנים את מחיר ההון (הרביבית להיוון) כנעלם.
 משווים את כל הביטוי ל-0.

נוסחת העניין :

$$NPV: -500 + 186.9 * PVFA(15\%, 5)$$

נוסחת חילוץ השט"פ (IRR) :

$$-500 + 186.9 * PVFA(IRR, 5) = 0$$

מפה נוכל להגיע ל :

$$PVFA(IRR, 5) = 2.675 \rightarrow IRR \approx 25\%$$

כדי שפרויקט יהיה כדאי לפי קритריון השט"פ, נדרש לעמוד בשני תנאים :
 א. הפרויקט הוא פרויקט "רגיל" של השקעה (אתה משקיע ואז מקבל) – נרחב בהמשך.
 ב. השט"פ גבוהה ממחיר ההון (מהתשואה אותה דורשים המשקיעים).

כון, השט"פ שהוא 25% גבוהה ממחיר ההון שהוא 15%, מה שמעיד על כדאיות הפרויקט.

2. קרייטריונים רלוונטיים (בנחתה שמדובר בפרויקטים קונבנציונליים של השקעות) :

סוג הפרויקט	NPV ענין	IRR שת"פ	PI מדד רוחניות
בלתי תלויים ללא קיצוב הון	יש לבצע כל פרויקט אשר מקיים $NPV > 0$	יש לבצע כל פרויקט אשר מקיים $IRR > k$	יש לבצע כל פרויקט אשר מקיים $PI > 1$
מציאותים זה את זה	יש לבצע את הפרויקט שה - NPV שלו מירבי. הكريיטריון תקף.	עלול שלא להיות תקף (ראו סטירה בין IRR ל- NPV בשאלה 49.1)	עלול שלא להיות תקף: גם קרייטריון זה הוא בסופו של יום - יחסית
פרויקטיםבלתי תלויים אך בתנאי קיצוב הון	יש לבצע את תמהיל הפרויקטים המוביילים ל- NPV מטרפי כולל miribi. הكريיטריון תקף.	עלול שלא להיות תקף, מאוتها סיבה שאיננו תקף כאשר מוצאים זה את זה	עלול שלא להיות תקף: גם קרייטריון זה הוא בסופו של יום - יחסית

רקע ותוכן:

- הסברים ותרגילים בנושאי ריבית נכללו גם בתכנים המוכתבים לעיל כ"מפגש 2". מטעמי קוצר יריעת, לא עברנו על כולם, אך דעו כי כולם רלוונטיים.
- לצד זאת, בפגש הקודם הוצגו עקרונות ועיקרים ביחידה 6 (כדאיות פרויקטים). גם בהקשר זה, קיימים מידע רב ערך ללימוד עצמי בתכנים המפגש הקודם.
- כמו כן, חוזר על ההנחה ללמידה באמצעות לב ובעוצמה מהרצפים. בדרך כזו, יהיה לכם גם בסיס איתן הדרוגתי (רצפים) אך לא נזנה את הרמה הנדרשת ב厰וחן, שהיא חשובה מאוד מאוד.
- ספציפית בפגש זהה – נציג בהדרוגה את המהות והמשמעות של חישובי ריבית (ישנים הסברים נוספים במקטעים שדילגנו עליהם בפגש 2, אך נתחיל מאפס לנוחות הלומד). נתרgal מספר תרגילים בסיסיים יחסית ואז נ עבור לתרגול ברמת בוחנה לדגשים נוספים.
- ככל שייתיר הזמן, ננוק גם דגשים ותרגילים מבחנים לגבי יחידה 6 בדבר כדאיות פרויקטים.
- בפגש הבא – עוברים ליחידה 8 בכל מקרה.

שאלה 54.7 – חישובי ריבית – מיני רצוי ותחשב בסיסי לסוגי המרות ריבית

מציעים לך ליטול הלוואה בסך 100,000 ש"ח לשנה. ההלוואה מסולקת בתשלום אחד יחד עם הריבית הצבורה במועד סיום ההסדר. להלן המסלולים המוצעים לך:

מסלול א: הלוואה הנושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 6% המוחשבת כל חודש.

מסלול ב: הלוואה הנושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 7% המוחשבת כל רבעון.

מסלול ג: הלוואה הנושאת ריבית המנוכה מראש בשיעור 5% לשנה.

מסלול ד: הלוואה שאינה נושאת ריבית, אך דורשת תשלום עמלת ערך מסמכים בשיעור 3% מסכום העסקה מיד בתחליתה, ותשלום דמי פירעון בשיעור 3% בסיום הלוואה.

מסלול ה: הלוואה הנושאת ריבית רבעונית בשיעור 2%.

נדרש: חשבו את הריבית האפקטיבית השנתית בכל מסלול ועל בסיסה, קבעו מהו המסלול המועדך.

פתרון:

מהי בכלל ריבית אפקטיבית? זהה למשמעות הריבית ה"אמיתית" או ה"כוללת", זו שambilיה בחשבון את מכלול השפעות העסקה על עלות המימון הכלוליה בה. בפרט: ריבית אפקטיבית מביאה בחשבון השפעות של ריבית דרייבית, וכן השפעות של ריבית מראש, עלויות עסקה וعملות.

המקרה שבו הריבית הנתונה נקובה, והיא "מחושבת כל ריבית דרייבית – מסלולים א ו-ב:" המושג "חישוב ריבית" משמעו חישוב יחס של הריבית הנתונה בהתאם לתקופת החישוב, במלים אחרות – אם (מסלול א): הריבית השנתית הנקובה 6% והיא מחושבת כל חודש:

$$r = \frac{R}{n} \rightarrow r_{\text{חודש}} = \frac{6\%}{12} = 0.5\%$$

כasher :

הሪיבית הנקובה הנטונה	R
מספר תקופות חישוב הריבית בתקופה הנקובה הנטונה	n
הריבית לתקופה חישוב אחת (גם נקובה וגם אפקטיבית)	r

כעת, כאשר אני אוחז בריבית לתקופה חישוב, אוכל להמיר אותה לריבית אפקטיבית לתקופה אחרת באמצעות מערך חזקה מתאים :

$$r_e = (1 + r)^m - 1 \rightarrow r_e = (1 + 0.5\%)^{12} - 1 = 6.168\%$$

כasher :

הריבית לתקופה חישוב אחת (גם נקובה וגם אפקטיבית)	r
מספר תקופות חישוב הריבית בתקופה הנדרשת	m
ריבית אפקטיבית לתקופה הנדרשת	r_e

אפשר גם "לשלב" את הנוסחאות אחת שמסוגלת להמיר ריבית נקובה המוחושבת מספר פעמים לריבית אפקטיבית לתקופה הנדרשת :

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 \rightarrow r_e = \left(1 + \frac{6\%}{12}\right)^{12} - 1 = 6.168\%$$

(מסלול ב) : הריבית השנתית הנקובה 7%, מחושבת כל רביעון :

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 \rightarrow r_e = \left(1 + \frac{7\%}{4}\right)^4 - 1 = 7.186\%$$

מסלול ג : הלוואה הנושאת ריבית המנוכה מראש בשיעור 5% לשנה

כאשר ריבית מנוכה מראש – הדבר מגדיל את הריבית האפקטיבית בשיעור ניכר מעלה ערכה המוצהר / הנקוב. מדוע? משום שכאשר מנכימים מראש, משלמים את אותה ריבית על פחות קרן. הנוסחה המתאימה לחישוב זה היא צו שمبיאה בחשבון את העובדה שניכוי מראש למעשה מקטין את הקרן הראשונית, ולא מגדיל את התשלום הסופי.

$$r_e = \frac{1}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1 \rightarrow r_e = \frac{1}{\left(1 - \frac{5\%}{1}\right)^1} - 1 = 5.263\%$$

כasher :

הריבית (הנקובה) המנוכה מראש	R_d
מספר תקופות חישוב הריבית בתקופה הנקובה (אם לא נאמר – 1)	n_d
מספר תקופות חישוב הריבית בתקופה הנדרשת	m_d
ריבית אפקטיבית לתקופה הנדרשת	r_e

מסלול ד : הלוואה שאינה נושאת ריבית, אך דורשת תשלום עמלת ערך מסמכים בשיעור 3% מסכום העסקה

מיד בתחילתה, ותשלום דמי פירעון בשיעור 3% בסיום הלוואה

כמובן שעצם הטענה לפיה הלוואה "ללא ריבית" משוללת כל יסוד ; אמנם אין נתוני ריבית נקובה, אך עלויות העסקה המתבטאות בעמלות ודמים לסוגיהם – נתנות גם נתנות. במצבים אלו, נזכר – שבסופו של יום, במיוחד בעסקאות פשוטות שנפרעוות בתשלום אחד – הרו היחס בין סך התשלום נטו לבין סך התקובל נטו בהלוואה הוא ייצוג נכון של הריבית האפקטיבית. להלן ייצוג גרפי של התקובל ההחלה והתשלום הסופי, לצד הפרופורציה ביןיהם שמנדרה את הריבית האפקטיבית :

0	1
ネットת הלוואה 100,000	סילוק הקון -100,000
nicot עמלת מראש -3,000	תשלום נוספים - דמי פירעון -3,000
סכום נטו בזמן 0 97,000	סכום נטו 103,000 P _t

$$r_e = \frac{P_t}{P_0} - 1 \rightarrow \frac{103,000}{97,000} - 1 = 6.186\%$$

או :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1 = \frac{(1 + 3\%)^1}{(1 - 3\%)^1} - 1 = 6.186\%$$

מסלול ה : הלוואה הנושאת ריבית רבעונית בשיעור 2%

כברית מחדל, אם לא נאמר שהריבית נקובה ומחושבת כל ..., אין אזכור של nicot מראש וכיו"ב, יש להניח שהריבית הנתונה היא אפקטיבית. והואיל והיא אפקטיבית, המרתה מתוקפה לתקופה מבוצעת באמצעות מעריך חזקה מתאים בלבד, ללא פעולות כפל או חילוק כלל.

$$r_e = (1 + r)^m - 1 \rightarrow r_e = (1 + 2\%)^4 - 1 = 8.243\%$$

במלים : לוקחים 1 ועוד הריבית הנתונה (שכברית מחדל אם לא נאמר אחרת, היא אפקטיבית) בחזקה שהיא התשובה לשאלת – כמה תקופות ריבית נתונה נכנסות לתקופה הנדרשת.

רכיבו הריביות במסלולים השונים :

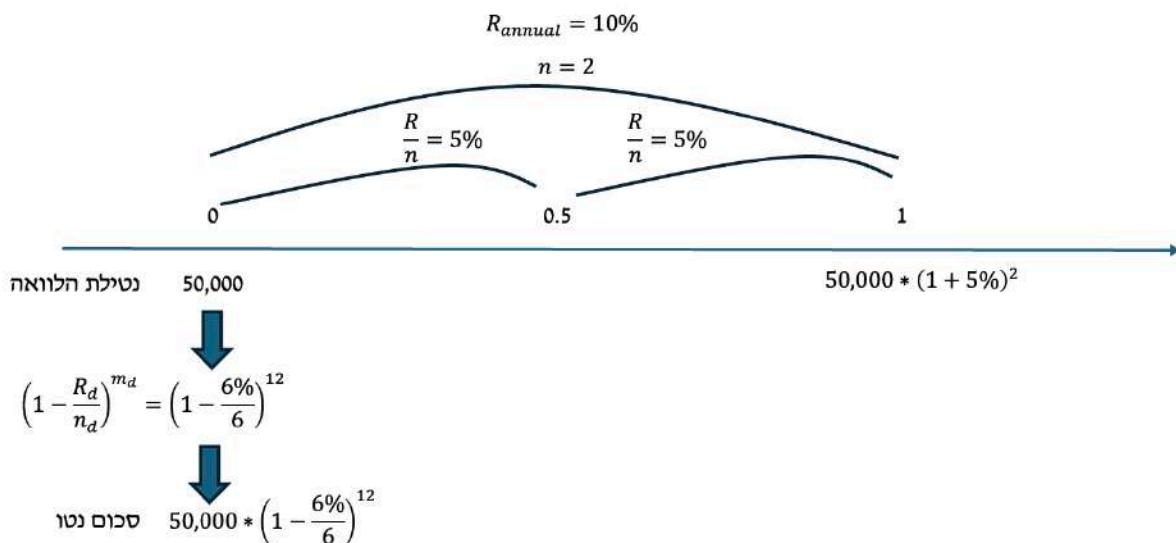
מסלול	ריבית אפקטיבית
א	6.167%
ב	7.185%
ג	5.263%
ד	6.186%
ה	8.243%

המסלול שיעודך בהלוואות יהיה המסלול שבו הריבית האפקטיבית היא הנמוכה ביותר – וכך מדבר במסלול ג.

אילו היה מדובר בהשקעות / פקדו / חסכו – אופן החישוב דומה עקרונית ומועדפת הבחירה עם הריבית האפקטיבית הגבוהה ביותר.

שאלה 54.8 – שילוב של ריבית מראש וריבית דרייבית

משה יכול ליטול היום הלואה לשנה בסך 50,000 ש"ח הנושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 10% המוחשבת כל חצי שנה, ובנוסף ריבית מראש חצי שנתית בשיעור 6% המוחשבת כל חודש. מהי הריבית האפקטיבית השנתית בהסדר?



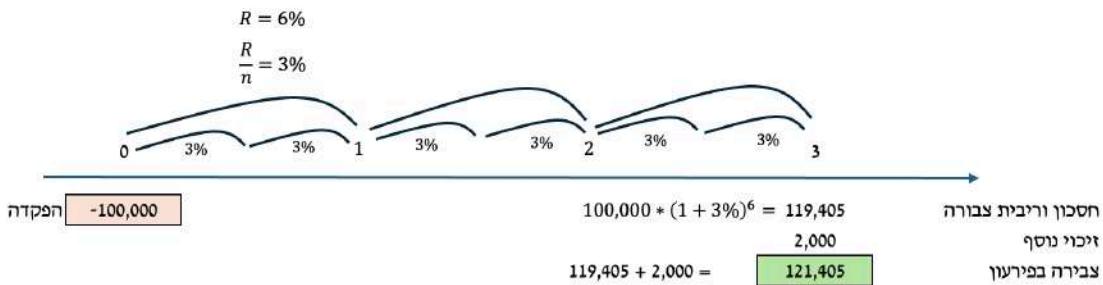
$$r_e = \frac{50,000 * (1 + 5\%)^2}{50,000 * \left(1 - \frac{6\%}{6}\right)^{12}} - 1 = 24.38\%$$

שימוש בנוסחה המלאה :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} = \frac{\left(1 + \frac{10\%}{2}\right)^2 - 1}{\left(1 - \frac{6\%}{6}\right)^{12}} = 24.38\%$$

שאלה 54.9 – השראה מ"בחן את עצמך" ליחידה 5

בנק מציע לכם להפקיד היום לחסכון 100,000 ש"ח לתקופה של שלוש שנים. מיד במועד ההפקדה הבנק יזכה סכום של 2,000 ש"ח לחשבון החסכון. כמו כן, סכום החסכון (לא כולל הזיכוי הנוסף) ישא ריבית שנתית נקובה בשיעור 6% המוחשבת כל חצי שנה. מהי הריבית האפקטיבית השנתית בהסדר?



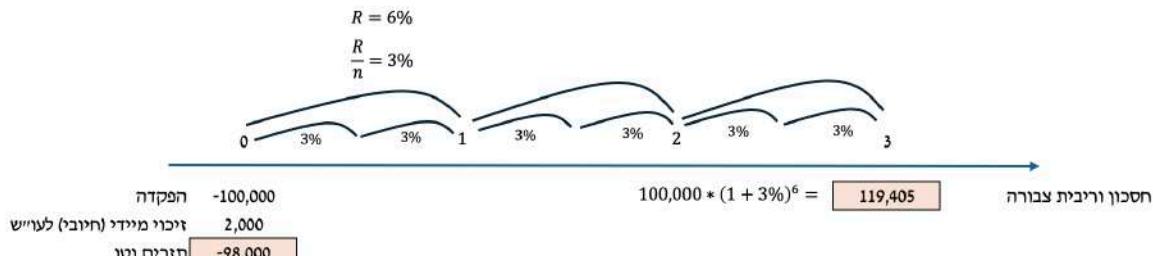
ריבית אפקטיבית ל-3 שנים :

$$r_e = \frac{P_t}{P_0} - 1 \rightarrow r_e(3 \text{ years}) = \frac{121,405}{100,000} - 1 = 21.405\%$$

המרת ריבית אפקטיבית מ-3 שנים לשנה :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r_{3 \text{ years}})^{\frac{1}{3}} - 1 = (1 + 21.405\%)^{\frac{1}{3}} - 1 = 6.679\%$$

שאלה 54.91 – דומה לקודמתה, אך הפעם – היזכוי ישירות לעו"ש
 בנק מציע לכם להפקיד היום לחסכו 100,000 ש"ח לתקופה של שלוש שנים. מיד במועד ההפקדה הבנק יזכה סכום של 2,000 ש"ח **לحسابו העו"ש שלכם**. כמו כן, סכום החסכו (בהתעלם מהזיכוי הנוסף) ישא ריבית שנתית נזונה בשיעור 6% המוחושבת כל חצי שנה. מהי הריבית האפקטיבית השנתית בהסדר?



ריבית אפקטיבית ל-3 שנים :

$$r_e = \frac{P_t}{P_0} - 1 \rightarrow r_e(3 \text{ years}) = \frac{119,405}{98,000} - 1 = 21.842\%$$

המרת ריבית אפקטיבית מ-3 שנים לשנה :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r_{3\text{years}})^{\frac{1}{3}} - 1 = (1 + 21.842\%)^{\frac{1}{3}} - 1 = 6.81\%$$

שאלה 54.92 – מtower בוחינה לדוגמא מיום 10 במאי 2023

שאלה 2

בנק גובה מלוקחותיו ריבית שנתית נזונה בגובה 20%, המשולמת מדי רביעון. נוסף על הריבית מנכה הבנק בתחלת כל חודש עמלת הקצאת אשראי בסך 0.5%.

הRibbit haAfektipitit haShnatiit Shogava haBank Hia: (התשובות מוצגות ברמת דיווק של 2 ספרות אחרי הנקודה)

- א. 26.00%
- ב. 24.01%
- ג. 21.55%
- ד. 27.66%
- ה. 29.09%

פתרונות:

מדובר בשאלה המשלבת ריבית נזונה המוחושבת "מספר פעמיים" ביחד עם ריבית המנוכה מראש. הנוסחה הכללית המתאימה למצב כזה :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1 \rightarrow r_e = \frac{\left(1 + \frac{20\%}{4}\right)^4}{\left(1 - \frac{0.5\%}{1}\right)^{12}} - 1 \approx 29.09\%$$

התשובה ח.

שאלה 54.93 – מtower בchnerה לדוגמא 7 (תעללה בהמשך)

שאלה 3

בנק מלאוה סכום חד-פעמי שיווחר בצירוף הריבית בתום חצי שנה ממועד מותן הלוואה, הריבית החצי-שנתית שגובה הבנק היא 20%. פרט לריבית, מנכה הבנק במועד מותן הלוואה עמלת מראש של 3.75% מסכום הלוואה. **הריבית האפקטיבית השנתית שגובה הבנק היא :**
(התשובות מוצגות ברמת דיקוק של ספרה אחת אחרי הנקודה)

- א. 47.5%
- ב. 55.0%
- ג. 55.4%
- ד. 49.4%
- ה. 24.7%

פתרון :

השאלה מציגה עסקת הלוואה לחצי שנה. עסקת הלוואה כוללת ריבית חצי שנתית ובנוסף עמלת מראש עבור תקופת מחצית השנה כאמור. לצד העבודה שהעסקה לחצי שנה, נדרשת ריבית אפקטיבית לשנה שלמה. המלצה הבלתי מחייבת שלי, במצבים שבהם אני נתקל בעסקאות לתקופות השונות משנה, והשאלה דורשת ריבית אפקטיבית לשנה, אני :

- מחשב את הריבית האפקטיבית לתקופת העסקה
- ממיר את הריבית לתקופת העסקה לריבית שנתית: $r_e = (1 + r)^m - 1$

הואיל וגם הריבית ה"רגילה" המשולמת בתום התקופה היא לחצי שנה (מועד הזזה לתקופת העסקה) והיא מחושבת פעמי אחת בלבד, וגם הריבית מראש היא לתקופת העסקה ובהתאם מחושבת פעמי אחת בלבד, אזי ההבנה הכללית של חלוקת הסכום שמחזירים בסוף (1 ועוד 20%) בסכום נטו שמקבלים בהתאם (אחד פחות 3.75%) מוביל לחישוב הבא:

$$r_e = \frac{1 + 20\%}{1 - 3.75\%} - 1 = 24.675\%$$

כעת, הואיל ונדרשה ריבית אפקטיבית לשנה, נשתמש במערך חזקה מתאים:

$$r_e = (1 + 24.675\%)^2 - 1 \approx 55.4\%$$

ולכן התשובה הנכונה היא ג.

שאלה 4 – מtower בחלוקת לדוגמא 5

שאלה 3

ניתן לרכוש קטנווע תמורה 10,000 ש"ח. בעל החנות מציע לכם לשלם תמורה הקטנווע 2,384 ש"ח
היום ועוד 4 תשלומים חודשיים בגובה של 2,000 ש"ח כל אחד. הריבית השנתית האפקטיבית
שדורש בעל החנות היא:

- א. 24%
- ב. 8.2%
- ג. 2%
- ד. 26.8%
- ה. 8%

פתרון :

חשוב מאד!!! כאשר העסקה המתווארת איננה עסקת בלוון, כלומר **איןנה** מדובר על הפקדה בודדת הנפרעת בתשלומים אחד או על **הלוואה** שנפרעת יחד עם הריבית הצבורה בתשלומים אחד, אלא על עסקה הכוללת **סדרת** תשלומים, כי אז חישוב הריבית לעולם יתבסס על חילוץ של הריבית על בסיס נסחאות FVFA (מעע"ס) או PVFA (מענ"ס) בהתאם.

משפט : שווי נכס בזמן הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים עבור הסדר התשלומים לרכישתו, מהוונים בריבית המגולמת בהסדר. כאן : שווי הקטנווע בזמן 10,000 הוא חיבור של הערך הנוכחי של התשלום המידי וערך הנוכחי של הסדרה הכוללת 4 תשלומים בסך 2,000 כל אחד (תשלומי תום תקופה כבירת מחדר).

$$10,000 = 2,384 + 2,000 * PVFA(r, 4) \rightarrow PVFA(r, 4) = 3.808 \rightarrow r = 2\%$$

זכור – הריבית המחולצת מיחסובים סדרתיים תמיד ולעולם משקפת את הריבית התקופתית לפרק הזמן בין תשלומים. הויל והתשלומים כאן כל חודש, זהה הריבית האפקטיבית החודשית, על מנת להמירה לשנתית – נשתמש במערך חזקה מותאים :

$$r_e = (1 + r)^m - 1 \rightarrow r_e(\text{annual}) = (1 + 2\%)^{12} - 1 \approx 26.8\%$$

התשובה ד.

שאלה 54.95 – מבחון לדוגמא 4

שאלה 3

בנק מוכן לתת הלוואה בריבית של 10% לתקופה, בתנאי ש- 20% מגובה הלוואה יופקדו בתכנית חסכון הנושאת ריבית של 8% לתקופה. מכאן שהריבית האפקטיבית לתקופה הגלומה בהלוואה זו היא:

- א. 9.6%
- ב. 10%
- ג. נמוכה מ- 10% (אולם לא ניתן לקבוע בדיקון בכמה ללא נתוני נוספים)
- ד. גבוהה מ- 10%
- ה. אין מספיק נתונים כדי להכריע בין התשובות הנ"ל.

פתרון:

כאשר אני מזזה שאלה שכוללת גם הלוואה וגם הפקדה, הטריך המרכזי הוא להבין מהם תזרימי המזומנים וסימניהם. זה חשוב, משום שם זהה ולו באופן ייחסי את התזרמים נטו בתחילת התקופה ובסיום התקופה (כי אין כאן שום נתון שמעיד על כך שמדובר בסדרה) אוכל לחשב את הריבית האפקטיבית.

-BEGINNING OF BUSINESS	END OF BUSINESS
0	1
ניטילת הלוואה	-110
הפקדה בפיקדון	21.6
$P_0 =$ תזרים נטו	$P_1 = -88.4$

בsek הכל, הריבית האפקטיבית לתקופת העסקה העולה מנתוני התזרמים נטו לעיל היא:

$$r_e = \frac{P_t}{P_0} - 1 = \frac{88.4}{80} - 1 = 10.5\%$$

התשובה ד.

שאלה 54.96 – מבחון לדוגמא 3

שאלה 4

בנק מציע תוכנית חיסכון "תשואה למתמיד". הריבית המוצעת בתוכנית היא 4% לשנה במהלך השנה הראשונה, 5% לשנה במהלך השנה השנייה, 7% לשנה במהלך השנה השלישי ו- 10% לשנה במהלך השנה הרביעית. הריבית השנתית המוצעת בתוכנית ללקוח שהפקיד 10,000 ש"ח ל- 4 שנים היא (נדרש לדיק עד 4 מקומות אחרי חנקודה):

- א. 6.50%
- ב. 6.48%
- ג. 26%
- ד. 7.13%
- ה. 16.4%

פתרונות:

כאשר אני מזוהה עסקת בלון (מפקיד סכום אחד, שנפרע בקצבות זמן אחת) הרי שאם אדע מהו הסכום המופקד נטו, ומהו הסכום המתקבל נטו בסיום העסקה – הריבית האפקטיבית בידי.

ספקטיבית כאן – סכום ההפקדה הראשונית נטו נתון: $P_0 = 10,000$

הסכום שייפרע בעוד 4 שנים הוא התוצאה של חישוב ערך עתידי של סכום ייחד בריבית משתנה:

$$FV = PV * (1 + r_1)^{t_1} * (1 + r_2)^{t_2} * \dots$$

וכאן:

$$FV_4 = 10,000 * (1 + 4%) * (1 + 5%) * (1 + 7%) * (1 + 10%) = 12,853 = P_t$$

ואת הריבית האפקטיבית לתקופת העסקה כולה, 4 שנים, נוכל לחשב כך:

$$r_e(4 \text{ years}) = \frac{P_t}{P_0} - 1 = \frac{12,853}{10,000} - 1 = 28.53\%$$

חישוב ריבית אפקטיבית לשנה אחת על בסיס ריבית אפקטיבית ל-4 שנים יבוצע כך:

$$r_e = (1 + r)^m - 1 \rightarrow r_e(\text{annual}) = (1 + 28.53\%)^{\frac{1}{4}} - 1 \approx 6.48\%$$

התשובה ב.

יבגני: שי, יכולתי למנוע מENTION של ה-10,000, אותה נוסחה בדיק אבל כפול 1 הייתה מוגבהת אותה תוצאה!
(יבגני צודק).

שאלה 54.97 – מבחון לדוגמא 2

5. בנק מלאוה סכום חד פעמי שיוחזר לצורך הריבית בתום שנה ממועד מתן הhaloואה. הריבית החזיות השנתית שוגבה הבנק היא 24% מחושבת פעמיות בשנה. בנוסף לריבית מנכה הבנק בזמן מתן haloואה עמלה מראש בסך 15% מסכום haloואה. הריבית האפקטיבית השנתית שוגבה הבנק היא:

- א. 39.00%
- ב. 45.88%
- ג. 24.00%
- ד. 42.72%
- ה. 35.24%

פתרון:

השאלה זו מזינה בפנינו את המונח "ריבית חזותית". משמעות המונח הוא "ריבית נקובה". לא יותר, ולא פחות.

שאלות מוחות לעצמי: האם מדובר בהaloואה המוחזרת בסדרת תשלוםים? התשובה לא.

הואיל ולא מדובר בסדרה, האם מדובר כאן בראיבית דרייבית, בראיבית מראש (או ניכוי מראש) או שילוב?

בנוסף, הואיל והראיבית וגם הניכוי מראש מחושבים פעמיות אחת, אין צורך להציב בגרסה המורחבת של הנוסחה המשולבת, ואפשר פשוט ל כולל במונח – 1 ועוד התוספת לתשלום בתום התקופה, ובמקרה – 1 פחות הניכוי מראש:

$$r_e(\text{annual}) = \frac{1 + 24\%}{1 - 15\%} - 1 = 45.88\%$$

התשובה ב.

מיini רציו:

את המפגש אנו פותחים עם דיוון רחב ביה' 6. היחידה עוסקת בראש ובראשונה בקריטריונים לבחינת כדאיות השקעות. בבואהנו לדון בעולם זה, אנחנו מציינים שישן מספר גישות להכרעה זו לגבי עצם כדאיות של פרויקט ספציפי המוצע לחברת, והן לגבי דירוג כדאיות / סדר העדפה במקרים שבהם קיימת מגבלה שלא מאפשרת לבצע את מכלול הפרויקטים הניצבים בפנינו.

ככל:

בפירמות (בחברות) שם המשחק בדבר כדאיות – הוא הערך המוסף בהתחשב באלטרנטיבת. הוו אומר, בשונה מאנשיים פרטיים, שבמקרים רבים יתעניינו בעיקר בתשובה לשאלת "כמה יהיה לנו בעתיד" – פירמות חשובות בטרמינולוגיה של: "איזה פעולה או פעולות יגרמו למשקיעים היום לחשב שביצועי פעילות נכונה".

בתכל'יס:

א. גישה ראשונה לבחינת כדאיות השקעות – "דרך המלך" = $NPV = \text{ערך נוכחי נקי} / \text{Net Present Value}$. ביסודה של גישה זו אמת פשוטה: "אם שווי הערכיהם העתידיים שפרויקט מניב ביצירוף הסכום / הסכומים המתקבלים או משולמים בגין בהויה – מסתכנים לכדי ערך חיובי, הפרויקט כדי". בשפה עוד יותר פשוטה – מחשבים ערך נוכחי לכל תזרימי הפרויקט ללא יוצא מן הכלל, ותוצאה חיובית מעידה על כדאיות. **חישוב זה לא ילווה בנסיבות גדריות אלא בהבנה שעליינו לישם כלים מיח' 5 לשם חישוב הערך הנוכחי של מכלול רכיבי תזרימי הפרויקט. החלטה או דירוג לפי קритריון זה היא תמיד נכונה.**

ב. גישה שנייה לבחינת כדאיות השקעות – "הגישה הטריקית" = $IRR = \text{שיעור תשואה פנימי} / \text{Rate of Return}$. ביסוד גישה זו טענה שאומרת: "אם הפרויקט עצמו מניב על ההשקעה תשואה גבוהה יותר (באותזים) מציפיות המשקיעים, הרי שהפרויקט כדי".

[הערה: קיימים שני קритריונים נוספים, שנקראים "מדד הרוחניות" ו"החזור הון שנתי", אך הם איזוטריים יותר, נפוצים פחות, נגיעה אליהם לאחר שהkritriyonim המרכזים יובחרו].

54.97.1 – קרייטריונים לבחינת כדאיות השקעות – פרויקטים של הלוואות

לחברת "נפתלי נתויו" בע"מ מוצע ליטול אחת מbyn שתי הלוואות:

הלוואה 1: בסכום 500,000 ש"ח הנפרעת ב-5 תשלומי קרן שנתיים שווים, ונושאת ריבית שנתית בשיעור 10%.

הלוואה 2: בסכום 500,000 ש"ח, הנפרעת ב-5 תשלומים שנתיים שווים (לוח שפיצר), ונושאת ריבית שנתית בשיעור 10%.

נדרש:

- א. התווסף את תזרימי המזומנים בגין הלוואות בכל אחת מ-5 השנים הקרובות בכל פרויקט.
- ב. הציגו באמצעות תרשימים את השווי של כל "פרויקט הלוואה" ככפוף למחירי הון שונים (מחירי הון = עלות גiros הון מחוץ לפרויקטים אלו, באינטרנט). התרשימים יכלול את מחיר הון על הציר האופקי, ואת שווי הפרויקט במונחי ערך נוכחי נקי NPV על הציר האנכי. יש להקפיד לציין גם נקודות חיתוך עם הציררים.
- ג. על בסיס התרשימים שאיתרתם, קבעו – באילו תנאים תועדף כל אחת מהלוואות? הסבירו את ממצאיםם.
- ד. הוסיפו לתרשימים לעיל (סעיף ב) את עוקום הענין (NPV) של "הפרויקט החפרשי".
- ה. חלצו את ה-IRR של הפרויקט. הסבירו מה מייצג ערך זה והיכן הוא מתבטא בתרשימים.
- ו. איזה פרויקט יועדף לפני ה-IRR? דנו בمبرallocות הכספיות בהתאם.

פתרון:

ככלל, בעוד שcalarות עסקות בלוח סילוקין באופן ספציפי – הן במקרים רבים דורשות הפרדה ברמת התחשיבים בין רכיב הקרן, רכיב הריבית וכיו"ב, הרי ששאלת לגבי כדאיות הלוואות ביחס' 6 – כל שanno רוצים לדעת זה את סך התזרמים התקופתי.

בלוח סילוקין וגיל, חישוב סך התזרמים התקופתי הוא מרכיב יחסית, הואיל והוא משתנה מתקופה לתקופה. להלן תזכורת קצרה לגבי סדר החישוב, אך זכרו – הערכים היחידים המעניינים אותן לטובות ייחס' 6 הם סך התזרמים שסומנו בצהוב.

פתרונות סעיף א – חישוב סך התשלומים התקופתי בלוח רגיל

סעיף א – הלוואה 1 – לוח "רגיל"

$$INT_t = BAL_{t-1} * r$$

$$PMT = PRN + INT_t$$

BAL (2)	PMT (4)	INT (3)	PRN (1)	זמן
יתרה	סך התשלומים	ע"ח ריבית	ע"ח קרן	
500,000				0
400,000	150,000	50,000	100,000	1
300,000	140,000	40,000	100,000	2
200,000	130,000	30,000	100,000	3
100,000	120,000	20,000	100,000	4
0	110,000	10,000	100,000	5

$$BAL_t = BAL_{t-1} - PRN$$

$$BAL_1 = BAL_0 - PRN$$

$$BAL_1 = 500,000 - 100,000 = 400,000$$

$$BAL_2 = BAL_1 - PRN$$

$$BAL_2 = 400,000 - 100,000 = 300,000$$

$$PRN = \frac{LOAN}{n}$$

$$PRN = \frac{500,000}{5} = 100,000$$

בעוד שבלוח רגיל נדרשית למעט עבודה כפיפה לחישוב ההחזר התקופתי, הרי שבלוח שפיצר סטנדרטי ההחזר התקופתית מוגדר באופן קבוע על ידי נוסחה שיש ליישם פעמי אחת בלבד:

סעיף א – הלוואה 2 – לוח סילוקון שפיצר

$$PMT = \frac{LOAN}{PVFA(r, n)} = \frac{500,000}{PVFA(10\%, 5)} = \frac{500,000}{3.791} = 131,891$$

BAL (2)	PMT (4)	INT (3)	PRN (1)	זמן
יתרה	סך התשלומים	ע"ח ריבית	ע"ח קרן	
500,000	131,891			0
	131,891			1
	131,891			2
	131,891			3
	131,891			4
	131,891			5

וכעת, נרכז את תזרימי המזומנים (בהוועה – קרן הלוואה, ובכל תקופה עוקבת – סכום התשלומים הכלול) בגין כל אחת מהחלופות המוצעות (ערכים שליליים מוצגים בסוגרים):

5	4	3	2	1	0	פרויקט
(110,000)	(120,000)	(130,000)	(140,000)	(150,000)	500,000	הלוואה 1
(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	500,000	הלוואה 2

סעיף ב – באילו תנאים תועדף כל הלוואה, ביחס לבסיס איזור ותהליכי עבודה

יצרנו מערכת ציריה שצירה האנכי NPV (שווי נטו של ההסדר בערך כספי) וצירה האופקי מחיר ההון (הוצאות המימון לחברת הלוואות / מקורות אחרים, אלטרנטיביים, שאינם אחת מבין 2 עסקאות הלוואה השיפוציות המוצעות).

הגדרנו את הנקודות שדרכו נופיען כל עקום שווי (NPV) של נטילת הלוואה:

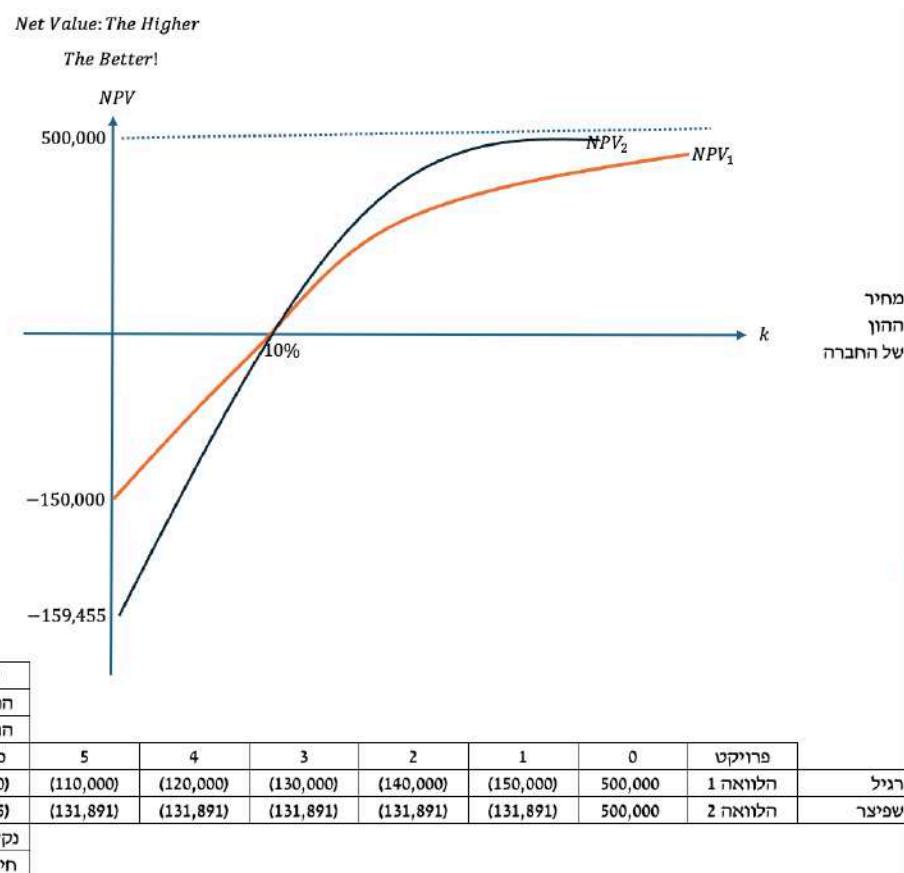
נק' חיתוך של כל עקום שווי הלוואה עם הציר האנכי – סיכון פשוט של תזרימי המזומנים בעסקה.

$$NPV_{minimal}(1) = 500,000 - 150,000 - 140,000 - 130,000 - 120,000 - 110,000 - 150,000 = -150,000$$

$$NPV_{minimal}(2) = 500,000 - 131,891 * 5 = -159,455$$

נק' חיתוך של כל עקום שווי הלוואה עם הציר האופקי – הריבית הלוואה – היא נתונה 10%.

נק' מקסימום – סכום הלוואה (שווי כsmithir ההון שווה לאינסוף).



פתרונות סעיף ג – כדאיות ההלוואות ובחירה ביןיהן

ניתן לראות שכדאיות שתי ההלוואות (מעבר לשווי NPV שנמצא בربיע הראשון) מתקיימת רק עבור מחיר הון גבוה מ-10%.

אין בכך פלייה: הרי מחיר הון בהקשר להלוואות מייצג את עלות המימון שהייתה נוצרת, אם היינו נוטלים הלוואות אחרות, בחוץ (לא את הלוואות הספציפיות הנთונות). ואם הלוואות בחוץ אכן דורשות ריבית גבוהה מ-10%, אז הלוואות הספציפיות שדורשות 10% ריבית בלבד הן כדאיות.

היבט נוסף מעניין: עבור מחירי הון גבוהים מהריבית על הלוואה (שבהן קיימת כדאיות) הלוואת השפיצר (הלוואה 2) כדאית יותר. זאת, למרות שסך התשלומים בה והחפסד המירבי גבוהים יותר. מדוע? משום ששפיצר משלם יותר ריבית "בsek הכל" לאור העובדה שימושיים בה את הכספי "יותר לאט" (התשלומים הראשונים נמוכים). זה בעצם אומר, שלמרות שארך החיים של שתי הלוואות זהה – בשפיצר מוחזירים אותה "יותר לאט". ובמצב זהה, אם ההסדר המוצע זול מהאלטרנטיבה – זה עדיף. בקיצור: "הלוואות כדאיות מוחזירות לאט ושפיצר איטי יותר מלח רגיל".

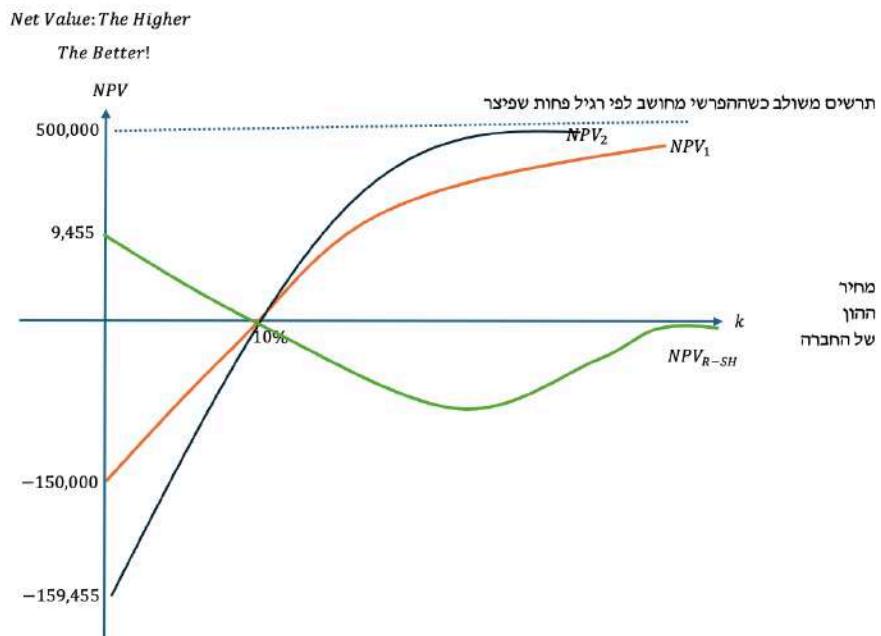
אם הלוואה לא כדאית, הרי שלחזר אותה לאט זה גורע מאד, ובהתאם, במחירים הון נמוכים מ-10% אפשר להבחן בכך ששווי השפיצר יותר שלילי.

מסקנה נקודתית / טכנית לגבי כדאיות:

- במחירים הון של מעל 10%, יש להעדיף את הלוואה 2 (שפיצר).
- במחירים הון של מתחת ל-10%, שתי הלוואות לא כדאיות, אך אם "אין ברירה", הלוואת לחו"ר רגיל" פחות גורעה.
- במחיר הון של 10% בדיק, שווי 2 הלוואות אפס, וקיימת אדישות באשר לבחירה ביןיהן.

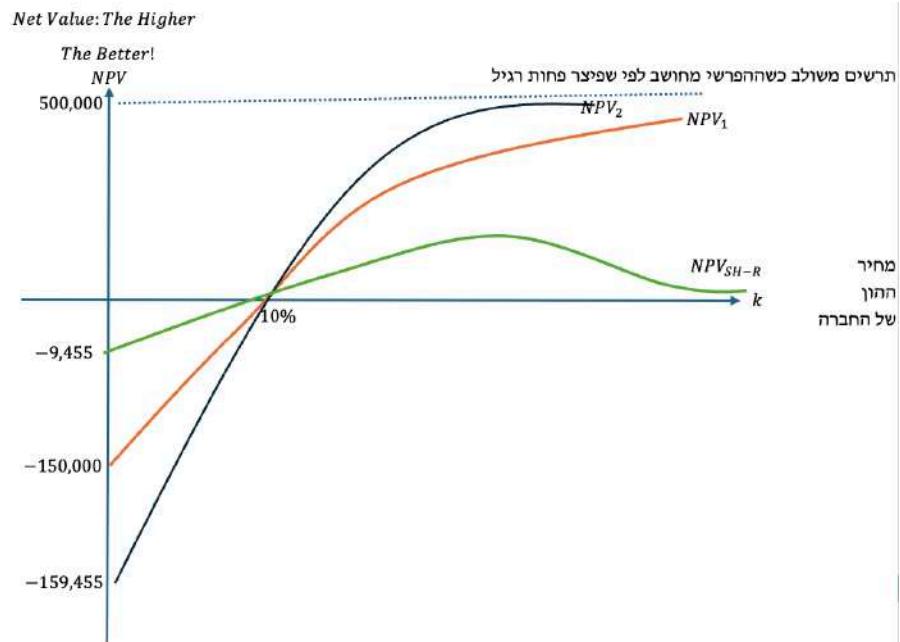
סעיף 2 – איזור תרשים "מלא" כולל פרויקט הפרשי (2 גרסאות, בחרו בnoch)

הפרויקט ההפרשי הוא פרויקט "דמיוני" שמייצרים לצרכים מתמטיים ואשר במסגרתו כל תזרים ותזרים בכל תקופה ותקופה הוא ההפרש המתמטי פשוט בין תזרימי שני הפרויקטים. במקרה, אפשר ליצור את תזרימי הפרויקט ההפרשי בשתי וריאציות. הוריאציה הראשונה המבוצעתה להלן, היא כלל, אפשר ליצור את תזרימי הפרויקט ההפרשי כdziי (קריבי הרגיל עדיף על שפייצר) במחاري הון של מתחת ל-10%. הואיל מצלחים לגנות שהפרויקט ההפרשי כdziי (קריבי הרגיל עדיף על שפייצר) במחاري הון של מתחת ל-10%. והואיל ובמחاري הון שואפים לאינסוף שני הפרויקטים (רגיל ושפיצר) יתכנסו. לאותו ערך של 500,000, גם הפרויקט מתכנס לערך 0 במחاري הון שואפים לאינסוף.



IRR-ה הרביבית	סכום התזרומים והו השווי בחלואה	סכום הלוואה בחלואה	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =0	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =5	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =4	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =3	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =2	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =1	סכום הלוואה ב- <i>k</i> =0	פרויקט 1 הלוואה 1	פרויקט 2 הלוואה 2	הפרש-ר-ש הפרשי ש-ר
הרביבית	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה	הלוואה
10%	500,000	(150,000)	(110,000)	(120,000)	(130,000)	(140,000)	(150,000)	(150,000)	500,000	1	2	הפרשי ש-ר
10%	500,000	(159,455)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	500,000	1	2	הפרשי ש-ר
10%	0	9,455	21,891	11,891	1,891	(8,109)	(18,109)	(18,109)	0			
10%	0	(9,455)	(21,891)	(11,891)	(1,891)	8,109	18,109	18,109	0			

גרסה 2 של תרשימים הפרויקט ההפרשי – מחשבים את תזרימי הפרויקט השפיצרי לעומת תזרימי הפרויקט הרגיל. צורת התרשימים של הפרויקט ההפרשי מתהפקת. אפשר לראות שבמחררי הון של מעל 10% הפרויקט השפיצרי עדיף.



IRR-ה	סיכום	הרווחים	הו השווי	פרויקט	rangle					
הרכיבת	התזרים				הלוואה 1					
בפועל	הו השווי				הלוואה 2					
ב haloah	סכום haloah	cash=0								
10%	500,000	(150,000)	(110,000)	(120,000)	(130,000)	(140,000)	(150,000)	500,000	1	rangle
10%	500,000	(159,455)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	500,000	2	sharp
10%	0	9,455	21,891	11,891	1,891	(8,109)	(18,109)	0		הפרש ר-ש
10%	0	(9,455)	(21,891)	(11,891)	(1,891)	8,109	18,109	0		הפרש ש-ר

סעיף ה - חלצו את ה-IRR של הפרויקט. הסבירו מה מייצג ערך זה והיכן הוא מתבטא בתרשימים. ה-IRR (שיעור תשואה פנימי, Internal Rate of Return) משקף את שיעור התשואה התקופתי המומוצע בפרויקט. כאשר עוסקים בפרויקטים של השקעות, ה-IRR משקף את שיעור התשואה (החיובי, בשאייפה) המומוצע למשקיע. כאשר עוסקים בפרויקטים של הלוואות (נטילת הלוואות), ה-IRR משקף את שיעור התשואה של הבנק (את עלות המימון היחסית באחיזים בהלוואה).
כפי שציינו קודם, במקרה זה, בהינתן שעוסקים בפרויקטים של הלוואות, שהריבית שלחן נתונה, הרי שההכרה ה-IRR זהה לריבית זו, הניצבת על 10% לשנה וסימנו.
ובכל זאת – איך מחשבים את ה-IRR במידה ואינו נתן?

הגדרה : מתמטית, ה-IRR הוא מחיר ההון שאם נהנו בו (ערך נוכחי) את תזרימי הפרויקט, התוצאה הכללת של הערך הנוכחי הנקי (NPV) תהיה 0.

נציג להלן את תזרימי הפרויקטים :

5	4	3	2	1	0	פרויקט	
(110,000)	(120,000)	(130,000)	(140,000)	(150,000)	500,000	הלוואה 1	רגיל
(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	(131,891)	500,000	הלוואה 2	שפיצר

מחיר ההון של החברה לא ידוע. זו גם הסיבה שהציגנו את ערכי ה-NPV האפשריים באופן גרפי, למגוון רחב של מחירי ההון. יחד עם זאת, הביטוי המתמטי המציג את ה-NPV (ערך נוכחי נקי, נטו) :

$$NPV_{Ragil} = 500,000 - 150,000 * (1 + k)^{-1} - 140,000 * (1 + k)^{-2} - 130,000 * (1 + k)^{-3} - 120,000 * (1 + k)^{-4} - 110,000 * (1 + k)^{-5}$$

הויל וה-IRR הוא מחיר ההון המוביל לאיפוס ה-NPV הרו שמתיקים עבור פרויקט הלוואה בלוח רגיל :

$$0 = 500,000 - 150,000 * (1 + IRR)^{-1} - 140,000 * (1 + IRR)^{-2} - 130,000 * (1 + IRR)^{-3} - 120,000 * (1 + IRR)^{-4} - 110,000 * (1 + IRR)^{-5}$$

הציפייה של הקורס היא שניההمسؤولים "לפטורו" שאלת צו בגישת ניסוי וטעה. כשמדבר במתלה, אין בעיה לפטור ספציפית את המשווה בכלים של בינה מלאכותית וכן להשתמש ב-Excel. כל מה שצריך לעשות זה לרשום $=$, ואז IRR, לפתח סוגרים ולסמן את כל התזרימים של הלוואה, מהראשון עד האחרון, ולהזוז Enter.

משוואת ה-NPV בלוח שפיצר בהינתן תזרימי הקבועים פשוטה יותר, הויל וניתנת לביטוי כערך נוכחי של סדרה :

$$NPV_{Shpitzer} = 500,000 - 131,891 * PVFA(k, 5)$$

כדי לחוץ IRR בرمאה המתמטית, אנו ניקח את משוואת ה-NPV, נשווה אותה ל-0 ונחלץ את מחיר ההון שהוא למעשה ה-IRR (דרך חילוץ הפוך מלווח א-4).

$$0 = 500,000 - 131,891 * PVFA(IRR, 5) \rightarrow PVFA(IRR, 5) = \frac{500,000}{131,891} \rightarrow PVFA(IRR, 5) = 3.791 \rightarrow IRR = 10\%$$

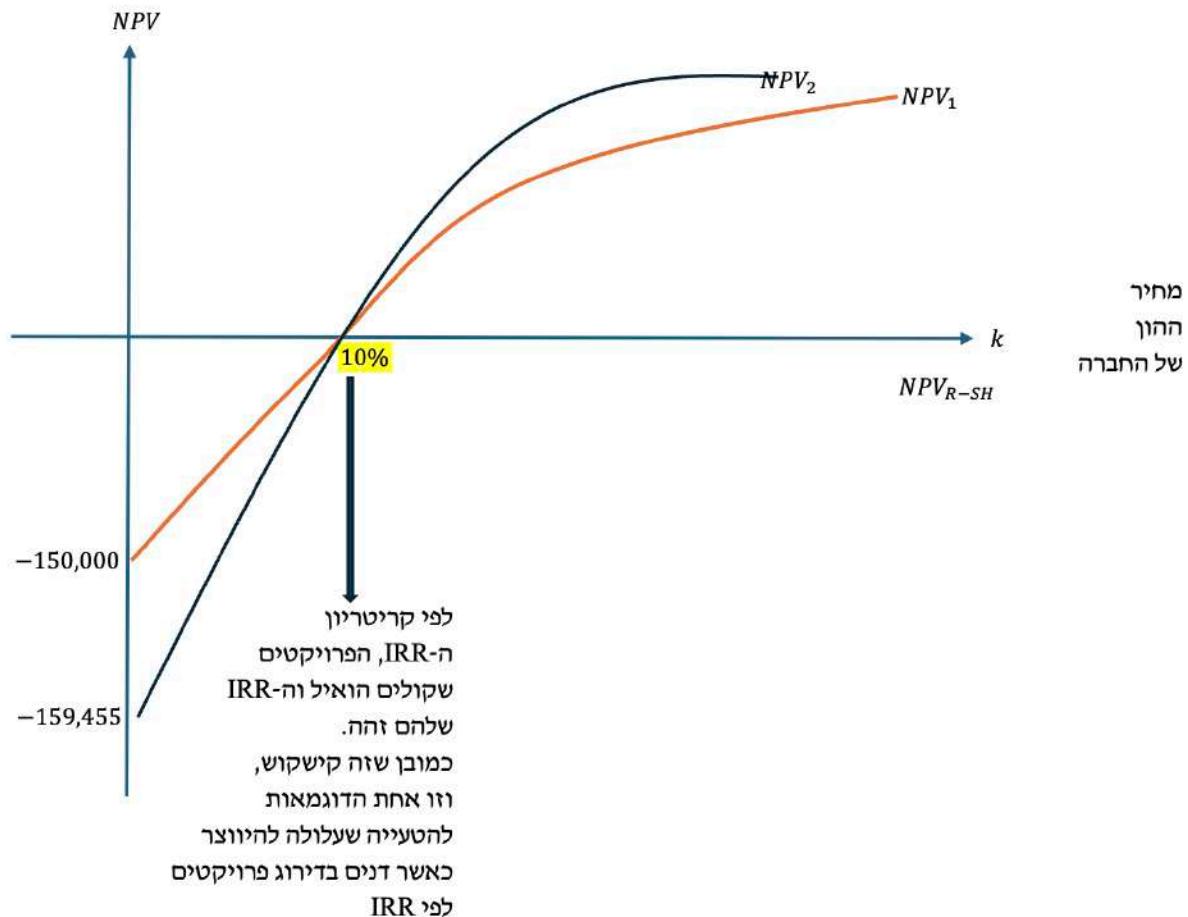
מה ה-IRR מייצג?

בפרויקטים "פשוטים" (השם המקובל שלהם – פרויקטים קונבנציונליים) של השקעות והלואות, ה-IRR משקף את שיעור התשואה התקופתי המוצע בפרויקט (או עלות מימון אחוזית ממוצעת בהלוואה). בתרשים ה-NPV, ה-IRR הוא נקודת החיתוך של עקום עניין הפרויקט (NPV) עם הציר האופקי.

סעיף ו': איזה פרויקט יותרם לפיה ה-IRR? דענו בנסיבות הקритריון בהתאם.

Net Value: The Higher

The Better!



שאלה 54.98 – ייחידה 6 – שאלה ממבחן לדוגמא 8

שאלה 4

נתונים התזוריים הבאים : מחיר ההון 10% .

10-1	0	השקעה
250	-1,000	A
200	-650	B

הנicho, שיש קשר מסוים בין ההשקעות (תחליפיות), כך שאמם שתיהן תבוצענה, התזוריים מההשקעה A יקטן ב-170 בכל שנה (אך ההשקעה הראשונית תישאר 1,000 ללא שינוי). לעומת זאת, התזוריים הכספי מההשקעה B יישאר ללא שינוי, **מכאן שבדאי** :

- להשקיע רק ב-A.
- להשקיע רק ב-B.
- להשקיע ב-A וב-B.
- לדוחות את שתיהן.
- להשקיע או ב-A או ב-B, שכן קיימת אדישות ביניהן.

פתרון :

ראשית, מבחינת זיהוי נושא – מדובר ביחידה 6 – פרויקטים. שאלות כאלו בדרך כלל מתאפיינות בrama הרכומתית בtablאות עם תזוריים מזומנים נתונים, ובהיגדים הקשורים לכדיות השקעה ודרישות החלופות. ספציפית כאן, הדיוון הוא בהשקעות שיש בינויה קשר ; והקשר מתבטא במובן זה שבנייה סימולטני של שתיהן משנה את התזוריים ביחס לנטו.
 מה הכוונה ?

אם מבצעים רק השקעה A :

1-10	0	
250	-1,000	A

אם מבצעים רק השקעה B :

1-10	0	
200	-650	B

אם מבצעים את שתי ההשקעות יחד : התזוריים השנתיים מההשקעה A ירד (בכל אחת מהשנתיים 1-10) ב-170.

ולכן ביצוע סימולטני של שתי ההשקעות יניב את מערך התזרומים הבא :

1-10	0	
250 - 170 = 80	-1,000	השפעה של ביצוע A לצד B
200	-650	B
280	-1,650	תזרים נטו הנובע מהביצוע הסימולטני

כדי לדעת איזו חלופה עדיפה (רק A, רק B או השילוב) נחשב את העניין (NPV) לכל חלופה, ובחר בפרויקט שמניב את הערך הגבוה ביותר (אם לא דרשו חישוב שmbוסס על קритריון אחר באופן ספציפי, חישוב ה – NPV – הוא במקרים רבים פשוט יותר ובעיקר, תקף תמיד מבחינה כלכלית) :

$$NPV_A = -1,000 + 250 * PVFA(10\%, 10) = 536.25$$

$$NPV_B = -650 + 200 * PVFA(10\%, 10) = 579$$

$$NPV_{A+B} = -1,650 + 280 * PVFA(10\%, 10) = 70.6$$

אסטר מор וудי שרו במקהלה : ברור ש A לא כדאי אם מבצעים את B גם ללא חישוב כי הוא תורם ערך שלילי, משקיעים היום 1,000 ומקבלים כל שנה 10 שנים רק 80, לכן, מקבלים פחות ממה שהשקענו, וזה עוד לפני התייחסות למדד הזמן.

התשובה ב. נשייע רק B – B.

בקיצור נمرץ :

אם מוציאים לי השקיע בפרויקט בלבד, או בלבד – איזי במידה והשילוב יוצר השפעת אינטראקטיבית (תוספת או ניכוי) בתזרימי אחד מהפרויקטים או שניים, יש לחשב תזרים מצפוי חדש לביצוע הסימולטני בהתחשב בהשפעות האינטראקטיביות, ולהשאיב בגינו PV. הבחירה שתתנו PV מירבי היא זו שmobילה לערך הגבוה ביותר, "תנצה", ותבחר.

שאלה 54.99 – יחידה 6 – שאלה ממבחן לדוגמא 8

שאלה 5

סמו את הקביעה הנכונה :

- א. לפרויקט ייתכן שהיא יותר משתי'פ אחד.
- ב. לכל פרויקט יש לפחות שת'פ אחד, בעל משמעות.
- ג. מספר השתי'פים של פרויקט שווה במקסימום למספר שינוי הסימן בתזרים המזומנים.
- ד. מספר השתי'פים של פרויקט שווה בדיקת למספר שינוי הסימן בתזרים המזומנים.
- ה. תשובות א-ג נכונות.

פתרון :

חשיבות לזכור : לפרויקט ייתכן מספר שת'פים (IRR) עד מספר היפוכי הסימן של תזרימי. בהקשר זה, מקובל להבדיל בין פרויקטים "קונבנציונליים" שהסימן המתמטי של תזרימי מתחפה (mplous למינוס או להפ') פעמי אחת בלבד, ולכן – לפרויקט יהיה שת'פ אחד בלבד, דוגמאות :

4	3	2	1	0	מספר פרויקט
90	80	70	50	-100	א
200	200	200	200	-500	ב
-100	-600	-500	400	300	ג
-60	-50	-40	-30	300	ד
-3000	800	700	600	500	ה
8000	-900	-700	-500	-400	ו

לבין פרויקטים לא קונבנציונליים, אשר מספר היפוכי הסימן של תזרימיים שונה מ-1, ובמקרה כזה – בהחלטת ייתכן מספר שת'פים שונה (IRR), עד מספר היפוכי הסימן :

4	3	2	1	0	מספר פרויקט
700	-100	300	-200	-100	ז
400	-200	-100	-200	500	ח
-10	40	-90	-80	-100	ט
90	70	-10	500	400	י

טענה א : במפגש הקודם הראינו, שהשת'פ IRR שהוא מעשה פתרון המשוואה המאפסת את הענ"ג, יכול לקבל ערך אחד או מספר ערכים – כתלות בסוג הפרויקט. בפרט, אם הפרויקט קונבנציוני, בהכרח יהיה לו שת'פ

אחד ויחיד. אם הוא איננו קונבנציונלי – כל האפשרויות פתוחות (אולי שת"פ אחד, אולי יותר, אולי אין שת"פ).
לכן הטענה נכונה, **ייתכן** שהיה יותר משת"פ אחד (אם הפרויקט לא קונבנציונלי).

טענה ב: **ייתכן** שלפרויקט לא קונבנציונלי לא יהיה שת"פ, אבל מעבר לזה – בפרויקטים מרובי שת"פים, השת"פ מאבד ממשמעתו הכלכלי, שכן אי אפשר לומר שפרויקט שיש לו גם שת"פ של 7% וגם שת"פ של 700% גדלים הללו יש משמעות כלכלית. לכן הטענה שגوية.

טענה ג: **מתמטית**, מספר השת"פ לפרויקט הוא **עד** מספר היפוכי הסימן. לכן הטענה נכונה.

טענה ד שגوية, כי ג' נכון.

טענות א-ג נכוןות, לכן התשובה ה.

שאלה 54.100 – ייחידה 6 – שאלה ממבחן לדוגמא 8

שאלה 6

נתונים שני פרויקטים של השקעה, חד-שנתיים, וידוע כי הפרויקטים בלתי תלויים. ידוע כי השט"פ (IRR) של פרויקט ב נמוך מזה של פרויקט א. בנוסף ידוע, שהשת"פ של פרויקט ב שווה ל-12%. מחיר הון החברה (K) 6% לשנה. **באיזה פרויקט/ים החברה תבחר להשקיע?**

- א. בפרויקט ב.
- ב. בפרויקט א.
- ג. לא ניתן לקבוע איזה פרויקט עדיף לחברת לבצע, ללא ידיעת העניין.
- ד. בשניהם.
- ה. תשובה ב נcona, אם השט"פ של פרויקט א גבוהה מ-20% לשנה.

פתרונות :

תחיליה חשוב: האם מדובר בפרויקט של "השקעה" קונבנציונלית (توزרים שלילי, שלאחריו תזרים חיוביים בלבד), או: האם מדובר בפרויקט של "נטילת הלוואה" קונבנציונלית (توزרים חיובי, שלאחריו תזרים שליליים) או שמדובר בפרויקט "משוגע" (לא קונבנציונל).

פרויקט של השקעה: התזרים בזמן 0 הוא שלילי.

הפרויקט חד שנתי: יש רק זמן 0 וזמן 1. האם ניתן שתזרים הפרויקט יתהפק יותר מפעם אחת? לא!

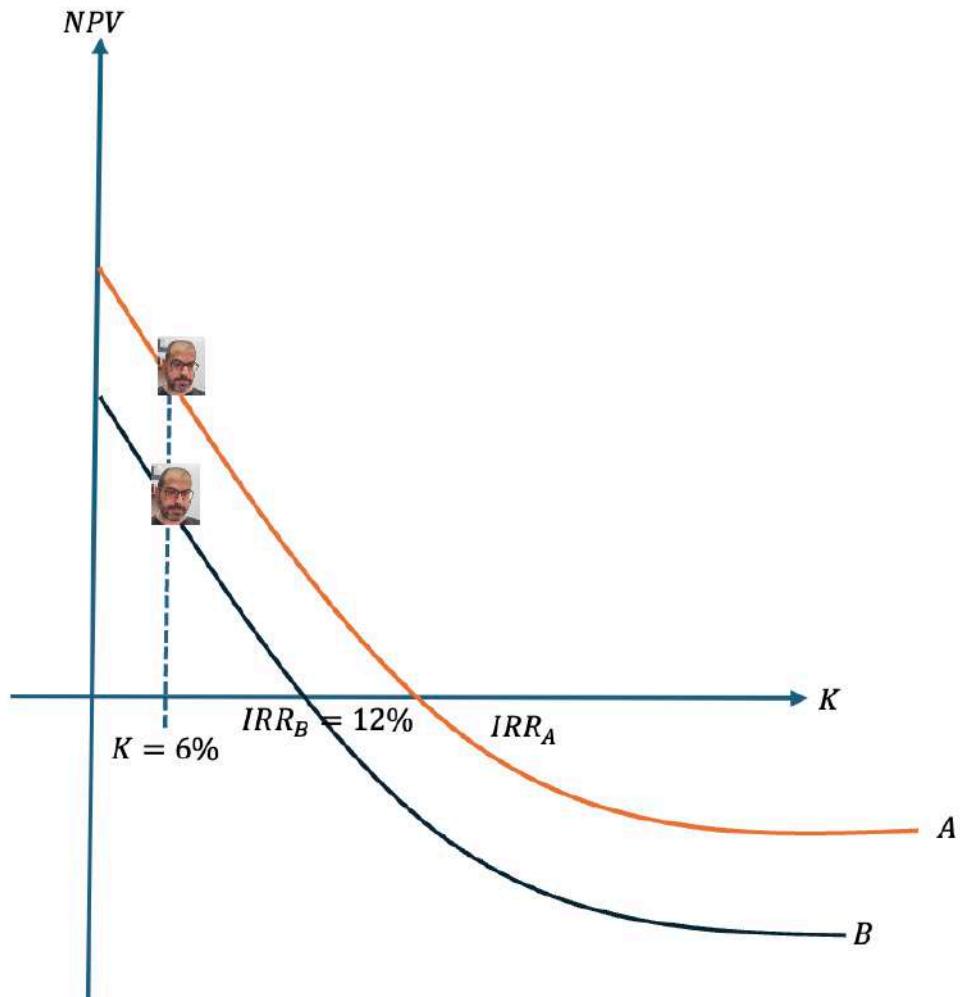
האם ניתן שתזרים הפרויקט לא יתהפק? בהינתן שיש לפרויקט רק שת"פ אחד והוא חיובי בהגדרה הפרויקט

כולל תקבול בזמן 1, והואיל והשת"פ של א חיובי וגובהו עוד יותר – ברור שגם לפרויקט א יש תזרים חיובי בזמן

.1

ובהינתן שמדובר בפרויקטים קונבנציונליים של השקעה, ההחלטה לגבי ביצוע כל אחד מהם היא פשוטה יחסית:
כדי לבצע כל פרויקט אשר מחיר ההון של החברה נמוך מהשת"פ שלו.

ולכן, כדי לבצע את שני הפרויקטים.



העניין המרכזי בשאלת זו הוא בעצם ההבנה שהפרויקטים בלתי תלויים. במסגרת הדינונים שערכנו, ובפרט המטלה, ניתן מושך רב לפרויקטים ש"מושכים" זה את זה. פרויקטים שנדרש לבחור אחד מביניהם בלבד. במצב כזה, בחרה לפי השת"פ עלולה להטעות, ונדרש לבחון מהו הפרויקט שמניב ענין גבוה יותר. יחד עם זאת, בהינתן שבמקרה זה הפרויקטים כאמור בלתי תלויים, וניתן לבצע "מה שנרצה" מותוכם, הרי שככל שפרויקט שמניב ענין (NPV) חיובי הוא כדאי.

אפשר להתרשם שבספרויקטים של השקעות, שירדיים משמאל לימין, כל פרויקט שמקיים מחיר הון (K) נושא מהשת"פ (IRR) הוא בעל ענין חיובי, ולכן שני הפרויקטים כאן בעלי ענין חיובי – יש לבצע את שניהם, התשובה

.ד.

מה למדתי מ שאלה זו – בקצרה:

אם אני מזהה פרויקטים שצורך לבחור ביניהם – השתי"פ עלול להטעות, שכן הוא קритריון יחסית ואינו מתאפיין לערך הכספי במלואו.

אם אני מזהה פרויקטים בלתי תלויים, מה שאומר בין היתר שניתן לבצע כל אחד מהם ללא מגבלה, אז כל עוד מדובר בפרויקט קובנציונלי, ניתן לשפטו כדאיותו גם לפי IRR וגם לפי NPV.

נוסחאות / כללים למפגשים 2,3 - איזון אקטוארי, ריבית ופרויקטים

איזון אקטוארי - מימון סדרת מściכות ע"י הפקדה בודדת

$$Deposit = PV(Withdrawals)$$

כאשר :

הערך $Deposit$ מייצג את ההפקדה החודש פעמית / המידית הבודדת שנדרש לבצע.
הערך $PV(Withdrawals)$ הוא ביטוי המייצג את הערך הנוכחי של המשיכות, מתואם לזמן 0.

איזון אקטוארי - מימון סדרת מściכות ע"י הפקדת סדרת הפקדות

$$FV(Deposits) = PV(Withdrawals)$$

כאשר :

הערך $FV(Deposits)$ מייצג את הערך העתידי של סדרת הפקדות למועד ההפקדה الأخيرة.
הערך $PV(Withdrawals)$ הוא ביטוי המייצג את הערך הנוכחי של המשיכות, מתואם למועד ההפקדה الأخيرة

чисוב ריבית אפקטיבית כאשר נתונה הריבית הנקובה והוא "מחושבת כל _____ זמן"

$$r_{ef} = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1$$

כאשר :

הערך r_{ef} מייצג את הריבית האפקטיבית
הערך R מייצג את הריבית הנקובה
הערך n הוא התשובה לשאלת : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנקובה הנתונה"
הערך m הוא התשובה לשאלת : "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנדרשת".

המרת ריבית אפקטיבית מתקופה אחת לאחרת

$$r_{ef} = (1 + r)^m - 1$$

כאשר :

הערך r_{ef} הוא הריבית האפקטיבית לתקופה הנדרשת (כאן - לשנתיים).

הערך r הוא הריבית האפקטיבית הנתונה (כאן - ריבית אפקטיבית שנתית).
הערך r הוא התשובה לשאלת: כמה תקופות ריבית r נכללות בתקופה הנדרשת.

чисוב ריבית אפקטיבית (בכללה) עבור מקרה שבו ישנה ריבית נקובה המוחשבת מספר פעמים (ריבית דרייבית) ומשולמת בתום התקופה וכן ריבית מראש (אם אין ריבית מראש אלא רק ריבית מראש, המונה ישנה ל-1):

$$r_{ef} = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1$$

כאשר :

הערך r_{ef} מייצג את הריבית האפקטיבית

הערך R מייצג את הריבית הנקובה

הערך r הוא התשובה לשאלת: "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנקובה הנתונה"
הערך r הוא התשובה לשאלת: "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנדרשת".

הערך R_d מייצג את שיעור הריבית המנוכה מראש

הערך d הוא התשובה לשאלת: "כמה תקופות חישוב ריבית נכללות בתקופה הנקובה של ריבית מראש"
הערך m_d הוא התשובה לשאלת: "כמה תקופות חישוב ריבית מראש נכללות בתקופה הכוללת הנדרשת"

ענין / NPV

מייצרים ביטויי המהוון (מחשב PV) לכל הרכבים בזמן 0. בכוונה תחילת אין להציג נוסחה, שכן המבנה שלו תלוי במבנה התזרומים של הפרויקט.

שת"פ / IRR

מייצרים ביטויי זהה לענין, אך מציינים את מחיר ההון כנעלם, ומשווים אותו ל-0. הריבית המוחלצת היא IRR.

מדד הרוחיות / PI

$$PI = \frac{PV_{\text{תקבולים}}}{|PV_{\text{תשומים}}|}$$

מבחן 3 – קיצוב הון (יח' 7)

רקע:

בבואהנו לקבעו כדיאוות פרויקטים אליבא דיח' 6 (הו�י אומר – יישום קרייטוריוני PI, IRR, NPV והחזר הון שניי), על פי רוב – תזרימי המזומנים היו נתונים או ניתנים לאפיון בקהלות (למשל – תזרימי הלואת שפיצר). בעולם האמיטי, במקרים רבים, אנחנו מקבלו נתוני פרויקט באופן גולמי יותר, שכוללים – ערכי הכנסות, ערכי הוצאות, מסים והשפעת דיניהם, רכיבי תזרים לא רלוונטיים וכיו"ב, ונרצה לברור את המושך מן התבון, ולהיות מסווגים נקזו מותך מאגר הנתונים המסורבל הכתוב תזרימית / ציר תזרימי ברור, שעל בסיסו נוכל לקבל החלטה בדבר ביצוע הפרויקט או דחיתו.

אנחנו נתחיל באפיון העקרונות הבסיסיים לשם כך, נמשיך בפתרון שאלת בסיסית בנושא, שתנתן לנו כיוון ראשוני לדיוון, ולאחר מכן – נתחיל בפתרון שאלות כבדות יותר.

העקרונות הבסיסיים ביותר בקיצוב הון (באפיון תזרימי מזומנים רלוונטיים לקבלת החלטה בדבר פרויקטים):

1. יש להתבסס על תזרימי מזומנים תוספתיים בלבד: המטרה היא לגנות אילו תזרימי מזומנים נוצרים / נובעים / נוצרדים כתוצאה ישירה מביצוע הפרויקט.
2. תזרימי מזומנים והשינויים בהם – ייבחנו בגין כל פרויקט מנקודות ראות כלל הפירמה: המטרה אינהן למקסם ערך של פרויקט ספציפי, אלא לבחון כיצד הפרויקט תורם (אם בכלל) לערך החברה בכללותה. לכן, השפעות כגון תרומה / פגיעה בתזרימי פרויקטים אחרים, בהחלטת תובה בחשבו בתזרימי הפרויקט הנבחן.
3. בהתעלם מעלוויות שקוויות ובלתי ניתנות לשינוי (הרחבת למאפיין 1): הויאל והמטרה היא לזהות את השינוי התזרימי, אזי: הקצתה עלויות קיימות ובלתי ניתנות לביטול לפרויקט, לא ייכלו באפיון תזרימי למטרת ההחלטה. כך למשל, אם חברת קשורה בהסכם חכירה שאיננו ניתן לביטול, ואשר דרוש תשלום דמי חכירה (שכירות) מסוימים, הרי שגם אם החברה תחליט בשלב מסוים לבצע פרויקט ולהשתמש במבנה זה – דמי חכירה לא יהיה חלק מתקציב הפרויקט.
4. כמעט מקרה מיוחד של "הלואות מסוובסדות" – אין לכלול עלויות מימון במסגרת תזרימי המזומנים (משמעות המימון באות לידיו במנגנון ההיוון, מגנון חישוב ה-NPV ולא בתזרמים עצם).
5. יש לגלם השפעות תזרימיות הנובעות ממיסים על הכנסה.

54.100.2 – קיצוב הון בסיסי (בנייה תזרימי מזומנים לתוכניות השקעה) – לכיתה

חברה שוקלת לבצע השקעה ענקית במכונה מטאורפת לחימום נקי שגס טוחנת פופיקים וכרבולות על המוקם. על מנת לבדוק את הנתונים הכלכליים הקשורים לעולם חימום הנקי היא שכרה את ד"ר צבן, מומחה בעל שם עולמי בתחום הנקיים, ושילמה לו עבור בדיקת התוכנות כלכלית שכר טרחה בסכום של 95,000 ש"ח. בהתאם לנ נתונים שמסר ד"ר צבן, אורך הפרויקט הנדון הוא 4 שנים, ולטובת ביצועו יש **רכוש את מכונית חימום הנקי בעלות של 900,000 ש"ח**. כמו כן, תדרש החברה להפקיד עירבון בנק עד לסיום מוצלח של הפרויקט לאחד מלקוחותיו המוסדיים, בסכום של 150,000 ש"ח. הסכום יוחזר לחברה במלואו בתום 4 שנים. כמו כן, הפirma צריכה לשכור שירותים של מוממי נקי לתקופת הפרויקט בעלות תחילת שנתית של 40,000 ש"ח לשנה.

החברה צופה להניב הכנסות שנתיות בסכום של 500,000 ש"ח לשנה בכל אחת מהשנים. ההכנסות מתקבלתה בתום כל שנה.

החברה קיבלה ממשרד הבריאות עידוד: אם תבצע את הפרויקט, תוכל לרכוש קרקע חקלאית לזכאים בעלות של 80,000 ש"ח אשר שווי השוק הנוכחי שלו הוא 120,000 ש"ח. הרכישה והמכירה של הקרקע כדי לנצל את הטעבה יוכלו להתבצע בסיום הפרויקט בלבד. הפחת על מכונית הנקי – הוא לפי משך אורך החיים שלה (4 שנים). החברה כפופה למס **בשיעור 30%**, כאשר **המסים מושלמים תמיד בתום השנה**. כמו כן, ידוע שמחיר הון של החברה אחורי מס הוא 10%.

נדרש:

מהו עניין הפרויקט? בכפוף לכך, האם הפרויקט כדאי? נמקו.

עלות המכונה:

כשאנו בוחנים פרויקט ומתקבלים במסגרתו מגוון נתונים לגבי עלויות, הכנסות וכיוצא בהן, תמיד ותמיד נתונים אך וرك בעלות ובהכנסות **טרם נוצרו**, ואשר **תיווצרנה בעתיד** אם וرك **אם יוחלט על ביצוע הפרויקט**. לפיכך, עלות סקר שוק / בדיקה מקדמית / מנהלות שנתחוויה בעבר, טרם קבלת החלטה על הביצוע – כל אלו ערכים **תזרימיים שאינם רלוונטיים** לקבלת החלטה ואינם חלק מ揆ימי המזומנים של תוכנית ההשקעה בכובע מימוני. **עלויות היסטוריות שאינן ניתנות להערכתה הן בגדר נתון סרק בחישובינו.**

עלות המכונה והשפעות עלות – השפעות על העניין:

בזמן אפס עליינו לשאת עלות רכישתה של המכונה, שהינה כנתון 900,000 (揆ים שלילי בזמן אפס). מחיר הון שמשרת את ההיוון הוא 10% **כנתון**.

בנוספ', אנו נדוח מדי שנה (לרשوت המסים) על הוצאות פחת בגין המכונה. כנתון, המכונה מופחתת לצרכי מס על פני 4 שנים – הוצאות פחת אלו יזכו את החברה בגין מס / זיכוי מס בהתאם לסכום ההוצאה ושיעור המס.

$$\frac{900,000}{4} - 900,000 * 30\% * PVFA(10\%, 4)$$

באיור נוסף: 900,000 שחולקו ב-4 – אלו הן הוצאות הפחת המדווחות, לפי היחס בין הוצאות לבין תקופת ההפקתת הנתונה. מדוע המדקם חייב? משום שהפחית עצמו איננו בגדר תזרים מזומנים יוצא, הרי את כל הכספי

שילמו במועד ההשקעה וכבר התייחסנו לכך ; מה שהפחיתה מנייב לנו זהו דווקא תזרים חיובי מרשות המסים, המחשב מדי שנה בשנה כמכפלת הוצאות הפחית בשיעור המס (30%). והואיל ונדוח בגין פחות זה כל שנה במשך 4 שנים הפוך, יש להוון סדרת תזרימי מגני מס אלו באמצעות PVFA.

הערה : מעבר לעלות הרכישה בסימן שלילי, וסדרת התזרמים החיוביים בגובה זיכוי המס היחסית על הוצאות הפחת השנתיות, בבחירה ייתכן שבתום הפוך, חברה תצליח למכור את שריידי המכונה ולקבל בכך יותר תזרים חיובי חד פעמי – גם אם אותו צרכיך להביא בחשבון. ראו שאלות אחרות במחברת המציגות מצב זה. כאן, אין שום מידע על היכולת למכור את הפריט בסוף הפוך, ולכן הרכיבים התזרימיים היחידים הם העלות וזיכוי המס על הפחת כאמור.

הפקודת עירבון ש"חזר אלינו" :

על פי נתוני השאלה, על החברה (שיעור ההון שלה 10%) חובה להפקיד היום 150,000 ש"ח (תזרים שלילי), אלא שסכום זה יחזיר לחברה במלואו בסיום הפוך. נאלת השאלה – האם פוליה זו רלוונטית בכלל? הרי אם אני משלם, אז מקבל חזרה... מעשה כלכלי, לא קרה כלום? האם זה נכון? כמובן שקביעה כזו היא מטומטמת. הרי כל הרעיון במימון הוא לגלם את ערך הזמן של הכספי. לכן לא משנה מה אומרים בשאלת ואיך מנסים לכואורה לשכנע אתכם, לעולם לא נוכל להתעלם מההשפעות של "הון חזר" : כספי שימושיים בתחילת הפוך, ומתקבלים חזרה (בסכום הנקוב הזהה, ללא פיצוי או תוספת) בסיוםו – הם חלק מתזרימי ונתיחס אליהם באמצעותן ההשפעות על הערך :

$$-150,000 + 150,000 * (1 + 10\%)^{-4}$$

כasher : 150,000 המשולמים מיד, ו-150,000 שמתקבלים חזרה בעתיד – מהוונים (PV) לזמן 0 ממועד סיום הפוך שהוא המועד שבו יושבו כולם מזמן 4, לזמן 0.

סוגים נוספים של הון חזר כוללים גם : "מלאי קבוע" (שכניםים בתחילת הפוך ומזדכים עלייו בסיום הפוך) או פשוט אזכור בשאלת כגוון "הפרויקט ידריש השקעה בהון חזר". סוגיות ההון החזר נטולות השפעת מס – משום שתפיסת רשות המסים היא שלמרות ההפסד הכלכלי אין כאן הפסד חשבוני שMOVIL לזכוי מס.

עלות שוטפת (הוצאה תזרימית שוטפת) – עלות מחממי נקיinit בתחילת כל שנה

כל עלות שהיא בוגדר הוצאה תזרימית שוטפת, היא בעלת שתי השפעות תזרימיות המקבילות זו את זו : מצד אחד, מדובר בתזרים שלילי – עלות אמיתית. מצד שני, דווקא משום שזו עלות אמיתית – הוצאה, החברה גם זכאייה לקבל מגני מס (זכויי מס) בעודה. שמו לב להבדל בין הוצאה תזרימית שוטפת לבין הוצאות פחות ; שהן ככלעמן אינן תזרים כלל – אלא רק מניבות זכוי מס.

הצד השלילי – עלויות שנתיות שסכום הנטו 40,000 ש"ח, אשר מתחווות בתחילת כל שנה, במשך 4 שנים, כאשר מחיר ההון 10% נטו :

$$-40,000 * PVFA(10\%, 4) * (1 + 10\%)$$

מדובר בתזרים שהם בתחילת כל שנה, 4 שנים. כולל עיתויים על הערך הוא מזמן 0 לזמן 3. חישוב הערך הנוכחי של סדרת התזרים 3-0 תמיד מופיע אחת אחרת ולכון הביתי (4, 4) * $PVFA(10\%, 4)$ – מוביל לזמן 1 – ואת זה צריך לתקן מזמן 1- ל-0 – מכאן המכפלה הנוספת (1 + 10%) *.

הצד החובי – זיכוי המס. בשאלת נאמר (למרות שההוצאות השותפות הן בתחילת כל שנה) זיכוי המס הוא בתום כל שנה כולל בתום כל אחת מהשנים 4-1.

$$+40,000 * 30\% * PVFA(10\%, 4)$$

מדובר בסכום ההוצאה 40,000, מוכפל בשיעור הזיכוי שהוא שיעור המס – 30%, והואיל זיכוי המס בגין ההוצאה כאמור הוא בתום כל שנה (התחשבנות המא בהתום כל שנה) כפלו ב-PVFA ולא צריך בהתאם: כולל סדרה תזרימית 4-1, ערך הנוכחי סדרתי מופיע אחת אחרת כולל מזמן 0, סיימנו.

הכנסות בתום כל שנה, 4 שנים בסך 500,000 ש"ח

קודם, כשנתקלנו במצב שבו ההוצאה בתחילת כל שנה, והמס בתום כל שנה – יצרנו שני ביטויים – האחד לגילום ההוצאה ברוטו (התחלה שנייה) והאחר לימי (תום שנייה). במקרה זה – הכנסות הנתונות בשאלת הערך בתום כל שנה. לכן, דרך קצחה יותר היא פשוט לחשב את מכפלת ההכנסה באחת פחות שיעור המס (כך נגיע להכנסה נטו) ולהוונה (את ההכנסה לאחר מס) כסדרה.

במילים אחרות: אם קיימת חפיפה בין מועד הכנסות / ההוצאה למועד מיסוי – הדבר הקלה ביותר היא לכפול את סכום ההכנסה / ההוצאה ב-1 פחות המס ולשרשר ערך הנוכחי כסדרה. אם אין חפיפה בין מועד הכנסות / ההוצאה למועד מיסוי, נוצר בימי נפרד להכנסות / ההוצאות וביטוי נפרד להיבט המס.

כאן – כאמור – הכנסות בתום כל שנה, גם המס. הנתון מבשר שההכנסה השנתית 500,000, שיעור המס 30% מחיר ההון 10%, והוא בתום כל שנה, 4 שנים, 4-1:

$$500,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 4)$$

עדוד ממשתי

החברה קיבלה ממשרד הבריאות עדוד: אם תבצע את הפרויקט, תוכל לרכוש קרקע כללית לזכאים בעלות של 80,000 ש"ח אשר שווי השוק הנוכחי שלו הוא 120,000 ש"ח. הרכישה והמכירה של הקרקע כדי לנצל את הטעבה יכולים להתבצע בסיום הפרויקט בלבד.

כאשר החברה מוכרת רכוש קבוע, ציוד, קרקע, מכונות וכן הלאה – אנו מתייחסים לעסקה כעסקה היוצרת רווח / הפסד הון. מדובר ברווח / הפסד שנ:center לשלים בגין מסים על הכנסה (לפי שיעור מס מיוחד, שנקבע שיעור מס רווח הון, אלא אם איינו נתון, אז יחול שיעור המס הכללי). כך שבעצם, בזמן 4, בסיום הפרויקט, אני מצפה שיוציאו הערכים התזרימיים הבאים:

- א. תזרים שלילי לביצוע ההשקעה בעוד 4 שנים.
- ב. תזרים חיובי למכירה של ההשקעה, מיד לאחר רכישתה (בעוד 4 שנים).
- ג. חישוב רווח הון במכירה ומיסויו (בסימן שלילי).
- ד. התזרים נטו (בניכוי המס) יהוון (PV) מזמן 4 לזמן 0, כתזרים בודדים, כדי לשקר השפעתו על ה-NPV.

$$[-80,000 + 120,000 - 30\% * (120,000 - 80,000)] * (1 + 10\%)^{-4}$$

פירוק :

הערך השלילי בסך 80,000 ש"ח מייצג את התזוזים שייצא לטובת הרכישה ההזמנותית. הערך החיובי בסך 120,000 מייצג את תמורה המכירה החיובית בהתאם לתנאי השוק.

מעבר לעצם קבלת תזרים "נטו" של 40,000 באופן זה (תשלום 80,000, קבלת 120,000) עסקה זו של מכירת סוג של פריט קבוע יוצרת רוח / הפסד הון לפי ההפרש בין תמורה המכירה לבין "ערך הספרים" של הפריט שנמכר. בשפה פשוטה : אצלונו הפריט מופיע כ-80,000 (עלות רכישתו ועוד לפני שנמכר) מכרכנו אותו ב-120,000, לא מפתיע שההפרש בין הערכיהם האלו הוא רוח, וצריך לשלם עליו מס. لكن כל לנו מוקדם שלילי של 30% (שיעור המס) כפול הרוח.

כל הביטויי כלו (בסוגרים המרובעים, כולל התמורה ברוטו כולל השפעות המס) יוצר בתום שנה 4, בסיום הפרויקט. لكن ערך זה תורגם למונחים של ערך נוכחי על בסיס נוסחת ערך נוכחי של סכום חד פעמי – על ידי מכפלה ב-1 ועוד מחיר ההון בחזקה של 4.

סיכום הערכים וחישוב NPV :

כדי לחשב את NPV ולקבל החלטה, פשוט סוכמים את כל רכיבי התזוזים המהוונים שהוצגו לעיל :

$$\begin{aligned} & -900,000 + \frac{900,000}{4} * 30\% * PVFA(10\%, 4) \\ & -150,000 + 150,000 * (1 + 10\%)^{-4} \\ & -40,000 * PVFA(10\%, 4) * (1 + 10\%) + 40,000 * 30\% * PVFA(10\%, 4) \\ & + 500,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 4) \\ & + [-80,000 + 120,000 - 30\% * (120,000 - 80,000)] * (1 + 10\%)^{-4} \end{aligned}$$

התוצאה של ערך זה היא ה-*NPV* אם הוא חיובי נקלט את הפרויקט, אם שלילי – נדחה אותו.

שאלה 54.101 – אפיון בסיסי של תזרימי המזומנים – בעסקת רכישת מכונה חדשה זהה, (מבחן 3 – 27.7)

חברת "חן פיננה" בע"מ שוקלת לבצע פרויקט שידרשו ממנה לרכוש היום מכונה לחימום נקניק בעלות של 500,000 ש"ח. המכונה בעלת אורך חיים שימושיים של 4 שנים, אך לצרכי מס היא מופחתת על פני שנתיים בלבד. בסיום הפרויקט צופה החברה כי תוכל למכור את המכונה בתמורה ל-100,000 ש"ח.

בנוסף, ידרשו הפרויקט שימוש במבנה משרדים שהחברה חתמה לפני מס' שנים הסכם לשכירתו לתקופה ארוכת טווח, ואשר אייננו ניתן לביטול (החברה היא השוכרת), בעלות שנתית של 40,000 ש"ח. לטענת רואה החשבון של החברה, יש להකצות עלות זו כתזוזים שליליים בסגורה בחינתן כדאיות הפרויקט.

בנוסף, נדרש להקצות לפרויקט 2 עובדים קבועים, קיימים, שלא ניתן לפטרם, ואשר עלות השכר השנתית של כל אחד מהם 40,000 ש"ח, וכן לגייס עובד חדש לתקופת פרויקט שעלות שכרו השנתית 65,000 ש"ח. הכנסה השנתית הצפוייה מהפרויקט היא בסכום של 290,000 ש"ח לשנה, בתום כל אחת מ-4 שנות הפרויקט.

החברה כפופה למס חברות בשיעור 25%, לשיעור מס רווח הון של 15% ומחר רווחה של החברה לאחר מס הוא 12% לשנה.

נדרש: בתנונים אלו –

- א. הציגו בטבלה את תזרימי המזומנים הצפויים מהפרויקט.
- ב. חשבו את ערך ניון הפרויקט – NPV בהתאם לשיכום תזרימי הפרויקט.
- ג. חזו על חישוב העניין תוך שימוש בנוסחה אחת שבה כל רכיב יהווה ערך נוכחי של תזרימי המזומנים.

פתרונות סעיף א:

סימון	תיאור	0	1	2	3	4
I_0	עלות ההשקעה במכונה	-500,000				
$\frac{1}{1 + r}$	מג'ינס על הפחתת המכונה		62,500	62,500		
רוא להלן	מכירת המכונה בסיום					85,000
C	עובד חדש (מוספטוי)		-65,000	-65,000	-65,000	-65,000
S	הכנסות שנתיות		290,000	290,000	290,000	290,000
$-t * (S - C)$	מס על הרווח "התפעולי"		-56,250	-56,250	-56,250	-56,250
	סה"כ תורים נטו שנתי	-500,000	231,250	231,250	168,750	253,750

מכירת מכונה:	תמורה
ערך הספרים לצרכי מס ערך המכירה:	100,000
עלות	0
500,000	100,000
פחת נצבר	15%
ערך ספרים	-15,000

ההפרש - רווח הון (חיובי) או הפסד הון (שלילי)	שעור מס רווח הון
הויאל והרווחה - נוצר מס רווח הון לתשלומים	

סך הכל תמורה נטו ממכירת המכונה לאחר מס:	תמורה ברכשו - בסף אמצעי שנכנס מהquina
תמורה ברכשו - בסף אמצעי שנכנס מהquina	הוצאות המש במכירה
הוצאות המש במכירה	הוצאות המש במכירה
תורים נטו לאחר מס בגין המכירה הצפוי של המכונה	85,000

טיפול במכונה על שלל רכיביה:

חברת "חן פיננס" בע"מ שוקלת לבצע פרויקט שידרוש ממנה לרכוש היום מכונה לחימום נקיין בעלות של 500,000 ש"ח. המכונה בעלת אורך חיים שימושיים של 4 שנים, אך לצרכי מס היא מופחתת על פני שנתיים בלבד. בסיום הפרויקט צופה החברה כי תוכל למכור את המכונה בתמורה ל-100,000 ש"ח. שיעור המס 25% שיעור מס רווח הון 15%. מחר רווחה 12%, 2 תזרימיים.

רכישת מכונה ומגן מס על הפחתתה:

$$-500,000 + \frac{500,000}{2} * 25\% * PVFA(12\%, 2)$$

מכירת המכונה – למروת שהמכונה מופחתת על פני שנתיים, כנתון היא תשרטנו 4 שנים, קרי תמכר רק בעוד 4 שנים, וההיוון שלה יהיה 4 שנים לאחר.

$$+[100,000 - 15\% * (100,000 - 0)] * (1 + 12\%)^{-4}$$

מה היה כאן? תמורה המכירה ברוטו שהיא 100,000 כנטו, בኒקי שיעור מס רווח הון 15% (שחל תמיד על עסקאות מכיר רכוש קבוע, ואם לא היה נתנו – היו מושתמשים בשיעור המס הכללי 25% במקומו) אשר מוכפל ברוחה ההון, שמצויד – הוא ההפרש בין תמורה המכירה לעלות המופחתת ערבות המכירה. תמורה המכירה כאמור 100,000 והואיל והפריט נמכר לאחר 4 שנים – תקופה שהיא ארוכה יותר מתקופת הפחתתו שהיא שנתיים בלבד, הרי שעולות המופחתת ערבות מכירתו 0. כל הביטוי הזה (תזרים ברוטו בኒקי מס רווח הון) צפוי להתקבל בסיום הפרויקט, קרי בעוד 4 שנים, וכך מבוצע לו PV בסכום אחד, 4 שנים לאחר מכן ברכיבית 12% (המכפלה האחורה).

רכיב עליות קבועות – שאינו נובעת מהפרויקט ותיווצרנה "בכל מקרה"

בנוסף, ידרוש הפרויקט שימוש במבנה משלדים שהחברה חתמה לפני מספר שנים הסכם לשכירתו לתקופה ארוכת טווח, ואשר איננו ניתן לביטול (חברה היא השוכרת), בעלות שנתיות של 40,000 ש"ח. לטענת רוואה החשבון של החברה, יש להකנות עלות זו כתזרים שלילי במסגרת בדיאות בחינת כדיאות הפרויקט. בנוסף, נדרש להקנות לפרויקט 2 עובדים קבועים, קיימים, שלא ניתן לפטרם, ואשר עלות השכר השנתית של כל אחד מהם 40,000 ש"ח.

שני סוגי עליות אלו – הן עליות שאמנם עתידיות, אך ביצוע הפרויקט או דחייתו לא ישפיעו עליהם. עליות אלו אינן חלק מتزירימי המזומנים שנכטאה לשם קבלת החלטה לגביו. נתון סרך.

טיפול בהכנסות והוצאות שכלו בתום שנה, יחד עם השפעת המס ולתקופות זהות

לגייס עובד חדש לתקופת הפרויקט שעלות שכרו השנתית 65,000 ש"ח. ההכנסה השנתית הצפוייה מהפרויקט היא בסכום של 290,000 ש"ח לשנה, בתום כל אחת מ-4 שנות הפרויקט. **توزורת: פרויקט ל-4 שנים וממחיר ההון 12%, שיעור מס 25%:**

$$(290,000 - 65,000) * (1 - 25%) * PVFA(12\%, 4)$$

עלויות קיימות שמקנות (עובדים קבועים, הסכם חכירה קיימים שלא ניתן לביטול) – לא רלוונטיות. ה-*t*-*t* מייצג שיעור מס חברות, שתקף לכל סוגי העיסוקות למעט עסקת מכירת רכוש קבוע, שכפופה לשיעור מס רווח הון. **הסבירים נוספים – יוצגו בפתרון המקיים (סעיף ג).**

פתרון סעיף ב (שימוש בטבלה מרכזת לשם היון, שימוש בפרויקט לפי רכיב – מופיע בסעיף ג להלן):

כל שעליינו לעשות הוא לחשב NPV לשורה התחתונה של תזרימי הפרויקט :

$$NPV = -500,000 + 231,250 * PVFA(12\%, 2) + 168,750 * (1 + 12\%)^{-3} + 253,750 * (1 + 12\%)^{-4} = 172,200$$

הואיל והענין חיובי, הפרויקט כדאי.

סעיף ג: חזרו על חישוב הענ"ג תוך שימוש בנוסחה אחת שבה כל רכיב הווה ערך נוכחי של תזרימי המזומנים

$$\begin{aligned}
 NPV = & -500,000 + \frac{500,000}{2} * 25\% * PVFA(12\%, 2) \\
 & + \left\{ 100,000 - 15\% * \left[100,000 - \left(500,000 - \frac{500,000}{2} * 2 \right) \right] \right\} * (1 + 12\%)^{-4} \\
 & + (290,000 - 65,000) * (1 - 25\%) * PVFA(12\%, 4)
 \end{aligned}$$

כמובן, גם כאן התוצאה תהיה זהה לחלווטין לו שונצרה בעקבות היוון שורת תזרימי הנטו בפתרון סעיף ב לעיל.

שאלה 54.102 – בניית תזרימי מזומנים לתוכנית השקעה במצב של החלפת מכונה

בחברת "ירון המנקוק" בע"מ (להלן: "החברה") נהגים לספק שירות של חימום נקיין ללקוחות. לשם הפעולות העסקית מבצעת החברה שימוש במכונה לחימום נקיין.

המכונה לחימום נקיין נרכשה לפני 4 שנים, עלות של 100,000 ש"ח. לצרכי מס, המכונה מופחתת על פני 5 שנים בשיטת הקו הישר, למרות שאורך חייה השימושיים הוא 12 שנים בסך הכל (mmoועך רכישתה).

ידעו כי מדובר בדגם ישן מאד של המכונה, ואשר על כן, לא ניתן למכור אותו היום, לאור שינויי מהותיים בטכנולוגיית חימום הנקיין.

שرون, שותפה בחברה, פנתה לירון על מנת שישקול להחליף את המכונה לחדשה, כזו שנתקעות בה פחות כרבותות ופופיקים בתהיליך חימום הנקיין ללקוחות, ולכן היא דורשת פחתת עלויות תחזוקה. המכונה החדשה תעלה לחברה 1,500,000 ש"ח ואורך חייה 8 שנים. לצרכי פחת, מופחתת המכונה החדשה על פני 5 שנים.

החסכון השנתי שצפוי לנבוע מהירידה בעלות נקיי הפופיקים והכרבולות צפוי להסתכם ב-400,000 ש"ח בתום כל שנת חיים של המכון (לא כולל פחת, הכרבת עובדים, יונץ ועובד קבוע – ראו להלן), אך לשם תפוקה תצטרכן החברה לשלם בעוד שנה סכום חד פעמי של 30,000 ש"ח לשם הכשרת העובדים לחימום הנקיין במכונה החדשה, וכן להוצאות לתחזוקת המכונה עובד קבוע (שכבר קיים ועובד בחברה) ואשר לא ניתן לפטרו אשר עלות שכרו השנתית 20,000 ש"ח. עובד זה יdag לכך שרמת הקוליפורמים הוצאותיים במכונה תעמוד בדרישות משרד הבריאות. צפוי החסכון השנתי לעיל נמדד בהתאם להערכת יונץ כלכלי ששולם לו בעבר הבדיקה סכום של 50,000 ש"ח.

החברה כפופה למס חברות בשיעור 30%, שחל על כלל רווחיה, למעט רווחי הון (והפסדי הון) החייבים (או מזכים) במס לפי שיעור מופחת של 15%. מחיר הון של החברה לאחר מס הוא 20% לשנה.

נדרש: ירונו פנה אליכם על מנת שתתבוננו את הנסיבות הכלכליות של החלפת המכונה. לשם כך: הציגו חישוב ישיר של עניין החלפה ללא טבלת תזרימיים (באופן שבו כל איבר בנוסחת החישוב מייצג סדרה תזרימית אחרת או רכיב תזרימי אחר של החלפה). [הבהרה: גישה זו נפוצה מאד בפתרונות ביחסות הלימוד].

ראשית, לשם נוחות, נתיחת לתזרימיים שנובעים מעצם רכישת המכונה החדשה:

$$NPV = -1,500,000 + \frac{1,500,000}{5} * 30\% * PVFA(20\%, 5)$$

$$+ 400,000 * (1 - 30\%) * PVFA(20\%, 8) - 30,000 * (1 - 30\%) * (1 + 20\%)^{-1}$$

באדום – עלות ההשקעה, בירוק – מגן המס על ההפחתה, בכחול – הכנסות לאחר ניכוי מס, בורוד – הוצאה חד פעמיות בגין מס.

כעת, נוסיף למשוואה (זו לא משווהה נפרדת אלא המשך שלה) את השפעות הגריטה של המכונה הישנה. בכל השאלות שעוסקות בהחלפת מכונה עליינו להניח שתמיד מעיפים את המכונה הישנה כאשר מחליפים אותה מחדש. עקרונית, צריך לתת ביטוי לתזרים הנובע ממכירתה אם רלוונטי (כאן לא רלוונטי, כי אםרו מפורשות שלא ניתן למכור את המכונה בהינתן הטכנולוגיה העתיקה שלה), וכן לאובדן מגני המס על ההפחתה, כמו כן, ננפיק ביטוי לגריטה בתמורה ל-0 (הפסד הון) :

$$-15\% * \left[0 - \left(100,000 - \frac{100,000}{5} * 4 \right) \right]$$

כאשר : 15% זהו שיעור מס רווח הון, ה-0 מייצג את תמורה המכירה, והביטוי בסוגרים עגולים מייצג את הוצאות המופחתת (ערך הספרים) ערב המכירה (מכונה שנרכשה לפני 4 שנים ומופחתת על פני 5 שנים. אין צורך להוון, כי הגריטה מיידית, ובהתאם ההשפעה התזרימית בגין הפסד ההון).

עצם הגריטה מובילה לכך שלא נוכל לקבל מגן מס על הפחת בגין שנת ההפחתה ה-5 והאחרונה של הפריט שנגרט. הפסד הנובע מכך (שצריך להוון שנה אחרת, כי על הפחת היינו אמורים לדוח בתום השנה) הוא :

$$-30\% * \frac{100,000}{5} * (1 + 20\%)^{-1}$$

כך שהביטוי המייצג את העניין בשים לב לביטויים כולם :

$$NPV = -1,500,000 + \frac{1,500,000}{5} * 30\% * PVFA(20\%, 5)$$

$$+ 400,000 * (1 - 30\%) * PVFA(20\%, 8) - 30,000 * (1 - 30\%) * (1 + 20\%)^{-1}$$

$$-15\% * \left[0 - \left(100,000 - \frac{100,000}{5} * 4 \right) \right] - 30\% * \frac{100,000}{5} * (1 + 20\%)^{-1}$$

54.102.1 – **בנייה תזרימי מזומנים – ייצור או רכישה (מאפס – מפגש 27.7)**

חברת "אביביל" משתמשת במכונה לחימום נקייק שנרכשה לפני 4 שנים בעלות של 300,000 ש"ח, לטובת חימום הנקייק שהוא השירות העיקרי שהוא מספקת. ידוע כי ניתן להשתמש במכונה במשך 6 שנים נוספות, ושויה היום בשוק הוא 100,000 ש"ח. החברה צופה לחםם 1,000 נקייקים בשנה כאשר העלות המשתנה לחימום נקייק היא 30 ש"ח.

מציעים לחברת לחםם נקייק ב-*Outsource* במשך 6 השנים הבאות בתמורה ל-20 ש"ח ליחידה. הדבר דרש התאמות בתהליך הייצור בחברה הקשורות בין היתר השקעה ברכוש קבוע בעלות 30,000 ש"ח אשר אורך חיוו שנתיים ונדרש להחליפו כל שנתיים. בנוסף תידרש החברה להשקעה של 15,000 ש"ח בהזון חוזר.

החברה כפופה למס חברות בשיעור 30% ומס רווח הון בשיעור 25%.

כל פרייתי הרכוש הקבוע בחברה מופחתים על פני 5 שנים לצרכי מס.מעט פרייתי ההתאמה לתהליך הייצור שמוסחתים על פני שנתיים.

מחיר ההזון של החברה הוא 10% לשנה.

נדרש:

א. חשבו את עניין המשך הפעלה של המconaהakt הקיימת (הדרך: התיחסו לעליות החימום הקיימות ולהמשך קבלת מגני המס על הפחת כל שנתיונת)

ב. חשבו את עניין ההצעה של הספק (הדרך: התיחסו לטיפול במכירת המconaהakt הקיימת, ברכישת המconaה החדש באופן איטרנטי כולל מגני המס על הפחתה, להזון חוזר ועלייהות החימום החדשות בהתאם לתעריף הספק).

ג. בנו משואה מותוכה ניתן לחץ את המחיר המירבי לחימום ייחודי נקייק אותו תסכים החברה לשלם לספק במקום לחםם עצמה. [הדרך: השוו את משואה העניין בחימום עצמי למשואה העניין בהצעת הספק כאשר המחיר ליחידה הוא הנעלם]

פתרונות:

כלכל: בשונה משאלות קודמות, שאלת זו אינה מציגה "פרויקט ייחודי" שעלינו לאמוד את כדאיותו. במקום זה, היא מציגה מצב קיים, של מבנה עליות מסוימים, ואל מולו – מצב אלטרנטי (רכישה מספק) עם מבנה עליות אחר. באופן עקרוני – המטרה היא לבחון היכן, במונחי *NPV*, העליות הנוצרות הן נוכחות יותר (משתלמות יותר) ובהתאם להחלטת האם להמשיך לייצר בעצמו או לרכוש מספק.

סעיף א – ספציפית: מתמקד ב-*NPV* של המשך הייצור העצמי

חברת "אביביל" משתמשת במכונה לחימום נקייק שנרכשה לפני 4 שנים בעלות של 300,000 ש"ח, לטובת חימום הנקייק שהוא השירות העיקרי שהוא מספקת. ידוע כי ניתן להשתמש במכונה במשך 6 שנים נוספות, ושויה היום בשוק הוא 100,000 ש"ח. החברה צופה לחםם 1,000 נקייקים בשנה כאשר העלות המשתנה לחימום נקייק היא 30 ש"ח. החברה כפופה למס חברות בשיעור 30% ומס רווח הון בשיעור 25%. כל פרייתי הרכוש הקבוע בחברה מופחתים על פני 5 שנים לצרכי מס. מחיר ההזון של החברה הוא 10% לשנה.

חשוב לשים לב: מדובר במכונה ישנה / קיימת. להתייחס לעלות רכישתה כרגע כתזרים שלילי – זו טעות. הרי הרכישה הנ"ל היא אירוע היסטורי, שלא ניתן לשנות.

אם נבצע החלטה מודעת להמשיך וליצורו בעצמו – לא נוכל לבטל / לשנות את העלות ההיסטורית, ולכן – לא נתייחס עליה בפני עצמה; אבל כן נקבל את מגני המשך על הפחת של המכונה זו (לעומת ההחלטה החלופית לרכוש מספק, שבמסגרתה, כפי שנראה בהמשך – המכונה הקיימת תמכה). כמו כן, הבחירה המודעת והמכוונת בהמשך שימושה במכונה הישנה מובילה לצורך לשלם עלויות ייצור מסוימות СПЕЦИФИОТ. ערך נוכחי מגן מס על הפחת:

$$\frac{300,000}{5} * 30\% * PVFA(10\%, 1)$$

מה זה בדיק? עלות הפריט 300,000, מופחת על 5 שנים – لكن הפחת הוא חמישית מכל. הפחת מזוכה במגן מס לפי שיעור מס חברות שהוא 30%, אלא שהואיל ובנקודות ערב ההחלטה חלפו כבר 4 מתוך 5 שנים הפחתת המכונה הישנה – במבט קדימה – נותרה לה שנת פחת אחת בלבד, וזיכוי מס אחד בלבד. לכן, PVFA של 1. אט שוקלים להחליף מכונה בהיבט מגני המשך על הפחת – נתבסט על אלו שנותרו ערב ההחלטה הנבחנת.

נוסיף התייחסות להשפעת עלויות הייצור במשך 6 השנים הבאות: מדובר ב-1,000 נקניקים לשנה, עלות 30 לנקניק, במשך 6 שנים, מחיר הון 10%, שיעור מס שRELONETTI להוצאה שוטפת זו 30%:

$$-30 * 1,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 6)$$

בכך:

$$NPV_{ContinueOld} = \frac{300,000}{5} * 30\% * PVFA(10\%, 1) - 30 * 1,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 6)$$

$$NPV_{ContinueOld} = -75,091$$

שלילי כמובן, משומש שההתייחסות כרגע היא לעניין העליות בלבד; אם העניין של חלופת רכישה מספק חיצוני יהיה פחות שלילי, הוא יועדי.

פתרונות סעיף ב – עניין הספק

מציעים לחברת לחים נקייק ב-*Outsourcer* במשך 6 השנים הבאות בתמורה ל-20 ש"ח ליחידה. הדבר דורש התאמות בתחילת היצור בחברה שכולות בין היתר השקעה ברכוש קבוע בעלות 30,000 ש"ח אשר אורך חיוו שנתיים ונדרש להחליפו כל שנתיים. בנוסף תידרש החברה להשקעה של 15,000 ש"ח בהון חוזר. החברה כפופה למס חברות בשיעור 30% ומס רווח הון בשיעור 25%. כל פריטי הרכוש הקבוע בחברה מופחתים על פני 5 שנים לצרכי מס. מחיר ההון של החברה הוא 10% לשנה.

לפנִי שאני מתחילה עם הרכיבים הנתונים בשאלה, אני צריך לזכור שבהחלטות כאלה יש משמעות נוספת. בפרט, אם אחליט לעבור לספק, הגיוני מכך (גם אם לא נאמר מפורשות, בהיבט ברירת מחדל) שאט מכונת הייצור / החימום הקיים יוכל למכור.

כלומר, אחת ההשפעות התזרימיות / הכלכליות כתוצאה מהמעבר היא התזורים החיובי המידי הנובע ממכירת המכונה הישנה, וכמוון – לרבות התיחסות להיבט המס הנובע מכך.

לשם כך, עליינו להיעזר בנתון אחר בשאלה שטען **שניתן למכור את המכונה הישנה היום תמורה 100,000 ש"ח.**

$$100,000 - 25\% * \left[100,000 - \left(300,000 - \frac{300,000}{5} * 4 \right) \right]$$

מה היה כאן?

הערך 100,000 הוא התמורה (ברוטו).

השיעור 25% הוא שיעור מס רווח ההון.

מס רווח ההון חל על ההפרש בין תמורה המכירה 100,000 לערך הולות המופחתת של הנמכר ערב המכירה. המכונה שנמכרה עלתה 300,000, והיא הופחתה 4 שנים מתוך 5 ערב מכירתה.

נחזיר לנוטנים האחרים:

מציעים לחברת נקניק ב-*Outsource* במשך 6 השנים הבאות בתמורה ל-20 ש"ח ליחידה. הדבר דרש התאמות בתהליך הייצור בחברה שכוללות בין היתר השקעה ברכוש קבוע בעלות 30,000 ש"ח אשר אורך חיוו שנתיים ונדרש להחליפו כל שנתיים. בנוסף תידרש החברה להשקעה של 15,000 ש"ח בהון חוזר. החברה כפופה למס חברות בשיעור 30% ומס רווח ההון בשיעור 25%. כל פרטי הרכוש הקבוע בחברה מופחתים על פני 5 שנים לצרכי מס, למעט פרטי ההתאמה לתהליך הייצור שמוסחים על פני שנתיים. מחיר ההון של החברה הוא 10% לשנה.

עלויות החימום החדשות (שותפות) ל-1,000 נקניקים:

$$-20 * 1,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 6)$$

הูลות לנקניק 20 ש"ח, ישנים 1,000 נקניקים, זה הוצאה שותפת, שערכה נטו (הויל והיא בתום כל שנה) מתකבל על ידי מכפלה פשוטה באחת פחות המס, וכל זה – יימשך על בסיס שנתי 6 שנים במחיר הון 10%.

רכוש קבוע שנדרש "לחדש"

בשאלה ספציפית זו, מספרים על רכוש קבוע שצורך לרכוש כל שנתיים. המשמעות היא שהיו לנו בעצם 3 תזרימי השקעה, ועל כל אחד מהם – 2 מגני מס על הפקת.

תזרימי השקעות נדרשות עבור השקעות להצעת ספק לפני מגני מס על הפקת:

$$-30,000 - 30,000 * (1 + 10\%)^{-2} - 30,000 * (1 + 10\%)^{-4}$$

על כל אחת מהשיקעות אלו, נוצרים 2 מגני מס על ההפחת אבל קל להתייחס אליהם כאל סדרה רציפה אחת ש כוללת 6 תזרימים :

$$+ \frac{30,000}{2} * 30\% * PVFA(10\%, 6)$$

בדרך כלל – לעולם לא נראה מצב שבו במכנה ההפחת על שנתיים, וב-PVFA יש יותר שנים; אלא אם כן זהה היתה דרכנו ליציג את העבודה שמבצעים את ההשיקעה מספר פעמיים.

ההשקעה של 15,000 בהון חוזר :

$$-15,000 + 15,000 * (1 + 10\%)^{-6}$$

סך הכל עניין רכישה מספק :

$$\begin{aligned} 100,000 - 25\% * \left[100,000 - \left(300,000 - \frac{300,000}{5} * 4 \right) \right] \\ - 20 * 1,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 6) \\ - 30,000 - 30,000 * (1 + 10\%)^{-2} - 30,000 * (1 + 10\%)^{-4} \\ + \frac{30,000}{2} * 30\% * PVFA(10\%, 6) \\ - 15,000 + 15,000 * (1 + 10\%)^{-6} \end{aligned}$$

התוצאה :

$$NPV_{Outsource} \approx -33,192$$

סעיף ג – המחיר המירבי שנכסכים לשלם לספק بعد ייחידה

המחיר הנוכחי בשאלתנו הוא 20 ש"ח ליחידה ברכישה מהספק. המטרה היא להתייחס למחיר זה כאל נעלם, ולבחן – מהו המחיר המירבי שנכסכים לשלם, כאשר כਮובן מהתמטית מחיר זה, במידה וויצב בbijtovi עניין הספק יוביל לזהות בין עניין הספק לבין עניין הייצור העצמי. נסמן את המחיר ליחידה מהספק באות P.

$$NPV_{Continue_old} = NPV_{Outsource}(P = ?)$$

$$\begin{aligned} -75,091 = 100,000 - 25\% * \left[100,000 - \left(300,000 - \frac{300,000}{5} * 4 \right) \right] - \textcolor{red}{P} * 1,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 6) \\ - 30,000 - 30,000 * (1 + 10\%)^{-2} - 30,000 * (1 + 10\%)^{-4} + \frac{30,000}{2} * 30\% * PVFA(10\%, 6) \\ - 15,000 + 15,000 * (1 + 10\%)^{-6} \end{aligned}$$

התוצאה (תשובה סופית) : $P = 33.7434$ קלומר זה המחיר המירבי שנכסכים לשלם לספק (*) הערת : משיקולי זמן, החילוצים בוצעו עם צ'יאט ג'יפיטי ואינם מחייבים; אם נתקלتم בתקלה טכנית, עדכנו.

שאלה 54.103 – בניית תזרימי מזומנים למכונה השקעה במצב של החלפת מכונה

חברת "הנקניק המתמיד" עוסקת בחימום נקי. לאחרונה הוציא לחברה להשקיע בפרויקט שדורש השקעה במכונה נקיים בסך 1,500,000 ש"ח. לשם אומדן כדיות הפרויקט שכרה החברה שירותיו של כלכלן לכימות נתוניות כלכליים נוספים לפרויקט, שילמה לו בעבר עבור עובודתו 20,000 ש"ח ואת היתרה בסך 40,000 ש"ח תשלם בעוד שנה. בהתאם לנתונים שמסר הכלכלן: אורך החיים הכלכליים של מכונת הנקניק 10 שנים, אך החברה מעיריצה כי תבצע שימוש במכונה במשך 8 שנים בלבד. בסיום החיים השימושיים של המכונה בחברה, היא צפואה להימכר בתמורה ל-100,000 ש"ח.

עלויות שוטפות שנתיות בסך 150,000 ש"ח לשנה תשולמה בתחילת כל שנה.

ביצוע הפרויקט ידרש מהחברה להוצאות תשומת ניהול ממשמעותיות של מנהלים קבועים בחברה, ועלות שכרים של מנהלים אלו היא 60,000 ש"ח לשנה. כמו כן, כתוצאה מהקצתה זמנה לפרויקט, הם לא יוכלו לטפל בחלק מהפרויקטים עליהם הם היו אמונים עד כה, מה שיביל לאובדן הכנסות שנתיות בסכום של 30,000 ש"ח מפרויקטים אחרים.

החברה נדרשת להשקיע במחקר ופיתוח לשם שימור הנקניק בעלות של 400,000 ש"ח בתחילת כל 4 שנים. הוצאות הניל מהויה השקעה לצרכי מס, והיא מופחתת על פני אורך החיים השימושיים של ההשקעה (4 שנים, בגין כל השקעה ממועד ביצועה).

הכנסות שוטפות מפעילות המכונה מסתמכות ב-500,000 ש"ח בתום כל שנה.

מכונת הנקנים מופחתת לצרכי מס בהתאם למשך החיים הכלכליים שלה.

מחיר ההון של החברה הוא 15% לשנה, שיעור מס החברות הוא 30% ושיעור מס רווח ההון הוא 20%. המס משולם בסוף כל שנה.

נדרש:

- א. חשבו את ערך הפרויקט וחווו דעה בדבר כדיות הפרויקט לאورو.
- ב. חשבו את ערך הפרויקט מחדש, בהנחה שהממשלה מעניקה למבצע הפרויקט מענק בשיעור 80% מעלות ההשקעה הראשונית בפרויקט.

פתרונות סעיף א – ערך הפרויקט (ובמקרה זה – אי) כדיות

רכיב השקעה ומגוון מס על הפקת:

$$NPV = -1,500,000 + \frac{1,500,000}{10} * 30\% * PVFA(15\%, 8)$$

שימו לב, בשאלות הקודומות ב-PVFA המשרתת את היעון תזרימי מגני המס על הפקת, הوزן מספר תזרימיים שזיהה לתקופת ההפקת, בעוד שכאן – מספר מגני המס על הפקת זהה למשך הפרויקט בשנים. למעשה, מספר מגני המס על הפקת הוא **הנמוך מмежду תקופת ההחזקה לבין תקופת ההפקת** (וכאן בשונה מהשאלות הקודומות – **הערך הנמוך יותר הוא תקופת ההחזקה**)⁵.

⁵ בנוסף, הויאל ולא מדובר בעסקת החלפה, אין מקום לטעון שיש "אובדן" של שנתיים של מגן מס על הפקת. השיפוט בדבר אובדן הוא בהשווה לנצח של אי ביצוע הפרויקט, והואילו אי ביצוע הפרויקט לא יהיה מגני מס אלו, הרי שלא ניתן לטען שהביצוע מוביל לאובדן.

רכיב מכירת ההשקעה ומס רווח ההון / זיכוי מס בגין הפסד הון בגיןה:

על פי נתוני השאלה, ההשקעה צפופה להמכר בתום 8 שנים בתמורה ל-100,000 ש"ח. חשוב! כבירותת מחדל השקעות בצד, מכונות וכו' – תמיד נמכרות בסיום הפרויקט בתמורה לשווי השוק שלו (גם אם אין אזכור למלילה המפורשת מכירה). המקרה היחיד שבו אין מכירה צזו – הוא במצב שבו הprit מופחת במלואו, ואין נתוני שווי לגביו.

$$+ \left\{ 100,000 - 20\% * \left[100,000 - \left(1,500,000 - \frac{1,500,000}{10} * 8 \right) \right] \right\} * (1 + 15\%)^{-8}$$

כאשר: הערך 100,000 מייצג את תמורהת המכירה, ה-20% הם שיעור מס רווח ההון, כאשר רווח ההון הוא ההפרש (בסוגרים המרובעים) בין תמורהת המכירה לבין העלות המופחתת ערך המכירה. את כל זה כופלים ב-1 ועוד מחיר ההון בחזקה שלילית של 8, כדי לבטא את הערך הנוכחי בMONTHLY זמן. 0.

שכר כלכלי

הויל וכנותו הכלכלי כבר ביצע את העבודה (ההיסטוריה) הרי שההיסטוריים ההיסטוריים והעתידיים הקשורים לפועלותו שכבר בוצעה אינם ניתנים למניעה או השבה, ואשר על כן הם בגדר עלות שקרה ולא יובאו בחשבון. בנסיבות תזרימי המזומנים של הפרויקט – נתון סרך.

עלויות שוטפות

"עלויות שוטפות שנתיות בסך 150,000 ש"ח לשנה תשולמה בתחילת כל שנה". כבירותת מחדל, עיתוי השפעת המס על הכנסות והוצאות הוא במועד ביצוען. כלומר, בהיעדר נתונים נוספים שקיים בשאלת, ותclf נצטט, הטיפול בסעיף היה אמור להיות כלהלן:

$$-150,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8) * (1 + 15\%)$$

מה פשרו של ביטוי זה? הויל והערך הנוכחי של סדרה שמתחלת בזמן 0 (תחילת תקופה) מוביל לנקודת הזמן שהוא אחת אחרת ביחס למועד התזרימי הראשון, הרי שהbijוי:

$$-150,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8)$$

מוביל לזמן 1-, וכך צריך לתקן לו זמן אפס על ידי מכפלת נוספת ב:

$$* (1 + 15\%)$$

אבל כאן – הטיפול לעיל לא רלוונטי בכלל! הויל והמסים מנוטקים בעיתויי ההוצאה, משום שנאמר שהמסים בתום שנה, למרות שהעלויות השוטפות בתחילת שנה, הדריך הנוחה לטפל היא להפריד בין סדרת תזרימי הוצאות ברוטו (לפניהם מס) כתזרים תחילת תקופה, לבין סדרת מגני המס על הפקת (תזרימי תום תקופה). לא נוכל לכפול באחת הוצאות המס; כי אין חפיפה בין עיתויי ההוצאה לעיתויי המס בגיןה.

$$-150,000 * PVFA(15\%, 8) * (1 + 15\%) + 150,000 * 30\% * PVFA(15\%, 8)$$

האיבר הראשון מבין המחוברים – ערך נוכחי לסדרת עלויות ברוטו כולל התאמה לתחילת תקופה, האיבר השני מבין המחוברים – ערך נוכחי לסדרת מגני המש על ההצלחות ללא צורך בהתאם, הוואיל ואלו תזרימי תום תקופה.

עלות שכר מנהלים קבועים

עלויות קבועות במובן זה שהן היו, קיימות ותהיינה ללא תלות ביצוע הפרויקט או דחייתו, אין חלק מזרימי המזומנים של תכנית ההשקעה לצורך בחינת כדיות הפרויקט. מונחים כגון: "הקצת עלויות" / "העמסת עלויות" / "שיעור עלויות" שמקובלים ממד בrama החשבונאית, אינם מבטאים תזרים תוספני ו מבחינתי בקונטסט הנדון – הן נתון סרק.

אובדן הכנסות בעקבות הקצתה זמו מנהלים

בעוד ששכר המנהלים שהוא גודל תזרימי קבוע ובלתי ניתן לשינוי, איןנו בוגדר תזרים מזומנים תוספני לפרויקט, ועל כן – כאמור לעיל – מהוות נתון סרק; הרי שהפגיעה בפרויקטאים אחרים כתוצאה מהקצתה זמו זו יוצרת השפעה שלילית על תזרימי המזומנים אשר נובעת ספציפית מביצוע הפרויקט הנדון והוא בעלת השלה שלילית על תזרימי המזומנים בחברה מכלול (שאותם אנו בוחנים, זהה הפרשנטיב להכדיות). לפיכך, בהחלט נכלל ובסימן שלילי את האובדן הצפוי בתזרימי פרויקטים אחרים כהוצאה לכל דבר ועניין.

"כמו כן, כתוצאה מהקצתה זמן לפרויקט, הם לא יכולים לטפל בחלוקת מהפרויקטאים שעלייהם היו אמון עד כה, מה שיוביל לאובדן הכנסות שנתיות בסכום של 30,000 ש"ח מפרויקטאים אחרים".

$$-30,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8)$$

מדוע כאן זה בסדר פשוט לכפול ב-1 פחות המש ואין צורך להפריד בין תזרים / עלות ברוטו לבין סדרת המסים? התשובה היא שכברירת מחדל, תזרימי הכנסה ועלויות הם בתום כל שנה, ואם אכן ערך הוא בתום שנה, ומייסיו בתום שנה, אין כל צורך להפריד בין התזרים ברוטו לבין השפעת המש – שהרי הם חופפים בזמן.

הכנסות שנתיות בתום כל שנה

"הכנסות שנתיות שוטפות מפעילות המכונה מסתמכות ב-500,000 ש"ח בתום כל שנה".

$$+500,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8)$$

עלויות מחקר ופיתוח

החברה נדרשת להשקיע במחקר ופיתוח לשם שימור הנקיון עלות של 400,000 ש"ח בתחלת כל 4 שנים. העלות הניל מהוות השקעה לצרכי מס, והיא מופחתת על פני אורך החיים השימושיים של ההשקעה (4 שנים, בגין כל השקעה ממוקע ביצועה).

מחוזר השקעה ראשון – ישרת אותנו מזמן 0 עד זמן 4 :

$$-400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4)$$

בעוד שההשקעה בזמן 0, מגני המש על הփחתה מתחילה כבירית מחדל בתום כל שנה ולכון ההיוון כסדרה לא דורש התאמה.

מחוזר השקעה שני – ישרת אותנו מזמן 4 עד תום הפרויקט :

$$\left[-400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4) \right] * (1 + 15\%)^{-4}$$

מה עשינו פה? אנחנו יודעים שההשקעה נוספת בmo"p הייתה בזמן 4. לאחר מכן, בתום כל שנה 4 שנים, כולמר שנים 5, 6, 7, 8, מקבלים סדרה נוספת נספחת של 4 מגני מס על הփחת שהיוונה מוביל את האחורה ביחס לתחילה – ואחת האחורה ביחס לזמן 5 זה זמן 4. בKİצ'ור ולענין, כל הביטוי בתוך הסוגרים המרובעים משקף את הערך הנוכחי של ההשקעה השנייה והשפעותיה הנגררות לזמן 4. ולכון, ההתאמה של כולה (מחוזר השקעה שני) מזמן 4 לזמן 0 – נבע על ידי מכפלה ב-1 ועוד מחיר ההוון בחזקת -4.

משוואת העניין הכלולת עם כל הרכיבים :

$$NPV = -1,500,000 + \frac{1,500,000}{10} * 30\% * PVFA(15\%, 8) \\ + \left\{ 100,000 - 20\% * \left[100,000 - \left(1,500,000 - \frac{1,500,000}{10} * 8 \right) \right] \right\} * (1 + 15\%)^{-8} \\ - 150,000 * PVFA(15\%, 8) * (1 + 15\%) + 150,000 * 30\% * PVFA(15\%, 8) \\ - 30,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8) + 500,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8) \\ - 400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4) + \left[-400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4) \right] * (1 + 15\%)^{-4}$$

מקבלים (אם לא טעיתי בהצבה) :

$$NPV \approx -842,191 < 0$$

ולכן הפרויקט אינו כדאי.

פתרונות סעיף ב: חשבו את ערך הפרויקט החדש, בהנחה שהממשלה מעניקה למבצעי הפרויקט מענק בשיעור 80% מעלות ההשקעה הראשונית בפרויקט

מינוי מבוא :

מענק השקעה מוגדר כסכום כספי חייבי המתקבל בידי החברה לטובת ביצוע השקעה בצד, רכוש קבוע, מכונות וכיו"ב. לכאורה, אם פרויקט מניב ערך שלילי, יאמר התם: "אה, אז פשוט צריך מענק באותו סכום." Wrong. מדוע? משום שאין כפל מבצעים, ואין כפל הטבות. רשות המסים אינה מחסני חשמל.

במלים אחרות, כאשר ניתן מענק בגין השקעה, מנוקדת ראות רשות המסים עלות ההשקעה נמוכה יותר וכן מגני המס על ההפחת נמוכים יותר גם הם. המשמעות היא שיש לחשב את השפעת המענק כניכוי מעלות ההשקעה הראשונית, לרבות ההשפעה הנזetta על מגני המס על ההפחת רווח / הפסד במכירה (שגם הוא מושפע מהעלות המופחתת ערב המכירה, שקטנה בעקבות המענק).

$$\begin{aligned}
 NPV = & -1,500,000 * (1 - 0.8) + \frac{1,500,000 * (1 - 0.8)}{10} * 30\% * PVFA(15\%, 8) \\
 & + \left\{ 100,000 - 20\% * \left[100,000 - \left(1,500,000 * (1 - 0.8) - \frac{1,500,000 * (1 - 0.8)}{10} * 8 \right) \right] \right\} * (1 + 15\%)^{-8} \\
 & - 150,000 * PVFA(15\%, 8) * (1 + 15\%) + 150,000 * 30\% * PVFA(15\%, 8) \\
 & - 30,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8) + 500,000 * (1 - 30\%) * PVFA(15\%, 8) \\
 & - 400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4) + \left[-400,000 + \frac{400,000}{4} * 30\% * PVFA(15\%, 4) \right] * (1 + 15\%)^{-4}
 \end{aligned}$$

$$NPV \approx 180,574$$

שים לב, סכום המענק ברוטו הוא 1,200,000 ש"ח לפי 80% מתוך 1,500,000 ש"ח.

הענין המקורי (לפניהם) היה (סעיף קודם) :

1,200,000

ותיאוריתית, אם נוסיף לו מענק כזה :

357,809 כמפורט שעניין זה שגוי

נקבל לכאהר עניין של :

הסיבה לשגיאה : העניין הפשטני לעיל לא מביא בחשבון את ההשפעה המköזות שיש לירידה במגן המס על ההפחת והעליה במס רווח ההון (או הקיטון בזיכוי המס על הפסד ההון) על העניין.

הבהרות נוספות ודגשיות – הנדרשים לצרכי המטלה

- הו חזר : תזרימי מזומנים משפיעים על עניין הפרויקט בהתאם לעיתויים. לפיכך, אם חברת נאלצת להשקיע סכום מסוים לטובת פרויקט, וצפוי שהוא יחזור אליה במלואו בסיוםו (למשל, השקעה במלאי קבוע שסומומש בסיום הפרויקט) הרי שכמובן צריך להתיחס לתזרימי והשפעתם על העניין.
- הדגמה נקודתית : נניח שמספרים שלמים ביצוע פרויקט עליינו להשקיע בהון חזר / מלאי קבוע סכום של 150,000 ש"ח, ונטען שהוא יושב אליו בסיום הפרויקט – קרי בעוד 7 שנים. עוד נניח לשם נוחות כי מחיר ההון 7% לשנה. כמפורט שבקבות האירוע / הנזון הניל נכלל את הביטוי הבא במשוואת העניין ולא נוכל להתכחש לו :

$$-150,000 + 150,000 * (1 + 7\%)^7$$

הו נחזיר הו אחד מהמקרים הבודדים שבгинם לא נתייחס להשפעת מס. מדוע? משום שלפחות בתפיסה בסיסית, מנקודת ראות רשות המסים אין כאן רוח / הפסד ממשה. אנחנו משלמים סכום מסוים, מקבלים אותו חוזה בסכום זהה, ולכן אין מס (למרות שככלית, ברור שיש כאן הפסד, רשות המסים לא מזכה בגינו).

- בשאלת שפטנו לעיל (האחרונה), סכום המענק היה נתון (שיעור של 80% מסכום ההשקעה, מה שמאפשר לחשבו). **אם המטריה היא לחלץ את המענק שיצדיק את ההשקעה, ניתן לפעול ב-2 דרכי:**
 - **דרך 1 (ד"ר צבן אהוב):** להציב את עלות ההשקעה כולה כנעלם בודד (X) לרבות המיקומים הנוספים בהם מאוזכרת עלות זו (בחישוב הפחתה, רוח הו) להשוות את משווהת העניין כולל ה-X-ל-0. כך מקבלים את סכום ההשקעה המרבי X שמצודק לבצע בפרויקט. ההפרש בין עלות ההשקעה הראשונית בפועל (בנתוני הבסיס ללא מענק) לבין X זה – זה סכום המענק.
 - **דרך 2:** להמשיך להציג את ההשקעה בשלמותה, אבל לנכונות ממנה M (שהוא הנעלם המייצג את המענק). כזכור שה-M יופיע גם במקומות האחרים המשופעים מעלות ההשקעה (פחית, רוח הו וכן הלאה). החישוב יוצאה מתמטית פחות אסתטית ונעים במצב כזה, אבל היתרונו הוא שהפעם המענק נשלף כתוצאה ישירה, ללא צורך בפעולה נוספת.

הבהרות נוספות ודגשים כליליים יותר – עסקאות החלפה

- **אנו מזהים עסקת החלפה בכל מקרה שבו פריט ההשקעה הנרכש לטובה פרויקט – מחליף פריט ההשקעה קיים.**
- **הראינו זה מכבר, שהטכנית לדיוון בעסקת החלפה כוללת שני חלקים:**
 - **החלק האחד שהוא הפשט יותר – מתייחס למחליפ (החדש, זה שנרכש). עלותו בסימן שלילי, מגני המשם בגינו חיוביים, יתכן וניתן למכור אותו בתום הפרויקט לרבות השפעת המש הקשורה במכירה.**
 - **החלק השני שהוא המורכב יותר – מתייחס לפריט המולף (זה שנגרע במסגרת עסקת החלפה).**
- **בגין פריט זה, יש לשים לב לדגשים הבאים:**
 - **כל שלפריט המוחלף נותרה תקופת הפחתה – הרי שמשמעות הגריטה היא אובדן מגני המשם על הפחתה. לכן, علينا לחשב את מגן המשם על הפחתה בגין הפריט המוחלף, ולהתיחס למגן מס זה בסימן שלילי בהתאם למספר תקופות הפחתה שנותרו לו (בתרגיל שאנו פתרנו היום, לפריט המוחלף נותרה עוד שנתי הפחתה אחת... בתרגיל במלחה – נותרו לפריט המוחלף מספר שנות הפחתה).**
 - **כל שלפריט המוחלף קיים ערך חיובי בהווה – הרי שמשמעות הגריטה היא קבלה של שוויו החיובי כיום. שווי חיובי זה כפוף להשפעות מס רוח / הפסד הו, בהתאם להפרש בין תמורה המכירה / הגריטה לבין ערך הספרים (עלות מופחתת) במועד החלפה.**

סוגיות נוספות למידה עצמית מודרנת (קיים ברכפים ואdag לchromes נספחים ותרגול מפורט)

- לצד הבסיס לדיוון ביה' 7 – מהותם של תזרימי מזומנים וקיצב הון, עסקאות רגילות, עסקאות החלפה ומענקים, קיימות סוגיות רבות נוספות שמשמעותן זמן ויריעת לא נתנו עליהן את הדעת. בפרט :
 - הלוואות מסובסדות (סוג של אמצעי עידוד מעבר למענקים).
 - החלטות בדבר ייצור או רכישה (לא באמות שונה מהותית מקיצב הון רגיל).
 - השוואת אופק : יה' 7 כוללת כלים המציגים את אופן התתייחסות לפרויקטים בעלי אורך חיים שונה שניתן לחזור עליהם. מדובר בטכניות שמאפשרות ליצור תזרים ממוצע לפרויקט, ועל בסיסו (שוויון ערך שנתי) להשוות ולדרג פרויקטים בעלי אורך חיים שונה.
 - מדיניות החלפה אופטימלית : אם אנחנו רוצחים לגבות אסטרטגיה כללית בחברה – האם למשל להחליף מכוניותanzi הרכב שלנו כל שנה? כל שנתיים? כל 3 שנים? ולדברוק באסטרטגיה זו... איך נפעל? הבדל הוא שאנו לא דנים במחזור פעילות אחד; אלא רוצחים לגבות מדיניות לאורך זמן. סוגיה זו קשורה בטבורה לנושא השוואת אופק.

להלן התרגול המפורט הנוסף (ללימוד עצמי) בנושא יח' 7 :

שאלה 70.91 – חישוב ענין לפריט שיש לו ערך גרט / שייר, במקרה כלל שבו קיים פחות מואץ
חברה שוקלת לבצע פרויקט, לשם כך ערכה בדיקה מקדימה כדי לבדוק כיאותו, בעלות של 150,000 ש"ח
ששולמו ליו"ץ הכלכלי אשר מסר את הפרטים הבאים : לשם ביצוע הפרויקט, נדרש להשקיע במחשבי MacBook
בעלות של 300,000 ש"ח. אורך החיים של המחשבים הוא 5 שנים (כמשך הפרויקט) וערך השיר / הגרט שלהם
הוא 90,000 ש"ח. הפרויקט צפוי להניב הכנסות בסך 200,000 ש"ח בשנה הראשונה, 300,000 ש"ח בשנה השנייה
ו- 400,000 ש"ח בשנה השלישי מהשנים 3-5.

המחשבים מופחתים לצרכי מס בשיטת הקו ה ישיר במשך שנים, כאשר שיעור המס 30% ומהיר ההון לאחר
מס 10%.

נדרש : מהו ענין הפרויקט ?

פתרון :

בבואי לנתח תזרימי פרויקט בעולם עם מסים לשם חישוב ענין, אני אוהב להתחיל במיפוי עלויות שאין
רלוונטיות ועל כן, לא יוכו להתייחסות כלל במסגרת התחשביב.

בקשר זה בולטת בא-רלוונטיותה עלות הבדיקה המקדימה. מדוע? משום שבבואהנו לבדוק את תזרימי
המוזמנים לשם קבלת החלטה, אנו מתעניינים אך ורק באותו תזרימי שניית להשפייע עליהם, ככלmr – הכנסות
והוצאות, או ערכיהם אחרים, שככל קיומם נובע מההחלה על ביצוע הפרויקט בנסיבות הזמן הנוכחיות.
במילים אחרות – עלות היסטורית לעולם לא תהווה חלק מ揆ומי המזומנים של הפרויקט, היא בגדר עלות
ש��ואה.

עלויות היסטוריות שאינן ניתנות להשבה / ביטול לא תכלנה בתזרימי המזומנים.

השלב הבא שאני אוהב לטפל בו – הוא סוגיית השקעה. עלות השקעה בזמן אפס, מגן המס (זכויי המס) بعد
הפחיתה על פני השנים הרלוונטיות, ובמידת הצורך – מכירת השקעה בסיום הפרויקט.

נתחיל מהתיחסות להשקעה ומגini המס על הפחתתה :

$$-300,000 + \frac{300,000 - 90,000}{2} * 30\% * PVFA(10\%, 2)$$

מגן המס על הפחת דורש חישוב הוצאות הפחת לצורכי מס תחיליה. מדובר במחובר השני במשווה. הוא מורכב מהעלות 300,000 בኒכוי השייר / הגרט לצורכי מס (רק אם מונח זה נכלל מפורשות; שכן שווי הפריט בסיום חייו איננו עונה להגדלה). כל זה מחולק בתקופת הפחתה לצרכי מס, ומוכפל בשיעור המס.

תמורה ממכירת ההשקעה ומיסוייה בתום הפרויקט :

בשאלה לא נאמר מפורשות שהפריט צפוי להימכר בתום הפרויקט. בנוסף, למורות שניתן מידע בדבר ערך הגרט / השייר לצרכי מס, אין מידע מפורש בדבר שווי השוק הצפוי לפריט בתום הפרויקט. יחד עם זאת, עלינו להניח שההיעדר נתונים סותרים, פריטי רכוש קבוע תמיד יימכרו בתום הפרויקט בהתאם לערך הספרים (העלות המופחתת שלהם) אם יש כזו.

על פי נתוני השאלה – הפריט מופחת על פני שנתיים לצרכי מס. לכן, עלותו המופחתת בתום הפרויקט (לאחר 5 שנים) היא ערך הגרט / השייר בלבד :

עלות הפריט ההיסטורית	300,000
פחית נცבר לתום 5 שנים	<u>(210,000)</u>
ערך ספרים = עלות מופחתת	90,000

בתום 5 שנים, אנו מניחים שהפריט נמכר בתמורה זו. כמו כן, הואיל והוא נמכר בתמורה זהה לערך הספרים, לא יכול להיווצר רווח / הפסד במכירה. בקצרה: **אם פריט נמכר לאחר שתקופת הפחתתו לצורכי מס תמה בתמורה לערך הספרים שלו (ברירת מחדל, אם אין נתון אחר על שווי), אז התמורה זהה לגרט, ואין מס.**

$$90,000 * (1 + 10\%)^5$$

יש לבטא את המכירה והتوزרים בגין במנוחי עניין, והואיל והמכירה היא תזרים חד עמי, ההיוון לאחר הוא על ידי חלוקה ב-1 ועוד הריבית בחזקה מתאימה, או ע"י מכפלה באחת ועוד הריבית בחזקה שלילית.

ערך נוכחי של תזרימי הכנסה מהפרויקט (שנתיים, אחרי מס) :

נתון: "הפרויקט צפוי להניב הכנסות בסך 200,000 ש"ח בשנה הראשונה, 300,000 ש"ח בשנה השנייה ו-400,000 ש"ח לשנה בכל אחת מהשנתיים 3-5".

$$200,000 * (1 - 30\%) * (1 + 10\%)^{-1} + 300,000 * (1 - 30\%) * (1 + 10\%)^{-2} \\ + 400,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 3) * (1 + 10\%)^{-2}$$

מה עשינו כאן?

ה-200,000 הם סכום בודד בעוד שנה. נטרלנו ממנו מס והיוונו אותו כסכום בודד שנה אחרת. גם ה-300,000 הם סכום בודד בעוד שנה, נטרלנו גם מהם מס והיוונו אותם כסכום בודד שנה אחרת. ה-400,000 מייצגים סדרה שמוספע איברהה הראשונית בזמן 3. היוונו אותה לאחר מס כסדרה, והואיל וההתויהשות היא כל סדרה, הגיעו לנקודת הזמן של "אחת אחרת" לפני תחילת הסדרה כלומר בזמן 2. לכן, את כל הביטוי עליינו בהתאם על ידי מכפלה ב-1 ועוד הריבית 10% בחזקה שלילית של 2.

איחוד כל האלמנטים לנוסחת NPV אחת (הכלב "שורה אחת", פיצול השירות רק מטעמי מקום):

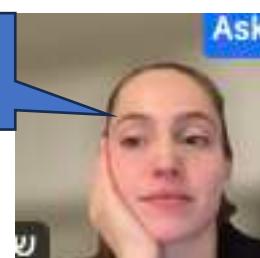
$$NPV = -300,000 + \frac{300,000 - 90,000}{2} * 30\% * PVFA(10\%, 2) + 90,000 * (1 + 10\%)^{-5}$$
$$200,000 * (1 - 30\%) * (1 + 10\%)^{-1} + 300,000 * (1 - 30\%) * (1 + 10\%)^{-2}$$
$$+ 400,000 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 3) * (1 + 10\%)^{-2}$$

והתוצאה:

$$NPV = 686,849$$

הואיל וה-NPV חיובי, כדאי לבצע את הפרויקט שזה עניינו.

האם כל התרגילים כל כך ארוכים בתחום זה?



לא. לצד התרגילים הבוחנים על עניין מלא, ישנו
תרגילים הבוחנים על השפעת אירוע ספציפי



שאלה 70.92 – המשמעות של הון חזר והשפעתו על הענין

אלון פרידמן שוקל לבצע פרויקט ממשמעותי בתחום חימום הנקייק. ענין הפרויקט הוא חיובי בסך 548,000 ש"ח. בבדיקה של התחשב שנערך, התברר כי ההתייחסות לתזרימי הפרויקט לא כללה השקעה הנדרשת בהון חזר בסכום של 120,000 ש"ח. מדובר בהשקעה במלאי קבוע, שתבוצע בתחילת הפרויקט ואשר תושב לחברת במלואה עם סיומו בסכום זהה. משך הפרויקט 8 שנים, החברה כפופה למס בשיעור 30%, ומהירות ההון של החברה 10%.

נדרש: מהו ערך הענין המתוקן?

פתרון:

השאלה הרשונית העולגה והמתבקשת, ולפעמים גם יש עליה מגוון שאלות והידטים תיאורתיים היא: אם החברה צריכה להשקיע סכום, והיא מקבל אותו במלואוchorah, בחלוף מספר שנים – האם זה רלוונטי בכלל לחישובי עניין וכדאיות, או שנכון יותר לומר שהוואיל וההשפעה הכלולות אפס, אפשר להתעלם מזה?

התשובה היא: כמובן שאסור להתעלם! הרי כל הרעיון במימון וניהול פיננסי הוא ההשפעה של עיתויי תזרימי המזומנים על הערך. ולכן, חייבים לבטא את השפעות התזרימיים ואת ההשלכות הנובעות על הערך בchorah של היון.

$$\Delta NPV(Working Capital) = -W + W * (1 + k)^{-t}$$

$$\Delta NPV(Working Capital) = -120,000 + 120,000 * (1 + 10\%)^{-8} = -64,019$$

שים לב שאין השפעת מס לאירוע מסוים שבתפיסה הבסיסית, רשות המסים לא רואה כאן רווח/פסד חשבוני החייב במס, למורת שכמובן נוצר כאן הפסד כלכלי.

כאשר:

השינוי בעניין הנובע מההשקעה בהון החזר	ΔNPV
סכום ההשקעה הנדרשת בהון החזר, תזרים שלילי מיידי	W
מחיר ההון של החברה (הריבית להיון)	k
פרק הזמן (בדרך כלל בשנים) שבסיוםו קיבלchorah את ההון (החומר)	t

548,000	ענין שוחשב בהתעלם מההון החזר
(64,019)	השפעה השלילית של הכללת ההון החזר ביחסוב
483,981	הענין הנכון / המתוקן

שאלה 70.93 – חישוב שווי השקעה על בסיס תזרימי מזומנים שנותרו, לנקודת תמחור מסוימת
חברה שוקלת לבצע פרויקט שדורש השקעה בצד בעלות של 200,000 ש"ח. אורך החיים של הצד 4 שנים,
ולצרבי מס הוא מופחת על פני שנתיים.

ההכנסות השנתיות הצפויות הן: 300,000 ש"ח בשנה הראשונה, 330,000 ש"ח בשנה השנייה, ובכל שנה עוקבת
– ההכנסות יגדלו ב-15% ביחס לשנה קודמת. הרווחות השנתיות (לא כולל חת) הן קבועות בסך 80,000 ש"ח
לשנה בגין הפרויקט. מחיר החון לאחר מס הוא 5% לשנה ושיעור המס החל על כל סוג עסקאות בחברה הוא
20%.

נדרש:

- חשבו את ה-NPV.
- הניחו כתה כי בתחלת השנה ה-3 של המיזם הציעו לחברת רכוש אותו ממנה. מהו המחיר שהיא תדרוש
לנקודת זמן זו?

פתרונות סעיף א – חישוב NPV

הערכמים באלפי ש"ח:

$$NPV = -200 + \frac{200}{2} * 20\% * PVFA(5\%, 2) + 300 * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-1} + 330 * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-2} \\ + 330 * (1 + 15\%) * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-3} + 330 * (1 + 15\%)^2 * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-4} \\ - 80 * (1 - 20\%) * PVFA(5\%, 4) = 627.77$$

막רא צבעים:

אדום: השקעה; ירוק: מגן המס על החת; כחול: תזרימי הכנסה לאחר מס; שחור:רווחות לאחר מס.

פתרונות סעיף ב – שווייה המיזם בתחלת שנה 3

תחלת שנה 3: רגע לאחר תזרים המזומנים של השנה השנייה.

במבט קדימה – כי כל פרויקט מתומך בכל נקודת זמן לפי התזרים שנותרו ממנו – אנו זכאים לקבל את
התזרים של השנים 3-4. למעשה, המחיר המינימלי שנדרש בגין המיזם בתחלת שנה 3 הוא הערך הנוכחי
של התזרים של סוף 3 וסוף 4 לנקודת זו.

$$NPV = 330 * (1 + 15\%) * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-1} + 330 * (1 + 15\%)^2 * (1 - 20\%) * (1 + 5\%)^{-2} \\ - 80 * (1 - 20\%) * PVFA(5\%, 2) = 486.821$$

כאשר, בכחול מסומנים כתה רק התזרים של זמן 3 (הראשון) וזמן 4 (השני) מתואימים לזמן 2 (תחלת זמן 3,
ערב המכיר) ובשחור, מסומנים כתה רק תזרימי הרווחות שנותרו בשנתיים הבאות.

שאלה 70.94 – סוגיה: חילוץ הכנסה שנתיות ברוטו שמצויה את הפרויקט בעולם עם מסים
 מציעים לחברת "שי פ" בע"מ לרכוש מחשב Mac Pro בעלות 50,000 ש"ח שאורך חייו 10 שנים אך הוא מופחת לצרכי מס על פני 5 שנים. הוצאות התפעול השנתיות בגין המחשב הן 3,000 ש"ח. שיעור המס החל על החברה הוא 20% ומהירות ההון לאחר מס הוא 10%.
 מה צריכה להיות ההכנסה השנתית שתצדיק את הרכישה?

פתרון :

נקודות מינימום הכספיות, באופן כללי אצלנו, היא נקודת "ענין 0". לכן, נבנה על בסיס התזרימיים המזוהים את משווהות העניין, נציב בה את סכום ההכנסה המתבקש כנעלם, ונשווה אותה ל-0.

$$NPV = -50 + \frac{50}{5} * 20\% * PVFA(10\%, 5) - 3 * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 10) + X * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 10) = 0$$

$$X = 11.629$$

כאשר :

באדום : **עלות ההשקעה, בירוק – מגן המס על הפחתה, בשחור – עלויות שוטפות, ובכחול – הכנסות שוטפות.**
 יש לשים לב שלמרות שההפחטה היא על פני 5 שנים, מבחיננו אלא אם נאמר אחרת, הפרויקט מתמשך בהתאם לארוך החיים השימושיים של הנכס.

מסקנה : על מנת להצדיק את הפרויקט, נדרש כי ההכנסה השנתית המומוצעת (ברוטו, לפני מס) תהיה 11,629 ש"ח.

שאלה 70.95 – חילוץ מחיר מינימלי ליחידת מוצר עם שינויי בהיקפי המכירות להצדקת פרויקט
 באפשרותך ללמוד 1,000 קורסים בשנה הקרובה (הניבו שמקבלים את התקובל בתום כל שנה), 2,000 בשנה לאחר מכן, ו-3,000 קורסים בכל אחת מהשנתיים, 3,4 ו-5. לשם כך נדרש מכונת נקניק לסטודנטים בהשכלה של 2,000,000 ש"ח. העלות המשתנה לקורס היא 500 ש"ח. אורך חיי מכונת הנקניק 5 שנים והוא מופחתת לפי שיטת הקו ה ישיר. בתום הפרויקט ניתן יהיה למוכר את מכונת הנקניק בתמורה ל-200,000 ש"ח. מחיר ההון לאחר מס הוא 10% לשנה, שיעור מס החברות הוא 40% ושיעור מס רווחי ההון הוא 20%.
 נדרש: מהו המחיר המינימלי לקורס (בנחה שהקורסים אחידים) אשר יצדיק את הפרויקט?

פתרונות:

העריכים באלפי ש"ח:

$$\begin{aligned}
 NPV = & -2,000 + \frac{2,000}{5} * 40\% * PVFA(10\%, 5) + 200 * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-5} \\
 & -1,000 * 0.5 * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-1} - 2,000 * 0.5 * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-2} - 3,000 * 0.5 * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 3) * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & +1,000 * X * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-1} + 2,000 * X * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-2} + 3,000 * X * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 3) * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & = 0
 \end{aligned}$$

את כל הביטוי הזה יש להשוות ל-0, ולהלץ את ה-X המבטא את המחיר לקורס בודד.

**באדום: עלות ההשכלה, בירוק – מגני המס על הפחתה (תקופת הפחתה זהה לאורך החיים אם אין נזון סותר), בטורקיז – תמורות המכירה בתום הפרויקט של הפריט נשוא ההשכלה (מכונת הנקניק) אחרי מס. מה רואים שם? שמקבלים 200, אבל הוואיל והפריט הופחת לגמר (כל 5 שנים הפחתתו תמו) ואין לו ערך שייר / גרט לצורך מס, הוא אמור להיות שווה 0. لكن, כל ה-200 שצופים לקבל בעדו הם לא רק תזירים – אלא גם רווח / הכנסה החיבת במס, וכן הדרך המהירה להגיע לנטו במקרה כזו היא על ידי מכפלה ב-1 פחות המס. בשחור – עלויות משתנות בכל שנה, בהתאם למספר הקורסים (0.5 הם 500 ש"ח באלפיים).
בכחול – הכנסות מהקורסים. המחיר לקורס הוא X.**

משיקולי זמן, לא פתרתי עם חילוץ ה-X, ניסיתי להיעזר בצ'אט GPT לפתרון זוירז, לטענתו (לא בדكتוי) התוצאה 1,059.6 ש"ח לקורס. אתם מוזמנים לבדוק. בכל מקרה, הדגש הוא מבון הדרך.

מינוי רצוי – סוגיות השוואת אופק

כאשר אנו רוצחים לבחור בין פרויקטים, אשר אורך חייהם שונה, ואשר ניתן לחזור עליהם – לא ניתן לבצע השוואה בין ערכי הענין של כל אחד מהפרויקטים בנפרד, באופק פשוטי. מדוע? משום שמדובר למשל יש פרויקט שנמשך 8 שנים והענין שלו פחות גבוה מענין פרויקט שנמשך 3 שנים, לא יוכל לדעת האם ביצוע חזרה של הפרויקט המתחרה יוביל לענין מצרכי גבוה יותר, בהתחשב בפרק הזמן הכלל להשקעה. לשם השוואת אופק וחישוב עניין לאופק מסוית, יש כמה גישות ביחידות הלימוד:

גישה 1 – השוואת אופק לאופק זהה.

גישה 2 – השוואת אופק לאינסוף.

גישה 3 – גישת שווה הערך השנתי, שהיא הגישה היחידה שאותה נציג, שכן אפשר לישם באמצעותה גם את גישות 1-2.

בקצרה: אם צריך לבחור בין פרויקטים בעלי אורך חיים שונה, אז בהינתן אפשרות לחזרה על הפרויקטים, علينا להשתמש בגישה מתאימה של "השוואת אופק" ורק לאחר מכן להכריע.

שאלה 70.96 – השוואת אופק (למבחן 27.7)

במפעל נקיון מלחמים נקיון ללקוחות ברחבי הארץ. בעלות החברה מוכנות חיים נקיון ישנה שערכה בספרים אפס. המפעל שוקל את החלפת המוכנה הישנה במוכנה חדשה, ולפניהם 2 אפשרויות:

- אפשרות 1: לרכוש מוכנות נקיון של זק"ש בעלות של 100,000 ש"ח. עלות התחזוקה השנתית של המוכנה היא 7,000 ש"ח שיישולמו בתום כל שנה, ואורך חייה 8 שנים.
- אפשרות 2: לרכוש מוכנות נקיון של סלמורו בעלות של 70,000 ש"ח. עלות התחזוקה השנתית של המוכנה היא 14,000 ש"ח ואורך חייה 10 שנים.

ידוע שההכנסות השנתיות הצפויות ממלחמים נקיון הן חיוביות וגובהות מאד. כמו כן, ידוע כי ניתן לרכוש מוכנות דומות באותם תנאים גם בעתיד.

ידוע ששיעור מס החברות הננו 40%, שמחיר הערך לאחר מס הוא 10%, שיטת הפקת הערך ישר על פני 4 שנים בלבד, וכן יש להניח שבעוד 40 שנים החברה תחולסל ותפרק מרצון.

נדרש:

- א. מהו עניין הולויות של כל חלופה לתקופת הפרויקט? איזו חלופה תועדף, לאור חישוב זה?
- ב. לטובת נדרש זה, התעלמו מההנחה שההכנסה השנתית גבוהה וחביבה. מה צריכה להיות ההכנסה השנתית המינימלית ב-10 השנים הקרובות, אם ידוע שכלל אחת מ-30 השנים לאחר מכן, ההכנסה תהיה גבוהה פי 3, אם המטרה היא להוביל לכדיות הפרויקט?

פתרונות סעיף א – עניין ל-40 שנה לכל אחת מהחלופות:

כאנו דנים בבחירה בין חלופות בעלות אורך חיים שונה אשר ניתן לחזר עליהן, יש צורך להשוות את אופק הפרויקטים / החלופות טרם הכרעה ביניהן. יש לכך מספר גישות, כשהגישה הנוחה ביותר היא גישת "שוואת הערך השנתי". בסיסו גישה זו – חישוב PV ויחסוב ערכו המומוצע, כדי לקבל ערך שנתי לכל חלופה.

התהליך של חישוב עלות سنوية ממוצעת (שווה ערך سنתי) מתחילה מ – חישוב NPV לכל חלופה בנפרד, למחוזור הפעלה אחד.

כמובן שלא נקבע במצב כזה את התוצאות המלאות, אך בהחלט זו נקודת פтиיחה טובה. שימו לב, אמנם ההכנות לא נתנות, אך נאמר שהן חיוביות וגובהות מאד. המשמעות היא שהענין הסופי גם אם לא ידוע, הוא בהכרח חיובי, **וכל המטרה היא למזער את ענ"ג העלות**.

ענ"ג עלויות למחוזור הפעלה אחד, של אפשרות 1 :

נתון : עלות ההשקעה 100,000 ש"ח, פחות על פי 4 שנים, שיעור המס 40%, עלות אחזקה سنوية 7,000 ש"ח, משך חיים של הפרויקט 8 שנים. מחיר ההון 10%.

$$NPV_1 = -100,000 + \frac{100,000}{4} * 40\% * PVFA(10\%, 4) - 7,000 * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 8) = -90,708$$

ענ"ג עלויות למחוזור הפעלה אחד של אפשרות 2 :

נתון : עלות ההשקעה 70,000 ש"ח, פחות על פני 4 שנים, שיעור המס 40%, עלות אחזקה سنوية 14,000 ש"ח, משך חיים של הפרויקט 10 שנים. מחיר ההון 10%.

$$NPV_2 = -70,000 + \frac{70,000}{4} * 40\% * PVFA(10\%, 4) - 14,000 * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 10) = -99,425$$

לכוארה, בחשיבה לא מתוחכמת, אפשרות 1 זולה יותר ולכון לכוארה תועדף. בפועל, כמובן שלא. משום שאפשרות 1 אולי אכן זולה יותר, אבל גם משרתת אותה פחות שנים. לכן, ככל שניתן לוחזר על הפרויקטים – علينا לחשב עלות سنوية ממוצעת לכל פרויקט, כאשר הפרויקט שעולתו הממוצעת זולה יותר – יועדף באופן כלכלי.

חישוב / מיצוע עלות السنوية של הפרויקט NPV כולל למועדים שנוחים מבצעים בגישה שנקראת "שווה ערך سنתי" – EAC – Equivalent Annual Cost : מחשבים את הפ羅ופרציה שבין ה- NPV לבין PVFA-ים שמתאימים לתקופת ההשקעה ומחיר ההון.

$$EAC = \frac{NPV}{PVFA(k, t)}$$

ענ"ג פרויקט 1 הוא -90,708, מחיר ההון 10%, תקופת הפרויקט 8 שנים, העלות السنوية ממוצעת :

$$EAC_1 = \frac{-90,708}{PVFA(10\%, 8)} = -17,003$$

ענ"ג פרויקט 2 הוא -99,425, מחיר ההון 10%, תקופת הפרויקט 10 שנים, העלות السنوية ממוצעת :

$$EAC_2 = \frac{-99,425}{PVFA(10\%, 10)} = -16,180$$

לכן, כבר עכשו נוכל לומר בהיבט הכספיות:

העלות השנתית בחלוקת 2 זולה יותר, וכך, למרות –
שעוני בסיסי שלה לתקופת ביצוע אחת גובה יותר –
היא תועדי



אלא שהנדרש בשאלת רצה רק את העלות השנתית המומוצעת, או "מה עדיף" הוא רצה את הענ"ג הכלול
שינבע מהרצתחלוקת הנבחנת 40 שנה.

כדי להפוך את העלות השנתית הקבועה (EAC) שחילצנו לענ"ג ל-40 שנה בכלחלוקת, כל מה שצריך לעשות זה
להוון סדרת תזרימיים כאלו (EAC) של כל פרויקט בהתאם לפרק הזמן הרלוונטי (40 שנה) ומחירו ההון (10%):

$$NPV_1(40\text{ years}) = EAC_1 * PVFA(10\%, 40) = -17,003 * 9.779 = -166,272$$

$$NPV_2(40\text{ years}) = EAC_2 * PVFA(10\%, 40) = -16,180 * 9.779 = -158,224$$

פתרונות סעיף ב – חילוץ סכום הכנסה שמצדיק את הפרויקט

ראשית, הכנסה המינימלית להצדקת הפרויקט כМОון תדרש אם נבחר ביצועחלוקת 2 (שהיא המשתלמת
יותר). הויאל וענ"ג העלות בחלוקת 2 הוא 158,224 ש"ח (ערך חיובי שMOVIL לאייפוס הענ"ג שלילי שנוצר כתוצאה מהעלות
בחלוקת 2 – ראו לעיל).

על פי נתוני השאלה, צפויות הכנסות להמשך 40 שנה: 10 שנים ראשונות הכנסות קבועות, וב-30 השנים לאחר
מכן, הכנסות גבוהות פי 3.

$$158,224 = X * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 10) + 3X * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 30) * (1 + 10\%)^{-10}$$

הסבר: הכנסה ב-10 שנים ראשונות X , בኒקי שיעור מס 40%, מחיר הון 10%, תקופה 10 שנים.

הכנסה ב-30 השנים לאחר מכן X (גובהה פי 3 כנותו), בኒקי שיעור מס 40%, מחיר הון 10%, תקופה 30 שנים.
הויאל וסדרת הכנסות בסך X מתחילה בזמן 11, הערך הנוכחי הסדרתי מבטא את התוצאה בזמן 10, ויש
لتיקן 10 שנים נוספות לאחר (זמן 0).

את כל הביטוי השווינו לערך חיובי הנדרש על מנת לאפס את הענ"ג (מינימום הכספיות).

ומפה רק יותר לחלק את ה- X . תוצאה החילוץ האוטומטי (לא בדكتוי) היא 15,460 אבל העיקר הדרך \odot .

שאלה 70.97 – השפעות פחת מואץ על כדאיות פרויקטים ענ"ג

בחברת ההייטק של יוסף פודורובסקי קיימת מכונה לחימום נקיון לעובדי ועובדות המשרד. הפחת השנתי בגין המכונה הוא 5,000 ש"ח. חברת ההייטק של יוסף רוחנית מאד, מניבה תזרימי מזומנים חיוביים על בסיס שנתי, והוא כפופה לשיעור מס של 20%.

מחיר ההון של החברה הוא 10% לשנה.

ערך המכונה בספרים היום הוא 50,000 ש"ח.

נדרש: כמה כדאי לヨסף לשלם בתור נציג החברה, לכל היותר, בעבר ייעוץ מס שבעזרתו תכיר רשות המסים בפחות כפול כל שנה?

פתרון:

פחת כפול = מזוזחים לרשות המסים על סכומים גבוהים יותר של פחת, אך ממש פחות שניים. מה היתרון? ובכן, לא מקבלים יותר החזרי מס בסך הכל, אך מקבלים אותם מוקדם יותר. ולזמו יש ערך במימונו.

כדי לחשב את הערך התוספתי הנובע מפחית כפו, נعبد "כפול": נחשב את ההשפעה של מגני המסים הקיימים על הענ"ג, ולאחר מכן נחשב את ההשפעה הנובעת מפחיתת הכספי על הענ"ג. כל חישוב – בנפרד.

ההפרש בין הערכים הנתרמים כתוצאה מכך (בהנחה פחת כפול ובהנחה פחת רגיל בהתאם) יהיה ההפרש אשר על בסיסו נקבע את התשלום המרבי ליעוץ.

טריק: תקופת ההפחיתה כאן (לפניהם הפחת המואץ) איננה נתונה, אך אם ידוע ערך הספרים של הפריט וכן ידועות הוצאות הפחת השנתיות בגיןו, אז הפרופורציה (היחס בין השנתיים) זהה לתקופת ההפחיתה הנותרת. כאן – פריט של 50,000 החוצה פחת של 5,000 בשנה, נותרו לו עוד 10 שנות הפחתה, ולפיכך:

$$\Delta NPV_{RegularPhat} = 5,000 * 20\% * PVFA(10,10\%) = 6,145$$

$$\Delta NPV_{PhatMuaz} = 10,000 * 20\% * PVFA(5,10\%) = 7,582$$

וההטבה הנזורה מפחית המואץ תהיה ההפרש: $7,582 - 6,145 = \textcolor{blue}{1,437}$ אבל זו לא התשובה הסופית!

כשאנו משלמים ליעוץ סכום بعد ייעוץ המסים שמאפשר הטבה זו, העלות של הייעוץ היא הוצאה המוכרת לצורכי מס. לכן, קיבל בוגינה החזר מס. זה אומר שנסכים לשלם ליעוץ בברוטו יותר מ-1,437 ש"ח אם ההטבה שהוא מעניק לנו היא 1,437 ש"ח.

$$X * (1 - 20\%) = 1,437 \rightarrow X = \textcolor{blue}{1,796}$$

נסכים לשלם ליעוץ לכל היותר 1,796 ש"ח بعد הייעוץ. זו התשובה הסופית.

از מה למדנו מ שאלה זו :

1. שאם תקופת ההפחטה לא ידועה, אך ידוע ערך הספרים והוצאות הפחת – ניתן לחלץ את תקופת ההפחטה לפי היחס בין הערכיהם.
2. שאם הוצאה מסוימת מוביילה לגידול בענין בערך מסוים, בהנחה שהוצאה מוכרת לצורכי מס (ברירת מחדל) נסכים לשלם בעדיה יותר מאשר העלייה בענין.

שאלה 70.98 – פחת בסכומים משתנים

טל שוקלט להשקייע במכונה לחימום נקניק לעובדי המשרד :



אם ידוע שעלות המכונה לעיל היא 40,000 ש"ח, ושהוצאה ממנה החברה תוכל להניב תזרימי מזומנים שנתיים (הכנסות בניכוי הוצאות לא כולל פחת ומסים) בסך 20,000 ש"ח, וכן ידוע ששיעור המס החל על החברה הוא 20%, ומהיר ההון של החברה לאחר מס 10%, מה יהיה הענין של רכישת המכונה והשימוש בה 4 שנים אם ידוע ששיעור הפחת השנתי הוא כדלקמן :

שנה	שיעור פחת שנתי
1	10%
2	20%
3	30%
4	40%

פתרון שאלה 70.98

$$\begin{aligned}
 NPV = & -40,000 + 40,000 * 10\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-1} + 40,000 * 20\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & + 40,000 * 30\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-3} + 40,000 * 40\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-4} \\
 & + 20,000 * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 4) = \textcolor{yellow}{16,758}
 \end{aligned}$$

ה”לכורה טרייך” היחיד בשאלה זו טמון בכך שמדובר בחשב את הוצאות הפחת על ידי היחס בין עלות ההשקעה לבין תקופת ההפחטה – בכל שנה חישבנו הוצאות הפחת מחדש על ידי מכפלת עלות המכונה בשיעור הפחת. מכפלה זו היא ההוצאה שכפלנו בשיעור המס, וכך קיבלנו את מגן המס השנתי על הפחת בכל שנה ושנה. הפחת השנתי, כמו תמיד, הוכפל בשיעור המס, והויל והוא משתנה – לא הווים כסדרה, אלא כסכומים בודדים.

שאלה 70.99 – שיעור פחת משנתה ומכירות הפריט לפני סיום תקופת הפחתתו

בנתוני השאלה הקודמת, שנՀזור עליהם לשם נוחות:

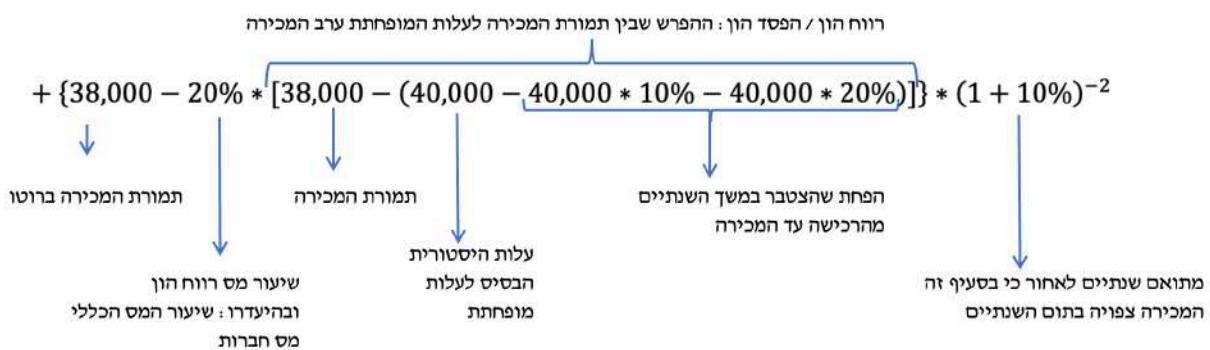
אם ידוע שעלות המכונה לעיל היא 40,000 ש"ח, ושותפה ממנה החברה תוכל להניב תזרימי מזומנים שנתיים (הכנסות בניקי הוצאות לא כולל פחת ומסים) בסך 20,000 ש"ח, וכן ידוע ששיעור המס החל על החברה הוא 20%, ומהירות ההון של החברה לאחר מס 10%, מהו העניין של רכישת המכונה והשימוש בה שנתיים, אם ידוע שבתום השנתיים ניתן יהיה למכור את המכונה בתמורה ל-38,000 ש"ח?

שנה	שיעור פחת שנתי
1	10%
2	20%
3	30%
4	40%

פתרון שאלה 70.99

$$\begin{aligned}
 NPV = & -40,000 + 40,000 * 10\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-1} + 40,000 * 20\% * 20\% * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & + \{38,000 - 20\% * [38,000 - (40,000 - 40,000 * 10\% - 40,000 * 20\%)]\} * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & + 20,000 * (1 - 20\%) * PVFA(10\%, 2) = \textcolor{blue}{19,578}
 \end{aligned}$$

בעמוד הבא – הדיוון בשורה ה-2, שהוא הדיוון העיקרי המאתגר בשאלה זו.



מיini רציו – מדיניות החלפה אופטימלית

נניח שהקדי קנה מכונית. היא מעוניינת לתקן מראש – מתי cocci משתלים להחליף אותה? יש כאן דילמה ברמה העקרונית. מדוע? בשל הכוחות המנוגדים הקיימים כאשר מתקדים בעיתוי החלפה.

מצד אחד – כשלולות השנים – שווי המכונית יורם;

מצד שני – עלויות התחזקה – עלולות לעלות;

מצד שלישי – אם מחזיקים את המכונית הרבה זמן – לא צריך לקנות חדשה בעלות גבוהה.

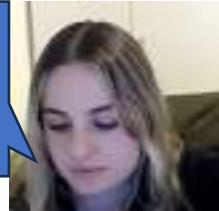
אז בשורה התחתונה – איך יודעים מתי להחליף?

הकושי כאן טמון בעובדה שבעצם, יש כאן לא מעט פרויקטים; כל אפשרות החלפה (בעוד שנה, בעוד שנתיים, ועוד 3) היא פרויקט נפרד. לא רק זה – אפשר גם מלבתachelila לknoot מוכנית משומשת, זהה יוצר / פותח סוג פרויקטים נוספים.

הכוון הכללי לפתרון שמנחיש בשאלת להלן, יתייחס לכל אפשרויות הרכישה והמכירה כפרויקטים נפרדים, ויחשב עלות שנתית ממוצעת (שווח ערך שנתי) לכל אחת מהן. העלות השנתית הנמוכה יותר – תנצה.

שאלה 70.100 – מדיניות החלפה אופטימלית

הראש אומר מימון, אבל הלב אומר חימום נקייק



בחברה של טל מחזיקים במכונות חימום נקייק 3 שנים לכל היותר. בחלוף תקופה זו, שרידי הכרבולות והפופיקים הנתקעים במכונה גורמים לתחלואה רבתית בקרב העובדים. להלן הנתונים בדבר מכונת חימום נקייק חדשה, שעלה בתקציב 100,000 ש"ח:

שווי השוק של המכונה בסוף השנה	עלויות תחזוקה בסוף השנה	סוף שנה
75,000	20,000	1
60,000	30,000	2
40,000	40,000	3

הנicho כי החברה פטורה ממיסים על ההכנסה. מהי מדיניות החלפה האופטימלית (הווי אומר – האם לרכוש מכונת חימום נקייק חדשה? בת שנה? בת שנתיים? וכמה זמן להחזיק בה)? הנicho לשם החישוב כי מחיר ההון של החברה הוא 10% לשנה.

פתרון :

ראשית, עלינו ליציר את כל הקומבינציות האפשרות ללא יוצאה מן הכלל:

מספר קומבינציה	תיאור
1	לקנות מכונה חדשה ולהחזיק בה 3 שנים
2	לקנות מכונה חדשה ולהחזיק בה שנתיים
3	לקנות מכונה חדשה ולהחזיק בה שנה
4	רכישת מכונה בת שנה והחזקתה שנתיים
5	רכישת מכונה בת שנה והחזקתה שנה
6	רכישת מכונה בת שנתיים והחזקתה שנה

בתור התחלה נחשב את ה-NPV לכל אפשרות:

$$NPV_1 = -100 + 40 * (1 + 10\%)^{-3} - 20 * (1 + 10\%)^{-1} - 30 * (1 + 10\%)^{-2} - 40 * (1 + 10\%)^{-3} = -142.975$$

$$NPV_2 = -100 + 60 * (1 + 10\%)^{-2} - 20 * (1 + 10\%)^{-1} - 30 * (1 + 10\%)^{-2} = -93.388$$

$$NPV_3 = -100 + 75 * (1 + 10\%)^{-1} - 20 * (1 + 10\%)^{-1} = -50$$

$$NPV_4 = -75 + 40 * (1 + 10\%)^{-2} - 30 * (1 + 10\%)^{-1} - 40 * (1 + 10\%)^{-2} = -102.272$$

$$NPV_5 = -75 + 60 * (1 + 10\%)^{-1} - 30 * (1 + 10\%)^{-1} = -47.727$$

$$NPV_6 = -60 + 40 * (1 + 10\%)^{-1} - 40 * (1 + 10\%)^{-1} = -60$$

הואיל והאפשרויות הן בעלות אורך חיים שונה, ומדובר בנסיבות החלפה שנitin לחזור עליה, הרי שקבלת החלטה נcona שמתיחסת באורך החיים השונה של הפרויקטים, תדרוך שימוש בכלים של "השוואת אופק". במסגרת זאת, עליינו לבצע את הטיפול על בסיס גישת EAC אשר תחלק את הענ"ג למחוז הפעלה של כל פרויקט ב-PVFA הרלוונטי למשך הפרויקט.

$$EAC_1 = \frac{-142.975}{PVFA(10\%, 3)} = -57.489$$

$$EAC_2 = \frac{-93.388}{PVFA(10\%, 2)} = -53.795$$

$$EAC_3 = \frac{-50}{PVFA(10\%, 1)} = -55$$

$$EAC_4 = \frac{-102.272}{PVFA(10\%, 2)} = -58.912$$

$$EAC_5 = \frac{-47.727}{PVFA(10\%, 1)} = -52.5$$

$$EAC_{60} = \frac{-60}{PVFA(10\%, 1)} = -66$$

אפשר להבחן בכך שהעלות השנתית הנמוכה ביותר מתקבלת בחלוקת 5: חלופה במסגרת נרכוש מכונת נקייה משומשת בת שנה, ונחזיק בה שנה אחת בלבד.



סיכום ביןים – שלבי עבודה בגיבוש מדיניות החלפה אופטימלית :

1. נגידר את כל הchlופות האפשריות בכפוף לאלוצים. למשל, אם לא מחזיקים בפריט מעל כך וכך שנים, או אם החברה רוכשת רק פריטים חדשים וכיו"ב.
2. נחשב את NPV לכלchlופה, למחוזר הפעלה אחד ויחיד של אותהchlופה.
3. נבעש השוואת אופק כדי למצוא אתchlופה הטובה ביותר ביותר. אני אוהב (ורק את זה הריאתי) את גישת שווה הערך השנתי (EAC). לשם יישומה, חשוב להתייחס במכנה למשך החזקת הפריטchlופה.
4. נבחר בפרויקט /chlופה שבה ה-EAC הוא המשתלם ביותר (הזול ביותר במקרה של עלויות, או הגובה ביותר במקרה של הכנסות).
5. אם במקרה בשאלת זו שואלים "מהו העניין האינסופיchlופה האופטימלית" כל מה שצריך לעשות זה להתבסס על ה-EAC שהוא עלות שנתית אופטימלית, ולחילקו במחיר ההון (מוצע – כי זו הדרך להחשב ערך נוכחי לסדרה אינסופית).

שאלה 70.10 – עסקת החלפה (לא עיתוי החלפה / מדיניות החלפה, בלי מסים)

בחברה של רביב מחזיקים במכונות חיים נקי ענקיות. ידוע כי מכונות הנקיין הקיימות יכולות המשיך ולפעול עוד 5 שנים ולהניב תקובל שנתי בסוף כל שנה בסך 20,000 ש"ח. לחילופין, ניתן להחליף את המכונות במכונות ענק לחימום נקי שכוללות פיצ'ר מיוחד שמוסיף פופיקים ממוחזרים לנקיין, ובכך מגדילות את ההכנסות. עלות המכונות החליפות (החדשות) 30,000 ש"ח, והתקבולים הצפויים יהיו בסך 40,000 ש"ח (בסך הכל), בתום כל שנה במשך 4 שנים, וערך השיר שלhn 0. בהנחה שנitin מכור את הציוד הישן היום תמורת 5,000 ש"ח, מהו עניין החלפה בהנחה שמחיר ההון 10% לשנה.

פתרון :

שאלות בנושא ייחידה 7 צריכים להפריד בין תחומים: במיוחד חשוב לדעת האם יש בשאלה מידע הקשור לעיתוי החלפה (מתי בדיקת מחליפים פריט) או לגבי מדיניות החלפה (במצב שבו מגבשים מדיניות לפריט מסוים שנחזר עלייה שוב ושוב) או לא.

במלים אחרות – אם אני מזזה דיוון המתבצע בהחלטת החלפה מיידית (לא כזו שבה אנחנו צריכים לקבוע את מועד החלפה, ולא כזו שתציג פעילות שנחזר עלייה שוב ושוב), הרי שהדיוון שלו הוא בסיסי, כזה שמתבסס על PV לכל תזרימי החלפה, פעם אחת, ללא השוואת אופק, ללא שווה ערך שנתי.

הדרך שאני אוהב לנוקוט בה היא – להציג תחילת את כל הביטויים / האיברים הקשורים לפריט החליף – עלות ההשקעה בו, התזרימים הנובעים ממנו, תמורת מכירתו וכיו"ב.

לאחר מכן, אציג את ההשפעות התזרימיות המהוונות של "גריטת" / "מכירת" הפריט המוחלף. הסיבה לכך שאני רוצה להתجيل דוקא מהפריט החליף (החדש) נובעת מפשtotות ההתייחסות אליו.

$$NPV_{\text{החלפה}} = -30,000 + 40,000 * PVFA(10\%, 4) + 5,000 - 20,000 * PVFA(10\%, 5) = 25.982 > 0$$

הואיל והענין חיובי, עסקת החלפה כדאית.

הסבירים נוספים :

עלות ההשקעה במכונה החדשה / החליף.	-30,000
תזרים מזומנים ברוטו שנתי (אין מסים ופחית) הנובע מהפעלת המכונה החדשה 4 שנים מכירת המכונה הישנה היום בעקבות החלפה – כאן אין מסים, ולכן זו התמורה נטו היום	40,000
אובדן תזרימי המזומנים מהנקין שיכולה להיות לחם המכונה הישנה, 5 שנים נוספות	5,000
	-20,000

תרגיל 70.102 – עסקת החלפה (לא מדיניות החלפה / לא עיתוי החלפה) – עם מסים

חברת מיטלים וברעמים מחממת היום נKENIKIM באמצעות מכונה ישנה שנרכשה לפני 6 שנים בעלות של 100,000 ש"ח.

תקופת ההפחיתה של המכונה הישנה 8 שנים, ואורך חייה השימושיים (תפעולית) ממועד רכישתה 10 שנים. המכונה אין ערך גרט / שירץ לצורך מס, אך החברה צופה כי תוכל למכור אותה בתום חייה השימושיים בתמורה ל-20,000 ש"ח.

ההכנסה השנתית מהמכונה הישנה היא 40,000 ש"ח. החברה שוקלת להחליף מכונה ישנה זו במכונה חדשה. עלות המכונה החדשה 150,000 ש"ח ותקופת הפחתתה 4 שנים. הערך הצפוי לה בתום חייה השימושיים הוא 20,000 ש"ח.

ההכנסות מהמכונה החדשה תהיינה בסך 180,000 ש"ח לשנה, והוא מופחתת ללא ערך גרט / שירץ לצורך מס. בהנחה שהחברה כפופה למס חברות בשיעור 30%, למס רווחי הון בשיעור 20% ומהירות ההון לאחר מס 10%, וכי ניתן למכור את המכונה הישנה היום תמורת 30,000 ש"ח, מהו עניין ה החלפה?

פתרון :

שאלה זו דומה במהותה לקודמת; אלא שນכטרך לכלול רכיבים תזרימיים ובין נוספים הנובעים מהשפעות המס.

בדומה לקרה הקודם, נתעלם בשלב ראשון מהרכיבים התזרימיים הקשורים למכונה המוחלפת (לרבוט מכירותה, אובדן תזרימיה, מגני המס בגינה) ונתיחס למכונה החדשה (המחלפה) בלבד. רק לאחר שנסים עמה, ניבור להשפעות התזרימיות של גՐית / מכירת הפריט המוחלף על כל המשתמע.

נציין את הערכים באלפי ש"ח לשם קיצור הכתיבה, וכן לאור ריבוי הרכיבים התזרימיים, נתאר ביתר פירוט כל אחד מהם בנפרד.

נתיחיל מטיפול במכונה החדשה, רכיב רכיב:

תחילה – עלות הרכישה הראשונית בזמן אפס :

–150

בנוסף, יש להתייחס למגני המס על ההפחיתה של המכונה החדשה. היא מופחתת על פני 4 שנים, ושיעור המס : 30%

$$+ \frac{150}{4} * 30% * PVFA(10\%, 4)$$

תמורה המכירה העתידית של המכונה החדשה צפואה להיות 20 אלף ש"ח. היא צפואה להמכר רק לאחר סיום תקופת הפחתתה, בתום 4 שנים, מה שMOVILIL לכך שהמיסוי בגינה (שיעור מס רווח הון, 20%) הוא על כל תמורה המכירה :

$$+ 20 * (1 - 20%) * (1 + 10\%)^{-4}$$

הכנסות שנתיות מהמכונה החדשה אחרי מס :

$$+180 * (1 - 30%) * PVFA(10\%, 4)$$

העבר לרכיבים התזרימיים הנובעים מהמכונה הישנה / שנגרטת / מוחלפת / נמכרת :

תיכילה, המכונה הישנה נמכרת היום, וקיימת השפעת מס על מכירתה. התמורה ברוטו היא 30 (היום, במועד החלפה) והואיל והמכונה הישנה נמכרת טרם הסתיימה תקופת הפחתה, עלינו לחשב בצורה מורכבת יותר את ההשפעות של מס רווח / הפסד ההון. עשינו זאת על ידי מכפלת שיעור מס רווח ההון 20% בהפרש שבין תמורה המכירה 30 לבין העלות המופחתת ערב המכירה. העלות המופחתת היא לפי העלות ההיסטורית 100 בנייכוי פחות על בסיס 6 שנים שחלפו ממועד :

$$+30 - 20\% * \left[30 - \left(100 - \frac{100}{8} * 6 \right) \right]$$

מעבר לכך, עצם מכירת המכונה הישנה היום מובילת לאובדן מגני המס שנותרו על הפחתה. כנתון בשאלה, המכונה מופחתת על פני 8 שנים בסך הכל מרכישתה, ועתויי החלפה הוא בחולף 6 שנים. המשמעות היא שאנו מונעים מעצמנו את היכולת להכיר בשנתיים של פחות וכך לאובדן מגני מס על הפחתה במשך שנתיים לפחות :

$$- \frac{100}{8} * 30\% * PVFA(10\%, 2)$$

העובדת שמכררים את המכונה הישנה היום (ולכך התייחסנו לעיל) משמעה בהגדרה שאנו למעשה מבטלים את התזרירים שהוא צפוי מהמכירה בעתיד. המכירה בעתיד צפואה הייתה בתמורה ל-20, והיא הייתה אמורה להתבצע לאחר שഫירת סיים את תקופת הפחתתו. וכך, התמורה נטו מהמכירה שאותה מאבדים היא לפי 20 בנייכוי מס רווח ההון מהוון 4 שנים לאחר מכן (כי המכירה של המכונה הייתה צפואה בלבד החלפה בעוד 4 שנים) :

$$-20 * (1 + 10\%)^{-4}$$

כמו כן, עלינו להתייחס לאובדן הכנסות השנתיות מהמכונה הישנה, בסך 40 לשנה, אחרי מס במשך כל אחת מ-4 שנים פועלות התפעולות אשר נותרו :

$$-40 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 4)$$

$$\begin{aligned} NPV = & -150 + \frac{150}{4} * 30\% * PVFA(10\%, 4) + 20 * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-4} \\ & + 180 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 4) + 30 - 20\% * \left[30 - \left(100 - \frac{100}{8} * 6 \right) \right] \\ & - \frac{100}{8} * 30\% * PVFA(10\%, 2) - 20 * (1 - 20\%) * (1 + 10\%)^{-4} - 40 * (1 - 30\%) * PVFA(10\%, 4) \end{aligned}$$

ירין חישב ויצא לו :

$$NPV = 218.8 > 0$$

ולכן עסקת החלפה כדאית.

תרגיל 70.103 – פروف' עציוון – חישוב ענ"ג מותמך לחלופות שונות, עם מסים

חברת פروف' עציוון מעוניינת למצוא פתרון לעביהת חיים נקניק של עובדי המשרד. כלל העובדים ללא יוצא מן הכלל מגיעים לחברת שטמאז נקניות בתיקם, וכולם צריכים לחמם את כל הנקניק בחולון בזמן צר בהפסקת הצהרים. בפני החברה עומדות שלוש אפשרויות להסדרת פעילות החימום:

מספר אפשרות	פרטים
1	לשכור מכונה ענקית לחימום נקניק, כזו שמאפשרת לחמם 5,000 נקניות בו זמן. הסכם ההשכרה הוא לזמן בלתי מוגבל כאשר דמי השכירות החד פעריים הם בסכום 500,000 ש"ח. הם מושלמים מראש ואינם מוכרים לצרכי מס. החלופה תדרוש עלות התקנה חד פעמיית בסך 100,000 ש"ח, כאשר עלות זו, בשונה מדמי השכירות החד פעריים, מוכרת לצרכי מס באמצעות הפקחתה על פני 10 שנים – בשיטת הקו הירש. עלויות שוטפות נוספות שתיזכרנה בגין החלופה זו בסכום של 20,000 ש"ח לשנה – הן בגין ניכוי כרבולות ומקרים, פופיקים וציפורניים מהמכונה כל שנה.
2	לשכור מכונות אישיות לחימום נקניק לכל עובד. התשלום לנקניק 500 ש"ח בתשלום מראש בתחלת כל שנה. החברה זוקקה ל-5,000 מכונות אישיות. ניתן להזכיר את השכירות של המכונה אישית בנסיבות קבועה בכל שנה, ודמי המני מוכרים כחוצה לצרכי מס.
3	לשכור מכונות אישיות לחימום נקניק לכל עובד בעסקה ל-10 שנים, מחיר השכירות 400,000 ש"ח המשולמים בתחלת השנה עבור 10 השנים הבאות, תוך אפשרות חידוש עלות זהה כל 10 שנים. דמי השכירות מוכרים כהשקעה לצרכי מס, הפקת בגין מחושב במשך 10 שנים לפי קו ישר.

נדרש:

- חשבו את העניין לכל חלופה. איזו אפשרות تعدיף החברה בהנחה שאינה משלמת מס ומהירות ההון שלא 10% לשנה?
- חזרו על חישוביכם בהנחה ששיעור המס 25% ומהירות ההון לאחר מס 7%. כמו כן, הניחו כי תשלומי המס הם בסוף כל שנה.

הבהרה כללית:

בכל המקדים הנדונים אין דיוון בהכנסה כלל. למעשה, מדובר כאן בדרישה של החברה, כאשר הבחירה הנבונה תהיה כזו המזערת את ענ"ג ההוצאות (ערך נוכחי של עלויות – שהייתה כמה שפחות משמעותית). כמו כן, הויל וחלופה מס' 1 דנה בנסיבות של עלות שמשרתת את החברה לאינסוף, הנחה קבילה והגיגונית היא שגמ את יתר החלופות נחשב בהנחה ביצוע לאינסוף.

טיפול בעולםים ללא מסים:

מספר אפשרות	פרטים
1	לשכור מכונה ענקית לחימום נקניק, כזו שמאפשרת לחמם 5,000 נקניות בו זמן. הסכם ההשכרה הוא לזמן בלתי מוגבל כאשר דמי השכירות החד פעריים הם בסכום 500,000 ש"ח. הם מושלמים מראש ואינם מוכרים לצרכי מס. החלופה תדרוש עלות התקנה חד פעמיית בסך 100,000 ש"ח, כאשר

<p>עלות זו, בשונה מדמי השכירות החד פעריים, מוכרת לצרכי מס באמצעות הפקה על פני 10 שנים – בשיטת הקו ה ישיר. עלויות שוטפות נוספות שתיווצרנה בגין חלופה זו בסכום של 20,000 ש"ח לשנה – הן בגין ניכוי כרבולות ומקרים, פופקיים וציפורניים מהמכונה כל שנה.</p> <p>בעו"מ ללא מסים (באלפי ש"ח) :</p> $NPV = -500 - 100 - \frac{20}{10\%} = -800$	
<p>לשכר מכו"ן אישיות לחימום נקייק לכל עובד. התשלום למכונה אישית לחימום נקייק 500 ש"ח בתשלום מראש בתחלת כל שנה. החברה זוקקה ל-5,000 מכונות אישיות. ניתן לחדש את השכירות של המכונה אישית בנסיבות קבועה בכל שנה, ודמי המני מוכרים כהוצאה לצרכי מס.</p> <p>בעו"מ ללא מסים (באלפי ש"ח – لكن 500 ש"ח סומנו כ-0.5 אלף ש"ח) :</p> $NPV = -0.5 * \frac{1}{10\%} * 5,000 = -27,500$	2
<p>לשכר מכו"ן אישיות לחימום נקייק לכל עובד בעסקה ל-10 שנים, מחיר השכירות 400,000 ש"ח המשולמים בתחלת השנה עבורה 10 השנים הבאות, תוך אפשרות חידוש עלות זהה כל 10 שנים. דמי השכירות מוכרים כהשקעה לצרכי מס, הפקת בגין מוחשב במשך 10 שנים לפי קו ישר.</p> <p>בעו"מ ללא מסים :</p> <p>הואיל ומדובר בפרויקט לתקופה קבועה נרצה לחשב תחילת את הוצאות השנתית הממוצעת, אז לתרגם אותה לאייסוף על ידי חלוקה במחיר ההון. בעצם, משתמשים כאן בגישה EAC שווה הערך השנתי.</p> <p>$EAC = \frac{-400}{PVFA(10\%, 10)} = -65.094$</p> <p>זהו הערך השנתי הממוצע, הנהו אותה לאייסוף ונקבל :</p> $NPV = \frac{-65.094}{10\%} = -650.94$	3

מסקנה : בעו"מ ללא מסים, החלופה שתועדף היא חלופה 3, שכן למרות שהענין שלה שלילי – הוא הכי פחות שלילי מכולם ; וכן אם החברה דורשת את ביצוע הפעולות, החלופה הזולה מבין האפשרויות "תנצה".

טיפול בעו"מ עם מסים – שיעור מס 25%, מסים בסוף שנה, מחיר הון 7% :

מס' אפשרויות	פרטים
1	לשוכר מכונה ענקית לחימום נקייק, כזו שמאפשרת לחםם 5,000 נקייקות בו זמן. הסכם ההשכרה הוא בזמן בלתי מוגבל כאשר דמי השכירות החד פעריים הם בסכום 500,000 ש"ח. הם משולמים מראש ואינם מוכרים לצרכי מס. החלופה תזרוש עלות התקנה חד פעמיות בסך 100,000 ש"ח, כאשר עלות זו, בשונה מדמי השכירות החד פעריים, מוכרת לצרכי מס באמצעות הפקה על פני 10 שנים

<p>בשיטת הקו ה ישיר. עלויות שוטפות נוספות שטיווצרנה בגין חלופה זו בסכום של 20,000 ש"ח לשנה – בגין ניכוי כרבולות ומקרים, פופיקים וציפורניים מהמכונה כל שנה.</p> <p>בועלם עם מסים (באלפי ש"ח) :</p> $NPV = -500 - 100 + \frac{100}{10} * 25\% * PVFA(7\%, 10) - \frac{20 * (1 - 25\%)}{7\%} = -796.726$	
<p>לScaror מכונות אישיות לחימום נקייק לכל עובד. התשלום למכונה אישית לחימום נקייק 500 ש"ח בתשלום מראש <u>בתחילת כל שנה</u>. החברה זוקה ל- 5,000 מכונות אישיות. ניתן לחדש את השכירות של המכונה אישית בעלות קבועה בכל שנה, ודמי המני מוכרים כחוצה לצרכי מס.</p> <p>בועלם עם מסים (באלפי ש"ח – لكن 500 ש"ח סומנו כ- 0.5 אלפי ש"ח) :</p> $NPV = -0.5 * 5,000 * \frac{1}{7\%} * 25\% * 5,000 + 0.5 * \frac{1}{7\%} * (1 + 7\%) = -29,285.714$	2
<p>לScaror מכונות אישיות לחימום נקייק לכל עובד בעסקה ל- 10 שנים, מחיר השכירות 400,000 ש"ח המשולמים בתחילת השנה עבור 10 השנים הבאות, תוך אפשרות חידוש בעלות זהה כל 10 שנים. דמי השכירות מוכרים כהשקעה לצרכי מס, הפקת בגין מוחושב במשך 10 שנים לפי קו ישיר.</p>	3
<p>בועלם עם מסים :</p> <p>הואיל ומדובר בפרויקט לתקופה קבועה נרצה לחשב תחיליה את הוצאות השנתית הממוצעת, ואז לתרגם אותה לאינסוף על ידי חלוקה במחיר ההון. בעצם, משתמשים כאן בגישה EAC שווה הערך השנתי.</p> $NPV_{10years} = -400 + \frac{400}{10} * 25\% * PVFA(7\%, 10) = -329.76$ $EAC = \frac{-329.76}{PVFA(7\%, 10)} = -46.947$ <p>זהי הוצאות השנתית הממוצעת, נחוו אותה לאינסוף ונקבל :</p> $NPV = \frac{-46.947}{7\%} = -670.68$	

במקרה פרטי זה, הטלת המס או הידריה לא הובילו לשינוי העדפת חלופה 3 שעודנה הוצאה ביותר מבין המוצעות.

תרגיל 70.104 – השוואת אופק עם עיתוי החלפה אופטימלית, בהתקיימים חלופה קיימת מתיקרת
 בחברת "אלנים ופרידמניס" המנכ"ל הגדול אילן מחים לעצמו נקייק מדי יום במכונה חבויה שעבורי עלייה ימים טובים יותר. ערכה בספרים ושוק של מכונות חימום הנקייק זניח (אפס). הוצאות התחזוקה. של מכונת הנקייק הולכות וגדלות במהלך השנים: הן צפויות להיות בסך 5,000 ש"ח בתום השנה הקרובה, והן תגדלנה בשיעור של 5% לשנה.
 אילן שוקל להחליף את מכונת הנקייק הישנה, במכונה חדשה – ולפניו שתי אפשרויות :

חולה 1 : מכונת חימום נקייק תוצרת זקש שעלותה 60,000 ש"ח. עלות האחזקה השנתית הקבועה שלה 5,000 ש"ח ואורך חייה 5 שנים.

חולה 2 : מכונת חימום נקייק תוצרת סלמור שעלותה 80,000 ש"ח. עלות האחזקה השנתית הקבועה שלה 6,000 ש"ח ואורך חייה 7 שנים.

בזכות חימום הנקייק הימי מסוגל המנכ"ל לפעול בעבודתו בעילות מירבית, כך שבסך הכל, העניין מפעילותו חיובי.

כמו כן, הניחו כי ניתן לרכוש מכונות מודגמ 1 או 2 – החדשנות – באותם תנאים גם בעתיד.
נתונים נוספים :

שיעור מס החברות הוא 40%, מחיר ההון לאחר מס : 10%. שיטת הפחית : קו ישר, כאשר הפחית הוא בהתאם לאורך חייו הנכס.

נדרש :

א. איזו מכונת חימום נקייק כדאי לרכוש?

ב. متى מומלץ יהא לרכוש את המכונה החדשה (כלומר – זהו את עיתוי ה החלפה האופטימלי המתחשב בעליות התחזוקה של הקיימים, שהולכות וגדלות).

ג. הניחו לטובת סעיף זה שה החלפה כזו היא לאחר 4 שנים. בהנחה זו ולא תלות בתוצאות סעיף קודם, מהי עלות ההחזקה של מכונות הנקייק – מעתה ועד עולם הליליה?

פתרון :

סעיף א – איזו מכונה כדאי לרכוש

למרות שעקרונית ובנתוני השאלה, ניתן להמשיך להשתמש במכונה הישנה עד אינסוף, הרי שהעובדת שעליות התחזוקה שלה עלות משנה לשנה "ללא גבול" מובילה למסקנה לפיה בהכרח, מתיישהו, ה החלפה תהיה כזוית. מטרת סעיף זה היא לומר – במידה וה החלפה כזוית בנקודה מסוימת, איזו חולה תועדף – או במלים אחרות: בהינתן אורך חיים שונה של ה cholופות השונות ואפשרויות החזרה על הפרויקט (נitinן לרכוש מכונות זהות בעליות זהות בעתיד) נחשב את שווה הערך השנתי EAC בכל חולה – והזלה יותר (זו שווה הערך השנתי שלה הוא גבוהה יותר / פחות שלילי) תועדף.

חולפה 1 : מכונת חימום נקייק תוצרת זקש שעלותה 60,000 ש"ח. עלות האחזקה השנתית הקבועה שלה 5,000 ש"ח ואורך חייה 5 שנים. שיעור מס החברות הוא 40%, מחיר ההון לאחר מס : 10%. הפחית הוא בהתאם לאורך חייו הנכס.

חישוב ה- NPV למחזור הפעלה אחד – בהתייחס להשקעה, מגני המס על הפחיתתה ועליות תחזוקה :

$$NPV = -60,000 + \frac{60,000}{5} * 40\% * PVFA(10\%, 5) - 5,000 * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 5) = -53,177$$

חילוץ שווה הערך השנתי על בסיס הפרופורציה בין ה- NPV למחזור הפעלה אחד ל- PVFA של משך הפרויקט :

$$EAC_{Zaksh} = \frac{-53,177}{PVFA(10\%, 5)} = -14,028$$

חלוּפָה 2: מכונת חדשה נקנית תוצרת סלמור שעלותה 80,000 ש"ח. עלות האחזקה השנתית הקבועה שלה 6,000 ש"ח ואורך חייה 7 שנים.

$$NPV = -80,000 + \frac{80,000}{7} * 40\% * PVFA(10\%, 7) - 6,000 * (1 - 40\%) * PVFA(10\%, 7) = -75,271$$

$$EAC_{Selmor} = \frac{-75,271}{PVFA(10\%, 7)} = -15,461$$

התשובה הסופית לסעיף א: יש להעדיף רכישת **זקש** על פני רכישת סלמור, הוצאות התקופתיות נמוכות יותר.

פתרונות סעיף ב – מתי בדיקת הבוצע החלפת המכונה?

אנו יודעים שעלות המכונה החדשה / המחליפה הזולה מבין השתיים היא 14,028 ש"ח לשנה (הוצאות ממוצעת קבועה).

לעומת זאת, עלות המכונה הקיימת היא 5,000 בתום השנה הנוכחית (לפניהם התחשבות בהשפעות מס) והיא תגדל כנתון ב-5% לשנה.

המשמעות היא שיתן לבטא גם גרפית ובעיקר מותמטיית את הוצאות השנתית של המכונה הקיימת כפונקציה של **חלוף הזמן** כדלקמן (בערך מוחלט):

$$Annual CF Old Machine = 5,000 * (1 - 40\%) * (1 + 5\%)^{t-1}$$

כאשר :

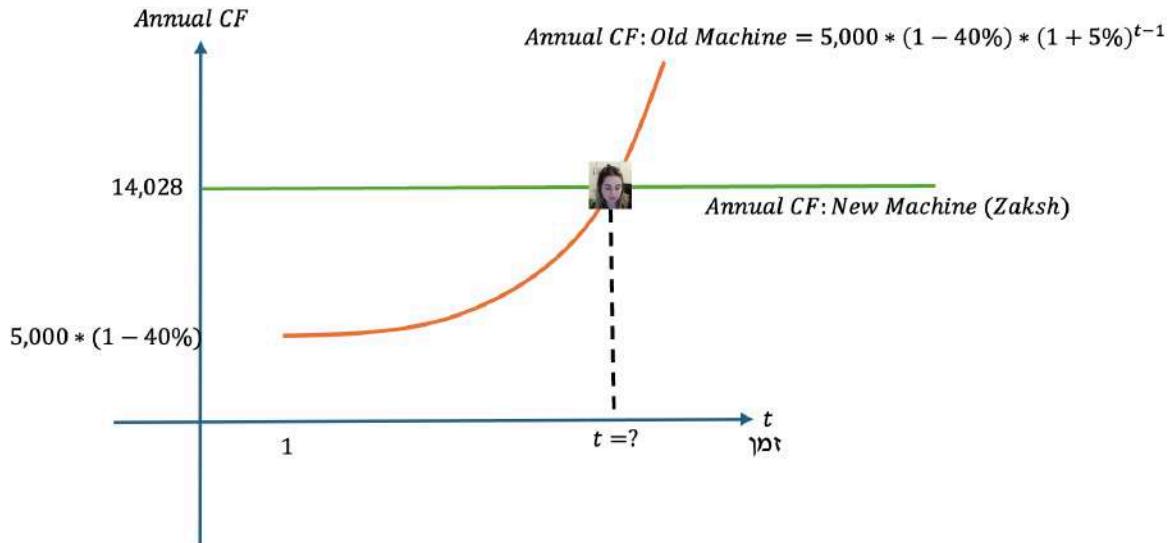
5,000 הוצאות בתום השנה הקרובה בערך מוחלט.

40% שיעור המס (מדובר בהוצאה מוכרת, לכן הוצאות נטו היא בネットו רכיב המס).

5% העליה השנתית בעלות.

t השנה (מייד הזמן, time)

הסיבה לצורך ב- $t-1$ היא שההוצאות הנטו בסך 5,000 היא כבר בתום השנה הקרובה – כולל בזמן 1. לכן המטריה היא שהפקטור יופיע עבור $t=1$ ולמעשה הגידול בעלות יתחיל רק מזמן 2.



הפתרון ידרוש ממי להשוות בין העלות השנתיות הקבועה בחלופת זקס לבין הביטוי המיצג עלות שנתית בחלופת תחזקה :

$$14,028 = 5,000 * (1 - 40\%) * (1 + 5\%)^{t-1}$$

$$14,028 = 3,000 * (1 + 5\%)^{t-1}$$

נתחיל פשוט – אחלק את שני האגפים ב-3,000 :

$$\frac{14,028}{3,000} = (1 + 5\%)^{t-1}$$

$$4.676 = 1.05^{t-1}$$

נוציא מ-1 לשני האגפים :

$$\ln 4.676 = \ln 1.05^{t-1}$$

לפי חוקי לוגריתמים :

$$\ln 4.676 = (t - 1) * \ln 1.05$$

זהו כל הסיפור :

$$\frac{\ln 4.676}{\ln 1.05} = t - 1 \rightarrow t = \frac{\ln 4.676}{\ln 1.05} + 1 = 32.61 \approx 33$$

המשמעות : רק בעוד כ-33 שנים כדאי להחליף לפרט חדש (לזקס).

סעיף ג : הניחו לטובת סעיף זה שהחלפה כדאית לאחר 4 שנים. בהנחה זו ללא תלות בתוצאות סעיף קודם, מהי עלות החזקה של מכונות הנקניק – מעתה ועד עולם הליליה? מחיר ההוו 10%, שיעור המס 40%.

לפי נתוני השאלה, עלינו לחשב את ה- NPV של עלויות החימום לאינסוף, בהנחה שב-4 השנים הראשונות ממשיכים להחזיק את המכונה הישנה, ועל כן התזרימיים הם בהתאם לעליונותה ההולכות וגדלות, ולאחר מכן מחליפים את המכונה מחדש, בעלות שנתית שהיא למעשה שווה הערך השנתי של מכונת הזקן החדשה:

נתחיל מהbijוטי המיציג את הulot השנתית אחרי מסים לכל אחת מ-4 השנים הקרובות בגין המכונה הישנה:

$$NPV = -5,000 * (1 - 40\%) * (1 + 10\%)^{-1} \\ -5,000 * (1 + 5\%) * (1 - 40\%) * (1 + 10\%)^{-2} \\ -5,000 * (1 + 5\%)^2 * (1 - 40\%) * (1 + 10\%)^{-3} \\ -5,000 * (1 + 5\%)^3 * (1 - 40\%) * (1 + 10\%)^{-4}$$

מוסיף את הulot השנתית Neto (במועדו שווה ערך שנתתי) מזמן 5 בגין המכונה החדשה. עלות זו תתרגם לזמן 0 על ידי התאמה של 4 תקופות נוספות לאחר מכן וסדרה שמתחלת בזמן 5 קופצת אחורייה ל-4 ולזמן 0 עלינו לבצע התאמות נוספות:

$$-14,028 * \frac{1}{10\%} * (1 + 10\%)^{-4}$$

בsek הכל, סיכום הביטויים לעיל יחד עםbijוטי הערך הנוכחי האינסופי מזמן 5 ואילך מניב את התוצאה:

$$NPV = -106,001$$

שאלה 70.105 – חילוץ שיעור המס המוביל לכדיות פרויקט

בחברת "משה" שוקלים להשקיע במכונה לkipor נקיין. עלות המכונה 100,000 ש"ח והיא מופחתת בשיטת הקו הישר על פני 10 שנים. למכונה מוגדר ערך שיר / גרט של 10,000 ש"ח. החברה חייבת במס. מחיר ההון של החברה הוא 8% לשנה. המכונה צפואה להניב הכנסות שנתיות בסכום של 20,000 ש"ח.

נדרש: מהו שיעור המס המרבי שעדין יצדיק את הפרויקט?

הצדקה פרויקט מתקיימת בהגדלה לכל הפחות (רף מינימלי לכדיות) כאשר ענין הפרויקט 0. לכן, נבנה את משווהת הענין, נקווה מוד שהנעלם היחידי הוא זה שרווחים, ונחלץ אותו על בסיס השווהת הענין ל-0.

$$NPV = -100,000 + \frac{100,000 - 10,000}{10} * t * PVFA(8\%, 10) + 10,000 * (1 + 8\%)^{-10} \\ + 20,000 * (1 - t) * PVFA(8\%, 10) = 0 \rightarrow t = 0.526 = 52.6\%$$

מסקנה: שיעור המס המרבי שצדיק את הפרויקט הוא 52.6%. קרי, אם שיעור המס גבוהה מכך, הפרויקט לא כדאי.

הסבירים נוספים :

עלות ההשקעה	-100,000
הוצאות פחות שנתיות : עלות בגין גרט שנתיון מפורשות חלקית רק' הפחתה	<u>100,000-10,000</u> 10
שיעור המס	t
תמורה המכירה מהוונת לזמן 0 מזמן 10 מועד המכירה	$10,000 * (1 + 8\%)^{-10}$

מדוע אין מסים במכירת הפריט (בעיקר – מס רווח הון)? התשובה היא שבנהנת ברירת מחדל ובהיעדר נתונים סותרים, פריט נמכר בתמורה פרויקט בתמורה לערך הספרים שלו (עלות מופחתת) באותו מועד. במקרה זה, תמורה המכירה תהיה זהה לגרט, כי הפריט בעל גרט חיובי וסימן תקופת הפחיתה. **בכל מקרה, המשמעות היא שאין מסים – כי אם פריט אכן נמכר בתמורה לערך הספרים שלו (ברירת מחדל, לא חייב שכך יהיה בכל שאלה) אז אין הפרש בין תמורה המכירה לבין ערך הספרים ואין מס.**

מפגש 4 – תרגולת ברמת בוחנה – פרויקטים ותזרימי מזומנים לתוכניות השקעה

מבוא ותחולת

כמו בכל סמסטר, לאור אילוצי הזמן, עולה התלבטות: האם להקדיש את הזמן כדי להדריך בעיקר לשאלות ספציפית במלחה, שסבירות היישנותה במחן לאור עומסיה ומבנה הבדיקה, לא גבוהה? האם להתקדם בשcz'ן קצף לחומר הבא, ולהותיר בסיום הקורס שלילים רחבים יותר לחזרה? או אולי, ראוי יותר להתעמק בסוגיות נוספות ובסגנון שאלות שיש להן ערך ומשמעות לקראת הבדיקה, ואשר מדגימות סוגיות נפוצות יותר? אני הולכתי על האופציה השלישית, לאחר הקדשת זמן ומחשבה. ה' עמכם.

از בתכל'ס:

מטרתנו היום היא לתרגל את ייח' 7 ברמת בוחנה על בסיס שאלות בוחנה אמיתיות, בשים לב למשך הזמן שלוקח לנו לזהות שאלה, הכלים הרלוונטיים לפתרונה והמשמעות הנובעת מכך. דגש מיוחד יינתן לסוגיות שלא נדונו – בעמeka בפגש השלישי (בחלקו האחרון), שיש להן כמובן המחשות גם בשאלות תרגול משמעותיות יותר – אבל אנחנו, כאמור, נהייה מוטי בוחנה.

איך זה יעבדו?

מעבר לפתרון, הויאל זמן רב לא נפגשנו, נדונן ברגעון. בתחילת היזיהו. רק אז נצלול פנימה לפתרון עצמו ולמשמעות העולות ממנו. הפתרונות הללו, אגב, קיימים גם באתר (יש פתרונות לכל המבחןים). אלא שאנו נרחב, נטעים, נעניק דגשים וסדר לוגי בחשיבה, הרבה מעבר לפתרון עצמו.

מבחן לדוגמה 8, שאלה 7 – ההשפעה העקרונית של פחות מואץ על הענין (שאלת תיאורטיבית)

מאפיית "לחמים" בchnerה כדאיות השקעה במכונה חדשה לייצור לחמניות. מהחישוב שערך כלכלן החברה עולה, שענין השקעה הינו שלילי. בעקבות פניה לרשויות מס הכנסה החליטו להכיר למאפייה בפחות מואץ, כך שהמכונה החדשה תופחת לארך תקופה קצרה יותר.

סמננו את הקביעה הנכונה:

- א. ענין הפרויקט יגדל, אך ככל מקרה יישאר שלילי.
- ב. ענין הפרויקט יגדל.
- ג. ענין הפרויקט יקטן.
- ד. השינוי בחישוב הפחת אינו משנה על הענין של הפרויקט.
- ה. לא ניתן לדעת כיצד יושפע הענין ללא קבלת נתונים מספריים.

רעיון:

במסגרת ייח', אנו דנים בכך שתזוריימי המזומנים הנובעים מתוכניות השקעה כוללים גם תזוריימי מזומנים בגין מסים על הכנסה.

אחד מתזוריימי המסים הרלוונטי – נקרא: מגני המס על הפחת. למעשה, זה זיכוי מס המתקבל בתדרות שנתיות בגין הוצאות הפחת המדווחות בחברה בעבור השקעה שתבוצע לטובת הפרויקט הנדון. בהיעדר נתונים סותרים, הערך של מגני המס על הפחת, כאשר הוא מבוטא במונחי ערך נוכחי (כדי לבדוק השפעתו על ה-NPV) הוא כדלקמן:

$$PV_{TaxShieldDep} = D * t * PVFA(k, m)$$

כאשר הערך D מייצג את הוצאות הפחת השנתיות המוכרות לצורך מס, שכברירתה מחדל משקפות את הפרופורציה בין עלות רכישת הקבוע הנדרש לטובת הפרויקט, לבין תקופת הפחתתו כפי שהיא מוגדרת לצרכי מס:

$$PV_{TaxShieldDep} = \frac{I_0}{n} * t * PVFA(k, m)$$

כאשר:

הערך I_0 הוא עלות השקעה, הערך t הוא תקופת ההפחטה לצרכי מס, הערך k הוא מחיר ההון והערך m הוא מספר מגני המס על הפחת (זהה לתקופת ההפחטה של הנכס אלא אם יש סיבה טובה להניח אחרת).

פתרון:

השאלה בעצם דינה במצב שבו תקופת ההפחטה מתקצרת. זה אומר שמדובר במס השנתי על הפחת גבוהה יותר (כי הוצאות הפחת השנתיות גבוהות יותר) אך מספר איברי הסדרה שלחן – נמוך יותר. במלים אחרות: פחות מואץ אומר – מקבלים "אותו דבר" בסך הכל, אבל "מוקדם יותר" כי מנות זיכוי המס גבוהות יותר.

העובדת שמגיני המס מתאפשרים מוקדם יותר בהינתן פחות מושך >>> מוביילים לעלייה בשווי (בערך הנוכחי) של מגיני המס על ההפחת כתוצאה מיישום ההפחת המושך.

בקצרה: פחות מושך = ערך נוכחי מגיני המס על ההפחת עולה = הענ"ג (NPV) עולה.

יחד עם זאת, איננו יכולים לדעת מהי עוצמת ההשפעה – מהו היקף העלייה בענ"ג ללא נתוני מספריים ברורים לגבי הפריט, עלותו, תקופת הפקתתו המקורי ואחרי קיצורה וכן עומק הענ"ג השלילי שהתקיים עבור הטענת ההפחת המושך. לבן, הענ"ג עולה – אך לא ניתן לקבוע את היקף העלייה והאם היא מספקת כדי להפוך את הענ"ג שהוא שלילי במקור בנסיבות השאלה, לחויבי.

בקיצור: הענ"ג עולה, לא ניתן לדעת בכמה, לא ניתן לדעת האם הענ"ג ישאר שלילי או יהיה הפוך לחויבי, ולבן התשובה ב.

מבחן לדוגמה 8, שאלה 8 – בחירה בין חלופות השקעה כאשר אורך החיים שונה, וההשקעות חד פעמיות

חברת "חשבון" בע"מ זוקפה למוכנות דפוס חדשה. בשוק קיימים שני סוגי מוכנות דפוס:

סוג ב	סוג א
3 שנים	4 שנים
200,000 ש"ח	45,000 ש"ח
�לות תפעול שנתית	�לות רכישה

שתי המוכנות בעלות תפוקה זהה לחלווטין, החברה אינה משלםת מס, ומהירות ההון שלה 15% לשנה.

בנחתה שמדובר בהזדמנויות השקעה חד פעמיות, **איזה מוכנה כדאי לחברת רכוש?**

- א. מוכנה מסוג א.
- ב. מוכנה מסוג ב.
- ג. לא ניתן להשוות בין מוכנות בעלות אורך חיים שונה.
- ד. לא ניתן לקבוע העדפה, בהיעדר מידע על ההכנסות.
- ה. תשובות ג-ד נכונות.

רעיון / הגדרה תיאורטיבית

כאשר עליינו לבחור בין חלופות השקעה שאורך חייהן שונה, קיימת חשיבות גבוהה לזהות – האם מדובר בהשקעות שניתן לחזור עליהם (קרי, עם סיומן, ניתן לבצע שוב), או שמדובר באירוע/פרויקטים "חד פעמיים".
מדוע הבדיקה חשובה?

- אם מדובר בהזדמנויות השקעה חד פעמיות, הרי שגם אורך חייהן שונה – השיפוט, הדירוג, ההחלטה ביןיהן תתבסס על חישוב NPV "רגיל".
- אם מדובר בהזדמנויות השקעה שניתן לחזור עליהם, לא ניתן לדרגן על בסיס חישוב NPV לחזור הפעלה אחד. במקומות זה, מה שນוצרך לעשות זה להשתמש באחת מהטכניקות של "השוואת אופק" (השוואת אופק זמן לפרויקטים על בסיס חוזרות – ראו מבחן 7 שאלה 8).

$$NPV_A = -45,000 - 90,000 * PVFA(15\%, 4) = -301,950$$

$$NPV_B = -200,000 - 20,000 * PVFA(15\%, 3) = -245,660$$

הואיל והמטרה במקרה של עלויות היא לסייע את הערך הנוכחי של עלויות ההשקעה (בערכו המוחלט) תועדר חלופה ב.

לכן, התשובה ב.

מבחן לדוגמה 7, שאלה 8 – מדיניות החלפה אופטימלית המتبוססת על פרויקט בעל אפקט אינסופי

חברה להשכרת מכוניות משכירה מכוניות שעולותה 50,000 ש"ח, המכוניות מניבת זרם מזומנים שנתי של 30,000 ש"ח. ערך השוק של המכוניות לאחר שנתי שימוש הוא 37,000 ש"ח, לאחר שתי שנות שימוש 28,000 ש"ח, ולאחר שלוש שנים שימוש 12,000 ש"ח. הניחו כי לא ניתן להשתמש במכונית מעבר ל-3 שנים. מדיניות החברה היא לרכוש מכונית חדשה בלבד. מהו הענין הנובע לחברה מהשכרת המכונית לצמירות, אם היא נוקטת מדיניות החלפה אופטימלית? הניחו מחיר הון של 20% לשנה.

- א. 20,139 ש"ח.
- ב. 50,000 ש"ח.
- ג. 55,833 ש"ח.
- ד. 47,802 ש"ח.
- ה. 35,000 ש"ח.

פתרון :

בutor התחלה, נסדר את הנתונים. נציין את עלות המכונית ואת תמורה מכירתה בתום כל שנה. עלות הרכישה של מכונית חדשה: 50,000 ש"ח.

החלפה בתום שנה	שווי המכונית בשוק (תמורה מכירה)
	37,000
	28,000
	12,000

השאלה היא: איך נדע מה הכי משתלים? להחליף כל שנה? כל שנתיים? כל שלוש? זה בעצם הלב של ההתלבטות לגבי מדיניות החלפה אופטימלית.
נציג 2 דרכים, בהינתן המידע שאפקט ההכרעה כאן אינסופי וגם הענין הנדרש לחישוב החלופה האופטימלית הוא עניין לאינסוף.

שלב 1: נחשב NPV להפעלת הפריט "מחזור אחד". כולם ה- NPV שנובע מרכישה + החלפה אחרי שנה, ולאחר מכן את ה- NPV שנובע מרכישה + החלפה אחרי שנתיים וכן הלאה.

ה- NPV לרכישה, החזקה שנה ומכירה, יתבסס על הוצאות בזמן אפס, יחד עם תזרים הכנסה שנתי (בתום השנה, כבירת מחדל) ותמורה המכירה (בתום השנה) בהתאם לשווי של הפריט בתום השנה. אפשר לשים לב שגם בשאלת זו אין מסים (מקובל מאד בשאלות שבחן צריך לחשב עניינים של חלופות שונות):

$$NPV_1 = -50,000 + (30,000 + 37,000) * (1 + 20\%)^{-1} = 5,833$$

$$NPV_2 = -50,000 + 30,000 * (1 + 20\%)^{-1} + (30,000 + 28,000) * (1 + 20\%)^{-2} = 15,278$$

$$NPV_3 = -50,000 + 30,000 * PVFA(20\%, 3) + 12,000 * (1 + 20\%)^{-3} = 20,124$$

שלב 2: נשרשר / נחיד אופק **לפרויקטים הללו לאינסוף** – כדי לראות היכן הענין האינסופי גבוהה יותר, והוא זה שיעודך

הדרך הקלאליסטית לשרשרא לאינסוף מtabסת על המשוואה הבאה:

$$NPV_{Infinite} = \frac{NPV}{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}$$

כאשר :

המונה – NPV הוא הענין למחזור הפעלה אחד של הפרויקט (כפי שחוושב בשלב 1).
במכנה – כוללים את מחיר ההון השנתי k , וכן את משך הפרויקט בשנים n .

$$NPV_{Infinite}(1) = \frac{5,833}{1 - \frac{1}{(1+20\%)^1}} = 35,000$$

$$NPV_{Infinite}(2) = \frac{15,278}{1 - \frac{1}{(1+20\%)^2}} = 50,000$$

$$NPV_{Infinite}(3) = \frac{20,124}{1 - \frac{1}{(1+20\%)^3}} = 47,768$$

המטרה היא לבצע את החלופה שמניבת לאינסוף (משך הביצוע הנקבע בשאלת) את השווי הגבוה ביותר, יש להעדיף את חלופה 2, והענין האינסופי שלה 50,000 ש"ח.

בהתאם, התשובה ב.

דרך נוספת לבצע שרשרא לאינסוף מtabסת על גישת שווה הערך השנתי - EAC :
ביסוד הגישה זו התפיסה שאומרת שכל פרויקט, לכל פרק זמן, ניתן "למצוא" כי לתרגם אותו לתזרים שנתי.
чисוב התזרים השנתי הנובע מכל פרויקט הוא הפרופורציה הפשטota שבין ה-NPV שלו למחזור הפעלה אחד
לבין ה-PVFA המתאים לתקופתו.

$$EAC = \frac{NPV}{PVFA(k, n)}$$

ביישום קיבל :

$$EAC_1 = \frac{5,833}{PVFA(20\%, 1)} = 7,002$$

$$EAC_2 = \frac{15,278}{PVFA(20\%, 2)} = 9,968$$

$$EAC_3 = \frac{20,124}{PVFA(20\%, 3)} = 9,556$$

אם בשאלת מבקשים ממוני להכריע מה החלופה העדיפה – זה הכל – אני לගמרי יכול לבצע זאת על בסיס גישת שווה הערך השנתי. למעשה אטען שהחלופה שמניבת התזרים השנתי נטו הגבוה ביותר מיותר מນצחת – ואפשר לראות שזו חלופה 2.

מעבר לכך, גם אם רוצים את ה- NPV לצמויות (לאינסוף), חישובו על בסיס ה- EAC פשוט מאי פעם: פשוט מחלקים את ה- EAC במחיר ההון השנתי:

$$NPV_{Infinite} = \frac{EAC}{k}$$

$$NPV_{Infinite}(1) = \frac{7,002}{20\%} \approx 35,000$$

$$NPV_{Infinite}(2) = \frac{9,968}{20\%} \approx 50,000$$

$$NPV_{Infinite}(3) = \frac{9,556}{20\%} \approx 47,768$$

אין חובה להשתמש בטכניקה זו; המטרה הייתה להאיר את העובדה שאם כל המטרה היא לדרג – אין בעיה לעשות זאת בשלב אחד על בסיס דירוג מבוסס EAC . בנוסף, אם נדרש לעבד את התוצאה לפרקי זמן אחרים, נוכל לעשות זאת בקלות הואיל ומדובר בתזרים סוף שנתי קבוע.

בהתאם, התשובה ב.

מבחן לדוגמה 7, שאלה 9 – חישוב ערך נקי לפרויקט "סטנדרטי" עם מסים

חברה שוקלת קנית ציוד חדש שעלותו 80,000 ש"ח ואורך חייו הוא 10 שנים. החברה מעריכה כי הציוד יגדיל את הכנסותיה ב-20,600 ש"ח לשנה, אם כי גם הוצאות התפעול (לא כולל פחת) יגדלו ב-5,100 ש"ח לשנה. הציוד יופחת לצורכי מס לפי שיטת הcano היישר במשך 10 שנים. מהו הערך נקי של הפרויקט, אם שיעור המס החל על החברה הוא 40%, ומהירות ההון שלח לאחר מס הוא 6%?

- א. 47,328 ש"ח.
- ב. 11,552 ש"ח.
- ג. 12,000 ש"ח.
- ד. 34,080 ש"ח.
- ה. 57,632 ש"ח.

פתרון :

$$NPV = -80,000 + \frac{80,000}{10} * 40\% * PVFA(6\%, 10) + (20,600 - 5,100) * (1 - 40\%) * PVFA(6\%, 10)$$

ולכן התשובה ג.

$$NPV = 12,000$$

כאשר :

הוצאות ההשקעה הראשונית היא 80,000 בזמן אפס (לפיכך, בסימן שלילי).

הביתוי $\frac{80,000}{10} * 40\% * PVFA(6\%, 10)$ מייצג את מגניי המס על הפחת – לפי הוצאות הפחת השנתיות מוכפלות בשיעור המס, ומהוונות כסדרה בהתאם למספר תקופות ההפחטה.

הביתוי $(20,600 - 5,100) * (1 - 40\%) * PVFA(6\%, 10)$ משקף את הכנסות התקופתיות, בניכוי העליות התקופתיות, כך מגיעים למשהו ל"ירוח לפני מס" שצדלו גם אותם במונחים נטו (אחרי מס) כופלים ב-1 פחות שיעור המס, ומהוונים כסדרה בהתאם לתקופת הפרויקט.

מבחן לדוגמה 5, שאלה 7 - תקופת הփחתה שונה ממשך הפרויקט וטיפול במכירה (כולל מסים)

לפניכם הפרויקט הבא (משך הפרויקט 5 שנים):
ההשקעה נדרשת 124,000 ש"ח את ההשקעה יש להפחית בק"ו ישר למשך 8 שנים.
הרווח לכל יחידה הוא 19 שקלים.
בשנה 1 מייצרים 1,000 יחידות.
בשנה 2 מייצרים 1,500 יחידות.
משנה 3 ועד שנה 5 מייצרים 2,000 יחידות בכל שנה.
מחיר מכירת המכונה 55,000 שקלים (שימוש לבphemכירה היא בתום השנה החמישית בה גם מסטיסים הפרויקט). מחיר הון החברה הוא 15%, החברה חייבת בתשלומי מסי חברות 40% והוא פטורה ממס רווחי הון. מהו ערך הפרויקט?

- א. 34,449 - ש"ח.
- ב. 16,284 ש"ח.
- ג. 13,666 - ש"ח.
- ד. 3,274 - ש"ח.
- ה. 6,424 ש"ח.

פתרונות :

$$NPV = -124,000 + \frac{124,000}{8} * 40\% * PVFA(15\%, 5) + 55,000 * (1 + 15\%)^{-5} \\ + 1,000 * 19 * (1 - 40\%) * (1 + 15\%)^{-1} + 1,500 * 19 * (1 - 40\%) * (1 + 15\%)^{-2} \\ + 2,000 * 19 * (1 - 40\%) * PVFA(15\%, 3) * (1 + 15\%)^{-2}$$

$$NPV = -13,666$$

בהתאם, התשובה ג.

הסבירים מפורטים :

הוצאות ההשקעה: 124,000 – ומגנify המס מותבסים על תקופת הփחתה הנזונה, אלא שלאור העובדה שהפרויקט מוחזק 5 שנים, מספר תזרימי המגנים הוא 5 בביטוי: $\frac{124,000}{8} * 40\% * PVFA(15\%, 5)$, תמורה המכירה היא 55,000 ש"ח, ובוינטן שהחברה פטורה מס רווח הון אין השפעה תזרימית נוספת במכירת ההשקעה (ראו הערא להלן בהיעדר פטור).

תזרימי המזומנים החיוביים הנובעים מהפרויקט (רווחים) נקבעים לפי מספר היחידות המיצרות ונמכרות בתום כל שנה (כברירת מחדל – תזרימי תום תקופה) בגין המש על תזרימי רווח אלו. הויאל ותזרימי ההכנסות אינם מהווים סדרה אחת לאור השוני במספר היחידות הנמכרות על בסיס שנתי, בוצעה התייחסות לרווחי השנה

$$\text{הראשונה בלבד}^1 = 1,000 * 19 * (1 - 40\%) * (1 + 15\%)$$

$$\text{לאחריהם – רווחי השנה השנייה בלבד:}^2 = 1,500 * 19 * (1 - 40\%) * (1 + 15\%)$$

ולאחריהם – רווחי השנים 3, 4, 5 שהם קבועים ולכן יוצרים סדרה. אלא שהויאל ועיטוי האיבר הראשון בסדרה הוא בזמן 3, לפי עקרון ה"אחד אחרה" קופצים עם נתוני הסדרה בזמן 2, ולכן יש לתאמה 2 תקופות נוספות לאחר מעבר לחישוב הסדרתי מה שימושי לביטוי:

$$+2,000 * 19 * (1 - 40\%) * PVFA(15\%, 3) * (1 + 15\%)^2$$

הערה: במקרה זה, נתון מפורשות כי החברה פטורה ממיס רווח הון. אילו החברה לא הייתה פטורה ממיס רווח הון, היה علينا לחשב את רווח / הפסד ההון והשפעת המש בגין, כדלקמן:

	55,000	תמורה המכירה
$124,000 - \frac{124,000}{8} * 5 =$	<u>(46,500)</u>	בגין עלות מופחתת ערב המכירה
	8,500	רווח הון (הפרש חיובי) הפסד ההון (הפרש שלילי)
	<u>20%</u>	נניח שהוא נתון שמס רווח ההון הוא בשיעור
$8,500 * 20\% =$	1,700	מס רווח הון לתשלום (תזרים שלילי)

כלומר, במקום הביטוי

$$55,000 * (1 + 15\%)^5$$

היה הכלל הביטוי הזה:

$$(55,000 - 1,700) * (1 + 15\%)^5$$

פירמה מתלבשת בין ייצור עצמי של רכיב מסוים לבין רכישתו מספק חיצוני. אם הפירמה תיצור את הרכיב בעצמה היא תצטרכן לרכוש מכונה שאורך חייה הוא 10 שנים. ידוע כי במידה והחесכון הנובע מהיצור העצמי (לפניהם 50,000 ש"ח לשנה, הפירמה תהיה אדישה בין ייצור הרכיב לבין רכישתו. כעת מוצע לפירמה מענק בגין רכישת המכונה בסך של 150,000 ש"ח. המענק יקטין גם את ה不怕ת השנתי על המכונה. אם שיטת ה不怕ת הנוכחית בפירמה לצורכי מס היא קו ישר לאורך חייו הנכס, מחיר ההון (לאחר מס) הוא %10 לשנה ושיעור מס חברות הוא 40%, אז בעקבות המענק:

- החסכון השנתי שייבא לאדישות בין שתי החלופות הוא 19,314 ש"ח.
- החסכון השנתי שייבא לאדישות בין שתי החלופות הוא 31,588 ש"ח.
- החסכון השנתי שייבא לאדישות בין שתי החלופות הוא 9,314 ש"ח.
- לא ניתן לקבוע מהו החסכון השנתי שייבא לאדישות בין שתי החלופות ללא נתונים נוספים על עלות הייצור העצמי והכמות המיוצרת.
- אף תשובה אינה נכונה.

פתרון :

השאלה מספרת סיפור על מצב התחלתי שבו חסכו שנתי שנווע מיצור עצמי – מוביל לענין ייצור שזהה לענין רכישה (מדוע? כי אמרו שהיינטן חסכו כזה, קיימת אדישות).
לפתע – חל שינוי. השינוי הוא מענק שניתן לחברת לטובת ביצוע פעילות הייצור. כמובן שמדובר כזה מוביל לכך ששווי החלופת הייצור יגדל; ולכן, גם חסכו נמוך מהערך המקורי – יכול להוביל לאדישות.
בשפה פשוטה: בלי מענק – נדרש שהמכונה תחסוך לפחות 50,000 בשנה לצורך כדאיותה. עם מענק – כמובן שהדרישה לחסכו תהיה נמוכה יותר והשאלה היא – כמה בדיקן יכול לרדת החסכו השנתי בזכות המענק.

לשם כך, علينا להבין תחילת מהן מכלול השפעותיו של המענק על הענין. באופן כללי, מענקים יכולים להשפיע על 3 ערכים :

- הכרחי: תזוריים חיוביים בזמן אפס.
- מאד נפוץ: הקטנת מגני המס על ה不怕ת (אלא אם זו קרקע).
- פחות נפוץ: השפעה על מס רווח ההון במכירה (הוצאות קטנה; הערות המופחתת במכירה עלולה להיות קטנה יותר; רווח ההון = ההפרש בין התמורה לעלות המופחתת עלול להיות גבוהה יותר) – בהיינטן מכירה [אם אומרים, או אם יש מידע לגבי שווי הפריט בתום הפרויקט, ואז מניחים שיימכר בתמורה זו]. **כאן – לא רלוונטי.**

בהתחשב בערכים 1, 2 השפעת המענק על הענין (בכמה המענק יגדיל את ה-NPV) היא כדלקמן, בהיינטן העובדה שנתיון שסכום המענק 150,000 ש"ח, שתקופת הה不怕ת 10 שנים, מחיר ההון 10% ושיעור המס 40% :

$$PV_{Maanak} = +150,000 - \frac{150,000}{10} * 40\% * PVFA(10\%, 10) = 113,333$$

כאשר הערך החיובי בסך 150,000 הוא סכום המענק הנוכחי, עצם קיבל המענק מובילה לשילילת יכולת הדיווח על פחת בהתאם לסכומו ואורך חייו הנוכחי, מכאן, שחל אובדן מגני המש על הפחת בהתאם לסכום המענק מוחולק במספר שנות הפחתת הנוכחי (המחובר השני).

השלב הבא הוא לזכור לנדרש: בעצם דרשו ממוני להבין מהו החסכו השנתי העדכני שיצדיק את רכישת המכינה והיצור העצמי. לשם כך, אני חייב למצע את השפעת המענק ולתרגםה למונחים שנתיים. הדרך לבצע זאת היא על בסיס חלוקת עניין המענק ב-PVFA רלוונטי:

$$EAC_{Maanak}(Neto) = \frac{PV_{Maanak}}{PVFA(k, n)}$$

$$EAC_{Maanak}(Neto) = \frac{113,333}{PVFA(10\%, 10)}$$

$$EAC_{Maanak}(Neto) = 18,412$$

המשמעות: המענק למשה חוסך לנו / תורם לנו כל שנה נטו 18,412 ש"ח. על פי הנוכחי, לפני המענק, החסכו שמצדיק את הפרויקט היה 50,000 ש"ח. בחשיבה נאיבית, שכעת החסכו הדרושים הוא 50,000 בኒוכו תרומה זו. אבל זה **לא נכון כי** זה מתעלם מהעובדת שחייב השפעת המענק בוצעה בנטו, בעוד שחסכו שנתי הוא תמיד במוני ברווחו (לפני מס).

לכן מה שעשינו לעשות זה לתקן את השפעת המענק השנתית נטו למונחים לפני מס (על ידי חלוקה ב-1 פחות שיעור המס) ורק את הערך ברוותו ננכה מהחסכו לפני השינוי, כדי לחשב סכום חסכו עדכני נדרש:

$$EAC_{Maanak}(Bruto) = \frac{18,412}{(1 - 40\%)} = 30,686$$

50,000	החסכו (ברוותו, לפני מס) שהצדיק את הפרויקט בעולם ללא מענק:
<u>(30,686)</u>	بنيוכו ההשפעה של המענק:
19,314	סך החסכו (ברוותו, לפני מס) שיצדיק את הפרויקט בעולם עם מענק:

זו התשובה הסופית, לנוכח היא.

"חילוץ הכנסה שנתיות עדכנית שמצדיקה פרויקט בהינתן מענק השקעה"

- הציגו נתונים מענק השקעה בתנאי הכנסה / חסכו נטוinos, ולמעשה שאלו על הכנסה החדשה "הנדרשת" בהינתן הטבת המענק.
- לשם כך, נדרשו לחשב תחיליה את השפעות המענק על הענין באופן כללי, שתמיד תכלולנה, לכל הפחות, את המענק עצמו בסימן חיובי, ואת אובדן מגני המס על הפחת בסימן שלילי.
- לאחר חישוב השפעת המענק על הענין, מתרגמים אותה למונחים שנתיים על בסיס חלוקה ב-PVFA למשך הפרויקט. מדוע? כי הכנסה שנתיות, וכך נרצה לתרגם גם את השפעות המענק למונחים שנתיים.
- את השפעת הענין השנתית נטו נתרגם למונחים לפני מס (מושום שבפרויקט עצמו, הכנסות / החסכו השנתי הוא לפני מס) וערך זה יהווה את השינוי האפשרי (ירידה אפשרית) בהכנסה שעדיין תצדיק את הפרויקט.

תדריך ספציפי – סמסטר 2022 – שאלה 3 – בניית תזרימי מזומנים לתוכנית השקעה בערכcis החדשים

קבוצת סטודנטים המוכרת מידיו שנה אוגדי בcheinot, מנסה לתכנן את פעילותה לשנת הלימודים הקרובה וגם לעתיד הרחוק יותר וזאת בתקופה זו של השנה (תחילת חודש יוני).

משמעות: בשונה מתזרימי מזומנים לתוכנית השקעה ויח' 7 שבדרך כלל מיוצגים בערכcis שנתיים, כאן דנים בחודשים. באופן ספציפי, מציינים שהפעילות בכל שנה מתחילה ב-1.6 (זה בעצם ה"זמן 0" שלו). זה גם אומר, בין היתר, ש"תום כל שנה" הוא ה-30.5.

0 1.6				1 30.5

הקבוצה מוכרת מידיו שנה אוגדי בcheinot במחיר של 60 ש"ח לאוגדן, הם מוכרים 2000 אוגדים בשנה, והמכירות מתבצעות בחודשים אפריל ומאי (1000 יחידות לחודש). בכל אוגדן 100 עמודים. השכפול של האוגדים נעשה כבר בחודשים יולי ואוגוסט שלפני שנת הלימודים (1000 יחידות לחודש). הניחו כי מכירת האוגדים ושכפולם נעשות בסוף החודש.

במהשך השאלה רואים שהדיון הוא לגבי ההכרעה בין שכפול עצמי לבין רכישה מספק חיצוני (בית דפוס). זה בעצם אומר שככל הדיוון וההכרעה שלנו יכולים להתבסס על עלויות בלבד. מדובר: משום שאם אין זה משנה כיצד נפעל, ההכנסות והיקף הייצור זהים, הרי שעצם ההתייחסות להכנסות או היעדרה, לא תשפיע על דירוג הchlופות.

0 1.6	31.7	31.8	30.4	1 30.5
	שכפול	מכירות		

עד עתה שכפלו את הדפים בבית דפוס בעלות של 30 אגורות לעמוד.

למעשה, זה נתון שעזר לכם להכריע בדבר עלויות השכפול.

מנהל הקבוצה סבור שהיהה כדי לבצע את השכפול על-ידי הקבוצה עצמה בעלות של 15 אגורות לעומת 75 אגורות. לשם כך נדרש מכונה שכפול בעלות של 75 אלף ש"ח שתירכש כעת (תחילת חודש יוני), המכונה מופחתת לפי שיטת ההפחת הישר במשך 4 שנים ובתום התקופה ערך הגרט יהיה אפס. בנוסף, יש צורך בהשקעה חד-פעמיות בהון חוזר של 30 אלף ש"ח. הנח כי ההשקעה במכונה ובחון החוזר נעשית בתחילת חודש יוני.

ההיגד הזה מדבר על האלטרנטיבת של שכפול עצמי (סקול לייצור עצמי). נתוני הלוויות שונים כמפורט – 15 אג'י לעומת 30 אג'י לעמוד.

0 1.6	31.7	31.8	30.4	1 30.5
ההשקעה במכונה	שכפול עצמי	שכפול עצמי	מכירות	מכירות

אבל אבל אבל... נתון שהמכונה מופחתת על פי ישר במשך 4 שנים. שימו לב: הנתונים השוטפים הם בחודשים, ההפחיתה היא על בסיס שנתי כאשר מגן המס על הפחת מדווח בדצמבר.

0 1.6	31.7	31.8	31.12	30.4	1 30.5
ההשקעה במכונה	שכפול עצמי	שכפול עצמי	מגן מס על הפחתה	מכירות	מכירות

לABI השקעה בהון חוזר: בזמן אפס תזרים שלילי, בתום הפרויקט (בתום השנה האחורונה) קבלת הסכום חוזרת.

האוניברסיטה מוכנה להשתתף במענק מיוחד בשיעור של 10% מסכום ההשקעה במכונה.

מענק – על כל המשתמע. אפשר פשוט להתייחס להשפעות ההשקעה במכונה בגין המענק (כך שגם הפחתה השנתית יושפע מכך בהתאם).

לצורך חישובים יש לעגל את מחיר ההון השנתי לאחוזו הקרוב.

אם נ נתונים רבים בשאלת כմבואר בטבלה המס חודשיים. אבל כל הרצינול שモמלץ להפעיל הוא לתרגם את הערכיים למועדים שנתיים. איך עושים זאת? לוקחים את התזרימיים החודשיים השותפים, ובאמצעות חישוב ערך עתידי – מעתדים את כולם לתום כל שנה (ל-30.5). החרג היחידי לכלול הוא מגו המס על הפקת, שאפשר להתייחס אליו בנפרד לפי עיתויו – דצמבר. כאשר מבצעים התאמה של הערכיים החודשיים לתום כל שנה, ההיוון (PV) של התזרימיים המתורגמים לתום כל שנה – צריך להתבצע בריבית (מחיר הון) שנתי. לכן ציינה מרכז הקורס לשורך חישובים יש לעגל את מחיר ההון השנתי לאחוזו השלים הקרוב.

באיזו חלופה כדאי לקבוצה לבחר (בשכרול עצמי או בשכפול בבית דפוס), אם הקבוצה מתכוונת לעשות שימוש במכונות השכפול במשך 4 שנים?

לחשב PV לזרים השנתיים (עם או ללא הכנסות, זה לא משנה ולשיקולכם).

בהתבה ש渴בוצה משלם מס בשיעור 40%, מחיר ההון החודשי לאחר מס 1%, המכונה מופחתת לפי שיטת הקו ה ישיר במשך 4 שנים, המענק מקטין את ההשקעה גם לצורך פחת. התחרשנות המס נעשית במועד ביצוע הפעולה, למעט מגו מס על פחת שהינו בסוף שנה (סוף חודש דצמבר).

תרגומם מחיר ההון החודשי לשנתי – מבוצע על בסיס הטכניקה להמרת ריבית אפקטיבית (מעיריך חזקה לא חילוק).

"הענק מקטין את ההשקעה גם לצורך פחת" = מבחינתנו זה משפט מיותר שתמיד מתקיים.
"התחרשנות המס נעשית במועד ביצוע הפעולה" = כל הכנסות והוצאות – ניתן לבטאן בנתו על ידי מכפלה ב-1 פחות המס באותו חודש ספציפי שבו נוצרת ההכנסה או ההוצאה.
החריג היחידי לכך הוא מגו מס על הפקת, שתמיד בדצמבר.

המשך מבחן 4 – תרגול שאלות ברמת בחינה מיח' 6 – פרויקטים

שאלה 4, מבחן לדוגמה מס' 8

שאלה 4

נתונים התזוריים הבאים : מחיר ההון 10% .

10-1	0	השקעה
250	-1,000	A
200	-650	B

הנichו, שיש קשר מסוים בין ההשקעות (תחליפיות), כך שאם שתיהן תבוצענה, התזוריים מהשקעה A יקטן ב-170 בכל שנה (אך ההשקעה הראשונית תישאר 1,000 ללא שינוי). לעומת זאת, התזוריים הכספי מהשקעה B ישארו ללא שינוי, **מכאן שבדאי** :

- להשקיע רק ב-A.
- להשקיע רק ב-B.
- להשקיע ב-A וב-B.
- לדוחות את שתיהן.
- להשקיע או ב-A או ב-B, שכן קיימת אדישות ביניהן.

פתרון :

מדובר בשאלה קלאסית לגבי פרויקטים שיש ביניהם תלות ; כמובן, ביצוע שני הפרויקטים בו זמנית יגרום לשינוי בתזוריים בהשוואה לביצוע כל פרויקט בנפרד.

השאלה עצמה בסך הכל מבקשת לדעת איזו קומבינציה פרויקטים היא הטובה ביותר (א בלבד, ב בלבד, שילוב או שום דבר) וכמוהן שהחשיבות הרלוונטי יתבסס על הענ"ג המתאים בכל חלופה. מחיר ההון 10% נתון.

10-1	0	השקעה
250	-1,000	A
200	-650	B

$$NPV_A = -1,000 + 250 * PVFA(10\%, 10) = 536.14$$

$$NPV_B = -650 + 200 * PVFA(10\%, 10) = 578.91$$

$$NPV_{A+B} = -1,000 - 650 + (250 - 170 + 200) * PVFA(10\%, 10) = 70.6$$

במצב כזה : הבחירה העדיפה היא ביצוע פרויקט ב בלבד. **התשובה ב.**

הערה : באופן כללי, כל עוד אין הנחיה מפורשת לפועל לפי קритריון ספציפי, קритריון ה – NPV הוא הטוב ביותר כי הוא מוביל להחלטה נכונה "כלכליות" תמיד : זאת לעומת ה-IRR שעלול להוביל לשיפוט כלכלי שגוי במספר מקרים (כגון : פרויקטים המוצאים זה את זה, פרויקטים תלולים ומרקם נוטפים).

שאלה 5 – שאלון 8

שאלה 5

סמןו את הקביעה הנכונה:

- א. לפרויקט ייתכן שהיא יותר משת"פ אחד.
- ב. לכל פרויקט יש לפחות שת"פ אחד, בעל משמעות.
- ג. מספר השות"פים של פרויקט שווה במקסימום למספר שינוי הסימן בתזרים המזומנים.
- ד. מספר השות"פים של פרויקט שווה בדילוק למספר שינוי הסימן בתזרים המזומנים.
- ה. תשובות א-ג נכונות.

פתרון :

א. "לפרויקט ייתכן שהיא יותר משת"פ אחד" – בקצרה: אפשרי רק בפרויקטים לא קובנציונליים

שת"פ – IRR הוא ערך מסווג באחזוים של פרויקט, שיש לו שתי הגדרות.

הגדרה 1 – מתמטית: (תקפה תמיד) זהו מחיר ההון שאם נציב אותו במשוואת ה-NPV, הוא (ה-NPV) שווה ל-0.

הגדרה 2 – כלכלית (תקפה רק בפרויקטים קובנציונליים – פרויקטים שמספר היפוכי הסימן של תזרימיהם, ממינוס לפולוס ולהפך, הוא 1 בדילוק): השת"פ מייצג את שיעור התשואה התקופתי הממוצע של הפרויקט באחזוים (בשकעות), או את שיעור "הRibbit האפקטיבית" באחזוים (בחלוות) <>בפרויקטים كانوا תמיד היה שת"פ אחד ויחיד בלבד

בפרויקטים לא קובנציונליים – כלפיו שזרימיהם מותהpecים בסימן (ממינוס לפולוס ולהפך) יותר מפעם אחת, ההגדרה המתמטית עדין מתקיימת, אבל התוצאות אינן תקפות כלכלית, ייתכנו מספר שת"פים בתוצאה, ואז – כמובן שאין להם משמעות לעניין שיעור התשואה.

הטענה לפיכך נכונה – הואיל ולא הגיבו לגבי סוג הפרויקט, והואיל ויתכן שהפרויקט לא קובנציונלי – ייתכן שיש לו יותר משת"פ אחד.

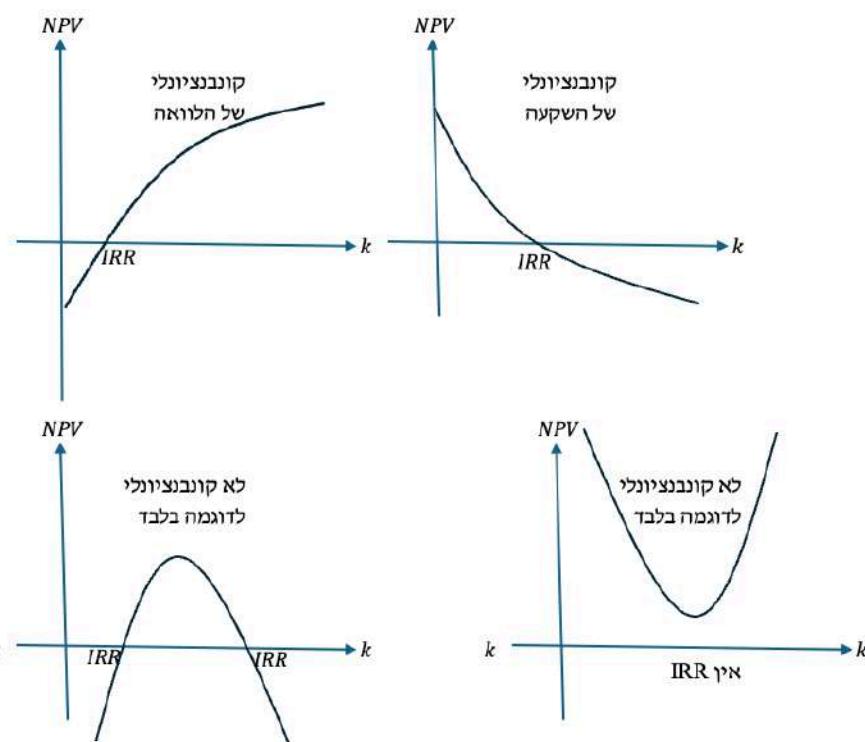
ב. "לכל פרויקט יש לפחות שת"פ אחד, בעל משמעות"

הטענה שגויה. "בעל משמעות" = מייצג את שיעור התשואה התקופתי הממוצע בפרויקט / את הריבית האפקטיבית בחלוות.

ראשית: קיומ שת"פ איננו מתחייב אלא אם מדובר בפרויקט קובנציונלי. (בפרויקט לא קובנציונלי אין כללים – ייתכן שת"פ אחד, או מספר שת"פים – עד מספר היפוכי הסימן, או אף שת"פים...).

ולכן, ההיגד שגוי: ראשית, משום שלא לכל פרויקט יש לפחות שת"פ אחד, בהינתן המקרה של לא-קובנציונליים, שנית עצם קיומ המשמעות לשת"פ מחייבת דיוון בפרויקט קובנציונלי שלא נתנו כאן.

לדוגמה	השעיה של חלואה	קונבנציוני
80	-100	
-30	50	
-70	80	
-15	90	
-30	20	



ג. מספר השת"פים של פרויקט הוא עד מספר היפוכי הסימן

טענה נכונה. בrama המתמטית, טענה זו נכונה. בפרויקט קונבנציוני, שיש לו היפוך סימן אחד, בהכרח קיים שת"פ אחד. בכל פרויקט אחר (לא קונבנציוני), מספר השת"פים הוא עד מספר היפוכי הסימן (יכול להיות בין 0 למספר היפוכי הסימן הכלול בפרויקט).
הואיל ומדברים כאן על כל הפרויקטים בעולם, ללא הבחנה – אכן ניתן לומר שמספר השת"פים הוא עד מספר היפוכי הסימן.

טענה ד שגوية – לאור נכונות טענה ג.

לכן בסך הכל, התשובה הנכונה היא ה – תשובה א + ג נכונות.

מבחן לדוגמה 8 – שאלה 6

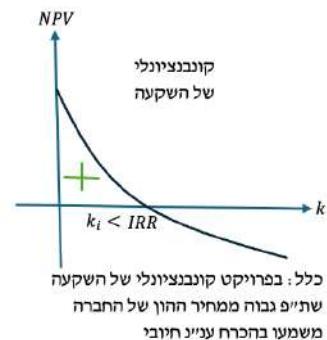
שאלה 6

- נתונים שני פרויקטים של השקעה, חד-שנתיים, וידוע כי הפרויקטים בלתי תלויים. ידוע כי השטייף (IRR) של פרויקט B נמוך מזו של פרויקט A. בנוסף ידוע, שהשטייף של פרויקט B שווה ל-12%. מחיר הון החברה (k) 6% לשנה. **איזה פרויקט/ים החברה תבחר להשקיע?**
- uprojekt B.
 - uprojekt A.
 - לא ניתן לקבועאיזה פרויקט עדיף לחברת בצע, ללא ידיעת העניין.
 - בשנייהם.
 - תשובה בנכונה, אם השטייף של פרויקט A גבוהה מ-20% לשנה.

פתרון:

הבהירנו: כאשר הפרויקטים הם תלויים (משפיעים זה על זה, מוצאים זה את זה וכיו') הקритריון הרלוונטי כלכלי להכרעה הוא ה- NPV וזאת לאור העובדה שה-IRR יכול להטעת מיסיבות שונות (גודל השקעה שונה וכיו').

לעומת זאת, כאשר הפרויקטים הם בלתי תלויים – ובנוסך ידוע שאלהו פרויקטים של השקעה – כדאי לבצע כל פרויקט שה- NPV שלו חיובי; וכן כדאי לבצע כל פרויקט אשר מקיים: $IRR > k$ כלומר: השטייף גבוהה ממחיר הון.



כאן:

$$IRR_B = 12\%$$

$$k = 6\%$$

ולכן:

$$IRR_B > k \rightarrow NPV_B > 0$$

בנוסך נתון:

$$IRR_A > IRR_B \rightarrow IRR_A > 12\% \rightarrow IRR_A > k \rightarrow NPV_A > 0$$

או במלים אחרות: מהנתונים עולה שהשטייף של שני הפרויקטים גבוה ממחיר הון, ובהתאם עובדה זו והעובדה שהפרויקטים קונבנציונליים של השקעה שהם בלתי תלויים, כדאי לבצע את שניהם. **תשובה D.**

מבחן לדוגמה 7 – שאלה 5

שאלה 5

קיימים שני פרויקטים: א' ו-ב'. השט"פ של פרויקט א' הוא 15%, והשת"פ של פרויקט ב' הוא 25%.

עבור חברה המשקיעה בשני הפרויקטים, השט"פ של השקעה הוא:

- א. 15%
- ב. 25%
- ג. 20%, אם סכום ההשקעה בכל אחד מהפרויקטים זהה.
- ד. 40%
- ה. אי-אפשר לחשב עקב מחסור בנתונים.

פתרון :

באופן כללי, משמעות השט"פ תלולה במידה רבה בסוג הפרויקט – שכן ספציפית איןנו נתון. לכן, קצת קשה למשתמש במשפט כגון "השת"פ של שני הפרויקטים הוא ממוצע השט"פים ביניהם".

אלא שגם אם היה נתון שהפרויקטים קובננציאולרים של השקעה – יש פה בעיה:

- א. סכום ההשקעה בכל פרויקט – לא נתון: כמובן שאם אני משקיע את רוב כספי בפרויקט שמניב תשואה של 15%, וחלק קטן בפרויקט המניב תשואה של 20%, התשואה המשוקללת תהיה קרובה יותר ל-15% ולהפוך.
 - ב. פרק הזמן להשקעה בפרויקטים – לא נתון: תשואה ממוצעת על בסיס שני פרויקטים מחייבת שתקופתם תהיה זהה. בהיעדר נתוני תקופה, לא ניתן לדעת מה תהיה התשואה המשוקללת הממוצעת של שניהם.
- התשובה היא. אי אפשר לחשב עקב מחסור בנתונים. אילו נתונים – מידע לגבי תקופת ההשקעה וסכום ההשקעה בכל אחד מהפרויקטים.

מבחן לדוגמה 7 – שאלה 6

שאלת 6

שות"פ של פרויקט מסווג השקעה, המניב תזרים מזומנים שנתי קבוע, הוא 20%. אורך חיiproject הוא 8 שנים. מכאן שמדד הרווחיות של הפרויקט במחיר חון של 15% הוא: (התשובות מופיעות בرمת דיקוק של 2 ספירות אחרי הקודה)

- א. 1.33
- ב. 1.04
- ג. 1.17
- ד. 0.86
- ה. אי-אפשר לחשב עקב מחסור בנסיבות.

פתרון :

$$IRR = 20\% \quad t = 8 \quad k = 15\% \quad PI = ?$$

למדד הרווחיות, PI, יש שתי הגדרות – שניתן לבחור ביניהן כרצונו:

$$(1) PI = \frac{PV_{\text{תקבולים}}}{|PV_{\text{תשולם}}|} \quad (2) PI = \frac{NPV + I}{I}$$

אני אבהיר בגרסה 2, מדוע? משום שקיימים נתונים שת"פ. נתונים שת"פ מוגדרים ככאלו שימושיים איפוס הענין, ולכן אוכל אולי להשתמש בהם, לטובת חילוץ.

לפי ההגדרה ה-IRR הוא מחיר הון שאם נציב אותו במשוואת הענין, הענין יתראפס (ההגדירה המתמטית).

$$NPV(k = IRR) = 0$$

סכום ההשקעה כאן (I) לא נתון – יוצב כнуלים, התזרים הקבוע לא נתון, יוצב CF (אבל הוא כן סדרה):

$$0 = -I + CF * PVFA(20\%, 8) \rightarrow I = 3.837CF$$

בנוסף ידוע שה-NPV בפועל בחינתן מחיר הון של 15% הוא:

$$NPV = -I + CF * PVFA(15\%, 8) \rightarrow NPV = -3.837CF + 4.487CF$$

וגם אם קיימים פתרון מתמטי אלגנטי ממוני, התהלי לעיל מוביל ל:

$$PI = \frac{NPV + I}{I} = \frac{-3.837CF + 4.487CF + 3.837CF}{3.837CF} \rightarrow PI = \frac{4.487CF}{3.837CF} = 1.169$$

שאלה 7 – מבחן 7

שאלה 7

פירמה השקעה 5,000 ש"ח בפרויקט שהענ"ג שלו הוא 7,000 ש"ח. מהו הערך הנוכחי של זרמי המזומנים?

- א. 12,000 ש"ח.
- ב. 5,000 ש"ח.
- ג. 7,000 ש"ח.
- ד. אי-אפשר לחשב ללא קבלת נתון לגבי אורך חיי הפרויקט.
- ה. אי-אפשר לחשב ללא קבלת נתון לגבי מחיר החון של הפירמה.

פתרון :

אין ספק – אם סכום השקעה (זמן 0 כברירת מחדל) ידוע, הרי שהיבורה עם הביטוי המיצג את הערך הנוכחי של התזרומים העתידיים בклלותם מוביל לענ"ג.

$$NPV = -5,000 + PV(Future\ Cash\ Flows) = 7,000 \rightarrow PV = 12,000$$

התשובה א.

שאלה 5 – מבחן 6

5. A, B ו- C הן שלוש השקעות קובננציונליות, המוציאות זו את זו. לכל אחת מהן ענ"ג חייב במחיר הון של 8%. ידוע כי שת"פ הפרויקט ההפרשי A-B שווה ל- 15%. כמו כן, שת"פ הפרויקט ההפרשי A-C שווה גם הוא ל- 15%. מכאן ניתן להסיק כי:

- א. שת"פ הפרויקט ההפרשי B-C שווה גם הוא ל- 15%.
- ב. שת"פ הפרויקט ההפרשי C-B שווה גם הוא ל- 15%.
- ג. אין מספיק מידע על מנת לחשב את השט"פ של הפרויקטים C-B-C ו- B-C.
- ד. הענ"ג של פרויקט B במחיר הון של 20% חייב להיות שלילי.
- ה. תשובות א' ו- ב' נכונות.

פתרון :

הקשר שבין שת"פ הפרויקט ההפרשי לבין הענ"ג של הפרויקטים שביניהם בונים את ההפרש, הוא קשר גרפי, שמקיים את ההגדרה: נקודת החיתוך בין הפרויקטים היא שת"פ ההפרשי.

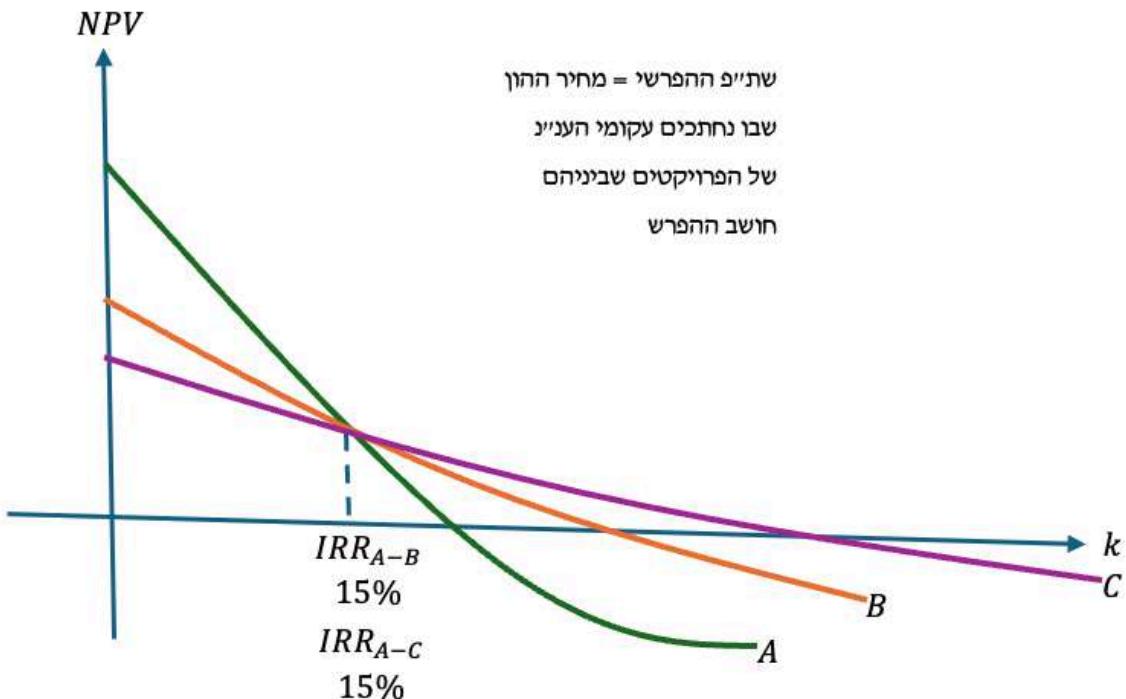
התחלתי באյור שני פרויקטים, A ו- B שנקודת החיתוך ביניהם לפי שת"פ ההפרשי היא 15%. המשכתי בהוספה של פרויקט שלישי C, שלפי ההגדרה נקודת החיתוך בין B ו- C היא גם (לפי שת"פ ההפרשי ביניהם) 15%.

זה אומר (וקל יותר לראות זאת באյור) שגם נקודת החיתוך בין B ל- C מתקבלת במחיר הון של 15%. ועוד טיפ אחד קטו: שת"פ הפרויקט ההפרשי באחוזים בין שני פרויקטים הוא זהה בערכו המספרי ללא תלות

$$IRR_{A-B} = IRR_{B-A}; \quad IRR_{B-C} = IRR_{C-B}$$

בשורה התחתונה: כל הפרויקטים נחתכים במחיר ההון ההפרשי של 15%, כאשר סדר חישוב ההפרש לא משנה. לכן, היגדים א-ב נכוןים. **התשובה הסופית שכוללת את שניהם היא ה**.

- א. **שת"פ הפרויקט ההפרשי B-C** שווה גם הוא ל- 15%.
- ב. **שת"פ הפרויקט ההפרשי C-B** שווה גם הוא ל- 15%.



שאלה 6 – מבחן לדוגמה 6

6. נתונים שני פרויקטים קובננציאליים של השקעה. לפרויקט A שט"פ של 12% ולפרויקט B שט"פ של 14%. מחיר החון של הפירמה הוא 10%. מכאן שטם הפרויקטים היו מוצאים זה את זה:
- לפי קритריון מודד הרוחניות הינו בוחרים לבצע את פרויקט B.
 - לפי קритריון השט"פ הינו בוחרים לבצע את פרויקט B.
 - לפי קритריון הענין הינו בוחרים לבצע את פרויקט B.
 - טענות Ai ו-B נכונות.
 - טענות Ai ו-B Ni נכונות.

פתרון :

מדובר בפרויקטים קובננציאליים של השקעה, אבל הם מוצאים זה את זה. הדגשנו חוזר והדגש: כאשר מדובר בפרויקטים המוצאים זה את זה, כלל השט"פ (kritirion השט"פ) יכול להוביל להחלטות שגויות בrama הכלכלית (בשל סתירה אפשרית בין עניין לבין שט"פ).

אלא שההיגדים כאן לא מדברים על ההחלטה הכלכלית הנכונה של הפירמה. אלא הם מבקשים לפי כל קритריון בנפרד, לספק לנו את מסקנותו.

ולכן: טענה שאומرتה "לפי קритריון השט"פ הינו בוחרים לבצע את פרויקט B" היא נכונה, לא בכלל שזוהי אכן ההחלטה הנכונה **ביותר לפירמה**; אלא משום **שברמת הבנת הנקרא**, כאשר מבקשים לפעול לפי קритריון מסויים, בוחרים את הפרויקט שעבורו תוצאה הקיימית גבוהה זהה.

כשאומרים: "לפי קритריון X נעדיף כהה וככיה" המשמעות: אם אני עובד כמו תוכי ראש בקיר ופועל רק לפי קритריון זה ולא תלות בהשלכותיו הכלכליות, היכן הערך יותר גבוה.

דווקא בגלל שאין מידע שיאפשר להכירע לפי עניין, כי הכרעה לפי השט"פ לבודו עשויה להיות סותרת – לא נקלט היגדים הקשורים לעניין (וגם לא למדד הרוחניות).

התשובה ב.

מפגש 5 - מבוא למימון בעולם עם סיכון

רקע קצר - דיוון בפרויקטים מסוכנים בודדים ודיירוגם

- הדיונים שערכנו עד כה (bih'i 5 - ערך נוכחי, עתידי, יישומיים וריביות,bih'i 6 - כדיות פרויקטים, bih'i 7 - בניית תזרימי מזומנים לתקנות השקעה) התعلמו מmobhak מקומו של סיכון ;
- בפרט, התعلמו מכך שלכל פרויקט / אובייקט עסקי יש מספר אפשרויות (תרחישים אלטרנטטיבים בהיבט התזרימיים שעשוים לנבוע ממנו).
- לפיכך, במשענו להבנת מימון וקבלת החלטות עלינו לפסוע צעד אחד קדימה - וללמוד כיצד יש לכמת את הסיכון הגלום בפרויקטים / השקעות / נכסים לשם קבלת החלטה לגבייהם (בהיבט כדיות, דירוג).
- המידים הבסיסיים לכימות השקעות מסוכנות / פרויקטים מסוכנים: **תוחלת** (ממוצע תשואות / תזרימיים) ו**סטיית תקן** (מדד פיזור / סיכון) ואותם נציג :
- תחילה ברמת הפרויקט הבודד, בהנחה שהוא אוטונומי, עומד בפני עצמו, ואינו ניתן לשילוב עם פרויקטים אחרים.
- לאחר מכן נרחיב את המסקנות לשילוב פרויקטים מסוכנים, במסגרת תיקי השקעות - וההשלכה הנובעת מכך לגבי התוחלת של התזרימיים או התוצאות של הפרויקטים המשולבים, ובעיקר - הסיכון הנובע מגיון ההשקעה.

אז בקיצור : חישוב תוחלת כמדד תשואה / רוחניות ; חישוב סטיית תקן כמדד סיכון ; והשפעות שילוב.

שאלה 55 - פרויקט מסוכן בודד (הגרלה) - חישובים בסיסיים של תוחלת וסטיית תקן
 בהגרלה יש לכם אפשרות לזכות ב-20 ש"ח בהסתברות 30%, ב-40 ש"ח בהסתברות 20%, ובהסתברות של 50% תפסידו 10 ש"ח. מהי התוחלת וסטיית התקן בש"ח של ההגרלה?

פתרונות :

רקע - הגרלה היא פרויקט (ישנם תזרימי מזומנים שעשוים לנבוע ממנה), ומדובר בפרויקט מסוכן משומם שיש לו כמה תוצאות אפשריות, והסתברות לכל תוצאה ידועה.
 כאשר אנו מזיהים פרויקט מסוכן, חידון הבסיסי ביותר בו דרש חישוב שני ממדדים - תוחלת וסטיית תקן.

תוחלת היא הממוצע המשוקל (שיקול תוצאות בהסתברויות) והיא ניתנת להציג באמצעות הנוסחה הבאה :

$$E(X) = P_1 * X_1 + P_2 * X_2 + \dots$$

כאשר :

הערך $E(X)$ הוא תוחלת התקבול.
 הערכים P_1, P_2, \dots מייצגים את ההסתברות לכל תוצאה אפשרית בפרויקט.
 הערכים X_1, X_2, \dots מייצגים את התוצאות (הערכים הכספיים / האחוזיים) שיתרחשו בכל הסתברות.

נישם ונגלה :

נתוני השאלה באופן מרוכז :

הסתברות	זכיה כספית / הפסד כספי (ש"ח)
30%	20
20%	40
50%	-10

$$E(X) = 30\% * 20 + 20\% * 40 + 50\% * (-10) = 9$$

התוצאה של התוחלת מייצגת את התקבול הממוצע "לאורך זמן" בהנחה והפרויקט יבוצע "שוב ושוב".

הואיל והפרויקט לא באמת מנייב 9, אלא ערכים הסוטים ממנו (20 או 40 או הפסד 10), מקובל להתייחס לפערים בין התוצאות האפשרות לבין התוחלת כמדד סיכון, ולכמת אותו סטטיסטית לערך הנקרא "סטיית התקן" :

$$\sigma(X) = \sqrt{P_1 * [X_1 - E(X)]^2 + P_2 * [X_2 - E(X)]^2 + \dots}$$

כאשר :

הערך $(X)\sigma$ מייצג את סטיית התקן (מדד הסיכון / הפייזור המקבול בקורס) = שורש השונות.
 הערך $E(X)$ הוא תוחלת התקבול.

הערכים P_1, P_2, \dots מייצגים את ההסתברות לכל תוצאה אפשרית בפרויקט.

הערכים \dots, X_1, X_2 מייצגים את התוצאות (הערכים הכספיים / האחוזיים) שיתרחשו בכל הסתברות.

נישם ונגלה :

הסתברות	זכיה כספית / הפסד כספי (ש"ח)
30%	20
20%	40
50%	-10
$E(X) = 9$	

$$\sigma(X) = \sqrt{30\% * [20 - 9]^2 + 20\% * [40 - 9]^2 + 50\% * [-10 - 9]^2} \approx 20.22$$

בקורסנו, איננו עוסקים בניתוח מבנה התפלגיות. כל שנטען הוא, שבhypothese שטיית התקן מודד פיזור / סיכון, הרי שכל שהערך המתקבל בגין שטיית התקן גבוה יותר, הפרויקט מסוכן יותר (ערכי מפוזרים יותר). אופן חישוב הסיכון והגדרטו בהיבט זה עדין לא מייצגת את המשמעות של קבלת החלטות / כדאיות. נגיע גם לזה בהמשך. ככל מרد מטרת השאלה היתה להציג כיצד מחשבים תוחלת כערך ממוצע לאורץ זמן, וכייזד מודד הפיזור שנראה שטיית התקן מוחשב (אומד לסיכון).

שאלה 1.55 – חישוב תוחלת וסטיית התקן של תזרימי מזומנים, וקבלת החלטה עבור שונא סיכון

זכית בפרס "העובד המצטיין" ולפניך שני מסלולי פרס :

מסלול א : כרטיס הגרלה שיקנה לך 7 ש"ח או 1,500 ש"ח בהסתברות זהה.

מסלול ב : קבלת מזומנים בסך 200 ש"ח ובנוסף כרטיס הגרלה שיקנה לך 600 ש"ח בהסתברות 30% או 900 ש"ח בהסתברות 70%.

המסלול שייבחר על ידך בהנחה שאתה שונא סיכון הוא :

- מסלול א, סמוביל אותו למצב טוב יותר בכל מקרה.
- מסלול ב, סמוביל אותו לסיכון נמוך יותר.
- מסלול א, סמוביל אותו לתוחלת גבוהה יותר.
- מסלול א, סמוביל אותו לסיכון נמוך יותר.
- כל יתר התשובות שגויות.

פתרון :

כאשר אני מזוהה שאלה המציגת בפנוי חלופות לפרויקט / הגרלה / נכס שיש להן יותר מרווחה אפשרית אחת, וההסתברות ידועה – אני יודע שאני פועל בעולם עם סיכון.

הчисלובים הבסיסיים ביוטר שנרצה לבצע בעולם כזה הם שניים :

- **תוחלת (כעין ממוצע)** : משלל כל הסתברות ב佗ואה הרלוונטי. התוחלת מייצגת את הערך ה"ממוצע" שיתקבל מהפרויקט לאורץ זמן (אם נחזר עליו שוב ושוב).

- **سطיות תקן (שורש השונות)** : זהו ממד הסיכון המקביל – והיא בוחנת את הפיזור של התוצאות סביבה התוחלת (האם ועד כמה תוצאות הפרויקט עלולות להתרחק מהתוחלתו). מבחןינו – סטיית תקן גבוהה יותר מאשר סיכון גבוה יותר.

נוסחת **התוחלת של תזרימי מזומנים** – ממוצע משוקלל לאורך זמן – כופלים כל הסתברות P בתזרים המיוחס לאוთה הסתברות CF , ומחברים :

$$E(CF) = P_1 * CF_1 + P_2 * CF_2 + \dots$$

מסלול א : כרטיס הגרלה שיקנה לך 700 ש"ח או 1,500 ש"ח בהסתברות זהה.
מסלול ב : קבלת מזומנים בסך 200 ש"ח ובנוסף כרטיס הגרלה שיקנה לך 600 ש"ח בהסתברות 30% או 900 ש"ח בהסתברות 70%.

הצבה מתאימה עבור מסלול א – תוחלת (א) :

הואיל ולא נתנות הסתברויות – אלא שהן "זהות", המשמעות היא שהסתברות לכל תוצאה היא לפי אחת חלקי מספר התוצאות האפשרות. בשפה פשוטה – ההסתברות לכל תוצאה כאן היא 50%. אם היו למשל 3 תוצאות אפשריות, בהסתברות זהה, אזי ההסתברות לכל תוצאה הייתה 33.33%.

$$E(CF_A) = 50\% * 700 + 50\% * 1,500 = 1,100$$

הצבה מתאימה עבור מסלול ב – תוחלת (ב) :

$$E(CF_B) = 30\% * (600 + 200) + 70\% * (900 + 200) = 1,010$$

כעת, נעבר לחישוב ממד הסיכון – סטיית התקן.

נוסחת הסיכון של תזרימי המזומנים – **سطיות התקן (שורש השונות)** – בוחנת פיזור / השתנות ערכיהם סביבה התוחלת, ומחושבת על ידי מכפלת כל הסתברות בריבוע ההפרש שבין התזרים המיוחס להסתברות לבין התוחלת.

$$\sigma(CF) = \sqrt{P_1 * [CF_1 - E(CF)]^2 + P_2 * [CF_2 - E(CF)]^2 + \dots}$$

הצבה מתאימה עבור מסלול א :

$$\sigma(CF_A) = \sqrt{50\% * (700 - 1,100)^2 + 50\% * (1,500 - 1,100)^2} = 400$$

הצבה מתאימה עבור מסלול ב :

$$\sigma(CF_B) = \sqrt{30\% * (800 - 1,010)^2 + 70\% * (1,100 - 1,010)^2} \approx 137.48$$

רכיבז ממצאים וקיבלה החלטה עבור **שונא סיכון** :

מדד	תיאור	מסלול א	מסלול ב
$E(CF)$	תוחלת התזרים – מדד רוחניות	1,100	1,010
$\sigma(CF)$	סטיית תקן – מדד סיכון	400	137.8

שונא סיכון מוגדר כאדם אשר העלייה בסיכון – שנמדד במנחי סטיטית תקן – ההשתנות האפשרית של התוצאות ביחס לתוחלת פוגעת בו – **כאשר כל השאר קבוע**.

במלים אחרים, שונא סיכון אינו אדם שושאף למזער סיכון "בכל מחיר" והוא לא "פרנוואיד". הוא פשוט לא יתול סיכון נוסף, אם איןנו מלואה בפיזי בדמות הגדלת התוחלת.

از עצמו, הדיוון המלא בנסיבות יאמר :

במימד התוחלת – מועד מסלול א, שכן תוחלתו נבואה יותר.

במימד סטיטית התקן (הסיכון) – מועד מסלול ב, שכן סיכוןנו נמוך יותר והמשקיע שונא סיכון.

בהעדר מידע מדויק על טעמי המשקיע ברמה הפרטונלית האישית – לא נוכל לדעת מה הוא יעדיף במצב כזה.

לכן התשובה כאן היא – לא ניתן לדעת מה יעדיף המשקיע (כי הדבר תלוי בטעמיו / דרגת דחיתת הסיכון שלו / האם ועד כמה הוא דורש פיצוי כדי להסכים לעלייה בסטיטית התקן במעבר לפרויקט ב).

חריג אחד כלל: **דומיננטיות**: אם אומרים לי – מה תעדיף? להפסיד 100 ש"ח בוודאות או להשתתף בהגרלה שבה ניתן לזכות ב-30 ש"ח או 60 ש"ח בהסתברויות זהות.

להפסיד 100 בוודאות – חסר סיכון.

לכוארה: הפסיד 100 ודי 0-5 סיכון ; לעומת זאת תוחלת 45 מסוכנת ; לא ניתן לדעת מה עדיף? אבל זה לא נכון! אבל בפרויקט האלטרנטיבי – למרות הסיכון (יש כמה אפשרויות) מרוויחים בכל מצב טبع יותר. לכן ההגרלה מועדףת.

במלים אחרות – היו עירניים ושים לב: אם אני מזזה שבמסגרת הפרויקטם שאוטם אני צריך לדרג פרויקט מסויים מנייב בכל מקרה ובכל מצב טبع ערך גבוה יותר מהמיibi בפרויקט الآخر, הוא עדיף עליו. נקודה. לא תלות ביחס לסיכון.

שאלה 56 - תוחלת וסטיית תקן בהגרלה / הטלת קובייה / הסתברויות אינן נתונות במפורש
 בהגרלה המבוצעת על ידי הטלת קובייה תוכלו לזכות ב-80 ש"ח אם תוצאת הקובייה היא 1 או 2, ב-100 ש"ח אם תוצאת הקובייה היא 3, 4 או 5, ותפסידו 200 ש"ח אם תוצאת הקובייה היא 6. מהי התוחלת וסטיית התקן בש"ח של ההגרלה?

פתרון :
 קובייה יש 6 פאות. ההסתברות לכל "פאה" (לכל אחת מ-6 התוצאות) זהה. לכן, כאשר מאורע מתרחש כאשר תוצאת הקובייה היא 1 או 2, קרי 2 פאות מתוך 6, הסתברות המאורע היא 2/6. וכך:
 לכן :

תוצאת קובייה	ערך כספי
80	1
80	2
100	3
100	4
100	5
-200	6

בהמראה לטבלת הסתברויות:

הסתברות	ערך כספי
$\frac{2}{6} = \frac{1}{3}$	80
$\frac{3}{6} = \frac{1}{2}$	100
$\frac{1}{6}$	-200

תוחלת התקבול הכספי:

$$E(X) = \frac{1}{3} * 80 + \frac{1}{2} * 100 + \frac{1}{6} * (-200) = 43\frac{1}{3}$$

סטיית התקן:

$$\sigma(X) = \sqrt{\frac{1}{3} * \left(80 - 43\frac{1}{3}\right)^2 + \frac{1}{2} * \left(100 - 43\frac{1}{3}\right)^2 + \frac{1}{6} * \left(-200 - 43\frac{1}{3}\right)^2} \approx 109.19$$

שאלה 57 - בחירה בין שני פרויקטים בעלי רמת סיכון שונה ויישום בסיסי של קriterיוון "תוחלת שונות"

מציעים לכם להשקיע ב:

א. פרויקט שעניק لكم 60 ש"ח בודאות, או :

ב. פרויקט חלופי שעניק لكم 100 ש"ח בהסתברות של 60% או 0 בהסתברות של 40%.

נדרש :

1. חשבו את התוחלת וסטיית התקן של כל פרויקט.

2. איזה פרויקט יועד לפי קriterיוון תוחלת-שונות?

פתרון :

נתחילה מסידור הנתונים המספריים של הפרויקטים:

פרויקט B		פרויקט A	
תקבול כספי	הסתברות	תקבול כספי	הסתברות
100	60%	60	100%
0	40%		

נדרש 1 - **תוחלת וסטיית התקן של כל פרויקט:**

בutor תחילה, נחשב את התוחלת וסטיית התקן של כל פרויקט. לגבי פרויקט A, התהיליך טריביאלי. מדוע? בהינתן שלפרויקט יש רק תוצאה אפורה אחת - תוחלתו חייבת להיות זהה לוצאה זו. בנוסף, בהינתן תוצאה אפורה אחת בלבד, הרי שסטיית התקן (מדד הפיזור של התוצאות) בהכרח אפס.

$$E(A) = 60; \sigma(A) = 0$$

אפשר גם לחשב כמובן :

$$E(A) = 100\% * 60 = 60$$

$$\sigma(A) = \sqrt{100\% * (60 - 60)^2} = 0$$

נחשב את התוחלת וסטיית התקן לפרויקט B ונקבל :

$$E(B) = 60\% * 100 + 40\% * 0 = 60$$

$$\sigma(B) = \sqrt{60\% * (100 - 60)^2 + 40\% * (0 - 60)^2} \approx 48.99$$

נרכז את הממצאים :

B	A	
60	60	תוחלת
48.99	0	סטיית התקן

- אם ב שאלה נדרשו לדרג את הפרויקטים (ולהכריע מי מביניהם עדיף) לפי קритריון תוחלת-שונות. זהו קритריון שמניח שהמשקיע שונא סיכון (דוחה סיכון).
- ולמה הכוונה? מדובר בمشקיע ש מבחינתו הסיכון (עליה בסטיית התקן) פוגעת בערך הסובייקטיבי של הפרויקט 当他选择时.
- משקיעים שונאי סיכון פועלים בהנחה הקורס לפי kritirion Tוחלת-שונות (או תוחלת-סטיית התקן). על פי קритריון זה :

- פרויקט A יועדף על פני פרויקט B אם ורק אם מתקיימים כל התנאים המוצטברים הבאים :
 - תנאי 1 : $E(A) \geq E(B)$ תוחלת A גבוהה או לפחות זהה לתוחלת B
 - תנאי 2 : $\sigma(A) \leq \sigma(B)$ סיכון של A נמוך או לפחות זהה לסיכון B
 - תנאי 3 : לפחות אחד משני התנאים 1, 2 מתקיים ב"צורה חזקה" (גדול ממש או קטן ממש 当他选择时).

אלו הנתונים :

B	A	
תוחלת	60	60
סטיית התקן	48.99	0

הואיל וביקשו מפורשות לשפטות לפי תוחלת שונות, נבדוק את התנאים לאט ובעדינות בהינתן ריכוז הממצאים בשאלה זו.

- תנאי 1 : $E(A) = E(B)$ מתקיים כי $E(A) \geq E(B)$
- תנאי 2 : $\sigma(A) < \sigma(B)$ מתקיים כי $\sigma(A) \leq \sigma(B)$
- תנאי 3 : לפחות אחד משני התנאים 1, 2 מתקיים בצורה חזקה: מתקיים כי תנאי 2 מתקיים "חזק"

בשורה התחתונה: לפי קритריון תוחלת-שונות המתאים לדרוג פרויקטים מסוכנים בהנחה שנת סיכון, יועדף פרויקט A על פני פרויקט B.

⁶ שימו לב שביקשו לשפטות לפי תוחלת שונות, ובהתאם, ההנחה היא שנת סיכון. במידה ואין נתונים לגבי סוג המשקיע (אהוב סיכון, שונאי סיכון, אדיש לסיכון) ולא רמזו לגבי סוג המשקיע (מה שקרה כמשמעותי מפורשות צורך לשפטות לפי תוחלת שונות) לא יכולנו לדון בצורה חד משמעית. נרჩיב בהמשך.

שאלה 58

מציעים לכם להשקיע בפרויקט שיעניק לכם 80 ש"ח בודאות, או בפרויקט חלופי שיעניק לכם 100 ש"ח בהסתברות של 60% או 0 בהסתברות של 40%.

נדרש: חשבו את התוחלת של כל פרויקט. מוביל ליחס כמותית את סטיית התקן, איזה פרויקט יעדיף לפי קритריון תוחלת-שונות? [בגסות: קритריון המתיחס לתוחלת ולסטיית התקן / השונות ומניח שנאט סיכון]

פתרון:

נתונים:

פרויקט B		פרויקט A	
תקבול כספי	הסתברות	תקבול כספי	הסתברות
100	60%	80	100%
0	40%		

ודאות משווה 100% הסתברות.

$$E(A) = 80$$

$$E(B) = 60\% * 100 + 40\% * 0 = 60$$

ביקשו אמנים שלא נחשב את סטיית התקן, אבל אני מ庫וה שברור لكم שמתקיים:

$$\sigma_B > \sigma_A$$

זאת משומש פרויקט A בהגדרה חסר סיכון (סיכון 0).

כלומר:

$$E(A) > E(B)$$

$$\sigma_A < \sigma_B$$

נבדוק את התנאים לאט ובעדינות בהינתן ריכוז הממצאים בשאלה זו.

תנאי 1: $E(A) > E(B)$ מתקיים כי $E(A) \geq E(B)$

תנאי 2: $\sigma(A) < \sigma(B)$ מתקיים כי $\sigma(A) \leq \sigma(B)$ גם ללא חישוב: כי A פרויקט ודאי

תנאי 3: לפחות אחד משני התנאים 1, 2 מתקיים בצורה החזקה: גם תנאי 1 וגם תנאי 2 מתקיימים חזק.

לכן, לפי קритריון תוחלת-שונות, יש להעדיף 80 ש"ח בודאות על פני ההגרלה המוצעת.

שאלה 59

mo'etz לכם להשתתף בהגרלה. עלות ההשתתפות היא 500 ש"ח. ההגרלה יכולה להניב لكم ערך חיובי של 800 ש"ח בהסתברות של 40% או ערך חיובי של 300 ש"ח בהסתברות 60%. סמן את הטענה הנכונה :

- א. אם השקיעו שונאי סיכון, כדאי לו השקיע בתכנית (בהגרלה).
- ב. לפי קритריון תוחלת שונות, כדאי לו השקיע בתכנית (בהגרלה).
- ג. לפי קритריון תוחלת שונה, לא ניתן לקבל החלטה האם כדאי השקיע בתכנית.
- ד. אם השקיעו שונאי סיכון, מוטב לו שלא השקיע בתכנית.
- ה. כל יתר הטענות שגויות.

פתרון :

תחליה, נשים לב לכך שככל המסיחים (אפשרויות התשובה) מתייחסים לשונאי סיכון באופן מפורש או באופן משתמש (כפי תמיד כshmבקשים לפועל לפי קритריון תוחלת שונות, למעשה מבקשים שנניח שנאת סיכון). בرمת פילוח אפשרויות המשקיע בשאלת - אם אני מזיהה מצב שבו מציינים לי להשתתף בהגרלה בעלות מסוימת ושאלים אם כדאי, בעצם מגדירים את הפרויקטטים הבאים :

פרויקט א = להשאר עם 500 ש"ח ודאי בכיס.

פרויקט ב = לקבל כרטיס הגרלה, עם התפלגות זכיה נטונה - 800 בהסתברות 40%, ו- 300 בהסתברות 60%.

להלן ריכוז :

פרויקט B - סכום בכיס היום		פרויקט A - סכום בכיס היום	
תקבול כספי	הסתברות	תקבול כספי	הסתברות
800	40%	500	100%
300	60%		

לABIי פרויקט A החיים תות : התוחלת 500, והסיכון אפס.

לABIי פרויקט B נחשב את סטיית התקן :

$$E(B) = 40\% * 800 + 60\% * 300 = 500$$

$$\sigma(B) = \sqrt{40\% * (800 - 500)^2 + 60\% * (300 - 500)^2} \approx 244.95$$

נבדוק את התנאים לאי ובעדינות בהינתן ריכוז הממצאים בשאלת זו.

תנאי 1 : $E(A) \geq E(B)$ מתקיים כי $E(A) = E(B)$.

תנאי 2 : $\sigma(A) \leq \sigma(B)$ מתקיים כי $\sigma(A) < \sigma(B)$ גם ללא חישוב : כי A פרויקט ודאי

תנאי 3 : לפחות אחד משני התנאים 1, 2 מתקיים בצורה החזקה : תנאי 2 מתקיים חזק.

לכן, לפי קритריון תוחלת שונה, מוטב למשקיע להיווטר עם 500 ש"ח בכיסו, יתרה על להתקשר בעסקת ההגרלה. **התשובה 2.**

שאלה 59.1 - המחזה נספת של תוחלת שונות

ברק להוא משקיע שונא סיכון. מציעים לבrk להשקיע באחד מבין שני הפרויקטים הבאים:

פרויקט B		פרויקט A	
הסתברות	תקבול כספי	הסתברות	תקובל כספי
3,000	50%	1,000	100%
0	50%		

נדרש: לפי קритריון תוחלת שונות, איזה פרויקט יעדיף ברק?

פתרון:

לגביה פרויקט A שיש לו תוצאה אפשרית אחת בלבד:

$$E(A) = 1,000 \quad \sigma(A) = 0$$

ולגביה פרויקט B בישום רלוונטי:

$$E(B) = 50\% * 3,000 + 50\% * 0 = 1,500$$

$$\sigma(B) = \sqrt{50\% * (3,000 - 1,500)^2 + 50\% * (0 - 1,500)^2} = 1,500$$

ריכוז הממצאים:

B	A	
1,500	1,000	תוחלת
1,500	0	סטיית תקן

נבדוק באופן מלא האם A עדיף על B לפי צבר התנאים המגדירים את קритריון "תוחלת שונות":

תנאי 1: $E(A) < E(B)$ **לא מתקיים** מיד כשללנו תנאי זה, ידוע לנו שלא נוכל לטעון ש- A עדיף על B.

תנאי 2: $\sigma(A) < \sigma(B)$ **מתקיים כי** $\sigma(A) = 0$

תנאי 3: לא רלוונטי, לאור אי קיומו של תנאי 1.

נבדוק "הפוך". האם B עדיף על A.

תנאי 1: $E(B) \geq E(A)$ **מתקיים בצורה החזקה**:

תנאי 2: $\sigma(B) < \sigma(A)$ **לא מתקיים כי** $\sigma(B) = 1,500$ $\sigma(A) = 0$ כשללנו תנאי זה, ידוע לנו שלא נוכל לטעון ש- B עדיף על A.

תנאי 3: לא רלוונטי, כי תנאי 2 לא מתקיים.

לא הצלחנו להראות ש- A עדיף על B.

לא הצלחנו להראות ש- B עדיף על A.

המשמעות: לא ניתן להכריע לפי קритריון תוחלת-שונות איזה פרויקט יועדר.

שאלה 59.2 - דירוג פרויקטים מסוכנים ויחס לסיכון

נתונות אפשרויות ההשקעה הבאות :

C		B		A	
הסתברות	ענין	הסתברות	ענין	הסתברות	ענין
0.5	0	0.2	0	1	1,000
0.3	1,500	0.8	1,250		
0.2	3,200				

מהי ההשקעה שתועדף על ידי המשקיע? בחרו מ בין התשובות הבאות :

- שונא סיכון יעדיף את אופרות A
- אوهב סיכון יעדיף את אופרות B
- אوهב סיכון יעדיף את אופרות C
- שונא סיכון יעדיף את אופרות C
- אdish לסיכון יעדיף את אופרות B

פתרון :

שיםו לב, בהיבט שונא סיכון, חשוב מכך להמנע מצב שבו באופן מידי נציג העדפה של A לאור היותו בעל סיכון 0 (ודאי). זאת, מושם לצד הסיכון, שכמוכן הוא הנמוך ביותר בפרויקט A, יש לבחון גם את התוחלת – אנחנו לא מקבלים החלטה על סמך מימד אחד (להוציא חריג – אdish לסיכון).

לכן :

נתחיל בחישוב המדדים הסטטיסטיים של תוחלת וסטיית תקן של כל נכס :

$$E(A) = 1,000$$

$$E(B) = 0 * 0.2 + 1,250 * 0.8 = 1,000$$

$$E(C) = 0 * 0.5 + 1,500 * 0.3 + 3,200 * 0.2 = 1,090$$

המשך בחישוב סטיית התקן :

$$\sigma_A = 0$$

$$\sigma_B = \sqrt{0.2 * (0 - 1,000)^2 + 0.8 * (1,250 - 1,000)^2} = 500$$

$$\sigma_C = \sqrt{0.5 * (0 - 1,090)^2 + 0.3 * (1,500 - 1,090)^2 + 0.2 * (3,200 - 1,090)^2} = 1,238$$

רכזו את הממצאים בטבלה :

C	B	A	
1,090	1,000	1,000	תוחלת
1,238	500	0	ס. התקן

דיון בטענה א : שונא סיכון יעדיף את אפשרויות A

עבור שונא סיכון, A עדיף על B (תוחלת זהה, בפחות סיכון)

אך לא נוכל להכריע בין A ל - C וזאת מושם לצד הסיכון הגבוה יותר ב - C (ambilas את שונא הסיכון) הרי שהתוחלת יותר גבוהה ב - C (משמעות כל משקיע, לרבות שונא סיכון). ללא מידע ספציפי בדבר שונא הסיכון וטעמיו, לא נוכל לדעת האם וע' כמה העלייה בתוחלת התשואה במעבר לנכס C מפיצה אותו די הצורך כדי להסכים ליטול את הסיכון הנוסף.

בשורה התחתונה : A-C, **יעילים**, תהיה ביניהם "התלבטות" ולא נוכל להכריע **בגורף** עבור כל שונאי הסיכון בעולם במה יבחרו מבין שני אלו.

לכן הטענה שוגיה. לא ניתן לומר באופן גורף ש**שונא סיכון יעדיף A**.

דיון בטענה ב : אהוב סיכון יעדיף את אפשרויות B

C	B	A	
1,090	1,000	1,000	תוחלת
1,238	500	0	ס. תקן

אהוב סיכון הוא משקיע אשר נתרם מכך ערך חיובי הן מהתוחלת והן מהסיכון. הואיל ו מבחינתו הן במילוי התוחלת והן במילוי ס. תקן (סיכון) C עדיף על שני האחרים, הוא זה שיבחר, ולא B, שכן הטענה שוגיה.

דיון בטענה ג : אהוב סיכון יעדיף את אפשרויות C

כפונ. רואו דיוון בטענה ב.

דיון בטענה ד : שונא סיכון יעדיף את אפשרויות C

נשלול טענה זו, לפי ההסביר שסיפקנו לדיוון בטענה א.

דיון בטענה ה : אדיש לסיכון יעדיף את אפשרויות B

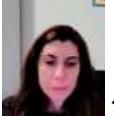
משקיע אדיש לסיכון הוא משקיע תיאורטי ש מבחינתו אין משמעות לסיכון בכלל. הוא מביט על התוחלת וושאך למסקמה זהה הכל.

בהתנחת עובדה זו, משקיע אדיש לסיכון יעדיף בהכרח את C המספקת בנסיבות אלו תוחלת מירבית.

המסקה	C	B	A	
וואו אני מת לתוחלת מירבית	1,090	1,000	1,000	תוחלת
אני אדיש לסיכון. לא מעניינת אותי השורה זו	1,238	500	0	ס. תקן

בשורה התחתונה, התשובה הסופית לשאלת היא ג.

טבלת עזר – לקבלת החלטות משקיעים – לגבי פרויקטים מסווגנים בודדים לפי יחס לסיכון

יחס לסיכון	משמעות	קבלת החלטה
שונה סיכון	עליה בסיכון – פוגעת בערך ירידה בסיכון – תורמת לערך ובנוסף יש לשים לב ש : עליה בתוחלת – תורמת לערך ירידה בתוחלת – פוגעת בערך	לא מתבססים רק על הסיכון והצורך להקטינו ; כדי שפרויקט יהיה עדיף על חברו, נדרש שלא תתקיים סתירה בין הגורמים. נניח : תוחלת א > תוחלת ב סיכון א = סיכון ב (לא כל שכן סיכון א > סיכון ב) עדיף את א. נניח : תוחלת א > תוחלת ב סיכון א > סיכון ב אין החלטה, כי יש סתירה : בתוחלת עדיף א, ובהיבט סיכון עדיף ב.
אהוב סיכון	עליה בסיכון – תורמת לערך ירידה בסיכון – פוגעת בערך ובנוסף יש לשים לב ש : עליה בתוחלת – תורמת לערך ירידה בתוחלת – פוגעת בערך	לא מתבססים רק על הסיכון והצורך להגדילו. כדי שפרויקט יהיה עדיף על חברו, נדרש שלא תתקיים סתירה בין הגורמים. נניח : סיכון א > סיכון ב תוחלת א = תוחלת ב (לא כל שכן, תוחלת א > תוחלת ב) עדיף את א. נניח : סיכון א > סיכון ב תוחלת א > תוחלת ב לא ניתן לקבל החלטה כי יש סתירה : בתוחלת עדיף א, ובסיכון – עדיף ב.
אדיש לסיכון	מבצע החלטות לפי תוחלת בלבד, לא מביט בכלל על הסיכון	הפרויקט שייבחר יהיה זה שתוחלתו גבוהה יותר (לא מתייחסים בכלל לסיכון). דוגמא : עדן גוילי 

שאלה 59.3 – מצב שבו פרויקט אחד תמיד עדיף על השני

נניח שמדובר לי להשקיע באחד מבין שני הפרויקטים :

פרויקט ב	הסתברות	פרויקט א	הסתברות
200	40%	100	100%
500	60%		

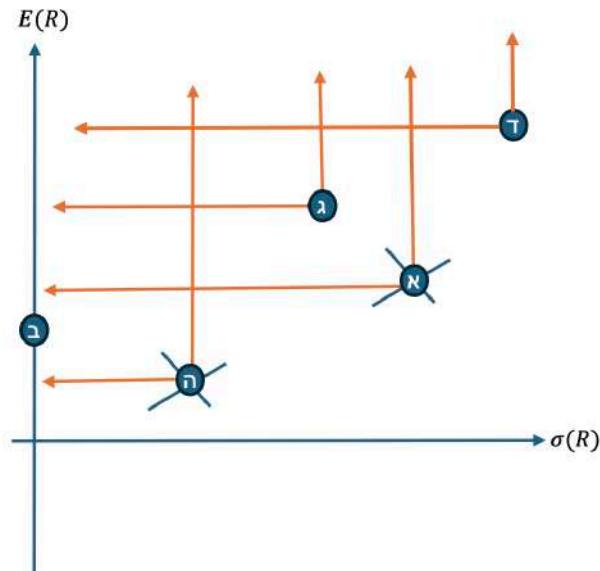
האם ניתן לדעת איזה פרויקט יעדיף המשקיע?

לכארה, נרצה לחשב תוחלת וסטיית תקן. אבל אלא אם כן ביקשו מפורשות – זה לא נדרש מה בכל. מודיע? מושם שאפשר לראות שזוהה מקרה מיוחד שבו פרויקט ב תמיד יותר מפרויקט א. כשהם מצביעים כזה, תשובה תהייה : כל סוגי המשקיעים ללא תלות ביחס לסיכון – יעדיפו את ב.

שאלה 59.4 – דיוון גרפי שיכול להקל במקורה של בחירה בין פרויקטים רבים בעלי תוחלת וס. תקן נתונה טל אברהם שוקלת לבצע פרויקט בתחום הנקי. הוצעו לה מספר פרויקטים ברמות סיכון ותוחלות שונות כדלקמן:

פרויקט	תוחלת תשואה	ס. תקן
א	10%	15%
ב	8%	0%
ג	20%	10%
ד	30%	18%
ה	4%	7%

נדרש: בהנחה שטל שונאת סיכון, أيזה פרויקט היא תעדיף לבצע (במידה ולא ניתן להכריע, נמצמו את הרשימה למספר הפרויקטים המינימלי שמעורר התלבטות מבחןתיה)?



מה עשינו ומה רأינו? מיקמו באופן ייחסי את הפרויקטים זה לצד זה במערכת צירים שצירה האופקי סטטיסטית תקן וצירה האנכי תוחלת תשואה.

הוצאנו קרניזים מכל פרויקט: קרנו אחת למעלה וקרנו נוספת שמאליה. כפי שלימור צינה, אנו מגדירים פרויקטים שעדיפים על הפרויקט ממנו יצאוו בתווך פרויקט שמצוי בתחום המשוור התוחום על ידי קרניזים אלו (לראות הגבולות).

קרי: הוצאנו קרניזים מ-א למעלה ושמאליה, וגילינו שפרויקט ג נמצא בטווח המוגדר על ידי קרניזים אלו. מכאן, שפרויקט ג עדיף על א, או במלים אחרות, פרויקט נחות / לא יעיל. חזרנו על התהילה על בסיס הוצאת קרניזים גם מהפרויקטים האחרים, ונשארכנו עם 3 פרויקטים שבתחום המשוור הגלום בקרניזיהם לא קיים אף פרויקט אחר: ב, ג, ד. מנקודת ראותו של שונא סיכון, כל הפרויקטים הללו יעילים, והמשמעות היא שלא ניתן להכריע בניהם מנקודת ראותו של שונא סיכון.

רקע קצר - דיוון במיגור סיכון (הקטנתו) על ידי שילוב פרויקטים מסוכנים - גישת תיקי השקעות

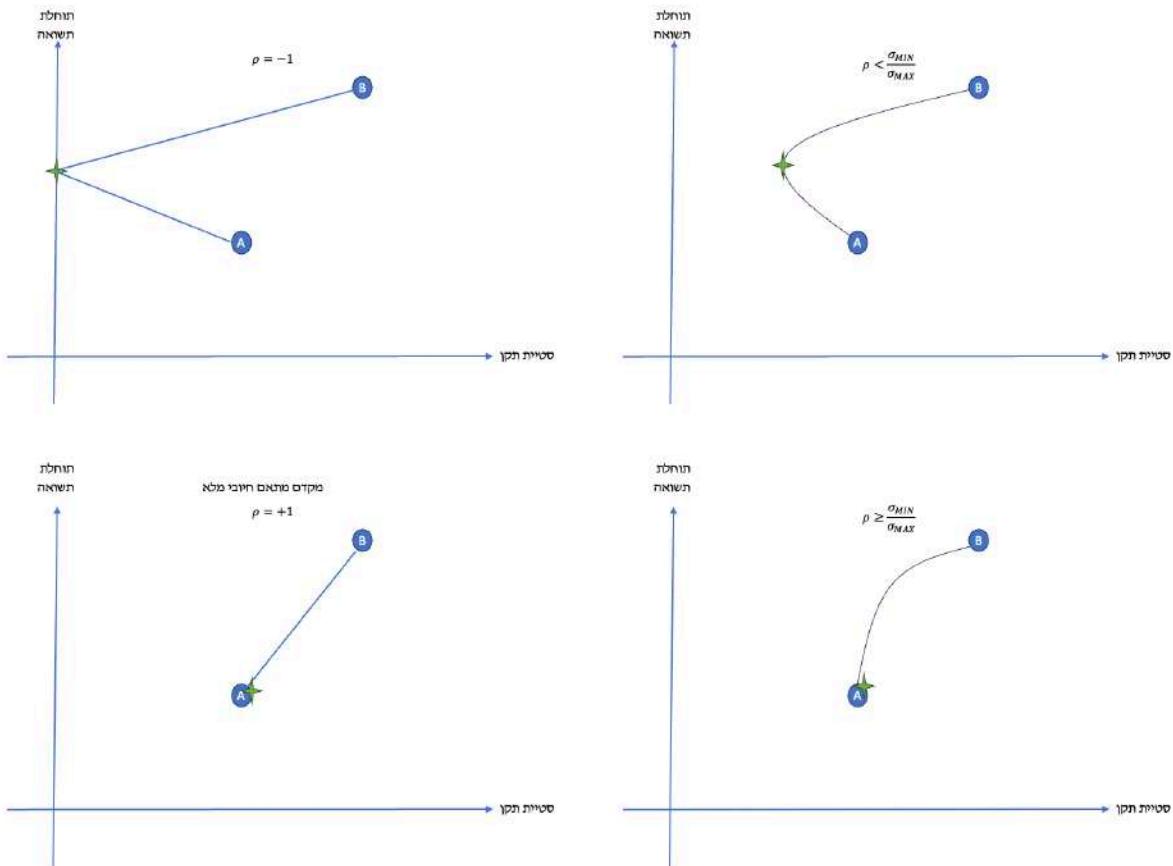
הדיונים לעיל (בפרויקטים מסוכנים ודירוגם) הניחו שיש לבחור **פרויקט אחד בלבד** מבין כמה מוצעים. בעולם האmittel, ובעיקר ככל שאמורים הדברים לגבי נכסים סחריים (מניות המרכיבות תיק השקעות, למשל) כמובן שnitן לשלב בין נכסים מסוכנים, והדבר עשוי לתרום להקטנת הסיכון הגלום בתיק.

ומדוע? לאור העובדה שרכיבי התיק "מאזנים זה את זה". משם שם שקרמל מלאח הוא טעם נפלא, כי המלה מאzon את המtopic, כך בתיק השקעות המאוון היטב המאפיינים השונים של הנכסים ובעיקר מקדם המתאים ביניהם (הקובע, בgesot, האם ועד כמה תנועה לכיוון מסויים בנכס אחד מרככת עם תנועה בכיוון הפוך בנכס אחר) מאפשרת להקטין סיכון.

עולם ניהול סיכון בתיקי השקעות הוא ענק. אנחנו נתמקד במספר יישומיים סטטיסטיים בסיסיים מאד, שבבסיסם הנוסחאות המקובלות לחישוב תוחלת וסטטיסטית **תקן** של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים.
נתחילה בהצגה גרפית, כדי לקבל תחושה. לאחר מכן, נציג את ההיבט הכמותי ונתרגל בהתאם.

שאלה 60 – **דיאון גרפי בסיסי** במשמעות שילוב 2 נכסים מסוכנים וההיבט של מקדם המתאים בפייזר הסיכון ידוע כי בשוק ההון קיימות 2 מניות בלבד : A ו- B. ידוע כי סטיטית התקן של מניה B גבוהה יותר מסטיטית התקן של מניה A, וכי תוחלת התשואה של מניה B גבוהה מתוחלת התשואה של מניה A. בהתאם, הציגו באופן עקרוני בתרשים של ציר האופקי סטיטית התקן ועל ציר האנכי תוחלת תשואה, את המקרים האפשריים המיצגים את תמהיל ה השקעות האפשריים. הדבר תלוי לא רק בתוחלת התשואה וסטיטית התקן של כל נכס בנפרד, אלא גם בקשר בין תשואותיהם (מקדם המתאים : ρ (רו)).

כל שמקדם המתאים נמוך יותר, הנכסים מותנהגים בצורה "שונה" יותר – מה שמאפשר להקטין את הסיכון באמצעות שילוב הנכסים בצורה משמעותית יותר.



קשה לראות? הנה הנוסחאות במרוכז:

הקטנות הסיכון בזכות שילוב (פיצול כספי ההשקעה) בין שני נכסים מסוכנים - אפשרות אל מתחת למומצע המשוקל של הסיכוןים של הנכסים בתיק (בטון / פופיק) כאשר מתקיים שמקדם המתאים ρ (ערך סטטיסטי נוסף חשוב שצריך לדעת בעולמות ניהול ההשקעות) נמוך ממהיחס בין סטיות התקן של הנכסים (הנמוכה חלקית

$$\text{הגבוהה : } \left(\frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}} \right)$$

$$\rho < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$$

נוסחת תוחלת תיק השקעות המורכב מ-2 נכסים מסוכנים בלבד כאשר ערכי W מייצגים את משקל ההשקעה בכל נכס (האחוז מכיספי המשקיע שהוא בוחר לנכון לכל אחד מהנכסים):

$$E(P) = W_A E(A) + W_B E(B)$$

נוסחת סטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים (שורש השונות):

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B}}$$

נוסחת משקלי ההשקעה שיוובילו לתיק מינימום סיכון (שלולונטיט רך כאשר התנאי להקטנת סיכון מתקיים):

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B}$$

משקל ההשקעה המתאים בנכס B יהיה המשלימים של ערך זה ל-100%.

שאלה 60.1

נתונות שתי מניות, A ו- B, כאשר: $E(A) < E(B)$ וכן $\sigma_A > \sigma_B$. סמננו את הקביעה הנכונה, בהנחה שמקדם המתאים בין הנכסים הוא 0:

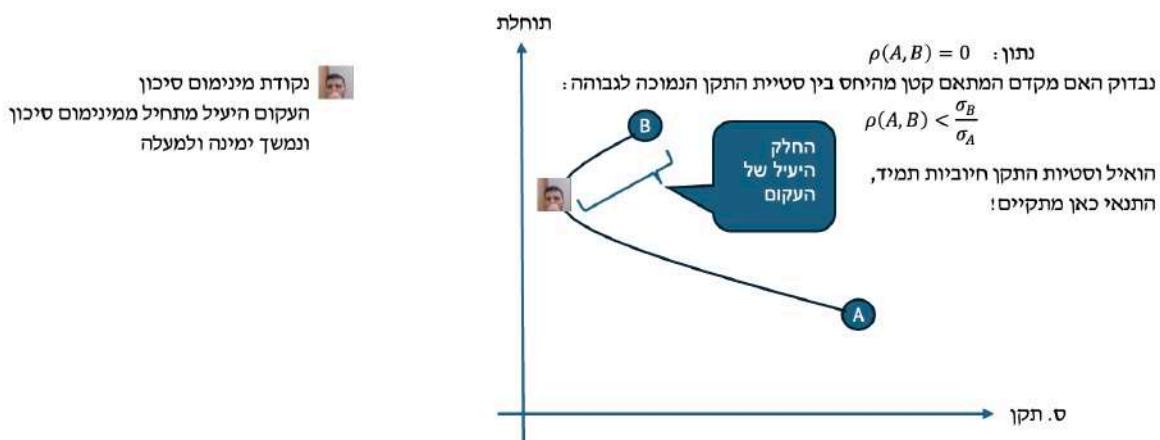
- משקיע שונא סיכון לא ישלב בתיקו את נכס A.
- משקיע שונא סיכון לא ישלב בתיקו את נכס B.
- משקיע שונא סיכון ישקיע אך ורק בנכס B.
- משקיע שונא סיכון ישקיע רק בנכס A.
- כל יתר התשובות שגויות.

פתרונות - התשובה ה. להלן פתרון מפורט:

כאשר אני מזזה שאלה שבה מציגים נכסים מסוכנים (והם מסוכנים - יש מידע לגבי סטיות התקן, ומעבר לכך מניה היא נכס מסוכן בהדרה), ובנוסף ישנו מידע בדבר **מקדם המתאים** (הקשר בין תשויות הנכסים) - המשמעות היא שnitן לשלב ביניהם.

בשעה שאני מזזה אפשרות שילוב בין נכסים מסוכנים, חשוב מכך להקפיד ולאייר את עוקום תמהילי ההשקעה האפשריים, בהתאם למיקום היחסי של הנכסים ומקדם המתאים.

תהליך העבודה הוא כדלקמן:
 בשלב ראשון - מיקמו את הנכסים הבודדים זה ביחס זהה. נכס B בעל תוחלת גבואה יותר וסיכון נמוך יותר מנכס A, ולכן מיקומו היחסי הוא משמאלי ומעל נכס A.
 בשלב שני - בדקנו האם מתקיים התנאי להקטנת סיכון. תנאי זה דורש שמקדם המתאים הנtooן (כאן - 0) יהיה קטן מהיחס בין סטיית התקן הנמוכה לגבואה. בהינתן שסטיות התקן חיובית תמיד, מקדם מתאים 0 (וכמו בו שילילי) מבטיח קיום התקן הסיכון, מה שיוצר עוקום תמהילי השקעה ש"בולט" שמאליה (פופיק / בטן) ביחס לשני הנכסים.
 בהתייחס לעוקום זה, החלק היעיל של העוקום, המהווה בחירות פוטנציאליות אפשריות / עילוות למשקיע שונא סיכון, תמיד מתחילה בתיק מינימום סיכון (פופיק / הנקודת השמאלית ביותר / רותם) ומשיכת ימינה ומעלה (בmarkerה שלנו - ראו איור בעמוד הבא - מרווח עד נכס B).
 רק עכשו, כשהאנו יודעים איך נראה עוקום תמהילי ההשקעה האפשריים ומה חלקו היעיל שש亏ק את בחירותיו הפוטנציאליות של המשקיע, ניתן לדון בהיגדים.



- משקיע שונא סיכון לא ישלב בתיקו את נכס A. הטענה שגوية. מושקיע שונא סיכון יכול לבחור בכל שימוש ההשקעה מתיק רותם (מינימום סיכון) עד כולל נקודת B. כל הנקודות למעט B הן נקודות ייעולות, שכוללות אחוז מסוים שמושקע ב - A. ולכן, רבים משוני היסיכון ישלבו חלק מהתיק גם את נכס A.
- משקיע שונא סיכון לא ישלב בתיקו את נכס B. הטענה שגوية. שונא סיכון יבחר בשילוב ייעיל, מתיק רותם עד B. כל השימושים הללו כוללים אחוז מסוים מתיק המשקיע המושקע בנכס B. למעשה, הנקודה היחידה שלא משלבת את נכס B היא נקודת A שכלל איננה ייעלה.
- משקיע שונא סיכון ישקיע אך ורק בנכס B.

הטענה **שגوية**. זה היה נכון אם לא היה ניתן לשלב בין הנכסים ואז הייתם אומרים שביחס ל - A נכס B מנייב תוחלת גבואה יותר בסיכון נמוך יותר. אבל בהינתן אפשרות השלוב, שבמקרה זה מאפשרות להקטין את הסיכון אפילו עוד יותר, היעילות שמשמעותה את מכלול הבחירה האפשרות של שונא סיכון, מתקינה במנגד תיקי השקעות רחוב הרבה יותר (מתיק רותם עד כולל B).

ד. משקיע שונא סיכון ישקיע רק בנכס A.

הטענה **שגوية**. השקעה בנכס A לבדה מושמעה הימצאות נקודה A שאינה חלק מהעקבם היעיל.

ה. כל יתר התשובות שגויות.

זו התשובה.

שאלה 2.60 (מאד דומה ל-1.60 ולכון דילגנו. בתכليس גם מקדם מתאים שלילי וגם מקדם מתאים 0 ברמת העוקום נראים אותו דבר).

נתונות שתי מנויות A ו- B , כאשר ידוע שמתקייםים אי השוויונות הבאים :

$$E(A) < E(B)$$

$$\sigma(A) > \sigma(B)$$

כמו כן ידוע כי ערכו של מקדם המתאים ρ הינו שלילי, כך שמתקיים $0 < \rho$.
בכפוף לננתונים אלו :

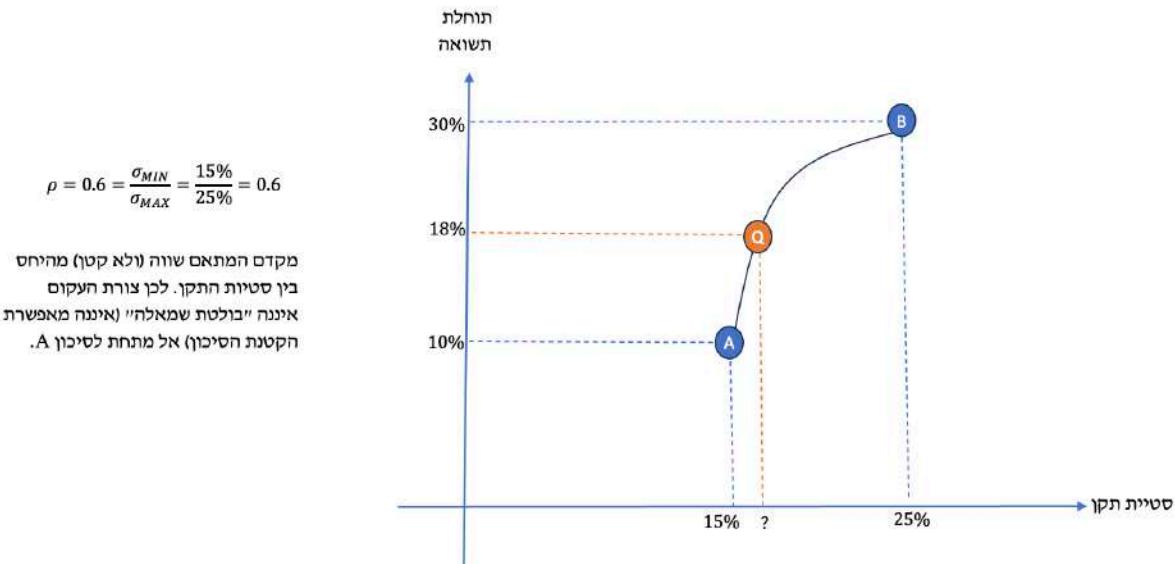
- א. הציגו במערכת ציריים את עוקום תמהילי ההשערה האפשרית באופן סכמטי.
- ב. מהו החלק היעיל בעקבות? מהו החלק הלא יעיל, ומדוע?
- ג. האם ניתן לומר שימושי שונא סיכון לא ישקיע אף פעם במניה A?
- ד. האם ניתן לומר שימושי שונא סיכון תמיד ישקיע רק במניה B?
- ה. האם ניתן לומר שימושי שונא אדיש לסיכון ישקיע תמיד רק במניה B?
- ו. האם ניתן לומר שימושי שונא אוחב סיכון ישקיע תמיד רק במניה B?

שאלה 61

ידוע כי בשוק הקיימים קיימות 2 מניות בלבד: מניה A שתוחלת תשואתה 10% וסטיית התקן שלה 15%, ומניה B שתוחלת תשואתה 30% וסטיית התקן שלה 25%. ידוע שמשקיע מעוניין בתיק השקעות בעל תוחלת תשואת של 18%. מהי סטיית התקן של תיק ההשקעות, בהינתן שמדובר המתאים בין תשואות הנכסים הוא 0.6?

פתרון:

נאייר את צורת העקום הרלוונטי בנסיבות המקורה, ונציג עלייה את הנעלם הרלוונטי ("?").



נוסחה: תוחלת תשואת תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים היא:

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

כאשר:

הערך $E(P)$ מייצג את תוחלת התשואה של תיק ההשקעות (כאן - P מלשון Portfolio).

הערך W_A מייצג את משקל ההשקעה בנכס A (האחוז מסווגנו שיושקע בנכס A).

הערך W_B מייצג את משקל ההשקעה בנכס B (האחוז מסווגנו המושקע ב - B).

ככל, בעולם עם שני נכסים בלבד, תמיד מתקיים $W_A + W_B = 100\% = 1$.

הערך $E(A)$ מייצג את תוחלת התשואה של נכס A.

הערך $E(B)$ מייצג את תוחלת התשואה של נכס B.

נציב את נתונים השאלה ונקבל:

בשאלה נתון - תוחלת התקן המשולב 18%, תוחלת נכס A היא 10%, ותוחלת נכס B היא 30%:

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

ב揆בה (כדי למצוא את האחוז מסווגני שאשקיים בכל נכס, כדי להגיע לתוחלת הנתונה):

$$E(Q) = 18\% = W_A * 10\% + W_B * 30\%$$

אך הוילו : $W_A + W_B = 100\%$ וכאן במקומות לרשום W_B אפשר לרשום $(1 - W_A)$

$$E(Q) = 18\% = W_A * 10\% + (1 - W_A) * 30\%$$

נפשט ונקבל :

$$0.18 = 0.1W_A + 0.3 - 0.3W_A \rightarrow W_A = 0.6 = 60\%$$

והמשמעות : משקיע המעניין בתוחלת תשואת תיק של 18%, ישקיע 60% מכיספו בנכס A ואת שארית כספו קרי 40% בנכס B.

בהינתן משקל ההשקעה בכל נכס, ניתן להשתמש בנוסחה המתמטית לחישוב סטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסווגים :

נוסחה : סטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסווגים :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

כאשר :

המקרה לכל הערכים זהה כמו בתרחישים קודמים, למעט $\rho_{A,B}$ שמייצג את מקדם המתאים בין התשואות

בשאלה הנדונה ידוע **מקדם המתאים 0.6**. כמו כן, דרך Nutzung תוחלת התקן חילכנו את משקל ההשקעה שעלה בסיסים קיבלנו 60%, $W_A = 0.6$, 40%, $W_B = 0.4$. סטיות התקן של הנכסים הבודדים גם הן נתונות כלהלן בהתאם :

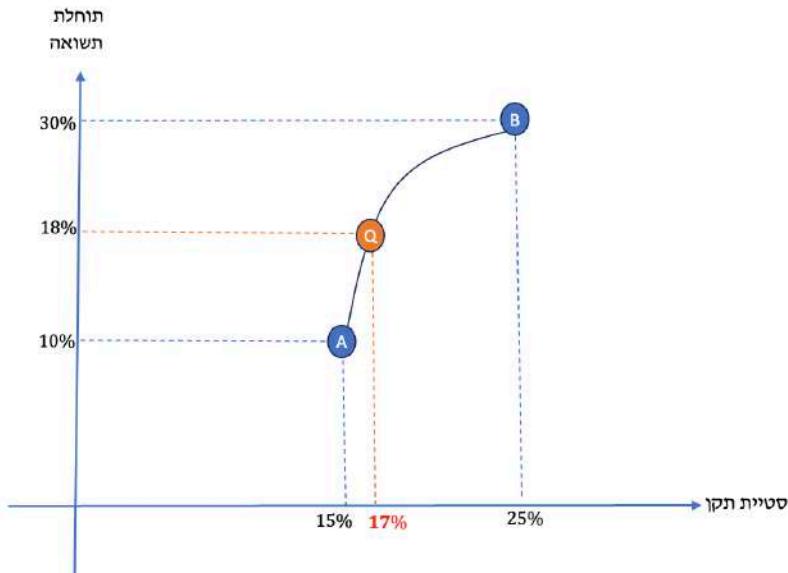
$$\sigma_A = 0.15, \sigma_B = 0.25$$

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

הנה הצבה :

$$\sigma(P) = \sqrt{0.6^2 * 0.15^2 + 0.4^2 * 0.25^2 + 2 * 0.6 * 0.4 * 0.15 * 0.25 * 0.6} = 17\%$$

המשמעות : בנקודה Q (תיק ההשקעות שבו תוחלת התשואה 18%) סטיית התקן היא 17%.



הרחבה - נוסחת סיכון ומשמעותה ה - COV

נוסחת הסיכון של תיק השקעות (סטיית תקן) המורכב מ-2 נכסים מסוכנים היא :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

אך קיימת וריאציה נוספת לנוסחה זו :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \text{COV}(A, B)}$$

למעשה, הביטויים המסומנים באדום שקולים. המונח COV מיצג את השונות המשותפת (כען מודד של השתנות משותפת של הנכסים לפני תקנו, שmobiel למועד המתאים הליינארי).

שאלה 61.1

סמן את הטענה הנכונה :

- א. כאשר COV שלילי, ניתן להקטין את הסיכון הגלום בתיק ההש侃עות אל מתחת לממוצע המשוקל של סיכון הנכדים בתיק.
- ב. בחרה בנכדים בעלי מקדם מתאים ספציפי יכולת לאפשר את פיזור הסיכון על ידי גיון תמהיל ההש侃עות בתיק.
- ג. כאשר COV חיובי לא ניתן להקטין את הסיכון.
- ד. כאשר מקדם המתאים חיובי לא ניתן להקטין את הסיכון.
- ה. תשובות א-ב נכונות.

פתרון : התשובה ה. להלן פתרונו מפורט.

- א. כאשר COV שלילי, ניתן להקטין את הסיכון הגלום בתיק ההש侃עות אל מתחת לממוצע המשוקל של סיכון הנכדים בתיק.

$$COV(A, B) < 0$$

זה בהכרח אומר ש :

$$\rho(A, B) = \frac{COV(A, B)}{\sigma_A * \sigma_B} < 0$$

ואם מקדם המתאים שלילי - הרי אמרנו : מקדם מתאים של 0 או שלילי בהכרח מוביל ליכולת להקטין סיכון ; וכשאנו אומרים "להקטין סיכון" - הכוונה היא אל מתחת למיצוע הפשט של סטיות התקן של הנכדים בתיק. לכן הטענה נכונה.

- ב. בחרה בנכדים בעלי מקדם מתאים ספציפי יכולת לאפשר את פיזור הסיכון על ידי גיון תמהיל ההש侃עות בתיק.

אם אני בוחר נכדים שמקדם המתאים ביניהם קטן מהיחס בין סטיות התקן $\rho < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$ בהגדלה ניתן להקטין סיכון. הקטנת סיכון בהקשר לשילוב נכדים בתיק ההש侃עות נקראת גם **פיזור סיכון**, והמונה "גיון תמהיל ההש侃עות בתיק" בסך הכל מדבר על עצם שילוב הנכדים. הטענה נכונה.

- ג. כאשר COV חיובי לא ניתן להקטין את הסיכון.

הטענה שגوية. אמם זה נכון לומר שכאשר COV חיובי מקדם המתאים חיובי גם הוא :

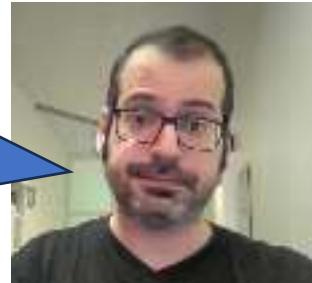
$$\rho(A, B) = \frac{COV(A, B)}{\sigma_A * \sigma_B} = \frac{+}{+ * +} > 0$$

אבל מקדם מתאים חיובי כשלעצמם לא שולל את יכולת להקטין את הסיכון ; התנאי הוא : $\rho < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$ וכל עוד התנאי מתקיים, גם אם מקדם המתאים חיובי, ניתן להקטין סיכון.

ד. כאשר מקדם המתאים חיובי לא ניתן להקטין את הסיכון.
הטענה שגوية בדיקת מהסיבה שטענה ג שגوية.

ה. **תשובות א ו-ב אכנו נכונות. התשובה הנכונה ה.**

וכעת... כל הדיוון לעיל התבסס על סטיות תקן
של שילובים של שני נכסים מסוכנים בלבד.
בחילט תכונה שאלות מתמטיות שתבקשנה
סטיות תקן של תיק המורכב מ-3 נכסים
מסוכנים.



הרחבה -

תוחלת תשואה של תיק השקעות המורכב מ-3 נכסים מסוכנים

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B) + W_C * E(C)$$

סטיות תקן של תיק השקעות המורכב מ-3 נכסים מסוכנים

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + W_C^2 * \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

61.1.3 שאלה

לשולחה נכסים, א, ב ו-ג, סטיות תקן של 10%, 15% ו-18% בהתאם, ותוחלות תשואה של 5%, 12% ו-2% בהתאם.

נדרש: מהי תוחלת התשואה וסטיות התקן של תיק השקעות המורכב מ-3 השקעה בנכס א, 50% השקעה בנכס ב, ו-20% השקעה בנכס ג, אם ידוע ש:

$$\rho_{A,B} = 0; \quad \rho_{A,C} = 0.5; \quad \rho_{B,C} = -0.8$$

פתרונות:

א	ב	ג	תוחלת ס. תקן	משקל השקעה בנכס
12%	2%	5%		
18%	15%	10%		
20%	50%	30%		

תוחלת התשואה של התיק:

$$E(P) = 30\% * 5\% + 50\% * 2\% + 20\% * 12\% = 0.049 = 4.9\%$$

סטטיסטית התקן של התיק :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + W_C^2 * \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

$$\sigma(P) = \sqrt{0.3^2 * 0.1^2 + 0.5^2 * 0.15^2 + 0.2^2 * 0.18^2 + 2 * 0.3 * 0.5 * 0.1 * 0.18 * 0.5 + 2 * 0.5 * 0.2 * 0.15 * 0.18 * (-0.8)} = 0.8$$

61.2 שאלה

לשולזה נכסים א, ב, ג - סטטיסטית התקן של 20%, 30% ו-40% בהתאם, ותוחלת תשואה של 10%, 15% ו-22% בהתאם.

מקדם המתאים בין הנכסים א ו-ב הוא 0.

מקדם המתאים בין הנכסים ב ו-ג הוא 1.

מקדם המתאים בין הנכסים א ו-ג הוא -1.

נדרש :

א. מהי סטטיסטית התקן ותוחלת התשואה של תיק השקעות המורכב מכל שילוב אפשרי של שני נכסים

במשקלים שווים?

ב. הציגו את התקנים הספציפיים שנוצרו באופן גרפי.

ג. בהנחה שהאלץ המוצג בסעיף א הוא קשיה מה התקנים הייעילים ביניהם יבחר המשקיע מבין האפשרויות בסעיפים א, ב.

ד. הניחו כי משקיע אחר מעוניין בתיק בעל סטטיסטית התקן אפס ואינו מוגבל להשקעה. מהו משקל ההשקעה בכל נכס?

ה. בהמשך לסעיף ד, מה תהיה תוחלת התשואה של תיק זה?

ו. מהי תוחלת התשואה וסטטיסטית התקן של תשואת תיק השקעות המורכב מההשקעה במשקל של 25% בנכס א, 55% בנכס ב והיתרה בנכס ג?

פתרון :

הבה נסדר את הנתונים תחילה :

ג	ב	א	
22%	15%	10%	תוחלת $E(R)$
40%	30%	20%	סטטיסטית התקן $\sigma(R)$

בנוסף ידוע כי :

$$\rho(g, b) = 0 \quad \rho(g, a) = 1 \quad \rho(b, a) = -1$$

נדרש א: מהי סטטיסטית התקן ותוחלת התשואה של תיק השקעות המורכב מכל שילוב אפשרי של שני נכסים

במשקלים שווים?

הנוסחה לחישוב תוחלת תשואה של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים היא :

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

הנוסחה לחישוב סטיית תקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים היא :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho}$$

במקרים שבהם מקדם המתאים בעל ערכיים "שלמים" הנוסחה הניל' שתקפה ל蹶ה הכללי מתקצתה :

$$\rho = +1 \rightarrow \sigma(P) = W_A \sigma_A + W_B \sigma_B$$

$$\rho = 0 \rightarrow \sigma(P) = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2}$$

$$\rho = -1 \rightarrow \sigma(P) = |W_A \sigma_A - W_B \sigma_B|$$

נציב בנוסחת התוחלת. נשים לב שאמרו בשאלת שהמשקלים של הנכסים בתיק שווים – כולל בכל נכס נקייע 50% מכسطנו.

$$E(\text{ב,א}) = 50\% * 10\% + 50\% * 15\% = 12.5\%$$

$$E(\text{ג,ב}) = 50\% * 15\% + 50\% * 22\% = 18.5\%$$

$$E(\text{ג,א}) = 50\% * 10\% + 50\% * 22\% = 16\%$$

ג	ב	א	
22%	15%	10%	$E(R)$
40%	30%	20%	$\sigma(R)$

$$\rho(g, b) = 0 \quad \rho(g, a) = 1 \quad \rho(a, b) = -1$$

כעת נציב בנוסחת סטיית התקן השלמה המלאה כדי למצוא את הערכים הרלוונטיים:

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho}$$

$$\sigma(g, b) = \sqrt{0.5^2 * 0.2^2 + 0.5^2 * 0.3^2 + 2 * 0.5 * 0.5 * 0.2 * 0.3 * 0} \approx 18\%$$

$$\sigma(g, a) = \sqrt{0.5^2 * 0.3^2 + 0.5^2 * 0.4^2 + 2 * 0.5 * 0.5 * 0.3 * 0.4 * 1} = 35\%$$

$$\sigma(a, b) = \sqrt{0.5^2 * 0.2^2 + 0.5^2 * 0.4^2 + 2 * 0.5 * 0.5 * 0.2 * 0.4 * (-1)} = 10\%$$

ובasis לנדרש הבא (חצגה גרפית) נרכז את הממצאים:

ג,א	ב,ג	א,ב	
16%	18.5%	12.5%	$E(R)$
10%	35%	18%	$\sigma(R)$

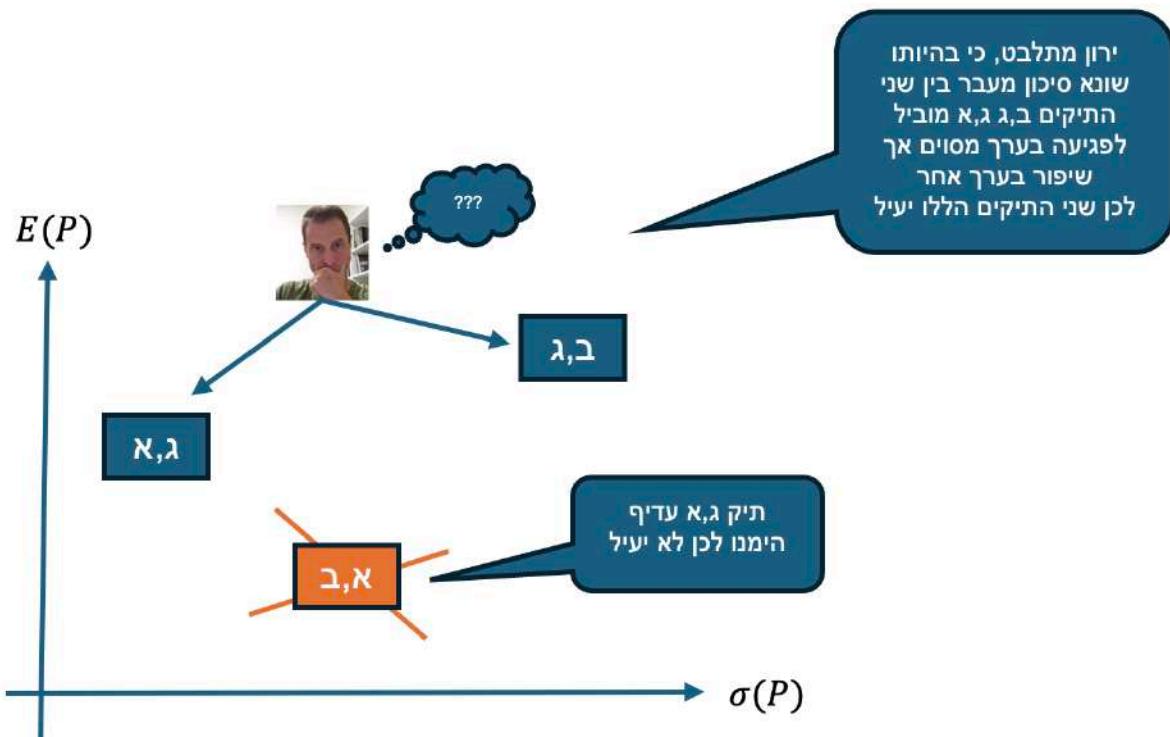
נדרש ב: חציגו את התיקים הספציפיים שנוצרו באופן גרפי

+

נדרש ג: בהנחה שהאלוץ המוצג בסעיף א הוא קשיח מה התיקים היעילים ביניהם יבחר המשקיע מ בין

האפשרויות בסעיפים א,ב

התיק המורכב משילוב א-ב לא יעיל ולא יבחר על ידי המשקיע. יחד עם זאת, לא נוכל לקבוע באופן חד משמעי האם המשקיע יבחר בתיק ב,ג או ג,א נימוק בתרשים מטה.



נדרש ד : הניחו כי משקיע אחר מעוניין בתיק בעל סטיית תקן אפס ואינו מוגבל להשקעה. מהו משקל ההשקעה בכלל נכס?

נדרש ה: בהמשך לסעיף ד, מה תהיה תוחלת התשואה של תיק זה?

א	ב	ג	
22%	15%	10%	תוחלת $E(R)$
40%	30%	20%	סטיית תקן $\sigma(R)$

$$\rho(\mathbf{a}, \mathbf{b}) = 0 \quad \rho(\mathbf{b}, \mathbf{a}) = 1 \quad \rho(\mathbf{a}, \mathbf{a}) = -1$$

על בסיס נוסחת משקל ההשקעה בתיק מינימום סיכון :

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B} \rightarrow W_B^{MRP} = 1 - W_A^{MRP}$$

נצח ונצח :

$$W_A^{MRP} = \frac{0.4^2 - (-1) * 0.2 * 0.4}{0.2^2 + 0.4^2 - 2 * (-1) * 0.2 * 0.4} = \frac{2}{3} \rightarrow W_C^{MRP} = 1 - \frac{2}{3} = \frac{1}{3}$$

את תוחלת התשואה של תיק ההשקעות חסר הסיכון המורכב משני הנכסים מסווגנים הנ"ל במשקלים שגילינו :

$$E(P) = W_A * E(A) + W_C * E(C) \rightarrow \frac{2}{3} * 0.1 + \frac{1}{3} * 0.22 = 14\%$$

נדרשו : מהי תוחלת התשואה וסטיית התקן של תשואת תיק השקעות המורכב מהשקעה במשקל של 25% בנכש
א, 55% בנכש ויתריה בנכש ג?

תוחלת התשואה של תיק השקעות המורכב מ-3 נכסים מסווגנים היא :

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B) + W_C * E(C) \rightarrow 0.25 * 0.1 + 0.55 * 0.15 + 0.2 * 0.22 = 15.15\%$$

סטיית התקן של תיק המורכב מ-3 נכסים מסווגנים :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + W_C^2 * \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

בהתבאה (הואיל ומשקיעים 25% ב-א, ו-55% ב-ב, סה"כ 80%, נותרים עם 20% להשקעה בנכס ג, ולכן נציג בגין

$$(W_C = 0.2 = 20\%)$$

$$\sigma(P) = \sqrt{0.25^2 * 0.2^2 + 0.55^2 * 0.3^2 + 0.2^2 * 0.4^2 + 2 * 0.25 * 0.55 * 0.2 * 0.3 * 0 + 2 * 0.25 * 0.2 * 0.25 * 0.4 * 0.1 + 2 * 0.55 * 0.2 * 0.3 * 0.4 * 1}$$

ומתקבלים :

$$\sigma(P) = 25.204\%$$

מסקנה : סטיית התקן של התיק המשולב היא 25.204%.

שאלה 61.3 – תיקי השקעות המורכבים משני נכסים מסוכנים ואי תלות בהקשר למקדם המתאים נתונות שתי מניות, לגבין ידוע כי :

$$E(A) = E(B) = 30\%$$

$$\sigma(A) = 20\%$$

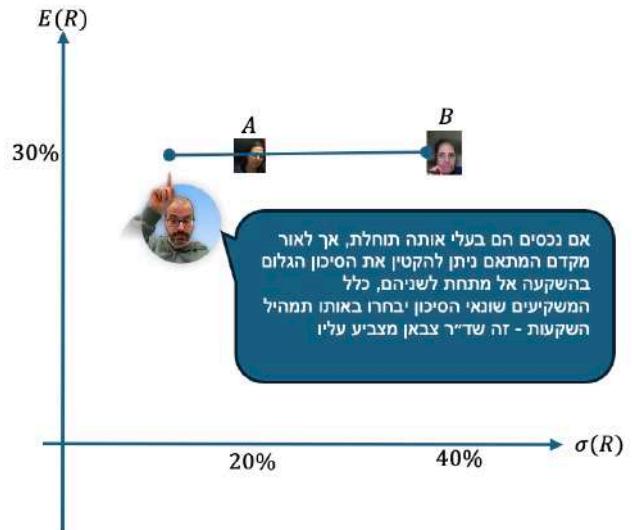
$$\sigma(B) = 40\%$$

כמו כן ידוע כי אין תלות בין תשואת המניות.

נדרש :

- א. הציגו את עוקם ותיקי ההשקעות האפשריים באופן סכמטי.
- ב. סמן על גבי העוקם את התיקים הייעילים והתיקים שאינם יעילים.
- ג. האם ניתן לומר שככל התיקים על העוקם עדיפים מנכס A?
- ד. האם ניתן לומר שככל התיקים על העוקם עדיפים מנכס B?
- ה. האם ניתן לומר שבאופן כללי, כל שילוב בין הנכסים עדיף על השקעה של 100% באחד מהם בלבד?

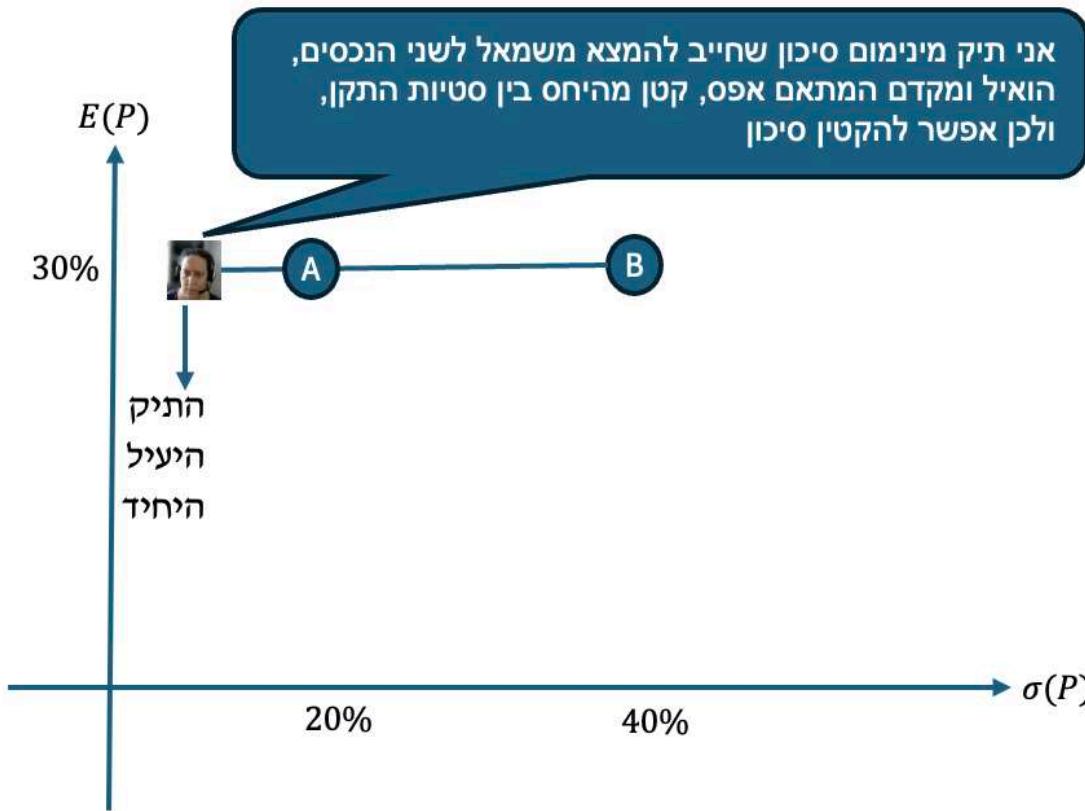
פתרון :



כמו תמיד, אם אני מקבל נתונים לגבי תוחלת וסטיות תקן של נכסים שונים, ומעוניין לבחון את היעילות, עליי לאיר את התיקים במרקח תוחלת / סטיות תקן, ולראות לפי Urk מקדם המתאים – מהן אפשרויות ההשקה. במקרה זה, לשני הנכסים תוחלת זהה אך סיכון שונה. לכן המיקום שלהם הוא באותה נקודה ביחס לציר האנכי, כמפורט בעמוד הבא.

בנוסף, מהטיעון לפיו אין תלות בין הנכסים / המניות מסיקים מיידית שערך מקדם המתאים בין הנכסים 0. הואיל וסטיות התקן של הנכסים חיוביות, מקדם מתאים זה מבטיח שnitin את הסיכון אל מתחת לסיכון של הנכסים הבודדים בתיק. כלומר, ניתן ליצור תיקים שישוכנים נמוך مثل A וגם נמוך مثل B. בrama הגרפית, זה אומר שתיק מינימום סיכון נמצא על הקו היישר המחבר בין B ל-A וחורג / פורץ שמאלה (משמאלו ל-A) כדי לשקף את הקיטוע האפשרי בסיכון.

הואיל ותיק מינימום סיכון הוא תיק ייעיל; וכדי למצוא תיקים יעילים אחרים נדרש שיימצאו תיקים מעל תיק זה ומימינו – ואין כמובן – אנו במקרה מעוניין שבו התקיק הייעיל היחיד הוא תיק מינימום סיכון, הכלל שלילם ספציפי בין הנכסים וכל שונאי הסיכון יבחרו בו. תיק זה מסומן בתרשים באמצעות התמונה של מוש.



א. הציגו את עקום תיקי ההשקעות האפשריים באופן סכמטי.
בוצע לעיל.

ב. סמן על גבי העקום את התיקים היעילים והתיקים שאינם יעילים.
רק תיק מינימום סיכון יעיל – הנמקות לעיל.

ג. אם ניתן לומר שככל התיקים על העקום עדיפים מנקס A?
רק התיקים שמושمال ל-A (עד וככל תיק מינימום סיכון) עדיפים על A, ומתוכם – כאמור – רק תיק מינימום סיכון יעיל.

ד. אם ניתן לומר שככל התיקים על העקום עדיפים מנקס B?
בוחלט כן. B המסוכן ביותר, למרות שתוחלתו זהה לשול כל היתר.

ה. אם ניתן לומר שבאופן כללי, כל שילוב בין הנכסים עדיף על השקעה של 100% באחד מהם בלבד?
שלילי. ישנים שילובי השקעות שנמצאים מימיין לנಕודה A והם נחותים מ-100% השקעה ב-A.

שאלה 4.61 – היגדים שונים לגבי הקשר בין מקדם המתאים והסיכון
לפניכם מספר טענות. עלייכם לאמת את כל הטענות הנכונות:

טענה 1 : סיכון נמדד על ידי שונות או סטיית תקן

טענה 2 : השונות היא השורש של סטיית התקן

טענה 3 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים (כגון מנויות) הוא חיובי, תמיד ניתן להקטין סיכון

טענה 4 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים (כגון מנויות) הוא אי-חיובי (אפס או שלילי), תמיד ניתן

להקטין סיכון

טענה 5 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים הוא 1, כל תיק שנבנה בשוק יהיה בעל סיכון אפס

פתרון :

נדון בכל טענה בנפרד :

טענה 1 : סיכון נמדד על ידי שונות או סטיית תקן

הטענה נכונה. אנו מודדים סיכון לאו דווקא בהיבט של "סיכוי להפסיד" או "ערכים שליליים". סיכון מבחןינו

בקורס משמעו "פיזור" : האם ועד כמה תוצאות של פרויקט / תזרימי מזומנים / ערכי הגרלה / תשואת מנויות

יכולים להיות גבוהים / נמוכים ממשמעותית מהתוחלת.

השונות שהיא ממד סיכון מקובל – בוחנת את ההפרשים בריבוע, וסטיית התקן – היא שורש השונות. שניהם ממדדי סיכון מקובלים.

טענה 2 : השונות היא השורש של סטיית התקן

הטענה שגויה. סטיית התקן היא שורש השונות (או : שונות היא סטיית התקן בריבוע).

טענה 3 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים (כגון מנויות) הוא חיובי, תמיד ניתן להקטין סיכון

הטענה שגויה. התנאי להקטנת הסיכון הוא שמקדם המתאים קטן מהיחס בין סטיות התקן – ובפרט, קטן

מהיחס בין סטיית התקן הנמוכה לבין סטיית התקן הגבוהה :

$$\rho < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$$

כאשר מקדם המתאים חיובי, לא נוכל לקבוע (לא נתונים מפורשים בדבר ערכו וערכי סטיות התקן) האם התנאי

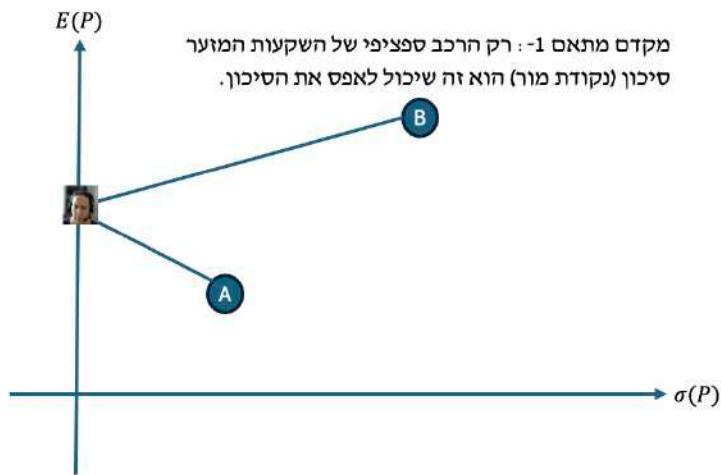
מתקיים ובהתאם – לא נוכל לדעת האם ניתן להקטין סיכון (כמובן : אם מקדם המתאים אפס או שלילי ניתן

להקטין סיכון גם ללא בדיקת ערכיהם ממשותיים).

טענה 4 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים (כגון מנויות) הוא אי-חיובי (אפס או שלילי), תמיד ניתן להקטין סיכון

הטענה נכונה. מקדם מתאים אי-חיובי משמעו קיום התנאי לעיל המאפשר הקטנת הסיכון, וזאת משום שהיחס בין סטיות התקן של נכסים מסווגים חיובי תמיד.

טענה 5 : כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגנים הוא 1-, כל תיק שנבנה בשוק יהיה בעל סיכון אפס
הטענה שגויה : לא כל תיק יש תיק ספציפי.



שאלה 61.5 – תיקי השקעות המורכבים משני נכסים מסווגנים כאשר מקדם המתאים שלילי מושלם
נתונות שתי מנויות, לגביהם ידוע כי :

$$E(A) = 10\%$$

$$E(B) = 18\%$$

$$\sigma(A) = 20\%$$

$$\sigma(B) = 40\%$$

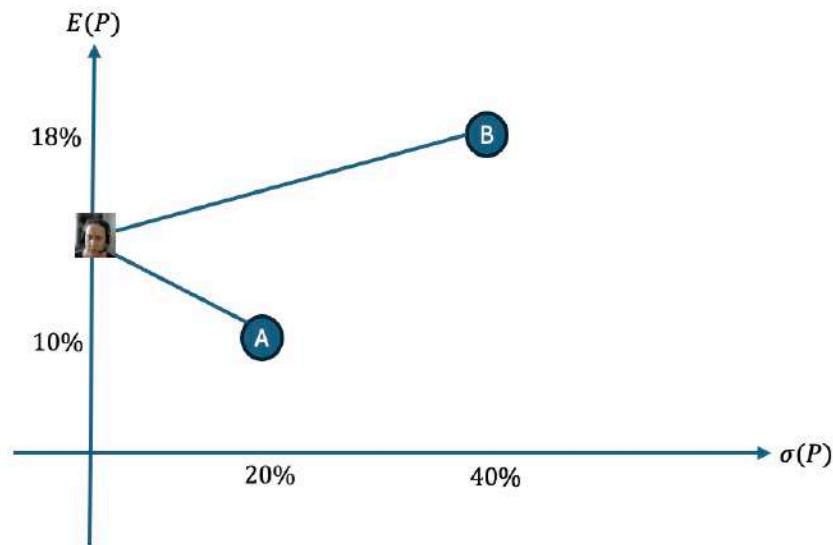
כמו כן ידוע כי מקדם המתאים בין תשואות המניות הוא מקדם מתאים שלילי מושלם כלומר מתקיים $1 - \rho$

נדרש :

איירו את העקום המיציג את תמהיל ה השקעה האפשריים, וזהו באופן כמותי את משקלים ההשקעה בכל נכס שיביאו את המשקיע לתיקיע.

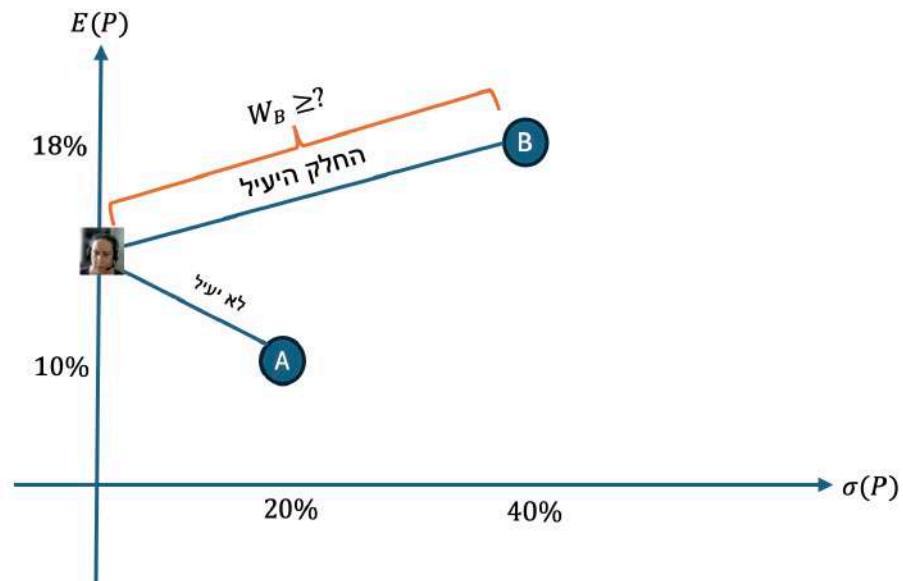
פתרון :

בשלב ראשון, נdag להציג סכמתית של עקום תמהיל ההשקעה האפשריים. נמקם את שני הנכסים באופן ייחסי זה מול זה בתרשים שצирו האופקי תוחלת וצירו האנכי סטיית תקן, ונויער בהבנה שלפיה ניתן לאפס את הסיכון כאשר מקדם המתאים בין הנכסים 1-, כדי לאייר :



ועכשיו – מה פשר הנדרש "זהו באופן כמותי את משקל ה השקעה בכל נכס שיביאו את המשקיע לתיקיע"?

הואיל ויעילות מתקינה מינימום סיכון וכן בכל הנקודות ימינה ומעלה, אם נזזה את משקל ה השקעה (האחוז מכספי המשקיע שנוטב לכל אחד מהנכסים מסווגים כדי להגיע לתיק מינימום סיכון) נוכל לקבוע בהתייחס אליהם – מהם המשקלים האפשריים שייצרו תיקיע:



ננסה למצוא את משקל ה השקעה (האחוז מכספי המשקיע) שנוטב לנכס B בתיק מינימום סיכון – קיימת נוסחה יעודית לעניין:

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B} \rightarrow W_B^{MRP} = 1 - W_A^{MRP}$$

כאשר :

סימן	
האחוז מכיספי המשקיע שינוותב לנכס A כדי להגיע לתיק מינימום סיכון :	W_A^{MRP}
<i>Weight of asset A in Minimum Risk Portfolio</i>	
סטיות התקן בሪיבוע (השוניות) של נכס A ושל נכס B בהתאם.	$\sigma_A^2 \quad \sigma_B^2$
מקדם המתאים בין הנכסים (נקרא רוח – Rho).	ρ

$$W_A^{MRP} = \frac{0.4^2 - (-1) * 0.2 * 0.4}{0.2^2 + 0.4^2 - 2 * (-1) * 0.2 * 0.4} = \frac{2}{3} \rightarrow W_B^{MRP} = \frac{1}{3}$$

מסקנה : כלל המשקיעים שונאי הסיכון יבחרו לנכ"ב 1/3 או יותר מכיספים לנכס B ובהתאם 2/3 או פחות מכיספים לנכס A.

שאלה 62

לפניכם התפלגות התשואה של 2 מניות - יש להניח שהתשואות בלתי תלויות (מקדם מותאם 0) :

מניה	הסתברות	תשואה בהסתברות זו
A	0.4	10%
	0.6	20%
B	0.3	-10%
	0.7	30%

נדרש :

- חשבו את תוחלת התשואה וסטיית התקן של כל מניה.
- חשבו את תוחלת התשואה וסטיית התקן של תיק המורכב מ-65% השקעה ב-A ו-35% השקעה ב-B.
- חשבו את מאפייני תיק מינימום סיכון (תוחלת ו.etc) שנitin לבנות על בסיס שילוב הנכסים.
- הסבירו איזו מבין חלופות ההשקעה יעדיף משקיע שונאי סיכון בהתאם לקריטריון תוחלת-שונות.

פתרון :

פתרון נדרש א - תוחלת התשואה וסטיית התקן של כל נכס בנפרד

$$E(A) = 0.4 * 0.1 + 0.6 * 0.2 = 0.16 = 16\%$$

$$\sigma(A) = \sqrt{0.4 * (0.1 - 0.16)^2 + 0.6 * (0.2 - 0.16)^2} \approx 0.05 = 5\%$$

$$E(B) = 0.3 * (-0.1) + 0.7 * 0.3 = 0.18 = 18\%$$

$$\sigma(B) = \sqrt{0.3 * (-0.1 - 0.18)^2 + 0.7 * (0.3 - 0.18)^2} \approx 0.1833 = 18.33\%$$

פתרון נדרש ב - תוחלת תשואה וסטיית התקן של תיק השקעות

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

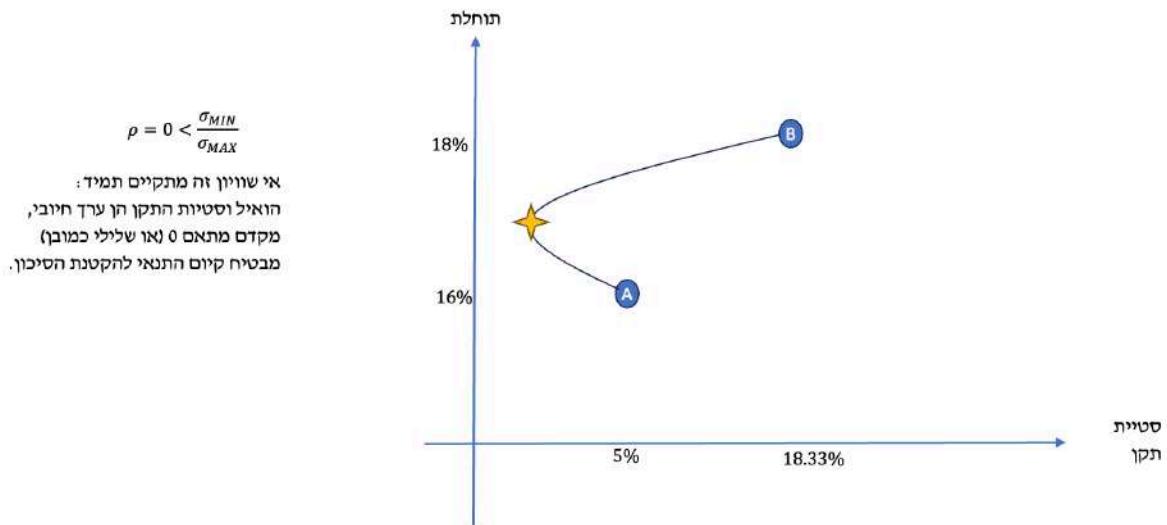
$$E(P) = 0.65 * 0.16 + 0.35 * 0.18 = 0.167 = 16.7\%$$

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

$$\sigma(P) = \sqrt{0.65^2 * 0.05^2 + 0.35^2 * 0.1833^2 + 2 * 0.65 * 0.35 * 0.05 * 0.1833 * 0} \approx 7.192\%$$

פתרון נדרש ג - תיק מינימום סיכון

כאשר מקדם המתאים קטן מלהיחס בין סטיות התקן (וכאן מתקיים, כי מקדם המתאים אפס), אפיון תיק מינימום סיכון דורש יישום הנוסחה הבאה :



על מנת למצוא בօפן כמותי את משקל ההשקעה בנכס A בתיק מינימום סיכון علينا להשתמש בנוסחה הבאה :

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B}$$

כאשר W_A^{MRP} הוא משקל ההשקעה W בנכס A בתיק מינימום סיכון (MRP - Minimum Risk Portfolio).

בהתבסת נתונים השאלה והנתונים שחושו לעיל נקבע את משקל ההשקעה בנכס A שמצווע סיכון :

$$W_A^{MRP} = \frac{0.1833^2 - 0 * 0.05 * 0.1833}{0.05^2 + 0.1833^2 - 2 * 0 * 0.05 * 0.1833} \approx 0.931 = 93.1\%$$

את שארית כספו נשקיע בנכס B :

$$W_B^{MRP} = 1 - W_A^{MRP} = 1 - 0.931 = 6.9\%$$

כדי לחשב את התוחלת וסטיית התקן של תיק זה :

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

$$E(MRP) = 0.931 * 0.16 + 0.069 * 0.18 = 16.138\%$$

סטיית התקן של תיק זה :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

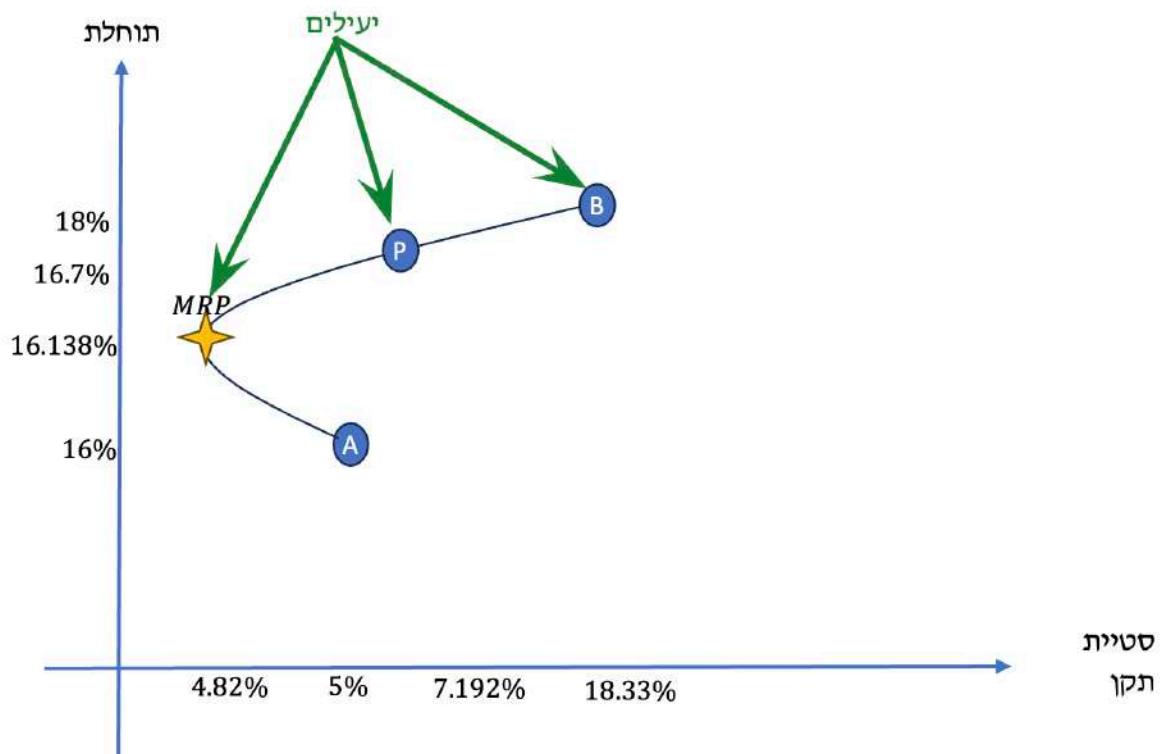
$$\sigma(MRP) = \sqrt{0.931^2 * 0.05^2 + 0.069^2 * 0.1833^2 + 2 * 0.931 * 0.069 * 0.05 * 0.1833 * 0} \approx 4.82\%$$

פתרונות דרש ד - בחירת המשקיע

כאשר האיור בידי, ועליו תמהיל ה השקעה האפשריים (כאן - הם P, A, B, ו- MRP), משתמש במשפט: תики ההשקעות היעילים שאוותם ישקל המשקיע, מתחילה מתיק מינימום סיכון (כוכב, MRP) וממשיכים ימינה ומעלה.

משכך, נכס A זוהה כנכס נחות. הוא לא יבחר על ידי שונאי סיכון הפעלים לפי קритריון תוחלת שונות.

לעומת זאת, לא נוכל להכריע בין תики ההשקעות האחרים לפי המודל.



שאלה 55.9.8 – שילוב בין נכסים מסוכנים – המקרה של סטיות תקן זהות ותוחלות שונות
 שני נכסים A ו-B הם בעלי סטיית תקן זהה. יחד עם זאת, תוחלת התשואה של A גבוהה יותר מתוחלת התשואה של B. כמו כן ידוע שמקדם המתאים בין הנכסים הוא 0.3 –
 לפניכם מספר טענות. סמןו את הנכונה:

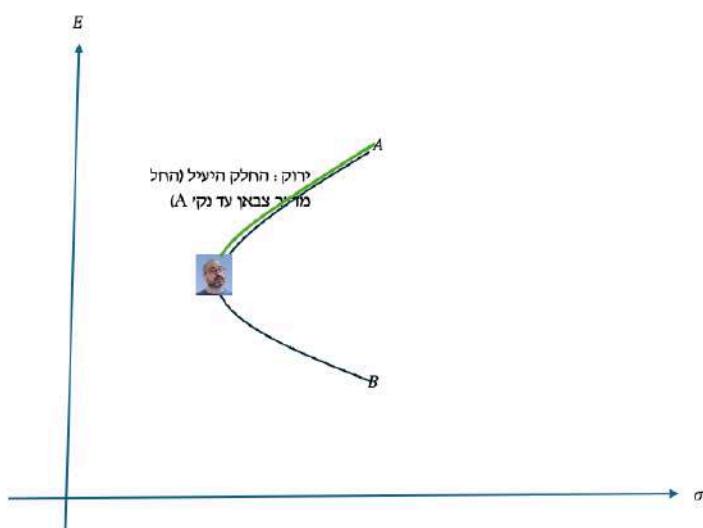
- כל המשקיעים שונים היסICON יבחרו באותו תיק השקעות
- כל המשקיעים שונים היסICON יבחרו באותו תיק השקיע את כל כספם בנכס A
- כל המשקיעים שונים היסICON יבחרו באותו תיק המשלב בין A ל-B (לא קיים אף מSCIeu שונאי סICON שנinetב 100% מכיספו לאחד מבין הנכסים בלבד)
- כל המשקיעים שונים היסICON יבחרו באותו מינימום סICON
- חלק מהמשקיעים שונים היסICON יבחרו להשקיע את כל כספם בנכס A

דיון:

טענה A שגوية – המצביע היחיד שבו כולם יבחרו באותו תיק השקעות הוא כאשר ישתיק עיל אחד ויחיד בלבד.
 טענה B שגوية – לא רק A עיל; יש ספקטרום רחב של תיקי השקעות מנק' A עד וככל מיני סICON שהן ייעילות.
 טענה C שגوية – אמנם השקעה של 100% ב-B איננה ייעילה; אבל השקעה של 100% ב-A היא כן ייעילה. זה לא אומר שכולם יבחרו בה; אבל זה כן אומר שנשலול טענה שאומרת שכל המשקיעים ישלבו בין הנכסים שחררי חלקם בהחלט עשויים לבחור ב-A בלבד.

טענה D שגوية – תיק מינימום סICON (המאoir במאיצעות התמונה של ד"ר צבן) הוא רק אחת מבין אפשרויות ההשקעה הייעילות במקרה הזה.

טענה ה נפונה – נכס A הוא אחת מבין אפשרויות ההשקעה הייעילות. אמנם לא נוכל להגיד שכל המשקיעים שונים היסICON יבחרו בו (בהתנן אפשרויות השקעה הייעילות נוספות) אבל חלק – בהחלט כן.

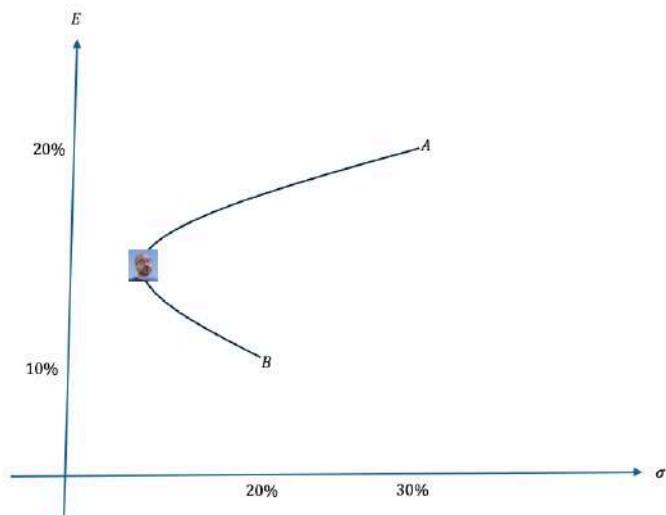


שאלה 55.9.9 – בחירה בין מנויות בודדות ותיקים מסוכנים ספציפיים

משקיע יכול להשקיע במניה A בלבד, שתוחלתה 20% וסטיית התקן שלה 30%.
 משקיע יכול להשקיע במניה B בלבד, שתוחלתה 10% וסטיית התקן שלה 20%.
 לחילופין הוא יכול להשקיע בשילוב של המנויות, אך זאת, אך ורק בכפוף לאלוצים הבאים:
 כמו כן, הוא יכול להשקיע בשילוב של המנויות, אך זאת, אך ורק בכפוף לאלוצים הבאים:
 אפשרות 1 : תיק הבנייה מניות A ו-B בפרופורציות שוות.
 אפשרות 2 : השקעה בתיק מינימום שונות.
 הינו שקדם המתאים בין תשואת המנויות הוא אפס.

נדרש:

מי מבין חלופות ההשקעה תועדף על ידי המשקיע לפי תוחלת-שונות (בהתוחלת שנאות סיכון).



קיימת נוסחה המאפשרת לקבוע את משקל ההשקעה (האחוז מכיסוי המשקיע שנאות לכל נכס) עבור תיק מינימום סיכון. הנוסחה היא פונקציה של סיכון הנכסים הבודדים וגם מקדם המתאים ביניהם.

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B}$$

כאשר האות W מייצגת בהקשר זה את האחוז מכיספי המשקיע שינוائب לנכס A כדי להגיע לתיק מינימום סיכון – Minimum Risk Portfolio = MRP

$$W_A^{MRP} = \frac{0.2^2 - 0 * 0.3 * 0.2}{0.3^2 + 0.2^2 - 2 * 0 * 0.3 * 0.2}$$

$$W_A^{MRP} = 0.3 \rightarrow W_B^{MRP} = 0.7$$

כעת, כל שעלי לעשות הוא להציב ערכיהם אלו במשוואות תוחלת התשואה וסטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים ונקבל:

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B) \rightarrow E(MRP) = 0.3 * 0.2 + 0.7 * 0.1 = 13\%$$

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B * \rho} \rightarrow \sigma(MRP) = \sqrt{0.3^2 * 0.3^2 + 0.7^2 * 0.2^2 + 0} = 16.66\%$$

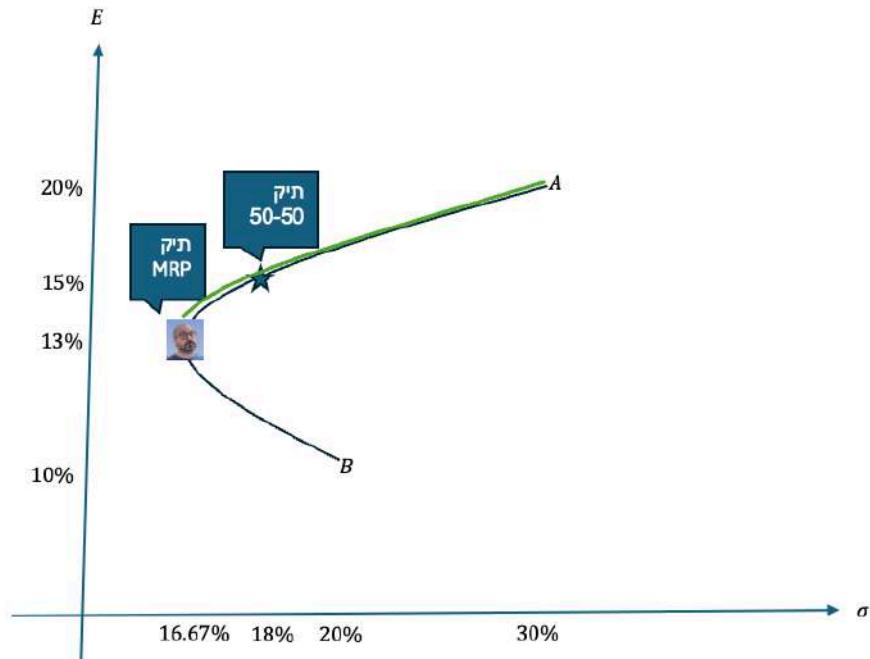
כמובן שבקשו את אותו הדבר אבל עבור משקלי השקעה של 50% בכל נכס :

$$E(MRP) = 0.5 * 0.2 + 0.5 * 0.1 = 15\%$$

$$\sigma(MRP) = \sqrt{0.5^2 * 0.3^2 + 0.5^2 * 0.2^2 + 0} = 18.027\%$$

רכיבו הממצאים לכל 4 אפשרויות ההשקעה :

ס. התקן	תוחלת	
30%	20%	השקעה ב-A בלבד
20%	10%	ההשקעה ב-B בלבד
16.66%	13%	ההשקעה בתיק מינימום סיכון MRP
18.027%	15%	ההשקעה בתיק בפרופורציות זהות



לענין הבחירה בין 4 האפשרויות, אפשר לשים לב לכך שגם תיק מינימום סיכון ייעיל (וזה תמיד כך), גם תיק 50-50 ייעיל (במקרה זה) וגם השקעה של 100% ב-A ייעילה. לא נוכל לדרג חלופות אלו, שהבחירה ביןיהן תלויה בטעמי המשקיע שהוא הסיכון.

הדבר היחיד שנוכל לומר הוא שההשקעה של 100% ב-B היא השקעה נחותה ; לא ייעלה, ואף שונא סיכון לא יבחר בה.

מפגש 6 - גישת תיקי השקעות – 18.5.2025

מודל חדש (אחרון ונnek) לניהול תיקי השקעות - מודל ה - CAPM

המודל לניהול תיקי השקעות מסווגים שהוצע בפגש קודם, דן בתיקי השקעות הכוללים נכסים מסווגים בלבד (ובדרך כלל – שני נכסים מסווגים בלבד) הוא מודל פשוט: הוא מניח **שלא קיימים בעולם נכסים חסרי סיכון** (כגון אגרות חוב ממשלתיות), וכן כי לא ניתן ליטול הלוואות – כלומר, המשקיע מוגבל להשקעת הונו הראשוני בלבד.

בעולם האמיתי – ישנו גם **נכסים לא מסווגים**, ובנוסף – בהחלט **ניתן ליטול הלוואות** לטובת מימון השקעות (מינוח פיננסי). כדי לכלול אפשרות אלו במודל באופן מלא, אנו עוסוק במודל בגרסת המורחבות – מודל ה – CAPM, ראשי התיבות של: Capital Asset Pricing Model – מודל תמהור נכסים זה.

הנחות מודל ה - CAPM:

- א. כל המשקיעים שונאי סיכון (כמו כל מודל לניהול תיקי השקעות).
- ב. חדש!!! ניתן להפקיד / להשקיע כל סכום **בנכס חסר סיכון** (ודוגמא / הקבלה לכך היא אג"ח ממשלתי).
- ג. חדש!!! ניתן **ללוות כל סכום** ברכיבת חסורת סיכון.
- ד. כאשר משקיעים מוכנים **לסכום חלק מהתיק** (עבור הגדלת תוחלת תשואה) – הם יشكיעו אותו בתיק מסווג "מיוחד" שנקרא **"תיק השוק"** ואשר מסומן באות **M**. למשל, בשוק הישראלי, המקבילה לתיק השוק היא מazz T"א 125, שמכיל את המניות הגדולות במשק הישראלי, בפייזור רחב שמקטין סיכון. בשאלות שאנו נפטרו, תיק זה יהיה נתנו או מוחלץ (לא נדרש לחשבו במישרין).

از בעצם: במודל ה - CAPM כל התיקים הייעילים כוללים: השקעה ב"תיק השוק" / בנכס חסר סיכון / גטילת הלוואות. אפשרויות אלו מושנות לוגרמי את המבנה המתמטי של עיקום התיקים הייעילים.

בעולם המקיים את הנחות ה - CAPM, יש מספר נוסחאות שמתקינות ומאפיינות **תיקי השקעות ייעילים**:

נוסחה 1 – נוסחת משקלי השקעה בתיק ייעיל – במודל ה - CAPM

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M)$$

כאשר :

הערך $E(P)$ הוא תוחלת התשואה של תיק ייעיל בהנחות המודל.

הערך W_F הוא השיעור (האחוז) מכפפי המשקיע שמושקע בנכס חסר סיכון. המצביעים האפשריים לגבי ערכי משתנה זה הם :

המשקיע מנתב חלק מכספיו לנכס חסר סיכון. $W_F > 0$

השער R_F מראה את הריבית חסר סיכון. $W_F = 100\%$
 $W_F < 0$ המשקיע נוטל (לוקח) הלוואה בריבית חסרת סיכון.
 W_M הוא השיעור (האחוז) מכיספי שמושקע בתיק השוק (התמיהיל המסוכן האידאלי בהנחות המודל).
 $E(M)$ הוא תוחלת התשואה של תיק השוק.
 $W_M = 1 - W_F$ תמיד מתקיים ש:

נוסחה 2 - נוסחת תוחלת תיקים עילים לפי נוסחת "הקו ה ישיר" במודל ה - CAPM - קו ה - CML
 המונח CML מראה את ראשית התיבות של Capital Market Line. קו שוק ההון. זהו תיאור גרפי שמייצג את הקשר בין רמת הסיכון בנכים עילים לפי המודל (סטיטית התקן) לבין תוחלת התשואה.

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

כאשר :

השער σ_M מראה את סטיטית התקן של תיק השוק. בדרך כלל נתון או מוחלץ.
 השער σ_P מראה את סטיטית התקן של התקן הייעיל.

נוסחה 3 - נוסחת סטיטית התקן של תיק ייעיל - במודל ה - CAPM
 הוואיל ותיק ייעיל במודל ה - CAPM מורכב רק משלוב נכס חסר סיכון R_F שסיכון 0, ומתיק השוק שסיכון σ_M , הרי שסטיטית התקן של תיק ייעיל מושפעת מהשיעור המושקע בתיק השוק - ומסיכון השוק:
 $\sigma_P = W_M * \sigma_M$

נוסחה 4 - נוסחה נוספת לסטיטית התקן של תיק ייעיל - מבוססת ביטא - במודל ה - CAPM
 ביטא היא ממד סיכון הבוחן את הסיכון היחסי של התקן ביחס לשוק (מקדם הסיכון השיטתי). כאשר התקן ייעיל, ניתן להיעזר בנתון הביטא כדי לחשב את סיכון התקן כדלקמן:

$$\sigma_P = \beta_P * \sigma_M$$

כאשר :

השער β_P הוא שער פי רוב לא מחשבים ישירות (אלא נתון / מוחלץ) והוא משקף את הסיכון היחסי של תיק ייעיל ביחס לשוק. קלומר: ביטא גדולה מ-1 משמעה "התיק מסוכן יותר מהשוק", וביטא קטנה מ-1 משמעה "התיק מסוכן פחות השוק", וביטא שווה ל-1 משמעה "התיק מסוכן כמו השוק".

שאלה 62.1 - משללים בתיק השקעות עיל – לעבור במפגש 2025א

בمشק נתון כי שער הריבית חסר הסיכון הוא $R_F = 10\%$
כמו כן, ידוע כי:

$$E(M) = 30\%$$

$$\sigma_M = 20\%$$

$$\text{משקיע מעוניין ליצור תיק השקעות בעל תוחלת תשואה של } E(P) = 60\%.$$

לפי גישת תיק ההשקעות המתאימה במצב כזה, הרי ש:

- א. תיק ההשקעות איננו ניתן להשגה, שהרי תוחלת תיק השוק היא 30% והוא התקרה לתשואה בשוק זה.
- ב. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 150% מהונו ולהשקיע 250% מהונו בתיק השוק.
- ג. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 150% מהונו ולהשקיע את כספי הלוואה בלבד בתיק השוק.
- ד. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 50% מהונו ולהשקיע את כל כספו לרבות כספי הלוואה בתיק השוק.
- ה. כל יתר הטענות שגויות.

פתרונות:

רקע וארגון נתונים: כל אימות שאני מתרשם מנתונים כগון - ריבית חסרת סיכון R_F ו/או תיק השוק M ו/או ביטה (שמשמעותה טרם הוצאה לעומק) אני יודע שאני במודל ה - CAPM.

לאחר שזיהיתי שאני ב - CAPM, א策ר לسؤال את עצמי: האם הדיוון כאן הוא בתיקים ייעילים / שאינם ייעילים?

אמנם כן - לא נאמר מפורשות האם תיק ייעיל / לא ייעיל, אך העובדה שמדובר בבחירה **משקיע** מובילה למסקנה שלא אם נאמר אחרת - המשקיע לא מטופטם, ויבחר בתיק ייעיל שיקים את אילוציו.
נעתיק לכאן את הנושאות שאלוי רלוונטיות - כל אלו שעוסקות בתיקים ייעילים:

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M)$$

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

$$\sigma_P = \beta_P * \sigma_M$$

נתוני השאלה:

נתונים כלליים לשוק שבו המשקיע פועל (ריבית חסרת סיכון, תוחלת תשואת השוק, סטיית תקן של השוק):

$$R_F = 10\%$$

$$E(M) = 30\%$$

$$\sigma_M = 20\%$$

דרישות המשקיע - תוחלת התשואה של התקין שהוא בוחר:

$$E(P) = 60\%$$

ונעבור לדיוון בטענות:

א. התקין ההשקעות איננו ניתן להשגה, שהרוי תוחלת התקין השוק היא 30% והוא התקירה לתשואה בשוק זה.

הטענה **שגויה**. משום שהמודל מניח שנייתן ליטול הלוואות (מינוף). בהתאם להנחה המודל, המשקיע יכול ליטול ללא מגבלה הלוואות בריבית חסרת סיכון (10%) ולהשקיע את כספייה בתיק השוק (שמניב בתוחלת 30%). ההנחה שנייתן להתמנף ללא גבול כאמור מוביילה לכך שתיאורטית תוחלת התשואה האפשרית למשקיע היא בלתי מוגבלת (זאת בשונה ממודל בסיסי שבו מוגבלים לפצל את כספנו בין 2 נכסים מסוכנים, ללא הלוואות).

ב. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 150% מהונו ולהשקיע 250% מהונו בתיק השוק.

הטענה **נכונה**. כדי לבחון את הטענה, צריך להשתמש בנוסחה שקובעת את משקל ה השקעה (W) בתיק השוק ובנכס חסר סיכון, ולבצע חילוץ רלוונטי. מדובר בנוסחה ה-1:

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M)$$

בhzבנה:

$$60\% = W_F * 10\% + W_M * 30\%$$

המודל קובע שככל התקנים היעילים כוללים רק נכס חסר סיכון ותיק השוק:

$$W_F + W_M = 100\% \rightarrow W_M = 100\% - W_F$$

בhzבנה:

$$60\% = W_F * 10\% + (1 - W_F) * 30\%$$

הפתרון:

$$W_F = -150\%$$

סימן שלילי של שיעור השקעה בנכס חסר סיכון = הלוואה. המשקיע לווה במקרה זה סכום כספי מהוותה 150% מהונו הראשוני.

$$W_M = 100\% - W_F = 100\% - (-150\%) = 250\%$$

ולכן מסקנתנו היא: כדי להגיע לתיק **יעיל** המניב **תוחלת תשואה של 60%** המשקיע נדרש ליטול הלוואה בשיעור של 150% מהונו הראשוני, ולהשקיע את כל הסכום (250% מהונו הראשוני) שככל 100% הון ראשוני **בתוספת 150% שלוהה** בתיק השוק.

ג. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 150% מהונו ולהشكיע את כספי הלוואה בלבד בתיק השוק.

הטענה **שגויה**. כלל הסכום כולל 100% מההון הראשוני יושקע בתיק השוק במצב כזה, ראו הסבר בסעיף ב לעיל.

ד. על מנת להניב תוחלת תשואה זו, נדרש המשקיע ליטול הלוואה בשיעור 50% מהונו ולהشكיע את כל כספו לרבות כספי הלוואה בתיק השוק.

הטענה **שגויה**. ראו לעיל.

לסיכוםון השאלה :

עליי ללימוד זהות מתי אני ב - CAPM, מתי אני עיל (אם נאמר או עפ"י בחרית משקיע), ולדעת באיזו נוסחה להציג על מנת לחץ את תמהיל / מאפייני התקין בהתאם לנדרשים / לאפשרויות המענה.

שאלה 62.2 - **חילוצים מבוססי נוסחאות – בעבר במפגש 2025**

נתונים שני תיקי השקעות עילים, C ו - D. תיק C צפוי להניב תוחלת תשואה גבוהה פי 4 מזו של תיק D אך סטיית התקן שלו גבוהה פי 6 מזו של תיק D. על פי נתונים אלו, **שער הריבית חסר הסיכון** הוא :

א. $\frac{2E(D)}{5}$

ב. $\frac{2E(C)}{5}$

ג. $5E(D)$

ד. $\frac{4E(C)}{5}$

ה. אין אף תשובה נכונה

פתרון (א) :

ראשית, علينا לחשב - האם אנחנו במודל של נכסים מסוכנים בלבד? או CAPM? והתשובה : הוואיל וזוהה בשאלת המונח המרכזיי "ריבית חסרת סיכון" בודאות אלו נמצאים במודל ה - CAPM (באופן דומה, יכולתי להסביר שאני במודל זה אילו זה יהיה נתוני לגבי תיק השוק, ביטא).

יש כאן שני תיקי השקעות עילים במודל ה - CAPM כאמור. לכן ניתן להשתמש במגוון רחב של נוסחאות אותן מקיימים תיקים ייעילים במודל כדי להתמודד עם הנדרש :

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M)$$

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

$$\sigma_P = \beta_P * \sigma_M$$

נתוני השאלה :

השאלה כוללת תיאור מסוים של תוכולות (תוחלת נכס מסוים בהשוואה לחברו). בנוסף כוללת השאלה תיאור מסוים של סטיות התקן. במלים אחרות, הגיוני מiad לשער שהנוסחה המתאימה לדיוון כאן היא זו הקוראת בין סטיית התקן של תיק עיל לבין התוחלת במודול - CAPM - הנוסחה ה-2 מבין מקבץ הנוסחאות לעיל, שנקראת בלטינית CML.

נשים את הנוסחה מול העיניים :

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

על פי הנתונים – התיקים היעילים C ו D בהתאמה מקיימים :

$$E(C) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_C$$

$$E(D) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_D$$

במצביים של ריבוי נעלמים, כדי להפוך את הנוסחה לקטז יותר אלגנטית, נתייחס לכל הביטוי של שיפוע העוקום היעיל בתווך x :

$$x = \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M}$$

נקבל שהמשוואות הן :

$$E(C) = R_F + x * \sigma_C$$

$$E(D) = R_F + x * \sigma_D$$

כמו כן ידוע (נתון) שסטיית התקן של C היא פי 6 מסטיית התקן של D ותוחלת C היא פי 4 מתוחלת D :

$$\sigma_C = 6\sigma_D$$

$$E(C) = 4E(D)$$

ולכן :

$$4E(D) = R_F + x * 6\sigma_D$$

$$E(D) = R_F + x * \sigma_D$$

נחסיר מהמשוואה העליונה 6 פעמים את המשווהה התחתונה ונקבל :

$$4E(D) - 6E(D) = R_F + x * 6\sigma_D - 6R_F - x * 6\sigma_D$$

וכך נגיעה ל:

$$-2E(D) = -5R_F$$

או בתכלייס ל:

$$R_F = \frac{2E(D)}{5}$$

אז מה למדנו מה שאלה?

- שאלת המאζכרת ריבית חסרת סיכון היא בהגדרה שאלת העוסקת במודל ה - CAPM שהנחהותיו הם קיום ריבית חסרת סיכון.
- בהינתן עבודה זו, ומערכות הקשרים המתמטיים המתקיימים על ידי תיקים עילאים, ניתן, במקרים רבים, לבצע חילוצים רלוונטיים של פרמטרים שונים שנתקבשו (לפי הנוסחאות הרלוונטיות לעולם עיל CAPM) או לבטא ערכיהם מסויימים באמצעות פרמטרי.

שאלה 62.3 - רמת שנת הסיכון של מSCIיעים עליים שבהם הם בוחרים – לעבר 2025

במشك ידוע:

$$\text{הרבית חסרת הסיכון היא } R_F = 5\%$$

$$\text{תוחלת תשואה תיק השוק } E(M) = 15\%$$

$$\text{סטיית התקן של תיק השוק } \sigma_M = 20\%$$

$$\text{ידוע שוויולט בוחרת בתיק עיל עם תוחלת תשואה של } 10\% \text{ ו } E_P(Violet) = 10\%$$

$$\text{ואילו סריוiska בוחר בתיק עיל עם סטיית התקן של } 7\% \text{ ו } \sigma_P(Ser) = 7\%$$

בנתונים אלו, מי מבין המשקיעים שונים סיכון בדרجة גבוהה יותר?



סריוiska

וילט

פתרונות:

למעשה, בשאלת יש שני משקיעים - ווילט וסריושקה. שני המשקיעים בוחרים בתיקים ייעילים. ובעצם, אלו נדרשים להכריע מי מביניהם יותר "שונה סיכון".

בヵhor זה נאמר, שלמעשה, בעולם ה- CAPM אפשרויות ההשקעה הן בלתי מוגבלות, הכו הישר שמקתיב את תיקי ההשקעות שניתן לבוחר בהם - עליה ממשאל לימיון ללא גבול. יחד עם זאת, ככל שעולמים שמאלה ולמעלה, לצד העלייה בתוחלת גם עליה הסיכון; והນקודה הספציפית שבה יבחר משקיע - תקבע האם ועד כמה המשקיע שונה סיכון;

בפרט - משקיעים שסולדים ונמנעים מסיכון בכל מחיר - יבחרו ב- R_F ספציפית. משקיעים שਮוכנים להסתכן לטובות תוחלת גבואה יותר, אבל עדין ממש ממש שונאי סיכון - יהיו בנקודתה שהיא ימינה מ- R_F אבל במידה לא משמעותית.

וככל שמתקדמים עוד ימינה ועד לעלה - דרגת שנתה הסיכון פוחתת. שימו לב: לעולם לא נאמר משקיעים אלו אהובי סיכון; הם לא נהנים מעצם קיומ הסיכון, אלא מוכנים לשאות בו בדרגות משתנות, בתמורה לעודף תוחלת התשואה שתתקבל.

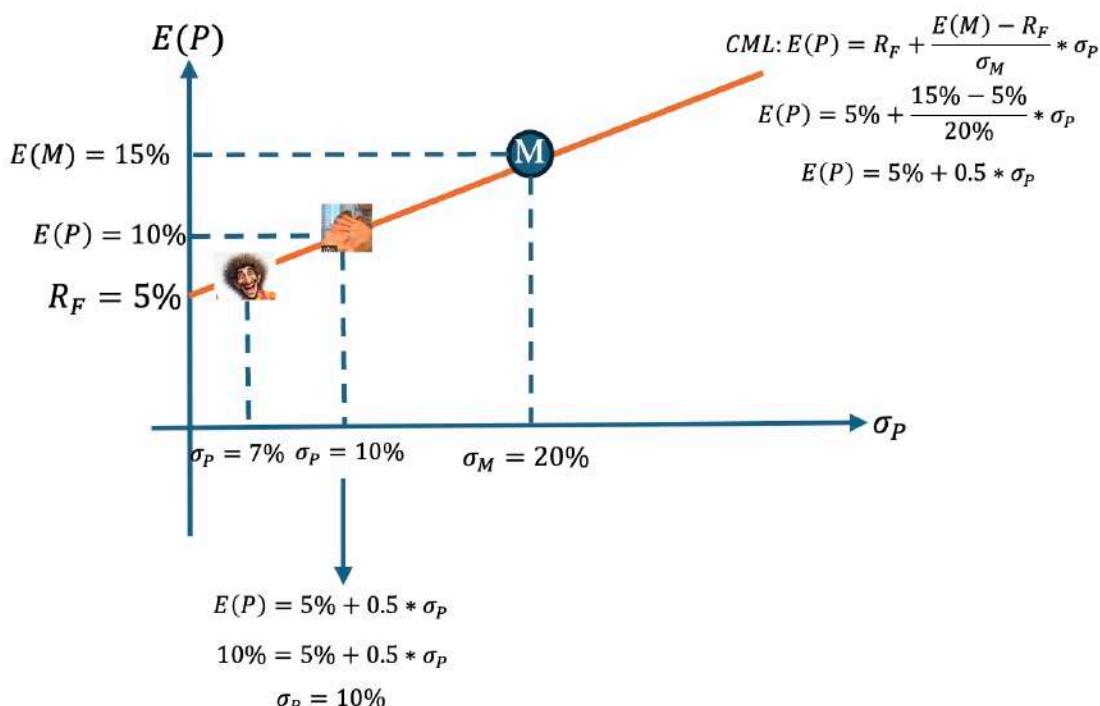
בתכליס:

לקחנו את נתוני תיק ווילט.

הצבנו אותם בנוסחת תוחלת תיק עיל - כדי למצוא את סטיית התקן בתיק שלה.

והשווינו את סטיית התקן שהוא בה - לסטיית התקן בה בחר המשקיע الآخر, סריושקה.

בהינתן שגילינו שבאותם נתוני שוק סריושקה בוחר בסיכון נמוך יותר (למרות שהוא "משלם" על כך בתוחלת נמוכה יותר) הרי שנוכל להסיק שדרגת שנתה הסיכון שלו חזקה מזו של ווילט.



התשובה הסופית: סריושקה הוא יותר "שונה סיכון" מווילט.

מה למדנו?

מעבר ליכולת לחזק נזונים מנושאות שמתקיימות במודל ה-CAPM, אפשר גם להתרשם מ"דרגת דחיה" הסיכון" של משקיעים, בהתאם לסטטיסטית התקן של התקיק היעיל שהם מוכנים ליטול על עצמם (מוכנים ליטול סטיית התקן גבוהה יותר - הם "פחות" שונאי סיכון).

שאלה 62.4 – לפטור איתם במפגש 2025 – נטילת הלואות והקשר לטיכון

אבי מנקס נטל הלואאה בסכום של 50,000 ש"ח בריבית שנתייה בשיעור 5%. את הסכום שנטל צירף להון העצמי הקיימים שלו, בסכום של 25,000 ש"ח, ואת סך הסכום – קרי 75,000 ש"ח – השקיע במניית ד"ר צבאן, שסטטיסטית התקן של תשואתה השנתית הינה 10%.

מהי סטיית התקן של תשואת התקיק של אבי מנקס? [חזרכה: נוסחת סטיית התקן של התקיק ייעיל, בהתאםות]

פתרון :

ראשית, מה פשר הערכים הכספיים? בדרך כלל, כשדנו בתיקי השקעות, דיברנו על נזונים באחזים – משקל השקעה בכל נכס, ותשואה אחזזית של נכסים ותיקים. זה נכון, ולכן תחילת אנו נמיר את נתוני ההשקעה הכספיים למונחים ייחסיים – למשקלים. במלים פשוטות: נחשב את משקל הלהואה שנטל אבי (היחס בין הלואהו לסך ההון העצמי שלו). משקל זה מסומן כ- W_F בסימן שלילי. המשלים ל-1 (או אם נרצה - $W_F - 1$) זו משקל ההשקעה במניה.

$$W_F = -\frac{50,000}{25,000} = -200\%$$

$$W_{DT} = (1 - W_F) = (1 - (-200\%)) = 300\%$$

ההידוש בשאלה – בתיקים ייעילים, רמת הסיכון נקבעת לפי מכפלת שיעור ההשקעה בתיק השוק (השילוב המסוכן האידיאלי והיעיל) למשקל ההשקעה בתיק השוק :

$$\sigma(P_{יעיל}) = W_M * \sigma_M$$

הנקודה היא שגם שילוב בין נכס חסר סיכון (לרבות הלואה) לבין נכס מסוכן אחר (שלא יוצר התקיק ייעיל) עדין מחייבת לכל עקרוני זה: כמובן, עדין הסיכון של התקיק ייקבע בהתאם לפ羅פורצית השקעה בנכס המסוכן.

$$\sigma_P(av_i_{menkes}) = W_{DT} * \sigma_{DT} \rightarrow \sigma_P = 300\% * 10\% = 30\%$$

כאשר :

הערך (σ_P) זוהי רמת הסיכון הכוללת (סטיית התקן) של התקיק הלא ייעיל שמורכב רק מהלהואה ומנכ"ס מסוכן בודד (מניית ד"ר צבאן).

הערך W_{DT} הוא משקל (אחזו) ההשקעה במניית ד"ר צבאן.

הערך σ_{DT} הוא סטיית התקן (רמת הסיכון) של הנכס המסוכן היחיד בתיק – מניית ד"ר צבאן.

כך שבעצם: כל נטילת הלוואה והשקעת כל כספייה בנכס מסוכן, מובילה לסטטistica תקן שהיא מכפלת שיעור ההשקעה בנכס המסוכן בסטטistica התקן שלו. וכך: 30%. טענה זו תקפה גם כאשר התקין לא יעיל.

מדוע? משום שאם אחד הנכסים חסר סיכון, לרבות הלוואה:

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho(A, B)} = W_A \sigma_A$$

שאלה 63 - שאלת בסיסית לחילוץ ערכאים בגין תיקים יעילים - CAPM [ללימוד עצמי]
בשוק הון המקיימים את הנחות מודל ה - CAPM, נstorrim שני תיקי השקעות יעילים: A ו- B. להלן נתונים רלוונטיים:

הרכיבת חסרת הסיכון היא 5%.

תוחלת התשואה של תיק השוק היא 10%, וסטיית התקן של תיק השוק היא 20%.

ידוע שתוחלת התשואה של נכס A היא 15%, וסטיית התקן של נכס B היא 8%.

נדרש:

- מיהי סטיית התקן של נכס A?
- מהו הרכב ההשקעות של נכס A (איזה חלק מכיספי המשקיע מושקע בנכס חסר סיכון, ואיזה חלק מושקע בתיק השוק)?

פתרון:

פתרון סעיף א

את סטיית התקן של נכס יעיל במודל ה - CAPM אפשר לחשב בכמה דרכים:

חילוץ מנוסחת ה - CML, בהנחה וכל הנתונים פרט לסטיית התקן של התקיק - נתונים.

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

או בנוסחת המשקלים לחישוב סטיית התקן:

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

או, אם בידוי נתונים ביטה של תיק יעיל:

$$\sigma_P = \beta_P * \sigma_M$$

הואיל ועובד נכס A תוחלת התשואה נתונה, כמו גם יתר הנתונים של המשוואה הראשונה, נציג ונחלץ את סטיית התקן.

$$0.15 = 0.05 + \frac{0.1 - 0.05}{0.2} * \sigma_P \rightarrow \sigma_P = 40\%$$

פתרון סעיף ב

בהינתן ערכי סטיית התקן של התקיק (שלא נתונים בשאלה, אך חושבו בסעיף א) וגם התוחלת של התקיק (נתונה בשאלה), אפשר לחלץ את המשקלים באמצעות אחת מבין הנוסחאות הבאות:

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M)$$

או לפי:

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

זכרו, כי הנוסחה העליונה היא משווהה בណלט אחד גם כן. כי $W_F - 1 = W_M$. בכל מקרה אציג בנוסחה השנייה ונקבל:

$$40\% = W_M * 20\% \rightarrow W_M = 2 = 200\%$$

איך אפשר להשיקו 200% מהכספי? האם זהovi טעות? התשובה: זו לא טעות. במודל ה- CAPM ניתן גם ליטול הלוואות, מה שמאפשר לנו להשיקו יותר מהסכום המקורי שברשותנו (יותר מההון העצמי). בעצם, נוטלים הלוואה, והדבר יתבטא ב- W_F שלילי:

$$W_F + W_M = 1 \rightarrow W_F + 2 = 1 \rightarrow W_F = -1 = -100\%$$

כלומר:

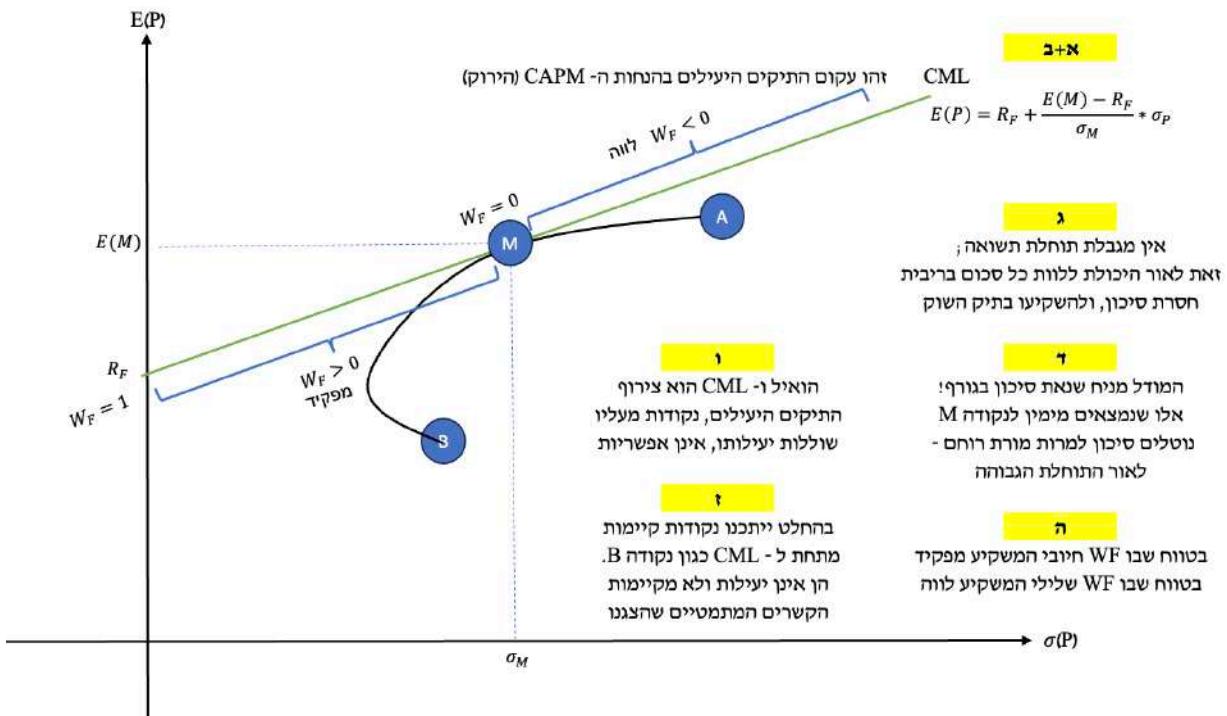
"המשקיע לווה בשיעור 100% מההון העצמי, ומשקיע 200% (הון עצמי ראשוני + כספי הלוואה) בתיק השוק. זהו למעשה **תמהיל / הרכב ההשקעות**".

אפשר לשים לב שמעבר לחישוב הטכני, הרי המשקיע הצליח להגיע כאן לתוחלת תשואה שבווהה יותר מתוחלת השוק. הדרך היחידה לעשות כן היא ליטול הלוואה!



שאלה 64 - הצעה גרפית בסיסית של העוקם הייעיל – CAPM ללימוד עצמי

- הציגו באופן גרפי את עוקם התיקים הייעילים בעולם המקיים את הנחות ה- CAPM.
- מכוון על גבי העוקם את תיק השוק ואת הנכס חסר הסיכון.
- האם תוחלת התשואה לפי המודל מוגבלת? הסבירו.
- האם משקיע הנמצא מימין ומעל נקודה M על העוקם הוא משקיע אוהב סיכון? נמקו.
- באיזה טווח על גבי העוקם המשקיע נחשב "לווה", ובאיזה טווח נחשב "מפקיד"?
- האם יתכנו נקודות מעל ה- CML?
- האם יתכנו נקודות מתחת ל- CML?



שאלה 65 - שינוי בריבית חסרת סיכון והשפעתו על משקיע הבוחר בתיק ייעיל (להשאייר לסוף...קשה)
 בעולם המקיים את הנחות ה- CAPM יש להניח קיומם של שני משקיעים: שמוליק ויוסי. יוסי משקיע בתיק ייעיל שתוחלת תשואתו נמוכה מתוחלת התשואה של תיק השוק, ושמוליק משקיע בתיק ייעיל שתוחלת תשואתו גבוהה מתוחלת התשואה של תיק השוק.

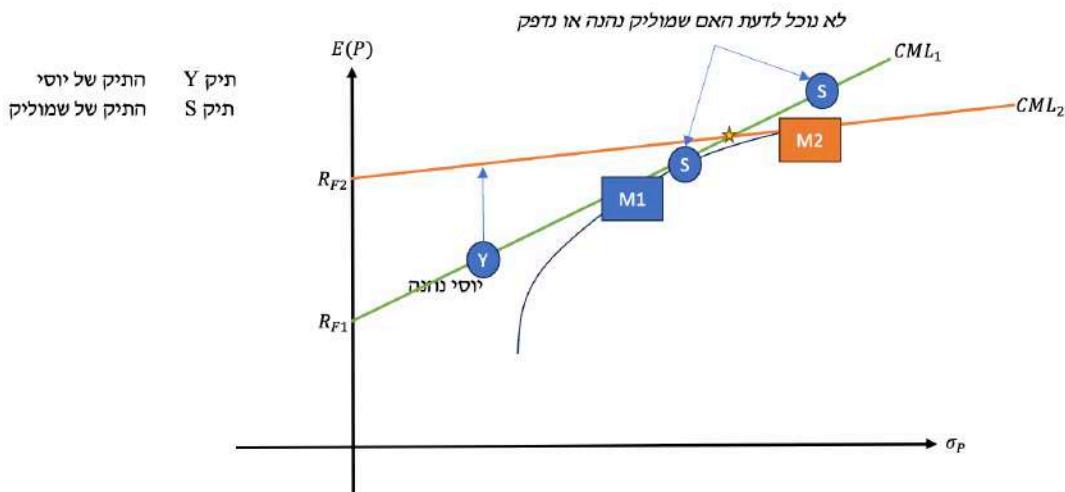
נדרש :

- הציגו על גבי קו ה- CML את מיקום התיקים של שמוליק וויסי.
- הנicho בעת כי חלה עלייה בריבית חסרת הסיכון. הציגו את נקודות החיתוך שבין עקום ה- CML החדש ובין עקום ה- CML הקודם (באופן סכמטי, אין צורך בערכאים מספריים).
- מה תוכלו לומר על השינוי במצבם של המשקיעים (משתפר / מורע)? נמקו.

שאלה 65 - שינוי בריבית חסרת סיכון והשפעתו על משקיע הבוחר בתיק **יעיל** בעולם המקיים את הנחות ה - CAPM יש להניח קיום של שני משקיעים: שМОליק וIOSI. IOSI משקיע בתיק **יעיל** שתוחלת תשואתו נמוכה מתוחלת התשואה של תיק השוק, וSMOLIK משקיע בתיק **יעיל** שתוחלת תשואתו**גבוהה** מתוחלת התשואה של תיק השוק.

נדרש:

- הציגו על גבי קו ה - CML את מיקום התיקים של SMOLIK ושל IOSI.
- הנימו עט כי חלה עליה בריבית חסרת הסיכון. הציגו את נקודות החיתוך שבין עוקום ה - CML החדש ובין עוקום ה - CML המקורי (בופן סכמטי, אין צורך בערכאים מספריים).
- מה תוכלו לומר על השינוי במצבים של המשקיעים (משתפר / מורע)? נמקו.



נכיסים שאינם מהווים תיקים יעילים - ביטה כמדד סיכון ו-SML – לעבור אותם, חשוב

הנוסחאות שהוצעו בפתח שיעור זה רלוונטיות לתיקים יעילים בלבד במודל ה - CAPM.

יעילות אינה ברירת מחדל;

אתם לא תניחו יעילות אם אינה נתונה.

אם אני פועל/ת בעולם ה-CAPM, התיקים (או הניסים) אינם יעילים, מתקיימת מערכת קשרים המתמטית לאפיון תוחלת תשואתם וסיכון אחרת, הקשורה לסיכון התיק ביחס לשוק (סיכון שיטתי, ביטה) ולא לסיכון הכלול (סטטיסטית תקן).

ביתר קיצור – ב- CAPM, ניתן לומר ש:

אם התיק יעיל = קשר בין סיכון (סטטיסטית תקן) לתוחלת.

אם התיק אינו יעיל = קשר בין ביטה (מדד סיכון יחסית שונה) לתוחלת.

הקשרים הם שונים, ולמרות הצורך להעמק בקיום, נטמקד לפחות זה בהיבט היישומי שלהם. חשוב לשים לב: ניתן להשתמש בנוסחאות אלו גם לתיקים יעילים; אך בהיעדר נתון בדבר יעילות, נוכל להשתמש רק בנוסחאות אלו.

תוחלת תשואה של כל נכס / תיק יעיל / לא יעיל בשוויי משקל כתלות ביטה - SML

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

סימן	משמעות
$E(i)$	תוחלת התשואה של הנכס / התיק כמובן – שתוחלת התשואה משקפת תשואה ממוצעת לאורך זמן ממושך מאד, במלים אחרות – לא ניתן להסיק ממנה בדבר התשואה בפרק זמן מוגבל וקצר יחסית (חודש, רבעון, שנה)
R_F	ריבית חסרת סיכון / תשואת אג"ח ממשאלתית
$E(M)$	תוחלת תיק השוק
β_i	היטה – מקדם הסיכון השיטתי של הנכס

רכיבי הסיכון בתיק לפי המודל (מתאימים ללא יעילים)

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

סימן	משמעות
σ_i^2	שונות של נכס לא יעיל
σ_{NS}^2	השונות = סיכון לא שיטתי / סיכון ניתן לפייזור (ניתן להמנע ממנו) – מחולץ בלבד
σ_M^2	השונות של תיק השוק
β_i	היטה – מקדם הסיכון השיטתי של הנכס

השונות המהווה את הסיכון השיטתי / שאיננו ניתן לפיזור (לא ניתן להימנע ממנו)

$$\beta_i^2 * \sigma_M^2$$

חישוב הביטה - דרך כמקדם המתאים מול השוק נתון:

$$\beta_i = \frac{\rho_{i,M} * \sigma_i}{\sigma_M}$$

סימון	משמעות
$\rho_{i,M}$	מקדם המתאים בין הנכס לשוק
σ_i	סטיית התקן של הנכס
σ_M	סטיית התקן של השוק
β_i	היטה - מקדם הסיכון השיטתי של הנכס

חישוב הביטה - דרך נוספת המשותפת עם השוק נתונה:

$$\beta_i = \frac{COV(i, M)}{\sigma_M^2}$$

סימון	משמעות
$COV(i, M)$	השונות המשותפת של הנכס עם השוק
σ_M^2	השונות של תיק השוק

נוסחת שונות משותפת: COV

$$COV(i, M) = P_1 * [R_{i1} - E(i)] * [R_{M1} - E(M)] + P_2 * [R_{i2} - E(i)] * [R_{M2} - E(M)] + \dots$$

כאשר :

סימון	משמעות
$P_1, P_2 \dots$	הסתברויות
$R_{i1}, R_{i2} \dots$	התשויות האפשריות של המניה הבודד
$R_{M1}, R_{M2} \dots$	התשויות האפשריות של תיק השוק
$E(M)$	תוחלת השוק
$E(i)$	תוחלת הנכס הבודד

שאלה 66 - קו ה - SML ותមחרת מניות - לעבר איתם

מניה "נקנים של תקווה" צפואה להסחר בעוד 3 שנים במחיר של 500 ש"ח. השונות המשותפת של תשואת המניה עם תשואת השוק היא 0.9, שער הריבית חסר הסיכון (נטול הסיכון) 4% ותוחלת התשואה של תיק השוק היא 12%. כמו כן ידוע כי סטטיסטית התקן של תיק השוק היא 0.8. מה יהיה מחיר המניה היום?

פתרון

נתונים :

$$COV(i, M) = 0.9$$

$$R_F = 4\%$$

$$E(M) = 12\%$$

$$\sigma_M = 0.8 = 80\%$$

$$P_S(t = 3) = 500$$

נדרש :

$$P_S(t = 0) = ?$$

אם כל מה שצפוי להתקבל ממניה בעוד 3 שנים זה תזרים חד פעמי בסך 500 ש"ח, הרי שהערך הנוכחי להיום קרי PV של 500 ש"ח אלו, יהיה את מחיר המניה היום. השאלה היא : באיזה מחיר הון להוון (לחשב PV) לתזרים זה? כਮובן שנדרש מחיר הון שמתאים למניה הספציפית והסיכון בה. כדי לבחון מה התשואה הנדרשת / הצפואה ממניה ספציפית, שאל את עצמי תחילת : האם יש סיבה טובה להניח שמניה בודדת היא נכס ייעיל? התשובה לא. מניה בודדת איננה תיק ייעיל, כביררת מחדל. לכן, אני עובר למתמודל המטפל (בין היתר) בנכסיים לא ייעילים - SML.

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

ציב את שנדע :

$$E(i) = 4\% + [12\% - 4\%] * \beta_i$$

הביטה נקרהת "מקדם סיכון שיטתי" הבודח את הסיכון היחסי ביחס לשוק. יכולה להישען על מקדם המתאים עם השוק או על השונות המשותפת COV עם תשואת השוק, כתלות בנתונים. כאן, מתאימה הנוסחה של הביטה הנשענת על שונות משותפת :

$$\beta_i = \frac{COV(i, M)}{\sigma_M^2} \rightarrow \beta_i = \frac{0.9}{0.8^2} = 1.40625$$

ציב את הביטה חוזרת בנוסחת ה- SML לעיל :

$$E(i) = 4\% + [12\% - 4\%] * 1.40625 = 0.1525 = 15.25\%$$

מסקנה : התשואה הנדרשת بعد המניה / הריבית להיוון תזרימי העתידיים לשם קביעת מחירה היא בשיעור של 15.25% לשנה.

$$P_S(t=0) = P_S(t=3) * (1+k)^{-3} \rightarrow P_S(t=0) = 500 * (1+15.25\%)^{-3} \approx 326.62$$

מסקנה ותשובה סופית: בנסיבות השאלה, מחיר המניה היום הוא כ-**326.62 ש"ח**.

שאלה 67 - הקשר בין ביטה וסטיית תקן - הייתה או חלמתי חלום?

הביטה של מניית "תפוחי" היא 4, ואילו הביטה של מניית "שזיפי" היא 12. האם ניתן לומר שסטיית התקן של מניית שזיפי גבוהה פי 3 מזו של מניית תפוחי? נמקו (הדרך: התייחסו לרכיבי הסיכון).

פתרון

$$\beta_{Tapuhi} = 4$$

$$\beta_{Shezifi} = 12$$

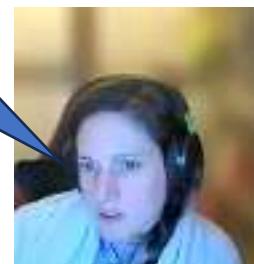
האם נכון לומר:

$$\sigma_{Shezifi} = 3\sigma_{Tapuhi}$$

למעשה, השאלה דנה בטענה: האם נכון לומר שכאשר ביטה של נכס מסוים גבוהה פי 3 מביטה של נכס אחר, ניתן לטעון שהסיכון במונחי סטיית תקן של הנכס המ מסוים גבוה גם הוא פי 3 מהסיכון במונחי סטיית תקן של הנכס האחר?

נסה לאייר ייחד משווה / נסחה הקורתה בין ביטה לבין סטיית תקן. לשם כך, חייבים לחשב עם עצמוני תחיליה: האם יש סיבה טובה להניח שהנכדים עילאים?

איו! נכסים בודדים? ייעילות? וואי
נראה לי אתה לא מחובר...



למעשה, בנכס לא יעיל קיימים בהכרח שני סוגים / רכיבי סיכון: רכיב אחד נקרא "הסיכון השיטתי" או "הסיכון שאינו ניתן לפיזור". סיכון זה הוא למעשה הסיכון ביחס לשוק, והוא מורכב ממכפלת הביטה (מקדם הסיכון השיטתי) בסיכון השוק (סטיית התקן של השוק).

בנוסף, בהינתן שהנכס לא עיל, הוא כולל גם רכיב סיכון נוסף. רכיב סיכון זה נקרא רכיב הסיכון ה"לא שיטתי", או רכיב הסיכון "הניתן לפיזור". מהו הכוונה? מדובר בסיכון שלמעשה המשקיע היה יכול להמנע ממנו, אם היה בונה בצורה נכונה את התקיק (רכיב הסיכון הלא שיטתי הוא אפס בתיקים עילאים).

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

באופן כללי, אם ניקח מנתה שהביטהה שלה 4, והיא לא עיליה, אז הרכיב הבלתי כולל שלה (במנוחי שונות) – מנתה תפוחה.

$$\sigma_{Tapuhi}^2 = 4^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2 (Tapuhi)$$

אם ניקח מנתה שהביטהה שלה 12 (3 * 4) הרכיב הבלתי כולל שלה במנוחי שונות :

$$\sigma_{Shezifi}^2 = (4 * 3)^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2 (Shezifi)$$

הערה : בשזיפוש כתבתתי 3 * 4 במקומות 12 כדי להציג את העבודה ש-12 זה בדיק פ 3 מ-4. השאלה למעשה מספקת נתונים בדבר הערך היחסי של הביטהה. לביטהה יש השפעה על אחד מבין שני רכיבי הסיכון הבלתי כולל בהנחה אי עיליות, והוא לא תורמת ולא מסוגלת להגדיר את עצמת ההפרשיות בסיכון הלא-שיטתי ככל שקיים. בהיעדר מידע כלשהו בדבר ערכיו של הסיכון הלא שיטתי במנוחות השונות, לא נוכל להכריע כלל לגבי מערכת היחסים בדבר הסיכון הבלתי כולל בהן.

לכן, ובהתאם, בהינתן **תיקי השקעות שאינם עילאים (ומניות בודדות הן דוגמא בולטת לכך)** לא ניתן להסיק **כלל מערכי ביטהה בדבר הסיכון הבלתי כולל וערךו היחסי במנוחות שונות**.

שים לב : אם התקיקים היו עילאים אז רכיב הסיכון הלא שיטתי (החלק האדום) מתאפס, וכן ניתן לגזר מיחסיות בערכי ביטהה בדבר יחסיות בסיכון הבלתי כולל (במנוחי סטיטית תקע). אך אנחנו לא מניחים עיליות. ובהיעדרה – זהה. מסקנתנו כאן.

בקיצור : **תיק לא עיל מאופיין על ידי רכיב סיכון "שיטתי" ו"לא שיטתי".**
רכיב הסיכון ה"לא שיטתי" יכול להיות גבוה מאד, או נמוך מאד, כתלות בנסיבות.
לא ידעת ערכו, לא תהיה אפשרות להשוות בין רמת הסיכון של נכסים לא עילאים שונים.

שאלה 67.0.1 – האם קיים קשר בין פרופורציאית ערך הביטה של נכסים לא ייעלים לפרופורציאית תשואתם

בשוק הון המקיים את הנחות מודל CAPM, ידועים הנתונים הבאים:

הרכיבת חסורת הסיכון: 5%.

תוחלת התשואה של תיק השוק: 15%.

הבטיטה של מניה C: 2

הבטיטה של מניה D: 8

משה טען, שבנתונים אלו – תוחלת התשואה הנדרשת מניה D תהיה גבוהה פי 4 מתוחלת התשואה הנדרשת מניה C.

האם משה צודק? נמכו על בסיס חישוב מתאים והכלילו את מסקנותיכם.

פתרון:

כאשר נתונים במניות בודדות, הרי שמדובר בנכסים שאינם ייעלים. ובעולם המקיים את הנחות מודל CAPM ניתן לקשר בהיבט נכסים לא ייעלים בין תוחלת תשואתם אך ורק על בסיס הביטה, ומשוואת הקשר בין הביטה לתוחלת, הנקראת משוואת ה-SML (ראשי תיבות של Security Market Line, בשונה מ-CML או Capital Market Line שמתאים לתיקים ייעלים):

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

נחשב בהצבה פשוטה:

$$SML: E(C) = 5\% + [15\% - 5\%] * 2 = 25\%$$

$$SML: E(D) = 5\% + [15\% - 5\%] * 8 = 85\%$$

ואם כך – הביטה גבוהה פי 4 (8 מול 2) בנכס D, אבל תוחלת התשואה גדלתה בפחות מפי 4 (היא לא גדלתה מ-25% ל-100% אלא מ-25% ל-85%).

הממצא הזה לא מפתיע בכלל – משום שתוחלת התשואה מרכיבת מרכיב אחד שהוא הריבית חסורת הסיכון שאינה מושפעת כלל מערך הביטה, וכן מרכיב תוחלת נוסף המושפע מהבטיטה. הוואיל ורק המרכיב הנוסף מושפע מהבטיטה, תוחלת התשואה תעליה בעקבות עלייה בביטה בפחות מכפי שיעור העלייה בה.

בקצרה:

ביטה עולה בשיעור x <> תוחלת התשואה עולה בפחות משיעור x

שאלה 67.1 – תרגול נוסף עקרוני של הקשר בין ביתא לבין סטיית התקן בהיעדר עילוות – **לעבור איתם**

בשוק הון המקיים את הנחות מודל ה-CAPM נסחרת מניה שהביטה שלה 0.8. ידוע שתוחלת התשואה של תיק השוק בשוק ההון שבו נסחר הנכס היא 15% וסטיית התקן של תיק השוק היא 10%. האם תוכלו לחשב את סטיית התקן של המניה? במידה ולא, האם תוכלו לקבוע את טווח הערכיים האפשריים לה?

פתרון :

[הערה – מניה בודדת בהגדרה איננה יعلاה, גם אם לא מצויים זאת. ומדוע? כי במודל CAPM עילוות מתקיימת רק כאשר מדובר בנכס חסר סיכון – ומניה איננה נכס חסר סיכון; או אם מדובר בתיק השוק – ומניה איננה תיק השוק; או אם מדובר בשילוב בין נכס חסר סיכון לבין תיק השוק – ומניה בודדת איננה שילוב כזה]

ישנם בשאלת נתונים על מניה ספציפית. אנו יודעים שבulos ה-CAPM קיימת חשיבות להבחנה בין נכסים / תיקים ייעילים לכאלו שאינם כאלה. האם המניה הספציפית יعلاה? התשובה שלילית בזונטיב, וזו את מושני טעמים: ראשית, לא מניהים ייעולות. שנית, חשוב לזכור – מניה היא נכס מסוכן בודד. תיקים ייעילים נוצרים משילוב כלשהו בין תיק השוק (שהוא בפני עצמו תמהיל של כמה נכסים מסוכנים) ונכס חסר סיכון. מניה בודדת, לא יعلاה.

$$\beta_i = 0.8$$

בנוסף ידוע כי תוחלת השוק 15% וסטיית התקן של תשואת השוק 10%, ובסימונים :

$$E(M) = 15\%$$

$$\sigma_M = 10\%$$

השאלה מבקשת לבדוק את אפשרות חישוב סטיית התקן של הנכס הלא ייעיל הספציפי. לעולם לא ניתן לעשות זאת, משום שסיכון כולל (סטיית התקן) של נכס לא ייעיל כולל אמנים רכיב סיכון שמוספע מהביטה, אבל כולל רכיב סיכון נוסף (לא שיטתי) שאינו כל דרך ישירה לחשבו? σ_{NS}^2 .

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

ברגע שהבנו שלא ניתן לחשב ישירות סטיית התקן של נכס לא ייעיל על בסיס הביטה שלו – נשאלת השאלה, האם אפשר לקבוע טווח ערכיים אפשרי. והתשובה לכך היא חיובית.
מדוע ואיך זה עובד?

נניח (באופן זמני ביותר) שהמניה הנדונה יعلاה (אני ידוע שהוא לא... רגע): אם הייתה הייתה יعلاה, הרי שהיא מתקיים בהיעדר רכיב סיכון לא שיטתי

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 \rightarrow \sigma_i^2 = 0.8^2 * 0.1^2 \rightarrow \sigma_i = 0.8 * 0.1 = 0.08$$

ואם כך – אם המניה הייתה יعلاה, סטיית התקן שלה הייתה 8%. אבל הואיל ואינה יعلاה, נוכל לקבוע בהכרח שסטיית התקן שלה גבוהה מ-8% כי בהגדרה לסיכון השיטתי הניל צריך להוסיף רכיב סיכון לא שיטתי חיובי.

מסקנה :

תמיד נוכל לומר שלגביו תיקים לא ייעילים ו/או נכסים בודדים / מנויות ספציפיות מתקיים :

$$\sigma_i > \beta_i * \sigma_M$$

שאלה 2 – לפטור במפגש 2025 – הקשר בין סטיית התקן, המתאים עם השוק ובדאיות השקעה

בשוק ההון נסחרות שתי מנויות אשר תוחלת התשואה שלן 30%.

למניה C סטיית התקן של 25% ומקדמ מותאם עם תשואת השוק של 0.3.

למניה D סטיית התקן של 20% ומקדמ מותאם עם תשואת השוק של 0.6.

נדרש :

א. בטוואו את הביטה של כל מניה על בסיס סטיית התקן של השוק כפרמטר.

ב. לאיזו מניה ביטה גבואה יותר?

ג. בהנחה שהמשקיע מחזיק בתיק מבוזר והוא שוקל לצרף אתת מנויות לתיקו, איזו מניה יעדיף לצרף לתיק ומדוע?

פתרון :

$$E(C) = 30\% \quad \sigma_C = 25\% \quad \rho_{C,M} = 0.3$$

$$E(D) = 30\% \quad \sigma_D = 20\% \quad \rho_{D,M} = 0.6$$

סעיף א – מתן ביטוי לביטה של כל נכס

את הביטה ניתן לחשב כך :

$$\beta_i = \rho_{i,M} * \frac{\sigma_i}{\sigma_M}$$

$$\beta_C = \rho_{C,M} * \frac{\sigma_C}{\sigma_M} = 0.3 * \frac{0.25}{\sigma_M} = 0.075 * \frac{1}{\sigma_M}$$

$$\beta_D = \rho_{D,M} * \frac{\sigma_D}{\sigma_M} = 0.6 * \frac{0.2}{\sigma_M} = 0.12 * \frac{1}{\sigma_M}$$

סעיף ב – הביטה הגבואה יותר

$$\beta_D = 0.12 * \frac{1}{\sigma_M} > 0.075 * \frac{1}{\sigma_M} = \beta_C$$

הבטה הגבואה יותר היא של מניה D.

בהנחה שהמשקיע מחזיק בתיק מבוזר והוא שוקל לצרף אתת מנויות לתיקו, איזו מניה יעדיף לצרף לתיק

ראשית מה שמשמעותו של תיק מבוזר?

תיק מבוזר = תיקיעיל.

אם התיק שמהווה נקודת מוצא הוא ייעיל, ככלمر מגוון בין מספר גדול של נכסים,תיק השוק וכיו"ב – אזי, כאשר נוסף לו נכס מסוון כלשהו, חלק משמעותי מהסכום הגלום בנכס מסוון – יתפזר גם הוא (יקטן) לאור השילוב בתיק ייעיל.

כך שלמעשה: **שילוב נכס מסוון בתיק ייעיל משפייע על הסיכון הכללי רק לפי הסיכון השיטתי (הבלתי ניתן לפיזור) בתיק שמלבים, ככלמר רק לפי הביטה שלו.**

במקרה זה: שני הנכסים מניבים את אותה תוחלת; נכס C במידה וישולב, ישפייע על הסיכון הכללי בהתאם לביטה הנמוכה שלו; ואילו נכס D, במידה וישולב, ישפייע על הסיכון הכללי בהתאם לביטה הגבוהה שלו. **לכן, עדיף לשלב בתיק את נכס C (התרומה לתשואה – אותה תרומה, והעליה בסיכון – בהתאם לביטה – נמוכה יותר).**

שאלה 67.3 – לפתרו במפגש 2025א – הקשר בין תוחלת, סטיית תקן והסיכון השיטתי

בשוק ההון הפועל בשוויי משקל נסחרות שתי מניות, G ו- Q, אשר תוחלת התשואה שלן 30%. סטיית התקן של מניה G גבוהה מסטיית התקן של מניה Q.

נדרש:

- למי מבין המניות סיכון כולל גבוהה יותר?
- למי מבין המניות סיכון שיטתי גבוה יותר?
- למי מבין המניות סיכון לא שיטתי גבוה יותר?

פתרונות:

אזכור הנתונים:

$$E(G) = 30\%$$

$$E(Q) = 30\%$$

$$\sigma_G > \sigma_Q$$

מושג חשוב: שוויי משקל.

כשאנו פועלים בעולם של הנחות CAPM (חלק מהדרשים דנים בסיכון שיטתי / לא שיטתי, זה הרمز לכך), אנו יודעים שיש שני תמי מודלים:

המודל הקשור לתיקים ייעילים (4 הנוסחאות בראש מערך השיעור) המחייב מידע בדבר ייעילות התקיקים;
המודל הקשור לכל התקיקים בכלל (גם אם הם לא ייעילים) וمبוסס על ביטה:

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

מודל זה דורש הנחה הרבה יותר "רכח": שהשוק בשוויי משקל. משמעות שוויי המשקל היא שאין לחצים לשינוי מחירי הנכסים ולשינויו תושואתם. באופן כללי, תמיד יכול להיות שמניות מסוימות נזקנות ומניבות למשל ביצועי יותר. במקרה שכזה, זה לא אומר שהביטה שלן תשתנה מיד; ואו אז, תוחלת תושואתנו תהיה גבוהה מהצפוי לפי המודל. אלא, שמצוות כזו הוא מצב زمنי ואינו שוויי משקל, מדוע? משום שמצוות כזו כולם ירצו

לקנות את המניה, מחירה יעלה והתשואה היחסית יורדת עד להתקנסות בשוויי משקל (ואותו דבר בכיוון ההפוך כאשר התשואה נמוכה מזו שמנבأ המודל).

בשונה מהנחה יעילות, שלא תמיד מתקינה – הנחת שוויי משקל מתקינה אלא אם קיימות ראיות סותרות בשאלת.

לכן, בתכליס: כשהאומרים "מתקיים שוויי משקל" וזו גם בריית מחדל המשמעות היא שימושה של SML הקושרת בין ערכי הביטה (מקדמם סיכון שיטתי) לבין תוחלת התשואה מתקינה.

א. למי מבין המניות סיכון כולל גובה יותר?

אזכור הנתונים:

$$E(G) = 30\%$$

$$E(Q) = 30\%$$

$$\sigma_G > \sigma_Q$$

סיכון כולל – משמעו בשפה פשוטה: סטיית תקן. ואין ספק שעיל פי נתון מפורש, הסיכון הכולל הגובה יותר הוא של מניה G .

ב. למי מבין המניות סיכון שיטתי גובה יותר?

את הסיכון השיטתי אנו אומדים על בסיס ערך הביטה. את הביטה ניתן להעריך בהתאם לנינוי קו ה-SML המתאר את הקשר בין ביטה לתוחלת תשואה – שמתקיים בשוויי משקל שנתון בשאלת.

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

$$E(G) = 30\% = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_G$$

$$E(Q) = 30\% = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_Q$$

בהתנשׁוּן שהמניות מוגנות תוחלת תשואה זהה, ביטה (מקדמם הסיכון השיטתי) ובהתאם, **הסיכון השיטתי שלהן – זהה**.

ככלל, סיכון שיטתי מוגדר כך:

$$\beta_i^2 * \sigma_M^2$$

הויל וסטיית התקן של השוק היא ערך כללי שתקף לשוק כולו, פערים בסיכון השיטתי יכולים לנבוע רק מפערים ביטה, שפה כאמור לא מתקיים (לאור תוחלת זהה).

ג. למי מבין המניות סיכוּן לא שיטתי גבּוּה יוֹתְרָה?

הסיכון הכללי מוגדר כך:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

אם לשתי מניות יש את אותה הביטא, כמוון שרכיב הסיכון השיטתי (באדום) זהה. והמשמעות היא שככל פער בינהין בסיכון הכללי יכול לנבוע רק מרכיב הסיכון הלא שיטתי (בכחול).

תזכורת נתונים:

$$E(G) = 30\%$$

$$E(Q) = 30\%$$

$$\sigma_G > \sigma_Q$$

از התוחלת אותה תוחלת; הביטא אותה הביטא; הסיכון השיטתי אותו סיכון שיטתי; ולכון בהכרח הסיכון הגבּוּה יוֹתְרָה במנוחי סטיית תקן במניה G יכול לנבוע אך ורק מסיכון לא שיטתי גבּוּה יוֹתְרָה במניה זו.

כלומר: **הסיכון הלא שיטתי** במניה G גבּוּה יוֹתְרָה.

שאלה 67.4 – לפטור במפגש 2025 – הביטה מול סטיית התקן

הביתה של מניה G גבוהה מהביתה של מניה Q. להלן מספר טענות שנשמעו בישיבה בוועדת ההש侃עות:

טענה 1: "מניה G בודאות עם סטיית התקן גבוהה יותר. הרוי הביתה שהיא מגד הסיכון העיקרי גובה יותר"

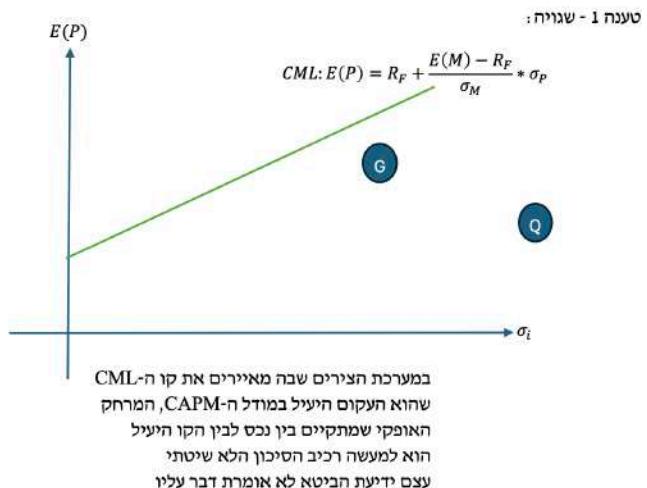
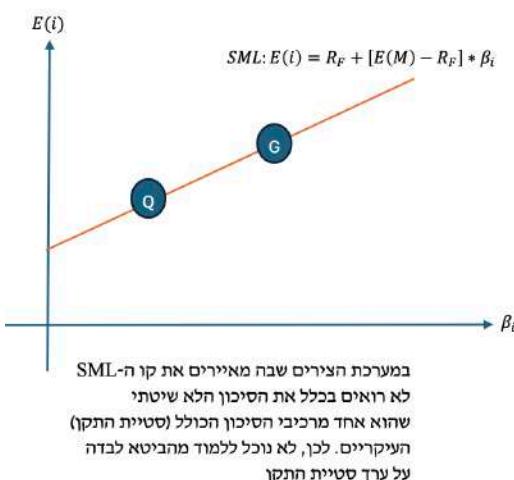
טענה 2: "אם מניה G גבוהה ומניה Q איננה גבוהה, למניה G סטיית התקן גבוהה יותר"

טענה 3: "אם שתי המניות ייעילות, למניה G סטיית התקן גבוהה יותר"

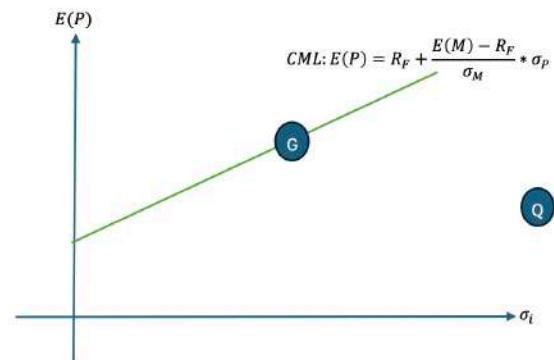
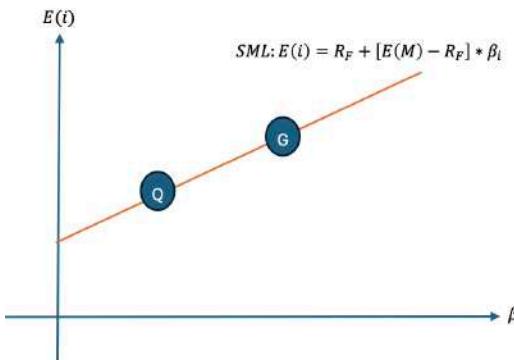
טענה 4: "אם שתי המניות אינן ייעילות, למניה Q סטיית התקן נמוכה יותר".

נדרש:

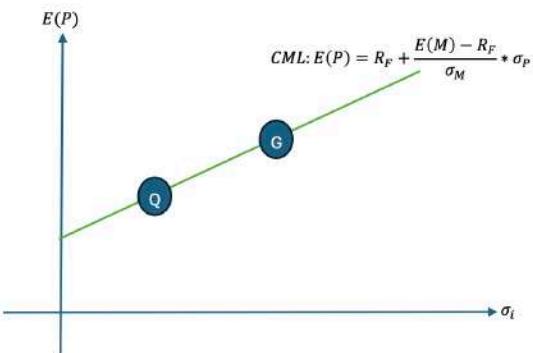
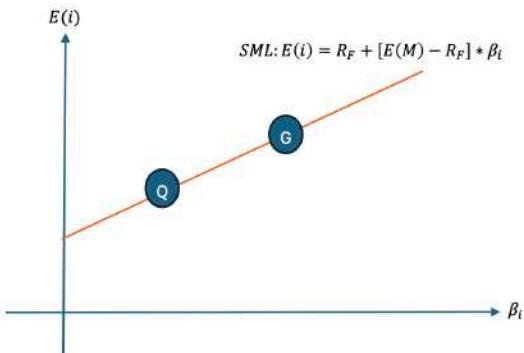
חוו דעתכם, לגבי כל טענה, האם היא נכונה או לא – וنمכו בהתאם.



טענה 2 - שגואה: המניה הייעילה מבון השתיים (G) נמצאת על ה-CML אך לא ניתן למקם ביחס אליה את Q ללא מידע בדבר היקף הסיכון הלא שיטתי של Q:



טענה 3 - נכונה: אם שתי המניות יUILות, מניה עם ביטא גבוה יותר וסיכון שיוטתי גבוה יותר יהיה גם בעל סטיית תקן גבוהה יותר (כי לא קיים רכיב סיכון נוסף):



טענה 4: נשלת בדיק באוטו האופן שבו נשלת טענה 1.

שאלה 68 - חילוץ ערכי ביטא על בסיס משקלים נכסיים בתיק

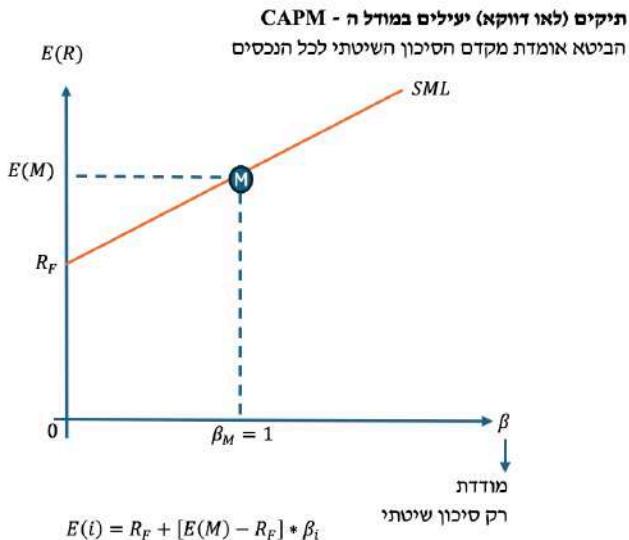
נתון תיק השקעות בעל הנכסים הבאים:

תוחלת תשואה	משקל (שיעור) השקעה בתיק	נכס
10%	0.65	א
22%	0.35	ב

ידוע כי תוחלת תשואת תיק השוק היא 12%, הריבית חסרת הסיכון היא בשיעור של 4%. מהי הביטא של תיק ההשקעות?

פתרון:

ברגע שהבנתי ששוואלים על הביטא, ואין נתוני יUILות, אני יודע שאני פועל בעולם הקשרים המתמטיים המאפיינים נכסים (וגם תיקים) לא יUILים. הקשר המרכזי שמתקיים בין הביטא לבין תיקים לא יUILים הוא שהוא תלוי בתוחלת תשואתם. המשוואה המתמטית המייצגת קשר זה היא:



המשוואה היא :

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

בשלה זו, קיימים נתונים מלאים לגבי ריבית חסרת סיכון R_F שהינה 4%, תוחלת תשואת תיק השוק ($E(M)$) שהינה 12%, ולכן אם נדע בנוסף את תוחלת תשואת התקיק שלו (i) בהגדה נוכל לחלץ את הביתה כנעלם וסימנו.

תחילה, אפינו את תוחלת התשואת של התקיק המורכב משני הנכסים מסווגים, על בסיס נוסחת התוחלת המתאימה למקורה כזה (של שני נכסים מסווגים כאמור).

נכס	משקל (שיעור) השקעה בתיק	תוחלת תשואת
א	0.65	10%
ב	0.35	22%

נוסחת תוחלת תיק השקעות המורכב מ-2 נכסים מסווגים בהינתן משקליהם ההשקעה בכל נכס :

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B)$$

ב换צבת משקליהם ההשקעה הנתונים בכל אחד מהנכסים א, ב נקבל :

$$E(P) = 0.65 * 0.1 + 0.35 * 0.22 = 14.2\%$$

למרות שמדובר בתיק ואף סומן באות P, חשוב מאד שלא לעבוד טכני. ובעצם לומר: אם אין סיבה מאד טובה להניח יעילות (כגון שהתיק ייעיל, או נתון שהוא מורכב רק מריבית חסרת סיכון ו/או תיק השוק) אז נניח אי יעילות, ובהתאם, המשוואה הרלוונטית המאפיינת את תוחלת התשואת ואשר תקפה גם למצווי אי יעילות היא המשוואת ה- SML :

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

בהתבה נקבע :

$$14.2\% = 4\% + [12\% - 4\%] * \beta_P \rightarrow \beta_P = 1.275$$

קיבלו כי הביטה של תיק ההשקעות הנתון בשאלת היא 1.275. תשובה סופית.

שאלה 68.1 – חילוץ ערכי ביתא

ידוע כי לנכס א קיימת ביתא של 0.9 ואילו לנכס ב קיימת ביתא של 1.5. ידוע שנכס ב עיל, בעוד שנכס א לא עיל. לשני הנכסים סטיות תקן זהות. מהו מועד המתאים בין נכס א לתיק השוק?

פתרון :

השאלה מתחילה בדיוון בבייטה. זה אומר שאני ב- CAPM. ייחד עם זאת, ולמרות נתוני הביטה, שככט מוביילים אוטוי לעולם לא עיל, ידוע שאחד הנכסים עיל וחברו – לא.

מהו הקשר המתאים בין עילות ובין ביתא? אחד הקשרים החזקים ביותר נשען על השפעת הביטה על הסיכון הכלול, כדלקמן :

אם מדובר בנכס יעיל בהכרח מתקיים :

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 \rightarrow \sigma_i = \beta_i * \sigma_M$$

אם מדובר בנכס לא עיל בהכרח מתקיים :

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2 \rightarrow \sigma_i > \beta_i * \sigma_M$$

הוائل ובhiveדר עילות נתקשה לקשר בין הביטה לסטיית התקן, ארצתה לפעול ככל שאני יכול קודם כל עם נוסחת הקשר בין ביתא לבין סיכון בתיק העיל.

לגביו נכס ב מהנו עיל, ידוע שהביטה שלו היא 1.5. לפיכך הוא מקיים (הנוסחה הראשונה מבין השתיים לעיל) :

$$\sigma_B = 1.5\sigma_M$$

בנawy, סטיית התקן זו (של נכס ב העיל) זהה לסטיית התקן של נכס א (שאינו עיל) – כי נתון שסטיות התקן זהות :

$$\sigma_A = 1.5\sigma_M$$

בנוסף, בהינתן ששאלנו על מועד המתאים בין נכס א לתיק השוק, ננסה לאתר נוסחה שRELACIONATE לנסיבות המקרה וכוללת את ההתייחסות למועד המתאים כאמור. נוסחה זו היא הנוסחה לחישוב ישר של הביטה שchnerה :

$$\beta_i = \frac{\rho(i, M) * \sigma_i}{\sigma_M}$$

בקשר לנכס א מתקיים לפיכך :

$$\beta_A = \frac{\rho(A, M) * \sigma_A}{\sigma_M}$$

בנתוני השאלה נאמר שהביטה של הנכס היא 0.9. בנוסף הצלחנו לבטא את סטיית התקן של הנכס בתו σ_M 1.5 וכך נקבל :

$$0.9 = \frac{\rho(A, M) * 1.5\sigma_M}{\sigma_M} \rightarrow \rho(A, M) = \frac{0.9}{1.5} = 0.6$$

מסקנה : מקדם המתאים בין נכס א לתיק השוק הוא 0.6.

תמציתת התיאחות לשאלת :

קיבלנו מידע לגבי ביטה של נכסים ; האחד מהם ייעיל. לכן הצלחנו לבטא בצורה מושלמת את הסיכון שלו (סטיית התקן שלו) כפונקציה של סיכון השוק (ללא תוספות).
בහינתנו מידע ספציפי על כך שסיכון הנכס הנוסף (סטיית התקן) זהה, יכולנו להשתמש במידע זה כדי להציג בנוסחת הביטה, ולחלץ את מקדם המתאים עם השוק שמהווה חלק ממנו.

שאלה 68.2 – הקשר היחסי שבין תוחלת התשואה ביחס לתשואת השוק
למניה א ביטה של 1.5.

لتיק השוק תוחלת תשואת של 10%.

לנכס חסר סיכון וריבית של 5%.

בנסיבות ה-CAPM, חשבו את תוחלת התשואה של מניה א ובהתאם קבוע – האם נכוון לומר שאם הביטה גדולה פי 1.5 התוחלת של הנכס גבוהה פי 1.5 מזו של השוק? נמקו ל蹶ה הכללי.

פתרון :

מניה איננה נכס ייעיל.

הנתונים הcompaniyים הם :

$$\beta_A = 1.5$$

$$E(M) = 10\%$$

$$R_F = 5\%$$

ראשית נחשב את תוחלת התשואה של המניה. בהינתן שאיננה נכס ייעיל, ובנוסף קיימים נתונים ביטה את תוחלת התשואה אמור לפי משווהת ה – SML :

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

נציב ונקבל :

$$E(A) = 5\% + [10\% - 5\%] * 1.5 = 12.5\%$$

בשפה גסה: תוחלת התשואה של תיק השוק 10%, אך תוחלת התשואה של נכס שהbijטא שלו 1.5 היא פחות מ-15% (מכפלת הבbijטא בתוחלת השוק). הסיבה לכך היא שכאשר הבbijטא גדלה בשיעור מסוים, רק הרכיב הקשור לסיכון גדל פי הבbijטא, הריבית חסרת הסיכון נותרת זהה.

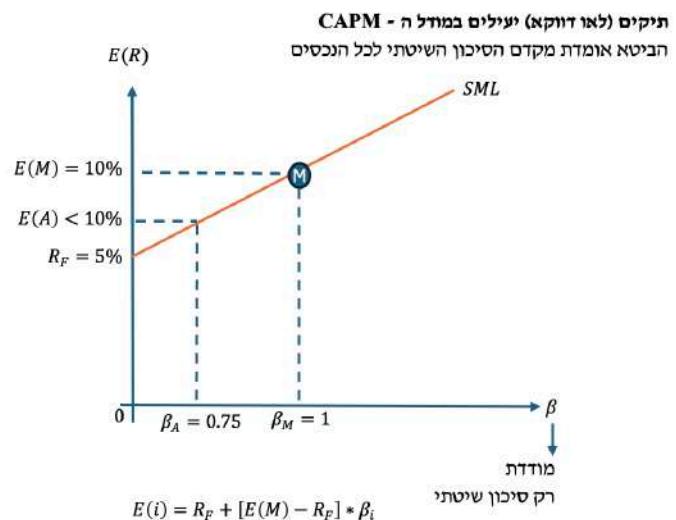
אם מגדילים אתbijטא פיא, תוחלת התשואה גדלה בפחות מפי א.

שאלה 68.3 – ערךbijטא חיובי – האם המשמעות היא תוחלת גבואה מזו שלתיק השוק?
למניה אbijetia של 0.75.

لتיק השוק תוחלת תשואה של 10%.
לנכס חסר סיכון ריבית של 5%.

פלפולוני טוען שלמניה יהיה בשוויי משקל שיעור תשואה (בתוחלת) שגובה מ-10%, וזאת לאור ערך גדול מ-0 שלbijetia. נמקוהתיחסותכם על בסיס חישוב מתאים והכללת הממצאים.

פתרון :



פתרון גрафי: ניתן לראות שכאשר הבbijetia חיובית אך קטנה מ-1, נמצאים משמאל לנקודת תיק השוק על גבי קו ה-SML ובהתאם, תוחלת תשואת הנכס (למרות הבbijetia החיובית, כל עוד היא קטנה מ-1) חייבת להיות נמוכה מזו שלתיק השוק.

אם הבbijetia חיובית וגובהה מ-1, אז תוחלת התשואה תהיה גבוהה מזו שלתיק (נמצאים בנקודה ימינה ולמעלה מנקודה M על גבי קו ה-SML, כאן זה לא המקרה).

פתרון מתמטי – בהצבה :

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i \rightarrow 5\% + (10\% - 5\%) * 0.75 = 8.75\% < 10\% = E(M)$$

תמצית: **בשווי משקל**, שהוא למעשה המצב שמהווה את **ברירת המחדל** בקורס (מצב שבו אין ביקוש יתר או חסר למנה, כי המחירים מסונכרנים עם השווי הכלכלי) כל הנכסים בשוק ללא יוצא מן הכלל מקיימים את קו ה – SML. בהתאם לכך, כל מניה שהביטה שלה גובהה מ-1 תהיה בעלת תוחלת תשואה גבוהה מזו של השוק **ולהיפך**.

שאלה 69 – חילוצי ערכים על בסיס ה – CAPM – בעבר במפגש 2025

לפניכם נתונים בדבר 3 מנויות, J, G, Q:

מניה Q	מניה G	מניה J	
2.1	?	1.4	ביטה
16.6%	14.8%	12.4%	תוחלת תשואה
?	45%	30%	סטטיסטית תקן תשואה
0.7	0.8	?	מתאים עם השוק

נדרש:

- מיהי תוחלת תשואה של תיק השוק?
- מיהי הריבית חסרת הסיכון?
- מיהי סטטיסטית תקן של תשואת השוק?
- שחזרו את כל סימני השאלה. בטאו לגבי כל מניה האם היא אגרסיבית, דפנסיבית או ניטרלית.
- הניחו כי הנכס משקיעים בתיק השוק 200,000 ש"ח, מתוך זה 120,000 ש"ח מהונכם העצמי והיתרה כחלואה. מיהי תוחלת תשואה וסטטיסטית תקן של תיק זה?
- בהמשך לסעיף ה, האם משקיע שונאי סיכון עשוי להשיק בתיק זה?
- איירו את המשקיע שאפייניתם בסעיפים ה, ו לעיל על העוקם הגראפי המתאים.

פתרון:

א. + ב. **חילוץ תוחלת תשואה של תיק השוק וריבית חסרת סיכון בהתבסס על ערכי נכסים בודדים** לצד העבודה שנכסים בודדים אינם יעילים, הרי שבדומה לנכסים אחרים הם מקיימים את משוואת ה – SML. ספציפית, לגבי הנכסים J ו – Q, בהינתן גם ערכי תוחלת תשואתם וגם הביטה שלהם, ניתן לבנות צמד משוואות ב-2 נעלמים, שיהוו את הריבית חסרת הסיכון ואת תוחלת תיק השוק בהתאם.

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

בבחביה:

$$(I) E(J) = 12.4\% = R_F + [E(M) - R_F] * 1.4$$

$$(II) E(Q) = 16.6\% = R_F + [E(M) - R_F] * 2.1$$

אני אישית (לא חובה) מאד אוחב כשאני נתקל בחילוצים אלו, לסמן את הביטוי $E(M) - R_F$ (כנעלם x):

$$(I) \quad 0.124 = R_F + x * 1.4$$

$$(II) \quad 0.166 = R_F + x * 2.1$$

נחסיר את המשוואה (I) ממשוואת (II) ונקבל :

$$0.166 - 0.124 = R_F + 2.1x - (R_F + 1.4x)$$

נמשיך בכיף שלנו :

$$0.042 = 0.7x \rightarrow x = 0.06$$

נציב באחת מмежду המשוואות (אני אציב במשוואת I-I) :

$$(I) \quad 0.124 = R_F + 0.06 * 1.4 \rightarrow R_F = 0.04$$

$$R_F = 4\%$$

כידוע, x הוא :

$$x = E(M) - R_F \rightarrow 0.06 = E(M) - 0.04 \rightarrow E(M) = 0.1$$

$$E(M) = 10\%$$

ג. מהי סטיית התקן של תשואת השוק?

את נתוני תיק השוק - תוחלת תשואת וסטיית התקן, ב- 99% מהמקרים אנו מחלצים ולא מחשבים ישירות. כלומר, נשתמש באיזושהי נוסחה רלוונטית שבה מופיעה סטיית התקן / התוחלת כנעלם, ונמשיך ממש בהצבות והחילוץ.

השאלה - איזו נוסחה תתאים ליתר נתוני השאלה ותאפשר לחלץ את סטיית התקן של תיק השוק?

נוסחאות רלוונטית לחישוב ביטא, שתיהן כוללות את סטיית התקן של תשואת השוק כנעלם :

$$\beta_i = \frac{\rho_{i,M} * \sigma_i}{\sigma_M}$$

וגם :

$$\beta_i = \frac{COV(i, M)}{\sigma_M^2}$$

נתוני השאלה :

מניה Q	מניה G	מניה J	
2.1	?	1.4	ביטה
16.6%	14.8%	12.4%	תוחלת תשואה
?	45%	30%	סטיית תקן תשואה
0.7	0.8	?	מתאים עם השוק

על פניו, אני נגש למניה Q ואני מגלח שבהתאים לנוסחת החישוב הישירה הראשונה של ביטה אני מקבל :

$$\beta_Q = \frac{\rho_{Q,M} * \sigma_Q}{\sigma_M}$$

הערכים בירוק - נתוניים. הערכים שבחרור - 2 נעלמים, במשווה אחת. לא תופס.

אם אני נגש ל - J, אין לי את המתאים עם השוק בכלל.

אם אני נגש ל - G, אין לי את הביטה... אבל רגע! אולי אני יכול לחוץ את הביטה של G. זאת על בסיס משווהת ה - SML :

$$E(G) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_G$$

בhzבת נתוני תיק השוק ונכש חסר סיכון שגילינו בנדרישים א, ב נקבל :

$$14.8\% = 4\% + (10\% - 4\%) * \beta_G \rightarrow \beta_G = 1.8$$

נחזיר להגדרת ביטה על פי המתאים עם השוק, עברו נכש G, נקבל :

$$\beta_G = \frac{\rho_{G,M} * \sigma_G}{\sigma_M} \rightarrow 1.8 = \frac{0.8 * 0.45}{\sigma_M} \rightarrow \sigma_M = 20\%$$

ולכן כתשובה סופית לסעיף, סטיית התקן של תיק השוק היא 20%.

ד. שbezro' at cel simoni ha-shala

מניה Q	מניה G	מניה J	
2.1	1.8 בפתרון סעיף ג	1.4	ביטה
16.6%	14.8%	12.4%	תוחלת תשואה
60% ראו להלן	45%	30%	סטיית תקן תשואה
0.7	0.8	0.9333 ראו להלן	מתאים עם השוק

נשתמש בנוסחת הגדרת הביטה כדי לחוץ את מקדם המתאים של מניה J עם השוק :

$$\beta_J = \frac{\rho_{J,M} * \sigma_J}{\sigma_M} \rightarrow 1.4 = \frac{\rho_{J,M} * 0.3}{0.2} \rightarrow \rho_{J,M} \approx 0.933$$

גם עברו מניה Q, נשתמש בנוסחת הגדרת הביטה כדי לחוץ את סטיית התקן של תשואת הנכש :

$$\beta_Q = \frac{\rho_{Q,M} * \sigma_Q}{\sigma_M} \rightarrow 2.1 = \frac{0.7 * \sigma_Q}{0.2} \rightarrow \sigma_Q = 0.6 = 60\%$$

ה. הניחו כי הנכס משקיעים בתיק השוק 200,000 ש"ח, מtower זה 120,000 ש"ח מהו נכס העצמי והיתרה כהלוואה. מהי תוחלת התשואה וסטיית התקן של תיק זה?

תחילה, נסדר את הנתונים שהיצנו במאזן רב משאלות קודמות לגבי ריבית חסרת סיכון, ומופיע לנו תיק השוק (תוחלת תשואה וסטיית התקן). זה חשוב, משום שמדובר בתיק שכולל השקעה בתיק השוק וכן הלוואה (כי סכום ההשקעה עולה על ההון העצמי).

$$E(M) = 10\%$$

$$\sigma_M = 20\%$$

$$R_F = 4\%$$

משקל ההשקעה בתיק השוק ביחס להון העצמי:

$$W_M = \frac{200,000}{120,000} = 1\frac{2}{3}$$

באופן טבעי זה אומר ש:

$$W_F = 1 - W_M = 1 - 1\frac{2}{3} = -\frac{2}{3} < 0$$

כלומר, מדובר במשקיע שבהתאם לנתחים נוטל הלוואה בשיעור 2/3 (כ-66.67% מהו נו הון העצמי) ומשקיע את כספי הלוואה וכן את הון העצמי היחיד בתיק השוק. התקן שמתקיים בתוצאה מסוילוב של השקעה בתיק השוק והלוואה הוא תמיד יעיל במודל ה-CAPM, וכן נוכל לחשב את תוחלת התשואה וגם את סטיית התקן של התקן המשולב באמצעות הנוסחאות המתאימות לקרה היעיל:

$$E(P) = W_F * R_F + W_M * E(M) \rightarrow -\frac{2}{3} * 0.04 + 1\frac{2}{3} * 0.1 = 14\%$$

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M \rightarrow 1\frac{2}{3} * 0.2 \approx 33.33\%$$

מסקנה: תוחלת התשואה של התקן הנבחר היא 14%, וסטיית התקן שלו היא כ-33.33%.

ו. בהמשך לסעיף ה, האם משקיע שונא סיכון עשוי להשקיע בתיק זה?

לכואורה, עולה התההיה: הרוי סטיית התקן של התקן מסעיף ה גבואה יחסית (33.33%), אפילו גבואה מההשקעה בתיק השוק באופן מלא). יחד עם זאת, המשקיע מקבל פיצוי בדמות עוזף תוחלת תשואה بعد השקעה זו

(תשואה של 14% בתוחלת, שהיא גבוהה ב-10% מריבית חסרת סיכון, ואפילו גבוהה ב-4% מתוחלת תשואת השוק).

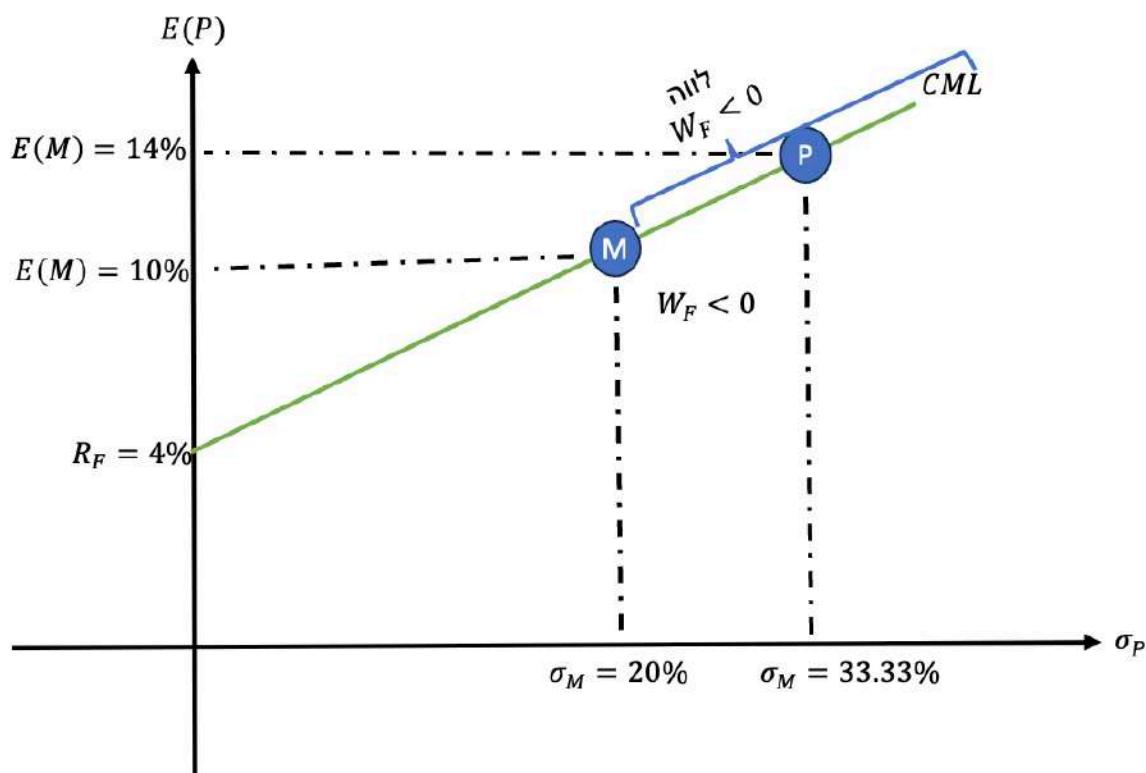
במלים אחרות - המשקיע שוקל תיק כזה מבין שהוא "מסוכן יותר" (שהה כשלעצמיו "רע") אך מנגד מודע לעודף התשואה אשר לו זיכה (שהה כשלעצמיו "טוב").

קיבלנו אם כך השפעות מנוגדות, או אם תרצו: תחלופה בין סיכון ותשואה. מבליל להכיר את המשקיע אינדיבידואלית לא נוכל לטען שיש לשולב את התקיק עבור כל סוגים הסיכון בעולם ובהתאם, סוג סיכון עשוי (לא בהכרח, אך עשוי) לבחור בתיק כזה.

זכורו: **כל התקיקים על ה- CML המורכבים משילוב כלשהו של נכס חסר סיכון ותיק השוק הם יעילים. וכולם מהווים חלופות השקעה רלוונטיות / יעילות מנוקדות ראות שונים סיכון.**

בשורה התחתונה: תיק המשקיע על ה CML, הוא עשוי להיבחר - למטרות סיכוןו הגבוה.

ז. **איירו את המשקיע שאפיינתם בסעיפים ה-1 ו-2 על העוקם הגרפי המתאים.**
סעיף זה הוא סעיף שמטרתו בעיקר לחדר ולסייע להבנה של ההסבר שנכלל בסעיף 1.



טיפ נסס – חישוב מקדם המתאים על בסיס הסתברויות משותפות וערכיהם ספציפיים

סרטון :

<https://youtu.be/HKDOL1roI60?si=s5CXJfC29eyzBkf7>

שאלה 69.1 – מודל ה – CAPM, זיהוי תיקים יעילים על פי הרכב ההשקעות וערכיהם ספציפיים
זהירות מסע. השאלה עוסקת ברובה בחילוצים מתמטיים. האם יש דרכים נוספות לפתרון? בהחלט כן. מצורפת דרך אחת. כל עוד מקפידים לעבוד **לפי נוסחאות רלוונטיות לפי סוג הנכס**, זה עניין של צבעוניות בפתרון.

בשוק מניות בו מתקיימים מודל ה – CAPM מתקיימים שני תיקים יעילים: תיק 1 ותיק 2. ידוע ששיעור ההשקעה בתיק השוק בתיק 1 הוא 70% ושיעור ההשקעה בתיק השוק בתיק 2 הוא 140%. תוחלת תשואה תיק 1 היא 20.5% ותוחלת התשואה של תיק 2 היא 31%. סטיית התקן של תיק 2 היא 42%.
בנוסף, בשוק נסחרות המניות 3 ו-4 הנחשות כלא יעילות. תוחלת התשואה של מניה 3 היא 22% ושל מניה 4 היא 34%. סטיית התקן של מניה 3 היא 48%.

נדרש :

א. האם נכונה הטענה שההרכב של התקנים היעילים כולל רק השקעות בתיק השוק ובנכש חסר סיכון (לרבות הלואה)? נמקו בקצרה ללא צורך בחישוב.

ב. חלצו את סטיית התקן של תיק השוק M .

ג. חלצו את סטיית התקן של תיק 1.

ד. חלצו את שער הריבית חסר הסיכון R_F .

ה. חלצו את תוחלת התשואה של תיק השוק (M).

ו. מהי הביטה של המניות 3 ו-4 הגדרו אותן בהתאם לאגרסיבית, ניטרלית או דנסיבית.

ז. מהם רכיבי הסיכון במניה 3? בפרט, מהו רכיב הסיכון השיטתי (השאינו ניתן לפיזור) ומהו רכיב הסיכון השיטתי (הניתן לפיזור)? (טיפ: $\sigma^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$)

פתרון :

סעיף א – המשמעות של יעילות בהנחות CAPM

סביר את שני המשפטים הראשוניים :

1. בשוק מניות בו מתקיימים מודל ה – CAPM מתקיימים שני תיקים יעילים: תיק 1 ותיק 2.
2. ידוע ששיעור ההשקעה בתיק השוק בתיק 1 הוא 70% ושיעור ההשקעה בתיק השוק בתיק 2 הוא 140%.

מודל ה – CAPM הוא מודל לניהול תיקי השקעות, אשר מתקיים בסביבה כלכלית שבה קיימים גם נכסים מסוכנים וגם נכס חסר סיכון.

לפי הגדרות מודל CAPM, כל התיקים הייעילים מורכבים משילוב כלשהו בין שני נכסים / תיקים : האחד, הוא נכס חסר סיכון R_f . השקעה בנכס חסר סיכון יכולה להיות גם "שלילית" או במשקל שלילי, ובמקרה כזה תציג נטילת הלוואה (شمטאesaftret במשמעות המודל).

הנכס השני שבו ניתן להשקיע במסגרת תיקים יעילים הוא תיק השוק M . תיק השוק הוא השילוב האופטימלי של נכסים מסוכנים – זה אשר ניתן לחייב חלק מכיספי ההשקעה אליו (או כולם) משמעו, שהחלק המוסף בתיק מושקע בקרה אופטימלית.

בעצם, בכל תיק השקעות ייעיל בהנחות ה – CAPM בחירת המשקיע למעשה מתמצה בשאלת של "איזה חלק מכספי" יסכן. אותו חלק יושקע בתיק השוק, והיתר בנכס חסר סיכון הנושא ריבית חסרת סיכון.

נוטל הלוואה ומשכיע גם את כספו הפרטני וגם את כספי הלוואה בתיק השוק.

לכן, ובתמצית: הטענה נכון. בהנחה CAPM – **כל התיקים הייעילים מורכבים מנכש חסר סיכון ו/או תיק השוק במשקלים רלוונטיים לשקיע.**

סעיף ב – סטיית התקן של תיק השוק (והקשר בין משקל השקעה לערך זה)

יבוז שסטיטית התקן של תיק 2 שהנו תיק עיל (ולכן מורכב רק מנכש חסר סיון / הלוואה ותיק השוק) היא 4.2%. בכל תיק עיל במודל ה – CAPM, כל הרכיב המוסף נובע מהשיקעת חלק בתיק השוק. היתרתו המושקעת בנכדים מסווגים לא תורמת לסיון.

בהתאם, תיקים יעילים במודל CAPM מקיימים את המשפט שאומר שטטיות התקן של תיק יעיל במודל CAPM שווה למכפלת השיעור מכפלי המשקיע (W) המושקע בתיק השוק (M), בsteady-state של תיק השוק

כלומר: σ_M

$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

ובחצבת נתוני תיק 2 שלפיהם סטטיסטית התקן היא 42%, ומשקל (שיעור ההשקעה) בתיק השוק היא 140%, נקבע ש:

$$\sigma_2 = 140\% * \sigma_M = 42\% \rightarrow \sigma_M = 30\%$$

סעיף ג – סטיית התקן של תיק 1

גם תיק 1 הוא יעיל, ובנוסף, על פי נתוני השאלה נאמר: משקל ההשקעה בתיק השוק בנכש זה הוא 70%, וסתיתת התקון של התקין היא 21%.

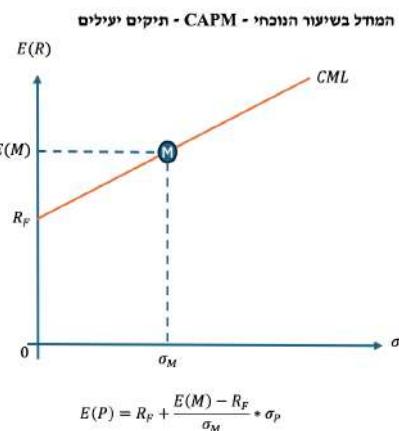
$$\sigma_P = W_M * \sigma_M$$

ובהצבת הנתונים בשאלת לגבי משקל ההשקעה בתיק השוק, לצד סטיית התקן של השוק, נוכל להגיע לסתירות התקן של התקן הספציפי 1 :

$$\sigma_1 = 70\% * 30\% = 21\%$$

סעיף ד – חילוץ הריבית חסרת הסיכון

הריבית חסרת הסיכון היא למעשה חלק מהמשווה של הימש שמנדרת את התקנים הייעילים (לרובות אלו שבהם עסקנו בסעיפים קודמים).



בחרנו במשווה זה כי היא אחד הקשרים שקיים בתיקים יעילים, ואשר כוללים התייחסות לנכס חסר סיכון R_F .

להלן למשווה ה- CML הקובעת את הקשר הבא לגבי כל התקנים הייעילים במודל :

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

רכיבו נתוני סיכון ותוחלת של התקנים הייעילים מנתוני השאלה והסעיפים הקודמים :

תיק 2	תיק 1	
31%	20.5%	תוחלת – נתונה בשאלת
42%	21%	סטיית תקן – חושבה לעיל

אם נתייחס לשיפוע כולו (המקדם של סטיית התקן של התקן) בתור נעלם, נוכל לקבל בזריזות רבה את צמד המשוואות הבאות המתיחסות לתיקים הייעילים 1 ו- 2 :

$$E(1): \quad (I) R_F + x * 21\% = 20.5\%$$

$$E(2): \quad (II) R_F + x * 42\% = 31\%$$

הפתרון המתתקבל מפתרון 2 המשוואות בשני געלמים הוא :

$$R_F = 10\%; \quad x = 0.5$$

מסקנה : הריבית חסרת הסיכון היא 10%.

סעיף ה – חילוץ תוחלת התשואה של תיק השוק

ה-א שהוא השיפוע של משווהת ה- CML המתאימה לתיקים ייעילים הוא למעשה :

$$\frac{E(M) - R_F}{\sigma_M}$$

בחצבת הערכים היודיעים לנו בשלב זה – סטיית התקן של תיק השוק במכנה, והריבית חסרת הסיכון במונה, נוכל להציב ולקבל (את הריבית חסרת הסיכון במונה חילצנו בסעיף ד, ואת סטיית התקן של השוק חילצנו בנדיש ב):

$$\frac{E(M) - 0.1}{0.3} = 0.5 \rightarrow E(M) = 25\%$$

סעיף ו – חילוץ הביטה של הנכונות הבודדות

הביטה היא מدد שנקרא "מקדם הסיכון השיטתי". מדובר ברכיב סיכון שמתקיים בכל תיק / נכס (בין אם הוא ייעיל ובין אם איינו ייעיל) למעט בנכס חסר סיכון (שבו הביטה אפס). מה מיוחד בביטחון בהשוויה לסטיית התקן? שabitat לוכדת / מודדת רק את רכיב הסיכון שאינו ניתן לפייזור (השיטתי). לכן, הביטה יוצרת קשר בין ערכה (ערך הביטה) לבין תוחלת התשואה של כל נכס (גם אם הוא לא ייעיל וככל סיכון מיותר).

ברמה הפרקטית, כאשר השוק בשיווי משקל (ברירת מחדל), ולכן מקיים את משווהת ה- SML לגבי כלל הנכסים הנבחנים בו – ייעילים ולא ייעילים כאחת, יקימו את הקשר הבא :

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

על פי נתוני השאלה, תוחלת הנכס הלא ייעיל (3) היא 22%.

בנוסף, תוחלת הנכס הלא ייעיל (4) היא 34%.

למרות שאינם ייעילים, ולכן הצבה במשווהה הלינארית של CML (ראו נדרשים קודמים) **אסורה**, כברירת מחדל מתקיים בשוק שיווי משקל שמאפשר להעריך את התוחלת של הנכסים על בסיס הביטה (וכן לחוץ את הביטה במידה וההתוחלת נזונה).

בנדרשים קודמים הראינו שהריבית חסרת הסיכון 10%, וכי תוחלת התשואה של תיק השוק 25%.

בחצבת נתוני הנכסים הלא ייעילים 3 ו-4 יותר הנתונים מנדירים קודמים, קיבל :

$$E(3) = 10\% + [25\% - 10\%] * \beta_3 = 22\% \rightarrow \beta_3 = 0.8$$

$$E(4) = 10\% + [25\% - 10\%] * \beta_4 = 34\% \rightarrow \beta_4 = 1.6$$

מעבר לעובדה שהביטה משקפת את האומד של הסיכון שאינו ניתן לפייזור ומשפיע על תוחלת התשואה בכל נכס – ברמה הסטטיסטית, היא מתארת את עצמת ההשתנות התשואה הנכס הספציפי ביחס לעוצמת השתנות תיק השוק. במלים אחרות : נכס בעל ביטה שקטנה מ-1 הוא נכס "דפנסיבי" מושם שעוצמת השתנות ערכיו תנודתית פחותה מזו של תיק השוק. נכס בעל ביטה שגדולה מ-1 הוא נכס "אגרסיבי". נכס שהביטה שלו היא 1 בדיקון נקרא נכס ניטרלי. בהתאם, נכס 3 הוא דפנסיבי (ביטה קטנה מ-1) ונכס 4 אגרסיבי (ביטה גדולה מ-1).

סעיף 2 – פיצול הסיכון לרכיביו – סיכון שיטתי ולא שיטתי

המשווהה מגדרה את שונות התשואה של כל נכס על בסיס סיכון רכיבי הסיכון שלו: רכיב הסיכון השיטתי (שאינו ניתן לפיזור ותלויה בביטא) ורכיב הסיכון הלא שיטתי (שניתן לפיזור, שניתן להמנע ממנו ע"י בנייה שונה של התקן) ואשר קיים רק בתיקים לא יעילים.

רכיב הסיכון השיטתי (המחובר הראשוני) $\sigma_M^2 \beta_i^2$ והוא מהויה מכפלה של הביטה של הנכס ברכיבו בשונות של תיק השוק בעוד שרכיב הסיכון הלא שיטתי הוא "כל היתר" σ_{NS}^2 (ולכן לעולם לא יחוש בפני עצמו אלא יחולץ).
כלkommen :

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

הנדרש מבקש לחוץ את רכיב הסיכון השיטתי והלא שיטתי עבר נכס שהביטה שלו 0.8, כאשר ידוע שטיטית התקן של תיק השוק 30%, וטיטית התקן של הנכס עצמו היא 48%. כך אפשר לחוץ את רכיב הסיכון השיטתי (באדום) ואת רכיב הסיכון הלא שיטתי המחולץ בשלב הבא – בירוק :

$$0.48^2 = 0.8^2 * 0.3^2 + \sigma_{NS}^2 \rightarrow \beta_i^2 \sigma_M^2 = 0.0576 \quad \sigma_{NS}^2 = 0.1728$$

בהתמצית – אופן ההתייחסות לתרגיל זה:

כשאנו דנים בתיקים יעילים במודל ה – CAPM עומדת לרשותנו ארסנל נוסחאות רחב למדוי שכוחו יפה רק לתיקים אלו (המודדרים כיעילים בנתוני השאלה).

ארסנל זה כולל בין היתר את משוואת הסיכון כפונקציה של משלבי השקעה וכן את משוואת הקו ישיר CML. יחד עם זאת, בתיקים יעילים מתקיימים גם קשרים מתמטיים נוספים, שאטם עשויים להידרש להם בשאלות שונות. נוסחאות נוספות אלו מרכזות לכט בראש מערך שיעור זה.

מעבר לכך אם עבורים לחלוצים והגדירות הקשורות לתיקים לא יעילים, כל ארסנל נוסחאות היעילות מאבד מתוקפו, ניתן לבצע שימוש בקשרים בין ביטה לתוחלת תשואת תיק, וכן במשוואת פירוק הסיכון לרכיביו.

שאלה 70 - חילוץ יעילות ובדיקה של שווי משקל

להלן נתונים בדבר נכסים שונים בשוק הון :

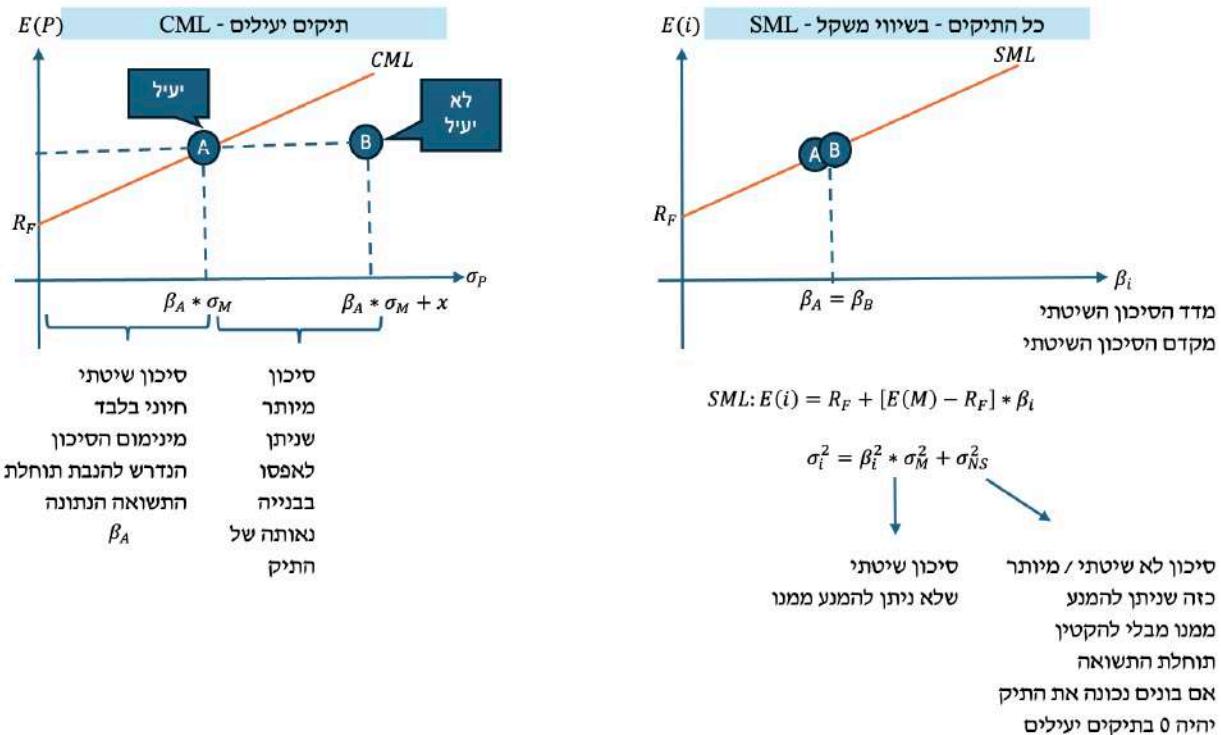
פרטים	נכס C	נכס D	תיק השוק	נכס חסר סיכון
תוחלת תשואה	22%	28%	25%	10%
סטטיסטיקת קון	12%	25%	15%	0
ビיטה	0.8	1.4	1	0

נדרש :

- מי מבין הנכסים C או D הוא יעיל, אם בכלל? נמקו.
- האם שוק המניות בשווי משקל לפי SML? נמקו.
- כיצד יש לפעול על מנת להניב רווחי הון בשוק זה?

פתרון :

רקע: השאלה מתחילה בהבחנה בין שווי משקל ויעילות. וכייז מודל ה - **CAPM** יודע בכלל להתייחס לתיקים לא יעילים?



- יעילות ניתנת לבחון בכמה אופנים. הדרך הייעלה ביותר, בהינתן נתונים ביטא, תשען על הנוסחה הבאה שמתקיימת רק בתיקים יעילים :

פרטים	נכס C	נכס D	תיק השוק	נכס חסר סיכון
תוחלת תשואה	22%	28%	25%	25%
סטיית תקן	12%	25%	15%	10%
ביטה	0.8	1.4	1	0

הראינו שנוסחה כללית לפירוק סיכון לרכיביו בתיק קלשה תהיה :

$$\sigma_P^2 = \beta_P^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

עוד ציינו, שכאשר מדובר בתיק **יעיל**, רכיב הסיכון המיותר / הלא שיטתי מתאפס :

$$\sigma_{NS}^2 = 0$$

מכאן שבתיקים יULLIM :

$$\sigma_P^2 = \beta_P^2 * \sigma_M^2$$

נציב את נתוני הנכסים C ו- D במשוואת זו. נכסים שיקיימו את המשוואת הם יעילים.

$$\sigma_C^2 = 0.12^2 = 0.8^2 * 0.15^2 \rightarrow 0.0144 = 0.0144$$

$$\sigma_D^2 = 0.25^2 = 1.4^2 * 0.15^2 \rightarrow 0.0625 = 0.0441$$

ב. כדי לבדוק האם שוק המניות בשוויי משקל, נבחן הצבה ב - SML וקיים המשוואת עבור כל נכס :

בבוחת שוויי משקל, כל הנכסים המסוכנים צריכיםקיימים את משוואת קו ה - SML.

המשוואת היא :

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

נציב את הריבית חסרת הסיכון $R_F = 10\%$ ואת תוחלת תשואת השוק $E(M) = 25\%$ וואז קיבל :

$$E(i) = 10\% + [25\% - 10\%] * \beta_i$$

או בעצם :

$$E(i) = 10\% + 15\% * \beta_i$$

נציב את נתוני הביטה של נכס C - מגלת מהי התוחלת הצפואה, ומשווה אותה לתוחלת בפועל :

$$E(C) = 10\% + 15\% * 0.8 = 22\% = \text{תוחלת נתונה בפועל}$$

ולכן נכס C בשוויי משקל.

נציב את נתוני הביטה של נכס D - מגלת מהי התוחלת הצפואה, ומשווה אותה לתוחלת בפועל :

$$E(D) = 10\% + 15\% * 1.4 = 31\% > 28\% = \text{תוחלת נתונה}$$

המסקנה: נכס D איננו בשוויו משקל; תוחלותו בפועל (28%) נמוכה מזו הצפואה לאור רמת הסיכון השיטתי (הביתא) של הנכס ונתוני השוק (31%). במצב כזה, על פי המודל, נטען כי לאורך זמן המשקיעים יגלו שמדובר במניה מסוכנת מדי ביחס לתוכלת שהיא מניבה; המשקיעים יברחו מהנכס ומחירו צפוי לרדת.

אם התוחלת בפועל הייתה גבוהה מהczפואה בשוויו משקל - לפי המודל, לאורך זמן המשקיעים היו מගלים שמדובר במניה מדהימה ואטרקטיבית ביחס לרמת הסיכון שלה, וכך - היו רוכשים את הנכס בהמוניים ומחיר המניה היה עלה.

ג. כיצד יש לפעול על מנת להניב רווחי הון בשוק זה?

כדי להניב רווחי הון, נדרש לרכוש בזריזות נכסים המניבים תוכלת הגבוהה מזו הצפואה לפי SML. מדוע? כי לאורך זמן, בהנחות המודל, המשקיעים יגלו את התשואה העודפת הנ"ל, יתנפלו לרכוש את הנכס, ומחירו יעלם.

לחילופין, ניתן למכור בחסר נכסים המניבים תוכלת הנמוכה מזו הצפואה לפי SML. מדוע? כי לאורך זמן, בהנחות המודל, המשקיעים יגלו את תשואת החסר, יברחו מהמניה ומחירו ירד. בנתוני השאלה - נכס D הוא המניב תוכלת תשואה בחסר (نمוכה מהczפואה, $28\% < 31\%$) ולכן נמכור נכס זה בחסר כדי להניב רווח הון.

מה למדתי מהשאלה?

- למדתי שחזק מודל CAPM בהקשר לנכסים ייעילים (קו ה - CML וباופן כללי - הנוסחאות 4-1 מתחילה מפגש ההנחה) עליינו ללמידה להתייחס גם לנכסים / **תיקים שאינם יעילים**.
- התיחסות זו תהיה מבוססת על **ביתא**, ועל שני פיתוחים עיקריים :

 - האחד הוא SML, שבודח את הקשר שבין רמת הסיכון השיטתי (המוציאריה) להשקעה בנכס (ביתא) לבין תוכלת התשואה.
 - הפיתוח הנוסף - הוא פירוק הסיכון לרכיביו (כך שבנכט לא יעיל ישנו סיכון שיטתי ולא שיטתי).

- עוד;bחרנו, שה - SML צפוי להתקיים לכל סוגי הנכסים ללא תלות ביעילותם ובלבד שמדובר בנכסים בשוויו משקל.
- שווי משקל הוא ברירת מחדל בקורס.**
- יחד עם זאת, אם שאלה מבקשת לבדוק האם קיים שוויי משקל, זה אומר שהנחה מופרת, וצריך לבדוק אותה עבור כל נכס חדש על בסיס הצבה מתאימה של נתוני ב - SML.

שאלה 71 - חישוב ערכי ביטא, תוחלת תשואה וטילובים

בשוק ההון נסחרות המניות הבאות:

טילובים	טוחלת תשואה	שונות משותפת עם השוק
A	10%	0.009
B	15%	0.047
C	18%	0.03
D	7%	0.005

טבלת מקדמי מתאימים בין הנכסים:

D	C	B	A	
-0.3	0.3	-0.5	1	A
0.4	0.8	1		B
0.1	1			C
1				D

ריבית חסרת סיכון במשק מחושבת על בסיס נתוני מק"ם לשנה הנפוצה ב-100 ש"ח ומחירו היום 95.2381 ש"ח. כמו כן, ידוע כי תוחלת שיעור התשואה השנתית של תיק השוק היא 20% וטילוב התיק של תיק השוק 15%.

בשוק ההון מתקיימים מודלים - CAPM והשוק מצוי בשוויי מילון.

נדרש:

- חשבו את הביטה של כל נכס.
- חשבו את תוחלת התשואה של כל מניה.
- מה צפואה להיות בשנה הקרובת תוחלת התשואה השנתית של תיק המורכב מחלקים שווים של המניות C, B, A ו- D, ומהי טילוב התיק שלו?
- מהי תוחלת התשואה של תיק המורכב ממניות A ו- D בלבד וטילוב התיק שלו מינימלית?

פתרון:

השאלה עוסקת במגוון רחב של חישובים מתמטיים / סטטיסטיים, שעוזרים לנו להבין קצת יותר את האופן שבו מגיעים לערכים שבבסיס המודלים השונים ב- CAPM. בפרט:

- חשבו את הביטה של כל נכס.

נוסחה 1 - חישוב הביטה לפי היחס בין השונות המשותפת עם השוק $Cov(i, M)$ לבין שונות תיק

השוק:

$$\beta_i = \frac{Cov(i, M)}{\sigma_M^2}$$

נוסחה 2 - חישוב הביטה לפי מקדם המתאים בין המניה לשוק מוכפל ביחס בין סטיית התקן של הנכס לבין סטיית התקן של השוק :

$$\beta_i = \rho(i, M) * \frac{\sigma_i}{\sigma_M}$$

בשאלה הspirificait הזו, אני מקבל בטבלה את נתוני השונות המשותפת עם השוק. לכן נפעיל בנוסחה :

שונות משותפת עם השוק	סטיית התקן	
0.009	10%	A
0.047	15%	B
0.03	18%	C
0.005	7%	D

נתון בנוסף שסטיית התקן של תיק השוק 15%.

נציב ונקבל :

$$\beta_A = \frac{0.009}{0.15^2} = 0.4$$

$$\beta_B = \frac{0.047}{0.15^2} = 2.09$$

$$\beta_C = \frac{0.03}{0.15^2} = 1.33333$$

$$\beta_D = \frac{0.005}{0.15^2} = 0.2222$$

ב. חשבו את תוחלת התשואה של כל מניה

בהתדרה, שיווי משקל (לא יעילות) מתקיים כברירת מחדל. לכן, אלא אם יש סיבה טובה להניח אחרת, משוואת ה - SML מתקיימת בשוק ההוון עבור כל סוגי הנכסים.

$$SML: E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

בשאלה נתון :

הרביה חסרת הסיכון R_F נדרשת לחילוץ מנתוני מק"ם שעולה היום 95.2381 ש"ח ונפוצה בעוד שנה בתמורה ל-100 ש"ח.

$$R_F = \frac{100}{95.2381} - 1 = 5\%$$

תוחלת התשואה של תיק השוק נתונה בשאלה :

$$E(M) = 20\%$$

וערכי הביטה של כל נכס בנפרד כבר חושבו :

$$SML: E(i) = 5\% + [20\% - 5\%] * \beta_i$$

או בעצם :

$$E(i) = 5\% + 15\% * \beta_i$$

נציב את ערכי הביטה השונים בשאלה ונקבל את תוחלות התשואה הרלוונטיות של כל אחד מהנכסים :

$$E(A) = 5\% + 15\% * 0.4 = 11\%$$

$$E(B) = 5\% + 15\% * 2.09 = 36.35\%$$

$$E(C) = 5\% + 15\% * 1.33333 = 25\%$$

$$E(D) = 5\% + 15\% * 0.2222 = 8.33\%$$

ג. מה צפואה להיות בשנה הקרובת תוחלת התשואה השנתית של תיק המורכב מחלקים שווים של המניות ו - D, B, C ו מהי סטיית התקן שלו ?

למרות שהשאלה עוסקת בעיקרו בעולמות ה - CAPM, חישוב התוחלת וסטיית התקן של תיקי השקעות המורכבים מnectים מסוימים בלבד - עוברת דרך דרכם ההגדרות של המודל הקודם (שיעור קודם) :

$$E(P) = W_B * E(B) + W_C * E(C) + W_D * E(D)$$

$$\sigma_P = \sqrt{W_B^2 \sigma_B^2 + W_C^2 \sigma_C^2 + W_D^2 \sigma_D^2 + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C * \rho(B, C) + 2W_B W_D \sigma_B \sigma_D * \rho(B, D) + 2W_C W_D \sigma_C \sigma_D * \rho(C, D)}$$

כאשר מדובר בתיק השקעות המורכב מ-3 מניות ב"חלקים שווים" הרי שהמשמעות היא :

$$W_B = W_C = W_D = \frac{1}{3}$$

נציב ונגלה :

$$E(P) = W_B * E(B) + W_C * E(C) + W_D * E(D)$$

$$E(P) = \frac{1}{3} * 36.35\% + \frac{1}{3} * 25\% + \frac{1}{3} * 8.33\% = 23.22\%$$

$$\sigma_P = \sqrt{W_B^2 \sigma_B^2 + W_C^2 \sigma_C^2 + W_D^2 \sigma_D^2 + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C * \rho(B, C) + 2W_B W_D \sigma_B \sigma_D * \rho(B, D) + 2W_C W_D \sigma_C \sigma_D * \rho(C, D)}$$

סטיית התקן	
15%	B

18%	C
7%	D

$$\sigma_P = \sqrt{\left(\frac{1}{3}\right)^2 0.15^2 + \left(\frac{1}{3}\right)^2 0.18^2 + \left(\frac{1}{3}\right)^2 0.07^2 + 2\left(\frac{1}{3}\right)^2 0.15 * 0.18 * 0.8 + 2\left(\frac{1}{3}\right)^2 0.15 * 0.07 * 0.4 + 2\left(\frac{1}{3}\right)^2 0.18 * 0.07 * 0.1}$$

והתוצאה (מקויה שלא טעיתי בהקלדה השם ירחים, העיקר שאתם מבינים את הדרך לעיל) :

$$\sigma_P = 11.251\%$$

ד. מהי תוחלת התשואה של תיק המורכב ממניות A ו- D בלבד וסטיית התקן שלו מינימלית?

גם הנדרש הזה חוזר לעולם של שני נכסים מסווגים בלבד. הראיינו בפגש הקודם, שכדי לחשב את תוחלת התשואה וסטיית התקן של תיק המורכב מ-2 נכסים מסווגים בלבד, علينا להשתמש תחילה בנוסחה לחילוץ משקליה השקעה בתיק מינימום סיכון :

$$W_A^{MNP} = \frac{\sigma_D^2 - \rho(A, D) * \sigma_A * \sigma_D}{\sigma_A^2 + \sigma_D^2 - 2 * \rho(A, D) * \sigma_A * \sigma_D}$$

ב换צבת נתונים השאלה נגלה :

$$W_A^{MNP} = \frac{0.07^2 - (-0.3) * 0.1 * 0.07}{0.1^2 + 0.07^2 - 2 * (-0.3) * 0.1 * 0.07} = 0.36649 \approx 36.65\%$$

$$W_D^{MNP} = 1 - W_A^{MNP} = 1 - 36.65\% = 63.35\%$$

וכעת נציב ערכים אלו בנוסחת התוחלת וסטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסווגים - ונוכל להגעה לנדרשים :

$$E(P) = W_A E(A) + W_D E(D)$$

$$E(P) = 0.3665 * 0.11 + 0.6335 * 0.08333 \approx 9.31\%$$

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_D^2 \sigma_D^2 + 2W_A W_D \sigma_A \sigma_D \rho(A, D)}$$

$$\sigma_P = \sqrt{0.3665^2 * 0.1^2 + 0.6335^2 * 0.07^2 + 2 * 0.3665 * 0.6335 * 0.1 * 0.07 * (-0.3)} \approx 4.83\%$$

מה למדנו מה שאלה זו?

- שישנן נוסחאות לחישוב הביטא באופן ישיר, במיוחד כשידוע מוקדם המתאים עם השוק או שונות משותפת עם השוק.
- שכאשר עוסקים בשילוב ספציפי בין נכסים מסווגים בלבד, אז גם כשמדבר במודל ה- CAPM למעשה חוזרים אחורה לנוסחאות של נכסים מסווגים בלבד.

סוגיות קטנות נוספות לדין – מודל ה-CAPM בהקשר למשמעות הביטא ושיווי משקל

- א. ביטה מוגדרת כ"VIC מיטוי השיטתי". האם ניתן להגדיר טוחני ערכיים לביטא בהקשר זה ואת משמעותם?
- ב. בחלק מהשאלות העוסקות במודל ה-CAPM מוזכר המושג "שווי משקל". מה משמעותו העקרונית? האם הוא מהויה בירור מחדל?

תשובות:

- א. כפי שהגדכנו, בעולם שצורך לדון בסיכוןים גם בהקשר לנכסים לא ייעילים, משווהת הסיכון הכלול היא כדלקמן:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

רכיב הסיכון השיטתי, זה שלא ניתן להמנע ממנו, גם אם נשלב את המניה בתיק מפוזר הוא המחוור הראשון במשווהה:

$$\beta_i^2 \sigma_M^2$$

המשמעות: כאשר ביטה קטנה מ-1, הסיכון השיטתי נמוך יותר מסיכון השוק. מבחינה כלכלית, מדובר בדרך כלל במניות מסורתיות, בתחוםים שימושיים פחות מהתנודתיות בשוק הנון – מזון, תשתיות, Healthcare וכיוצא בזיה. השקעה בסקטורים אלו בדרך כלל תוביל את המשקיע ל███ נמוך מאשר השקעה כללית בשוק כולם. ההגדירה של מניות בעלות ביטה נמוכה מ-1 היא מניות **דפנסיביות**. כאשר ביטה גדולה מ-1, הסיכון השיטתי של המניה גבוהה יותר מסיכון השוק. מבחינה כלכלית, מדובר בדרך כלל במניות מתחום החשופים לצמיחה עם סיכון גבוהים יותר, כגון – הייטק, ייצור בינלאומי שפוף למגבלות סחר וכיו"ב. ההגדירה של מניות בעלות ביטה גבוהה מ-1 היא מניות **אורסיביות**. כאשר ביטה שווה ל-1, המניות מוגדרות כ"גיטרליות".

ב. באופן כללי, מודל ה-CAPM מציג את מערכת הקשרים הקובעת את תוחלת התשואה של מניות בודדות (בין היתר). בהיבט זה, מניה תמצא בשווי משקל כאשר הביקוש למניה זהה להיצע למניה. עקרונית, בהחלט יתכן שמניה מסוימת תפגון, למשל, ביצועי חסר (למשל, apkapp לאחרונה). שינוי זה, שנובע כתוצאה מגורם בלתי צפוי (כגון מלחמות סחר) מובילה לכך שהמשקיעים בורחים מהמניה. ככל עוד המצביע זהה נמוך, ומהירות המניה לא מתיציב, לא יוכל לומר שהמניה בשווי משקל. זה באופן כללי. נחזר לרגע למודל. הוא קובע שתוחלת התשואה המצויה והנדרשת על ידי משקיעים ממניה היא פונקציה של הסיכון השיטתי הגולום בה (של הביטה).

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

אם מסיבה כלשהי בפרק זמן כלשהו, מתקיים ש:

$$E(i) < R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

במלים: המניה מניבה במשך תקופה מסוימת תשואה ממוצעת הנמוכה מזו שהמשקיעים מצפים לה – תחת הנחות המודל, המשקיעים יתחלו "לברוח" מהמניה. ככלمر במקומות שמחירה יהיה יציב (שווי משקל) הוא ילק וירד. ירידת המחיר המשך, עד להתכנסות המניה לשוויו משקל.

ולהפך: אם מסיבה כלשהי בפרק זמן כלשהו, מתקיים ש:

$$E(i) > R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

המשמעות היא – שמחיר המניה צפוי לעלות לאור ביקוש עודף למניה, גם מצב כזה איננו מצב שווי משקל. מחיר המניה יעלה ויעלה עד להתכנסות למחיר שווי משקל.

הרעיון הכללי בקצרה, אומר: שווי משקל = משוואת ה-SML מתקיימת. וזו ברירת מחדל, גם אם לא נאמר בምפורש.

ואם כך – יעילותה היא לא ברירת מחדל [משוואת ה-CML מהחלוקת הראשון של המפגש לא מתקיימת כברירת מחדל]
לעומת זאת, שווי משקל הוא כן ברירת מחדל [משוואת ה-SML מהחלוקת השני של המפגש מתקיימת כברירת מחדל]

מפגש 6 - תרגול מסכם והיערכות לבחינה (לא מעודכן!!!)

מיini רציו:

מטרתנו לבצע דיוון מפורט במבנה הבחינה, ולאחר מכן לתת טיפים ודוגמים להכנה, החלק העיקרי יכול פתרון שאלות בהדגש ככלו שנתבקשו על ידי הקהיל. קישור ישיר להדרכה לקרה לבחינה 2024 ג - [קישור](#)

הנחיות לבחינה

עדכון במבנה הבחינה ובחומר העזר המותר לשימוש, בסמסטר הנוכחי בעקבות המצב

הבחינה מורכבת מ - 20 שאלות רב ברירה בהן נדרש לסמן את התשובה הנכונה ביותר. אין בחריה בין השאלות ונדרש לענות על כל השאלות. השאלות מתייחסות לחידות הלימוד השונות, בהתאם למשקל החיסי שנדרש ליחסן בפגשי ההנחיות:

יחידה 1, שאלה אחת לכל היותר אך יתכן גם ללא .

יחידה 5, 8 שאלות .

יחידה 6, 4 שאלות.

יחידה 8, 8 שאלות.

בבחינה נדרש לסמן את התשובות הנכונות על גבי טופס המחשב המצורף לשאלון הבחינה (או להפריד את טופס המחשב משאלון הבחינה).

הבדיקה של השאלות מתבצעת על ידי הסימון בטופס המחשב, אך נדרש להציג את החישובים וההסברים בצורה תמציתית ומסודרת (גם לשאלות התיאורטיות) כתיווח במחברת הבחינה, שכן במקרה של טעות בתשובה מתבצע בדיקה של הטiosa במחברת.

לתשומתיכם, שאלות חישוביות לא יזכו בנקודת הצעגה דריך החישוב במחברת הבחינה!

חומר העזר המותר לשימוש בבחינה:

כל חומר עזר כתוב מותר לשימוש, כולל מחשבון מכל סוג.

אסור בשימוש כל מכשיר אלקטרוני שבאמצעותו ניתן לאוצר מידע לרבות מכשיר טלפון נייד, מחשב נישא, שעון חכם ועוד'.

מומלץ להביאו לבחינה :

1. דפים מסוכמים המכילים את תמצית חומר הלימוד - נוסחאות, הסברים ונוסאים מהוותים שהסטודנטים הכין באופן עצמאי.

2. מחשבון.

3. נספח א לחלק ד - טבלאות היון .

ב鹲ילה מצוות הקורס

נקודות עיקריות ממפגש ההכנה לבחינה:

- **בקישור** מידע בדבר מבנה הבחינה. שימנו לב לחובת הצגת הדרכן בمعנה לשאלות רב-ברירה, וכן לעובדה שכל חומר עזר כתוב מותר בשימוש.
- הבחינה עצמה נמשכת 3 שעות, כולל 20 שאלות.
- היחידות המרכזיות הן יח' 5 ו-8, כמוון צורך גם את יח' 6 ויכולת להיות שאלה תיאורטיבית על יח' 1.
- **בדרך כלל, בבחינה, השאלות מסודרות לפי יחידות (במלים אחרות, לאatakל בתרחיש שבו יש שאלה על יחידה 5, ואז על יחידה 8, ואז על יחידה 6, ופתאום חזרים ליחידה 1 – בסבירותן מאד גבוהה).** יח'

עם זאת, **הסוגיות בתוך היחידות אינן מובדיות** (כלומר, אין כל הכרח שבייחידה 8 למשל, השאלה הראשונות יהיו על מרכיבי' וرك העקבות על CAPM).

מאגרי שאלות עיקריים לטובת למידה:

- **מטרות:** פתרון חוזר של המטלות צריך להתבסס על פתרון רציף שלහו, ללא סיוע כלשהו של מערכ מיפוי המטלות. יש חסרונו עצום להשקעה שלי במיפוי מטלות – והיא – שבדרכ כל אני עלול להתרגל להישען עליה ולהקצות זמן מועט מדי לחשיבה: "לאיזה נושא זה קשור מה הכללי?". זה כמובן חשוב מאד בתחילת הבדיקה לבחינה (ובאופן כללי – אבל לקרה הבדיקה זה קריטי).
- **מבחנים לדוגמא:** באתר יש 8 בוחינות – בחלק מהמקרים השאלות הלא רלוונטיות (אלו שירדו מchromani הסטטוס) סומנו, בחלק אחר זה ברור מהנתונים (ואם לא, אפשר לשאול ואtan גם כמה טיפים על זה). התשובות לרוב הבדיקות מופיעות לאחר השאלה (למעט בוחינה 8, הפתרונות הן בשאלון – בסופו, ולא בקובץ נפרד).
- **שאלות מהשיעורים + מהחברת הקורס.** בין אם עברנו על שאלה מסוימת / סוגיה בין אם לאו – היא רלוונטיות. וDAO שיעדים לפתרון ולהתyiיחס לכל השאלות במחברת.
- **לא לוותר על הרצפים באתר –** כוללים הסברים תמציתיים ברוב הנושאים העיקריים, מהפשט למורכב, וגם ובעיקר – שאלות בדרגת קושי מורכבת בסוף כל יחידה תחת הכותרת "בחן את עצמך". אני כמנחה לא חשוב לבחינה האמיתית – אבל בסטטורים האחוריים סטודנטים חזרו והדגישו את החשיבות של פתרון מעמיק של שאלות "בחן את עצמך" ככלי להכנה לבחינה בהיבטים של סוגיות וניסוח.

אופן הלמידה – המלצה חברית (כि כל אחד יאמץ לו דרכו)

- בדרך כלל, לפחות עבורי, האתגר העיקרי בבדיקה, במיוחד בשלבים הראשונים להכנה לךראתה, זהו הקושי לבחינו בין סוגים של שאלות, סוגים כלים, לעממיים אפילו – באיזו יחידה או תחת מודול מדבר. ואם אני חיליל כושל בזיה, זה מורייד ביטחון וכמובן יכול להוביל לא רק לטעות בפתרון, אלא לבזבוז זמן קולוסאלי. המרכזת בדרכ כל שאלת את השאלות לפי סדר היחידות. ועדיין, ככל נושא יש תתי נושאים וקשרים שונים.
- لكن המלצה שלי היא לפתרור שאלות לפי נושאים, אבל אחר כך לפתרור אותן בערבותה.
- למשל: אני פותר את מטלה 11, פותר את מטלה 12, וזו בונה לעצמי סוג של "מיקס" מהשאלות הללו. לוקח את השאלות ומעריב אותן. ואז אני פותר מחדש (גם אם לא באופן מלא, כי חילוץ המשוואה הסופית טיפה פחותה היסטורי מותהיל העובודה, כתיבת המשוואה הנכונה וכן הלאה) ומסביר לעצמי למה בחרתי דוקא בכלי זהה, מה בשאלת מבחינת מילוט המפתח והדיוון עוזר לי להבין באיזה כלי להשתמש וכן הלאה. טיפים עיקריים בנושא שמאד מבלבלים אותי – אני גם מעתיק לדף הנוסחאות.
- רק לאחר שסיימתי עם השאלות בצורה "מופרדת", ואז בצורה "מעורבלת", אני עוברת ל מבחנים לדוגמא, וזאת לאור העובדה שאין לצפות למצוות כל הסוגיות האפשריות (או אפילו רובן) על בסיס המבחנים לדוגמא באתר בלבד (הם כן מצוינים וככלים שאלות מכל היחידות אבל לא מכל הסוגיות והפתרונות הפוטנציאליים).

התנהלות בבחינה עצמה

- משך הבחינה 3 שעות.
- הבחינה כוללת 20 שאלות (במשקל זהה של 5 נק' לשאלת).
- המשמעות: 9 דקotas לשאלת.
- שווה לשקלול לדלג על כל שאלה מורכבת / שמסתבכת, וללכט על הנושאים / הניסוחים פשוטים ביותר תחילת. בהחלט ניתן מניסיוני לפטור חלק מהשאלות בפחות זמן, ובכך להגדיל את משך הזמן הממוצע שניtin להקצות לשאלות המורכבות.

לאחר הבחינה

- **מרכז ההוראה מפרסמת תשובות סופיות לאחר קיומם הבחינה באתר הקורס.**
- אתם יכולים לרשום לעצמכם את תשובותיכם לצורך השוואה; אבל השוואת התשובות שלכם לא מביאה בחשבון בדיקת דרך ולא מביאה בחשבון מיסיחים חליפיים שלעתים מרכזות הקורס מאשרת כמצחים בניקוד חלקי. לכן יש מצב שתתבאו סתם.
- פרק הזמן למתן ציונים – עד 10 ימי עבודה. שرون מאד חוצה, ובמקרים רבים, חולף פרק זמן קצר יותר עד החזונה.

לאחר קבלת הציון

- אפשר להזמין את מחברת הבחינה, אבל אי אפשר לקבל העתק מהשאלון.
- אפשר ליצור קשר מייל עם מרכזות הקורס sharons@openu.ac.il ולתאם שיחה (לעתים אפשר גם ל晤ת פגישה פיזית ברגענה כדי לראות את השאלה).
- לגבי ערורים:
 - ערורים צריכים להיות מקטועים. כמובן, יש לציין את השאלות הספציפיות ואת הסיבה המקצועית בעיטה נדרש תיקון. תיקון יבוצע רק בהתקנים טוות בבדיקה – כמובן: אם נרשם "לא בוצעה התאמת ריבית" והיא כן בוצעה. או "בוצע שימוש בערך עתידי במקום ערך נכון" ובסוף מתרברר לכם שכן השתמשם בערך נכון וכן הלאה. במקרים אחרות, בדרך כלל, ערורים כגון "רשמתי את הנוכנה – פשוט לא יצא לי טוב. אם אפשר ניקוד חלקי על הנוסחה הנכונה". עוד המלצה: לא לירוח לכל כיוון. זה נראה לא רציני.
 - מסיבות טכניות, בטופס המשוב לבחינה, לצערנו, בשלב זה אין אפשרות לחזוי של "נכוון חלקי". למה הכוונה? נניח שיש מונטג' תשובה. התשובה הנכונה היא ג, אך מרכזות ההוראה זיכתה לפניהם מסורת הדין את תשובה א כnocונה חלקית. במערכת זה יסומן כתשובה "nocונה" אבל תקבלו רק 3 נקודות (ולפעמים 2). זו לא טעות וחבל על הזמן בערעור – כדי לוודא היכן טיעיתם – ראו לעיל באדום – בטופס התשובות של המרכזות באתר הקורס בלבד.

מייפוי בסיסי של עיקרי החומריים למי שרווצה סוג של Brief מסכם:

יחידה	הסתעפויות (לא ממצה) – נחמד לעBOR על זה ולודא שהמושגים מכלכליים מוכר לאחר סיום הלמידה
5	<p>ברובד הבסיסי:</p> <p>חישובי ערך עתידי - של סכום יחיד, של סדרה (מע"ס - FVFA, לוח א-2 בנספח א לכרך ד), לרבות מספר סדרות, התאמות זמן ותקופה, התאמות ריבית (כפי הריבית חיובית להתאים בחישובים סדרתיים לפרק הזמן בין תשלומים) וככל חילוצי ערכים (הפקדות, ריבית, תקופות וכיו"ב) כאשר הערך העתידי נתון.</p> <p>חישובי ערך נוכחי (שנקראים גם חישובי שווי / חישובי מחיר - מענ"ס - PVFA - לוח א-4 בנספח א לכרך ד) - כנ"ל (של סכום יחיד, של סדרה וכו'), לרבות של מספר סדרות ולרבות סדרה אינטואטיבית.</p> <p>חישובי ריבית - על בסיס מגוון נסחאות - המרת ריבית נקובה לאפקטיבית, התיאחות לריבית מראש, שילוב של ריבית דרייבית וריבית מראש, וגם חילוץ ריבית מנתוני סדרות (לוויית CD וכן ... אתה מוחזיר כל חודש CD וכן ... מהי הריבית המגולמת בעסקה). ברמתת "מה להציג" – רוב חישובי הריבית ומעברי הריבית ב מבחנים הם המערבים הבסיסיים ביותר הנשענים על $1 - \frac{1}{(1+r)^n}$. בכל מקרה שבו בשאלת המרת הריבית מבוצעת בדרך אחרת, חשוב להבין מדוע, ובמידה ולא בהיר – להקפיץ שאלה.</p>
6	<p>ברובד המורכב יותר - יישומים:</p> <p>ישומים ממשמעם ש: (א) לא בהכרח מצינים בפנוי את הערך הנוכחי / העתידי. אני צריך להסיק מסוג השאלה את סוג הכללי. (ב) בדרך כלל, שאלות כאלו נשענות על חילוץ. להלן דוגמאות:</p> <ul style="list-style-type: none"> - בחירה בין חלופות (על ידי חישוב הערך הנוכחי של כל חלופה - ובחירה במשתלמת יותר). - הפקדות ומשיכות (אני אוהב לקרוא לזה "אייזון אקטוארי") - שבדרכ כל אלו פותרים על ידי חישוב FV של הפקדות והשוואתו ל - PV של המשיכות. - חילוצי ערכים: ידוע הערך הנוכחי; יש לחלץ ריבית; ידוע הערך העתידי - יש לחלץ מספר תשלומים; ידוע סכום סכום החסכו, יש לחלץ את סכום ההפקדה וכיו"ב. - הלוואות - במיוחד (אבל לא רק!) הלוואות שפייצר (החזירים קבועים) והלוואות הנפרעות בהחזרי קרו שווים (לוח סילוקין רגיל). כולל שינויים בלוח - ההלוואה בתנאים מסוימים, ובשלב מסוימים משתנה, ועוד אז - צריך לחשב את יתרת ההלוואה עבר השינוי ולפירוש אותה כ"הלוואה חדשה" לפי התנאים החדשניים. - ספציפית לגבי הלוואות – הדיוון במחברת הקורס השוטפת הוא מצומצם יחסית, יש לדאוג להרחיב מהרכפים ובנוסף ניתן (לא חובה) להסתיע בחומריים הנוספים שבסוף מחברת הקורס. <p>ברובד הבסיסי:</p> <p>סוגיות הקרייטריונים לבחינת כדיות השקעות</p> <p>חישוב NPV – ענ"ג</p> <p>חישוב IRR – שט"פ</p> <p>חישוב PI – מדד רווחיות</p> <p>חישוב החזר הון שנתי.</p> <p>כדיות לפי כל קרייטריו</p> <p>סוגי פרויקטים</p>

<p>צריך לדעת קודם כל אילו סוג פרויקטים קיימים, ואיך מזהים את המבנה התזרימי שלהם.</p> <ul style="list-style-type: none"> - קונבנציונליים של השקעות (מתחללים מتوزרים שלילי / שליליים ובהמשך הופכים לחובי / חיוביים בלבד). - קונבנציונליים של נטילת הלוואות – מתחללים מتوزרים / תזרימיים חיוביים, ובהמשך הופכים לשיליים / שליליים (צורת עוקום ענין "הפוכה" עולה משמאלי לימין, קרייטריון IRR הפוך). - לא קונבנציונליים : מספר היפוכי סימן שונה מ-1, כל פרויקט שלא עונה לאחת מ-2 ההגדרות הקודמות. - לדעת אילו קרייטריונים רלוונטיים / לא רלוונטיים ובאיוזה מצב. ראו כאן טבלה רלוונטיות 	
<p>פרויקטים שונים / מתחרים / דירוגי פרויקטים / סטירה בין קרייטריונים / הצגה גרפית</p> <ul style="list-style-type: none"> - הצגה גרפית של פרויקטים – קונבנציונליים של השקעה (ירודים משמאלי לימין, כולל הנקודות שלמדו לאפיונים המלא), וקונבנציונליים של הלוואה (הופכים) ולא קונבנציונליים (שאין להם תיאור גרפי ספציפי). <p>בהתאם דירוג פרויקטים (מי עדיף על מי / מה לבצע / בחירה בין פרויקטים :</p> <ul style="list-style-type: none"> - בלתי תלויים (אפשר לעשות מה שנחפוץ, ללא מגבלות). הקרייטריונים מוצבים בכיוונים דומים*. - מוצאים זה את זה (יש לדרגם, ולבחר אחד מתוכם בלבד, לכל היותר) – ההחלטה הכלכלית הבונה היא לבחור בפרויקט שסכום ענין NPV. יחד עם זאת, אם דרישים ספציפית ליישם דירוג לפי שת"פ – נעשה מה שמקשיים. - מגבלת תקציב (ניתן לבצע מספר פרויקטים, כל עוד תקציב ההשקעה בזמן אפס לא חורג מסכום נתון מוגדר). דרוש מאיתו לבדוק – אילו פרויקטים ניתנים לביצוע במוגבלת תקציב ההשקעה. - לשים לב לקרייטריונים שניtinן לישם כדי לקבל החלטות בכל אחד מהמקירים, ולקשרים בינו הקרייטריונים. - למשל: קרייטריון הענין תמיד מוביל להחלטה נכונה כלכלית; - קרייטריון השת"פ עלול להוביל להחלטות שגויות ולסתירה (למשל בשוגד ה השקעה שונה, או כשהפרויקטים מוצאים זה את זה). 	
<p>בסיסי – מימון בתנאי סיכון :</p> <p>1. נכסים מסוכנים בודדים – הבחירה בינויהם ודיירוגם</p> <p>חישוב תוחלת תשואה וסטטיסטית תקן – נכסים בודדים</p> <p>בחירה בין נכסים מסוכנים בודדים לפי תוחלת-שונות, על פי התוחלת וסטטיסטית התקן שלהם [זכרו : הקרייטריון מניח שנאות סיכון של המשקיע, והבדיקה לצורך הכרעה היא גם של סטטיסטית התקן וגם של התוחלת].</p> <p>בחירה גם מנקודות ראות משקיעים אחרים – ההגדרות הבסיסיות שהוצעו לאוחבי סיכון ואדיישים לסיכון.</p> <p>נקודות של שעלו :</p> <p>דges : אם ישנו נתוני התפלגות (הסתברות לכל אירוע) לוודא תמיד שהם משלימים ל-100% : אם ההסתברויות לא משלימות ל-100% חובה ליצר תריחס נוספת עם ההסתברות המשילמה שתוצאתו 0. למשל, אם מציגים פרויקט שינייב 100 ש"ח בהסתברות 30%, ו-200 ש"ח בהסתברות 60%, ואין מידע נוסף – אני חייב ליצור שורה נוספת נוספת שבה אציין שהסתברות 10% (המשלים של 1-30% ל-60%-100%) התקובל.0.</p>	8

degash nusach: Am pruiket masim minib bekl mabtub takbul geba mchabro, hoa yudaf ul ydi kl soagi meshkuyim lala telot bechsh lsiicon. Lemashel: pruiket shonutn 100 av 200 tamid yehi udif pruiket shonutn 4 bovdot. Abel am mabkashim lshfot spatzifit lpi kritirion tuchlat shonot - al tshatmash bekl haza ala bbedika shel urchi tuchlat veshonot.

8.2 המשמעות של שילוב בין נכסים מסוכנים בלבד - גישת תики השקעות (נוסחאות סטטיסטיות):

- תוחלת תשואת תיק המורכב משני נכסים מסוכנים (לפי משקליהם בкл נכס).
- סטיית תקן של תיק המורכב משני נכסים מסוכנים (לפי משקלים ומקדמים מתאימים / שונות משותפת (COV).
- ברוב רובן של השאלות לא תצטרכו לחשב את מקדם המתאים או השונות המשותפת בעצמכם. יחד עם זאת, זה קורה לפעמים (לא בוצע במפגשים).
- התנאי להקטנת סיכון והיכולת לאייר את עוקום תמהילי ההשקעה לפיו: $\rho < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$ זה התנאי שמאפשר הקטנת סיכון.
- תיק מינימום סיכון - משקל ההשקעה בכל נכס בתיק כזה W_A^{MRP} . חן לשם חילוץ המשקלים עצם, והן לשם הצבה בנוסחאות תוחלת / סטיית תקן של תיק כדי לחשב את urchi.
- היכולת להציג גרפית את עוקום תמהילי ההשקעה האפשריים ולבקווע איזה חלק הוא יעל (בחירה המשקיע הפוטנציאלית). זכרו – יעילות מתחילה ממינימום סיכון וنمשכת ימינה ולמעלה.
- יכולה בבחירה להיות שאלת (לא נפוץ, ובדרך כלל לא יותר משאלת אחת) על 3 נכסים מסוכנים, הראיינו נוסחאות ארכות שפותחות זאת). האמת – תתפללו להה.

3. מודל ה-CAPM – המורכב ביותר: שכול אפשרות להשקעה חסרת סיכון ולהלוואות, יודע להתייחס גם

لتיקי השקעות ייעילים, וגם לתיקים / נכסים שאינם ייעילים:

מודל ה-CAPM – כבדנו במודל ספציפית, או כשאנו מזהה נתונים הרלוונטיים רק למודל כגן נכס חסר סיכון, תיק השוק, אג"ח ממשלתית (נכס חסר סיכון במילימ"א אחריות), או כshedbarim על ביתא, או כשבשאלה / בהינדים יש התייחסות לסיכון שיטתי / לא שיטתי (סיכון שאינו ניתן לפיזור / הנינו לפיזור).

בשאלה עוסקת בתיקים ייעילים – עולם ה-CML:

- אם בשאלה יש נתון מפורש שהתיק יעל.
- ו/או שהתיק מורכב רק משילוב כלשהו של נכס חסר סיכון ותיק השוק.
- ו/או שהתיק מורכב מתיקים ייעילים אחרים.
- אז ורק אז נוכל להסיק אוטומטית שהתיק יעל, ונוכל להשתמש בנוסחאות הרלוונטיות המתאימות לתיקים ייעילים.
- רבות מהשאלות במצב כזה – ידרשו בעיקר יישומים של חילוץ באמצעות הנוסחאות להלן.

בשאלה לא אפשרת להניח שהתיק יעל – עולם ה-SML:

- המשוואות הרלוונטיות התקפות לכל סוג התיקים (רבותות לא ייעילים) מותקיניות כברירת מחדל.
- בנוסך, שימוש במשוואות אלו מניח קיומו של שוויוי משקל.
- במילימ"א אחריות: כברירת מחדל, שוויי משקל (קיים משוואות ה-SML ופיתוחיו לסוגיהן) הוא בגדר ברירת מחדל, בעוד שיעילות איננה ברירת מחדל (או יעל).

<p>- ייתכנו גם שאלות ששואלות "האם מתקיים שוויי משקל". אם אני נתקל בשאלת כזו – אוטומטית מופרת ההנחה של שוויי משקל כברירת מחדל.</p> <p>דגשים נוספים:</p> <ul style="list-style-type: none"> - משווהות ה - TML ולהכיר גם בرمה התיאורטיבית חשיבות הביטהה כמדד סיכון (במוקם חשיבות סטיטית התקן כמדד סיכון). - רכיבי הסיכון : סיכון שיטתי (אינו ניתן לפיזור) סיכון לא שיטתי (ניתן לפיזור). - הבדלים עקרוניים בין תיקים ייעילים ולא ייעילים : למשל, סיכון לא שיטתי אפס כשהתיק ייעיל ; למשל – כאשר ביטהה עולה בשיעור מסוים, אם התקיק ייעיל – הסיכון עולה באותו שיעור ואם התקיק לא ייעיל, לא ניתן להסיק מכך על הסיכון הכלול (סטיטית התקן). נושא זה הוא מורכב, דרך התרגול העיקרית שלו צריכה להיות מהמחברת ודרך ריכזו בהיר של הנושאות בהקשר זהה. - חילוקים מגוונים ממד מכל סוג המשוואות הרלוונטיות. - חישוב מוקדם מתאים / שונות משתפת של נכסים בוודדים עם השוק : לעיתים אפשר לחוץ מתוך ההגדרה המתמטית של הביטהה, ולעתים יש צורך בחישוב ישיר של מוקדם המתאים (שאלה ארכואה מiad). 	
---	--

שאלה 1.7 – מטלה 12 – יח' 8 (סמסטר 2024ב)

1.7 הנicho כי לפניכם ההשעויות הבאות:

26	12	4	% תשואה ב-	השעיה א': הסתבות
0.5	0.3	0.2		השעיה ב': תשואה ב- %
30	18	8		השעיה ב': הסתבות
0.3	0.4	0.3		

סמןו את הקביעה הנכונה -

- א. משקיעים אוהבי סיכון יהיו אדישים בין א' ל-ב'.
- ב. כל שוני הסיכון יעדיפו את ב' על א'.
- ג. כל שוני הסיכון יעדיפו את א' על ב'.
- ד. כל המשקיעים יעדיפו את ב' על א'.
- ה. אף אחת מהtheses עליל אינה נכונה.

פתרונות :

כאן זיהיתי מצב שבו מדברים על ההשעויות מסווגות נפרדות. עצם קיומם הסיכון נובע מכך שקיימים ערכי תשואה שונים אפשריים לכל השעיה, כאשר ההסתברות לכל תשואה אפשרית ידועה. במצב זה, מיד שאל את עצמי – באיזה תח מודל מדובר? האם מדובר במודל CAPM שכולל נתוני ביטא? נתוני שוק? ריבית חסרת סיכון? התשובה – לא. האם מדובר במודל שלילוב של שני נכסים מסווגים? התשובה לא. אף טענה / היגד לא מציין זאת, ובנוסף – אין מידע בדבר מקדים המתאים

, שצורך להתקיים כאשר דנים בשילובים מסווגים כאמור.

בכפוף לכך שיש לקבוע מהו יחס ההעדפה של צרכנים בין נכסים בודדים אלו, נdag לחשב את תוחלת התשואה ואת סטיית התקן שלהם בנפרד, לפי ערכי התפלגותיהם. התוחלת תחושב על בסיס מכפלת ההסתברות לכל תשואה בתשואה הרלוונטית, סטיית התקן תחושב על בסיס ההפרשים בין התשואה לתוכה :

תוחלת תשואה של נכס בודד כאשר התפלגות תשואותיו ידועה (ידועה הסתבותות וגם תשואה) :

$$E(A) = P_1 * R_1 + P_2 * R_2 + P_3 * R_3 \dots$$

ובחצבה :

$$E(A) = 0.2 * 0.04 + 0.3 * 0.12 + 0.5 * 0.26 = 0.174 = 17.4\%$$

$$E(B) = 0.3 * 0.08 + 0.4 * 0.18 + 0.3 * 0.3 = 0.186 = 18.6\%$$

סטיית התקן של נכס בודד כאשר התפלגות תשואותיו ידועה :

$$\sigma_A = \sqrt{P_1 * [R_1 - E(A)]^2 + P_2 * [R_2 - E(A)]^2 + P_3 * [R_3 - E(A)]^2 + \dots}$$

ובחצבה :

$$\sigma_A = \sqrt{0.2 * [0.04 - 0.174]^2 + 0.3 * [0.13 - 0.174]^2 + 0.5 * [0.26 - 0.174]^2} \approx 0.09 = 9\%$$

$$\sigma_B = 0.085 = 8.5\%$$

רכיב זה הממצאים :

נכס ב	נכס א	תוחלת
18.6%	17.4%	
8.5%	9%	ס. תקן

כדי לבחור בין הנכסים, בהנחת אי שילוב, הרי שהדבר תלוי בטען המשקיע :
אם המשקיע שונא סיכון – הרי שבמימד התוחלת מועדף נכס ב (תוחלתו גבוהה יותר).
במימד סטיית התקן מועדף נכס ב (סיכוןנו נמוך יותר).

במצב כזה – כמובן שהmarktיע יעדיף את נכס ב. ניתן גם לומר במצב כזה שיילפי קритריון תוחלת שונות יועדף נכס ב". **לכן טענה ב נסונה וטענה ג שגוייה.**

אם המשקיע אוהב סיכון – הרי שבמימד התוחלת מועדף נכס ב (תוחלתו גבוהה יותר).
במימד סטיית התקן מועדף נכס א (סיכוןנו גבוהה יותר, והmarktיע אוהב סיכון)
במצב כזה, לא ניתן לקבוע (בהתנחת ההשפעות הסותרות) מה יעדיף אהוב הסיכון.
משמעותו לב: מצב שבו אומרים "לא ניתן לקבוע" משמעו, שאוהבי סיכון שונים יכולים לפעול / להעדיף בצורה שונה. אי היכולת לקבוע אין משמעות אידישות. **לכן טענה א מטה שגוייה, וכן טענה ד שגוייה.**

אם המשקיע אדיש לסיכון – הרי שבמימד התוחלת מועדף נכס ב (תוחלתו גבוהה יותר)
מימד סטיית התקן – פשוט לא רלוונטי עבورو
במצב כזה, מועדף נכס ב.

סיכום ביניים:

כל המקיימים מגלים העדפה במימד התוחלת לפרויקט שתוחלתו היא הגבוהה יותר.
במימד הסיכון, המקיימים נבדלים זה מזה בהעדרותיהם לפי היחס לסיכון :
שונא סיכון – במימד הסיכון, יעדיף את הפרויקט בעל הסיכון הנמוך יותר.
אהוב סיכון – במימד הסיכון, יעדיף את הפרויקט בעל הסיכון הגבוה יותר
אדיש לסיכון – לא יתיחס בכלל לסיכון וישפטו / ידרוג על פי תוחלת בלבד.
בכל מקרה שבו קיימת סתירה בין העדרות במינדי השונים (פרויקט א עדיף לפני תוחלת, ופרויקט ב עדיף לפני מימד סיכון)
לא ניתן להכריע / לקבוע העדפה / אידישות בין הפרויקטים.

מטלה 12 – שאלה 1.8 (סמסטר 2024)

1.8 סmeno את הקביעה הנכונה -

- א. COV או מקדם המתאים לאפשרים לפזר סיכון על-ידי גיון.
- ב. גישת פיזור סיכון באמצעות גיון אפשרית רק במקרים פיננסיים, לאחר ונסיבות פיזיים אינם ניתנים לחלוקת.
- ג. פיזור הסיכון ניתן לביצוע רק כאשר יש מתחמים שלילי בין תשואות הנכסים.
- ד. פיזור הסיכון ניתן לביצוע רק כאשר אין בכלל מתחמים בין תשואות הנכסים.
- ה. תשובות ב' ו-ג' נכונות.

נתיחה לכל טענה בנפרד:

טענה א: ה-COV או מקדם המתאים לאפשרים לפזר סיכון על ידי גיון

הטענה נכונה. גיון משמעו – שילוב נכסים שונים בתיק ההשקעות. כאשר משלבים נכסים מסוכנים, הנוסחה לחישוב סטיית התקן היא אחת מבין שתי הוריאציות הבאות:

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho(A, B)}$$

הגדרת מקדם המתאים ברמה הסטטיסטית היא:

$$\rho(A, B) = \frac{COV(A, B)}{\sigma_A \sigma_B}$$

כלומר וריאציה לנוסחת סטיית התקן של תיק השקעות המורכב משני נכסים מסוכנים:

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B COV(A, B)}$$

גם ברמה האינטואיטיבית – היכולת לפזר את הסיכון תלוי בתשובה לשאלת "האם ועד כמה הנכסים מתנהגים אותו דבר".

טענה ב: גישת פיזור הסיכון אפשרית רק במקרים פיננסיים מאחר ונסיבות פיזיים אינם ניתנים לחלוקת

השליליה של טענה זו נובעת מהמציאות שבב החלטת ניתן לרכוש בחלוקת גם נכסים פיזיים. כגון: קבוצת רכישה לבניינים, כגון קרנות Private Equity, קרנות REIT. אכן לא דיברנו על זה בקורס – מבחינתנו שנדע לקרואת המבחן שהפרשנות שלנו כרגע עודכנה לגרסה המודרנית בהקשר זה.

טענה ג: פיזור הסיכון ניתן לביצוע רק כאשר יש מתחמים שלילי בין תשואות הנכסים

הטענה שגויה, כי התנאי לפיזור (צמצום) הסיכון איננו מקדם מתאים שלילי אלא:

$$\rho(A, B) < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$$

בاهינתן העובדה שהיחס בין סטיות התקן חיובי תמיד, גם מקדמי מתאימים חיוביים שנמכרים מהיחס אפשרו הקטנת הסיכון.

טענה ד: פיזור הסיכון ניתן לביצוע רק כאשר אין בכלל מתאימים בין תשואת הנכסים
הטענה שוגה, כי התנאי לפיזור (צמצום) הסיכון אינו מקדם מתאום 0 (אין בכלל מתאום) אלא:

$$\rho(A, B) < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$$

בاهינתן העובדה שהיחס בין סטיות התקן חיובי תמיד, גם מקדמי מתאימים חיוביים שנמכרים מהיחס אפשרו הקטנת הסיכון.

שאלה 8 – מבחן 6

שאלה 8

חברת "חישבון" בע"מ זוקה למכונית דפוס חדשה. בשוק קיימים שני סוגי מכוניות דפוס:

סוג א	סוג ב
אורך חיים	4 שנים
עלות רכישה	45,000 ש"ח
עלות תפעול שנתית	20,000 ש"ח

שתי המכוניות בעלות תפוקה זהה לחלווטין, החברה אינה משלם מס, ומהירות ההון שלה 15% לשנה.
בנחתה שמדובר בהזדמנויות השקעה חד-פעמיות, **איזה מכונה כדאי לחברת לרכוש?**

- מכונה מסוג א.
- מכונה מסוג ב.
- לא ניתן להשוות בין מכוניות בעלות אורך חיים שונה.
- לא ניתן לקבוע העדפה, בהיעדר מידע על ההכנסות.
- תשובות ג-ד נכונות.

פתרון:

סוגיית המס לא רלוונטית לבחינה. כאשר אני נדרש להכריע בין השעות שתזרימיהן ידועים, וגם מחיר ההון ידוע – אזי גם אם אורך החיים שונה, הרי בהינתן העובדה שלא ניתן לחזור על ההשקעות – פשוט אחשב NPV לכל השקעה, ואעדיף את זו שהענין שלה גבוהה יותר.

$$NPV_A = -45,000 - 90,000 * PVFA(15\%, 4) = -301,950$$

$$NPV_B = -200,000 - 20,000 * PVFA(15\%, 3) = -245,664$$

למרות שני ערכי הענין לכוארה שליליים, הדבר נובע רק מכך שאין נתונים כמותיים לגבי ההכנסות. במצב זה, יעדף הפרויקט שענין הוצאותיו הוא ה"גובה ביותר" (הכי פחות שלילי) לעומת תשובה ב.

בחן את עצמך – רצפים – ייחידה 5 – שאלה 17

שאלה 17

בנק מציע הלוואות בסך 300 אלף ש"ח. הלוואה אחת ניתנת לשנתיים כאשר הריבית בשיעור 2% לחודש מושלמת עם פרעון הקרן בתום התקופה. לחילופין, בותן הבנק הלוואה לשנתיים של 300 אלף ש"ח כאשר הריבית בסך 100 אלף ש"ח מנוכה מראש עם מתן הלוואה.

שאלה 17

לא הסתומים

ניקוד השאלה:

5.00

3 סימון שאלה

יש לבחור תשובה אחת:

- א. מכיוון שהריבית השנתית על הלוואה הראשונה היא כ-27%, בעוד שהריבית השנתית על הלוואה השנייה כ-33%, כדאי לבחור בלוואה הראשונה 22.5%.
- ב. הריבית השנתית בלוואה השנייה נמוכה מהריבית השנתית שבלוואה הראשונה.
- ג. הריבית השנתית בלוואה השנייה נמוכה מהריבית השנתית שבלוואה הראשונה, כיוון שהיא מושלמת מראש.
- ד. אין אפשרות לחשב את הריבית השנתית בלוואה השנייה, כיוון שהיא מושלמת מראש.
- ה. תשובות ב-א-ג נכונות.

הגשת תשובה

פתרון:

על בסיס נתונים השאלה ומשמעות התשובה, אני מסיק שמדובר בשאלת העוסקת בሪביטת אפקטיבית (משום שכל הנתונים באפשריות התשובה הם באחזוי ריבית).

נניח בהתאם לכלים הרלוונטיים את היכולת לחשב את הריבית האפקטיבית בכל הלוואה והלוואה. כזכור שהלוואה יעדיף את הלוואה בעלת הריבית הנמוכה ביותר.

חולהפה 1: הלוואה לשנתיים, בריבית 2% לחודש, המושלמת עם פרעון הקרן בתום התקופה. כברירת מחדל – חישובי ריבית בקורס הם בגישת ה"ריבית האפקטיבית". זה אומר ש כדי לאמת ריבית חודשית לשנתית (כי אפשרויות התשובה מציגות ריבית שנתית) :

$$r_{annual} = (1 + r_{month})^{12} - 1 \rightarrow (1 + 2\%)^{12} - 1 = 26.8\%$$

חולופה 2: זו הולופה המעניינת יותר, משום שלמרות שנדרש פתרון ריבית אפקטיבית באחזים, כל הנתונים לגביים הם כספיים. באפרט, אני רוצה להביא לידי ביטוי הלוואה בסך 300,000 ש"ח לשנתיים עם ריבית מראש של 100,000 ש"ח.

נטילת הלוואה (קרו)	300,000		(300,000)	החזר קרו
ニックי ריבית מראש	(100,000)			לא תוספות
תזרים נטו	$P_0 = 200,000$		$P_t = (300,000)$	לכן : סך ההחזיר

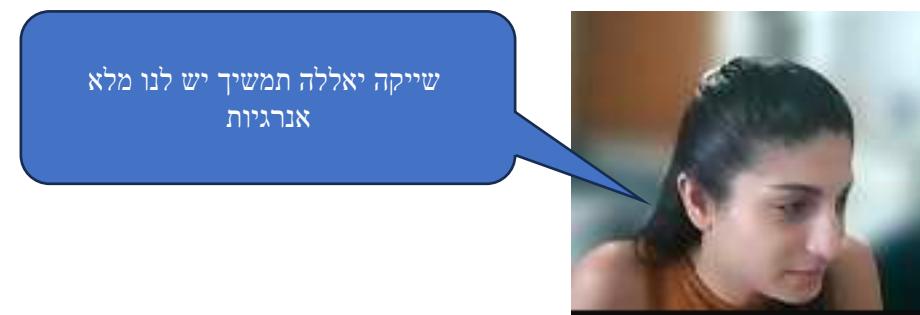
אם אני יודע כמה לוקחים בזמן 0, וכמה מחזירים בזמן 2, הריבית לכל השנתיים היא לפי היחס בין סך התשלומים בתום התקופה (בערך מוחלט) לבין התקובל נטו בתחילת התקופה, כל זה – פחות אחת :

$$r_e(2 \text{ years}) = \frac{P_t}{P_0} - 1 \rightarrow r_e = \frac{300,000}{200,000} - 1 = 50\%$$

וכעת, כדי לתרגם את הריבית האפקטיבית זו מפרק זמן של שנתיים לפרק זמן של שנה, משתמש בנוסחת ההמרה של ריבית אפקטיבית אלא שהמערך של החזקה יהיה חצי כדי לעבור משנתיים לשנה :

$$r_{annual} = (1 + r_{2years})^{\frac{1}{2}} - 1 \rightarrow (1 + 50\%)^{\frac{1}{2}} - 1 \approx 22.47\%$$

ולכן, התשובה היא. הריבית האפקטיבית בחלוקת ב היא כ- 22.5% וערך זה נמוך יותר מהריבית האפקטיבית בחלוקת א.



שאלה 10

הניחו כי בשוק ההון קיימות שתי מניות בלבד: מקדם המתאים בין המניות הוא אפס.

מניה B	מניה A	תוחלת תשואה
10%	20%	תוחלת תשואה
20%	10%	סטיית תקן

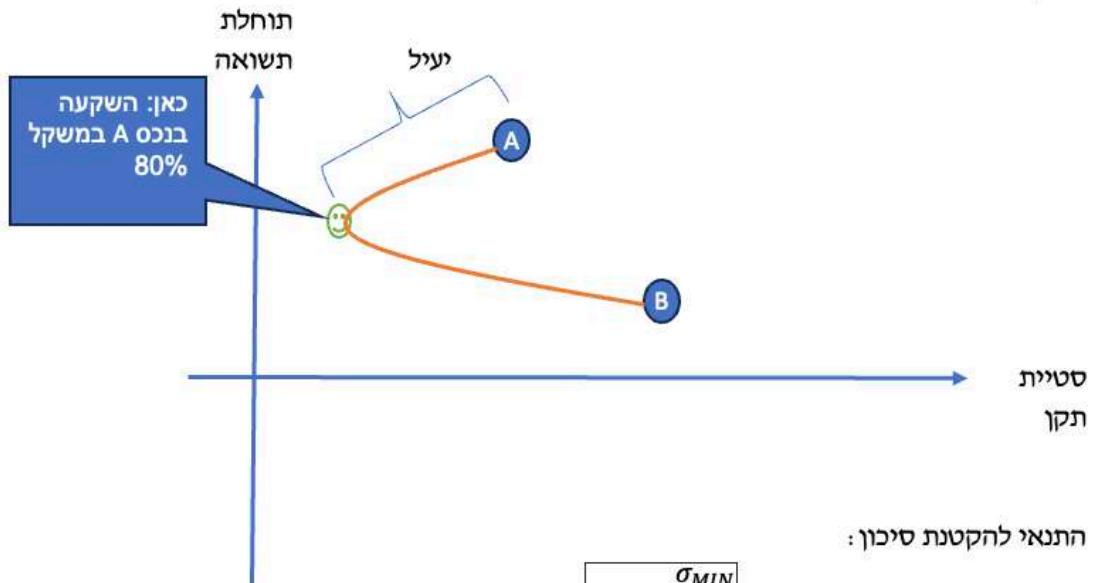
בחרו את הטענה הנכונה עבור משקיע דוחה סיכון:

- אף משקיע לא יشكיע יותר מ-20% מכיספו במניה B.
- אף משקיע לא יشكיע פחות מ-20% מכיספו במניה B.
- יתכן כי המשקיע יבחר להשקיע 70% מכיספו במניה A ו-30% מכיספו במניה B.
- כל המשקיעים יבחרו לחלק את כספם בין A ל- B, בין 0% ל-100% בכל מניה.
- כל המשקיעים יבחרו להשקיע 100% מכיספם במניה A בעלת תוחלת התשואה המרבית.

פתרון בעמוד הבא.

שני נכסים מסוכנים <<< מקדים מותאם נתון >>> היגדים מדברים על אפשרויות שלוב:
תיקי השקעות.

באופן כללי: גרפית.



התנאי להקטנת סיכון :

$$\rho_{A,B} < \frac{\sigma_{MIN}}{\sigma_{MAX}}$$

מקדים המותאם הוא 0. ואם הוא אפס, הוא בהכרח קטן ממהיחס בין סטיות התקן.

הויל והשאלה דורשת ידע מסווני על הרכב התקיים הייעילים, עליינו להשתמש בנוסחה שתעזר להגדיר את תיק מינימום סיכון (סמייל) שמננו והלאה ממשיכה הייעילות.

$$W_A^{MRP} = \frac{\sigma_B^2 - \rho * \sigma_A * \sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 * \rho * \sigma_A * \sigma_B}$$

נציב :

$$W_A^{MRP} = \frac{0.2^2 - 0 * 0.1 * 0.2}{0.1^2 + 0.2^2 - 2 * 0 * 0.1 * 0.2} = 0.8$$

מסקנה: תיק מינימום סיכון כולל 80% השקעה ב - A ו- 20% השקעה ב - B.

היעילות מתקיימת בתיקים אשר :
כוללים 80% או יותר ב - A
כוללים 20% או פחות ב - B

התשובה א. כי שראינו לעיל, אף השקיע לא ישקיע יותר מ- 20% מכיספו ב - B.

מבחן 4 - שאלה 7

שאלה 7

لهן מספר נתונים על מנויות A ו- B:

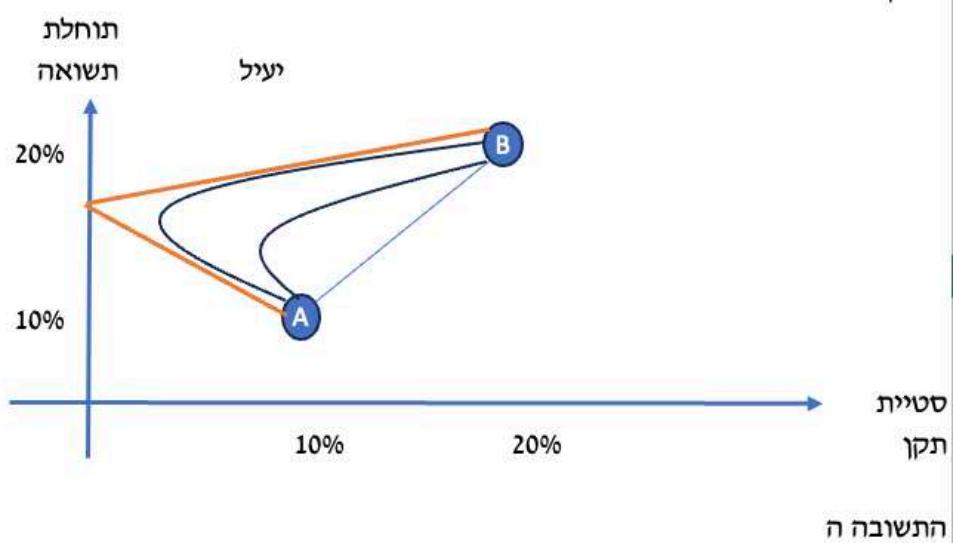
	מניה B	מניה A
תוחלת	20%	10%
סטטיסטית תקן	20%	10%

תיק המפוזר בין שתי המניות (לא אפשרות למכירה ביחס) עשוי להניב:

- תוחלת שיעור תשואה הנמוכה מ- 20% וסטטיסטית תקן הגבוהה מ- 10%.
- תוחלת שיעור תשואה בין 10% ל- 20% וסטטיסטית תקן בין 10% ל- 20%.
- תוחלת שיעור תשואה בין 10% ל- 20% וסטטיסטית תקן הנמוכה מ- 20%.
- תוחלת שיעור תשואה וסטטיסטית תקן הגבוהות מ- 10%.
- כל התשובות נכונות.

פתרונות:

באופן כללי: גרפית.



מבחון 4 - שאלה 9 **שאלה 9**

הטבלה הבאה מתארת את התוחלת וסטיית התקן של שתי מניות:

B	A	מניה
20%	15%	תוחלת
25%	20%	סטיית התקן

מקדם המתאים בין שתי המניות הוא 0.5 (מינוס חצי).

משקיע מחלק את כספו שווה בשווה בין שתי השקעות. סטיית התקן של תיק המניות המשולב

היא:

- א. 11.46%
- ב. 19.52%
- ג. 13.91%
- ד. 16.20%
- ה. אף תשובה מהן"ל אינה נכונה.

פתרון:

השכעה בחלוקת שווה בין השקעות משמעה משקל השקעה שווה לשתייהן כלומר $50\% \cdot W_A = W_B$. את סטיית התקן של התקין המשולב אפשר לחשב בקלות בהינתן כל יתר הנתונים (לרובות מקדם המתאים) על בסיס הנוסחה לחישוב סטיית התקן בתיק השקעות המורכב מ-2 נכסים מסוכנים:

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B}}$$

בהצבה מקבלים:

$$\sigma_P = \sqrt{0.5^2 * 0.2^2 + 0.5^2 * 0.25^2 + 2 * 0.5 * 0.5 * 0.2 * 0.25 * (-0.5)} = 11.46\%$$

ובהתאם, התשובה א.

8. הטבלה הבאה מתרetta את התוחלת וסטיית התקן של שתי מניות:

		מניה
B	A	
30%	10%	תוחלת תשואה
80%	25%	סטיית התקן

מקדמת המתאים בין שתי המניות הוא 0.7.

משקיע היכול להשكيיע בשתי מניות אלו בלבד מעוניין להשיג תשואה של 21% על כספו. סטיית התקן של תיק המניות המשולב היא:

- א. 27.56%
- ב. 52.49%
- ג. 78.85%
- ד. 67.04%

ה. אף תשובה מהן"ל אינה נכונה.

פתרונות – בעמוד הבא

- א. המשקלים (W) אינם ידועים.
 ב. תוחלת תשואת התקן כן ידועה.

לכן:

נשתמש בנוסחת תוחלת תשואת התקן לחילוץ המשקלים.
 ואז: נציב בנוסחת סטיטית התקן וסימנו.

$$E(R_P) = W_A * E(A) + (1 - W_A) * E(B)$$

$$0.21 = W_A * 0.1 + (1 - W_A) * 0.3$$

$$0.21 = 0.1W_A + 0.3 - 0.3W_A$$

$$0.2W_A = 0.09$$

WA =	0.45
WB = (1 - WA) =	0.55

געבור לנוסחת סטיטית התקן :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2 * W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

$$\sigma(P) = \sqrt{0.45^2 * 0.25^2 + 0.55^2 * 0.8^2 + 2 * 0.45 * 0.55 * 0.25 * 0.8 * 0.7}$$

52.49%

מבחן 6 – שאלה 7

7. לפניכם נתונים על תשואת השוק ועל תשואת מניה חברת "מאור" במהלך 4 השנים האחרונות:

שנה	תשואת מניה	תשואת תיק השוק
1	21%	13%
2	18%	21%
3	22%	38%
4	-5%	8%

מכאן הביטה של חברת "מאור" היא:

- א. 0.399
- ב. 0.631
- ג. 2.68
- ד. 1.24
- ה. אף תשובה מהנ"ל אינה נכונה.

פתרונות:

באופן כללי, ברובות מן השאלות הדורשות את הביטה, היא מחולצת מtower משווהת ה-SML שתפקידה לקשר בין הביטה לבין תוחלת התשואה. משווהת ה-SML היא:

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

ברמת תוחלת התשואה של השוק ושל הנכס – אוכל לחשב אותו באופן ישיר מtower הנתונים. איך? אנו מניחים בקורס שams מקבלים נתוני סדרה עתית של תשואות נכסים, מייחסים הסתברות התרחשות זהה לכל אירוע קרי – ההסתברות לכל תוצאה היא לפי 1 חלקי מספר האירועים / מספר התוצאות. בשפה קצר יותר פשוטה: כאן מדובר ב-4 שנים, אנו מניח שהסתברות לתוצאה שנתית כלשהי היא $\frac{1}{4}$ כולם $.25\%$.

תשואת השוק - M	תשואת המניה - i	הסתברות
13%	21%	25%
21%	18%	25%
38%	22%	25%
8%	-5%	25%

תוחלת המניה ותוחלת תיק השוק בהתאם תהינה:

$$E(i) = 25\% * 21\% + 25\% * 18\% + 25\% * 22\% + 25\% * (-5\%) = 14\%$$

באופן דומה :

$$E(M) = 20\%$$

למרות הערכים הסטטוגנוניים הללו, עדיין ישנים שני געלמים במשווהת ה-SML – ריבית חסרת סיכון וגם הביטה שנדרש לחלץ. לכן, עת אני נכשל בהגיא ב策ורה מחלצת לביטה, אctrיך את תהליך החישוב היישיר שלה. נוסחתה חישוב הביטה באופן יישיר היא בעלת שתי וריאציות :

$$\beta_i = \frac{\rho(i, M) * \sigma_i}{\sigma_M}$$

או :

$$\beta_i = \frac{COV(i, M)}{\sigma_M^2}$$

נלך על הגרסה ה-2 שתיחסן ממוני לחשב סטטיסטית תקן של המניה (אפשר גם ללבת על הגרסה הראשונה). התיאור המילולי של נוסחתה הוא : נסכום את המכפלה של כל הסתברויות בשני ערכאים : ההפרש בין תשואת הנכס הראשון לתוחלתו, וההפרש בין תשואת הנכס השני (השוק) לתוחלתו :

$$COV(i, M) = P_1 * [R_{i1} - E(i)] * [R_{M1} - E(M)] + P_2 * [R_{i2} - E(i)] * [R_{M2} - E(M)] * \dots$$

בchezba :

$$\begin{aligned} COV(i, M) &= 25\% * [21\% - 14\%] * [13\% - 20\%] \\ &+ 25\% * [18\% - 14\%] * [21\% - 20\%] \\ &+ 25\% * [22\% - 14\%] * [38\% - 20\%] \\ &+ 25\% * [-5\% - 14\%] * [8\% - 20\%] = \textcolor{red}{0.008175} \end{aligned}$$

כעת, לטובת מכנה חישוב הביטה, נחשב את השונות של תיק השוק :

$$\sigma_M^2 = 25\% * (13\% - 20\%)^2 + 25\% * (21\% - 20\%)^2 + 25\% * (38\% - 20\%)^2 + 25\% * (8\% - 20\%)^2$$

ונקבל :

$$\sigma_M^2 = 0.01295$$

מפה ניתן לחשב את הביטה לפי נוסחתה לעיל :

$$\beta_i = \frac{COV(i, M)}{\sigma_M^2} = \frac{0.008175}{0.01295} \approx 0.631$$

בהתאם, התשובה היא ב .

הערה קטנה: ברגע שידועים את השונות המשותפת Cov אין שום בעיה לחשב את מקדם המתאים. לא נדרשנו כאן לכך, אבל שנדע, באופן כללי:

$$\rho(A, B) = \frac{Cov(A, B)}{\sigma_A * \sigma_B}$$

כלומר את מקדם המתאים ניתן לחשב לפי היחס בין השונות המשותפת בין הנכדים כהגדולה לעיל לבין מכפלת סטיות התקן של הנכדים הבודדים.

מבחן 6 - שאלה 8

8. בשוק ההון, המצוין בשוויו משקל לפי ה- CAPM, נסחרות שתי מנויות A ו- B. תוחלת התשואה של מניה A היא 12%, ותוחלת התשואה של מניה B היא 24%. הביטה של מניה B היא 1.5 ושער ריבית נטול סיכון הוא 6%. מכאן הביטה של מניה A היא :
- 0
 - 0.75
 - 1
 - 0.5
- ה. לא ניתן לדעת ללא ידיעת תוחלת תשואת תיק השוק.

פתרון :

R_F	B	A	
6%	24%	12%	תוחלת
0	1.5	?	הביטה

בשאלה קודמת לעיל רأינו שניתן לחשב את הביטה על בסיס נתונים מפורטים של תשואות אפשריות של שוק ומניה. החישוב לעיל הتبסס על ההגדרה של השונות המשותפת. יחד עם זאת, סוגים חישובים אלו הכוונים שונות משותפת המחשבת באופן ישיר הם פחות נפוצים. רוב השאלות בדרך כלל ידרשו חילוץ מבחן הנוסחאות הרלוונטיות היכולות את רכיב הביטה, כשהנהנת שוויי SML שקשורת בין הביטה לבין תוחלת התשואה של כל הנכסים בהנחה שווי משקל (שזו הנחתה ברירת מחדל) :

$$E(B) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_B \rightarrow 24\% = 6\% + [E(M) - 6\%] * 1.5 \rightarrow E(M) = 18\%$$

$$E(A) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_A \rightarrow 12\% = 6\% + [18\% - 6\%] * \beta_A \rightarrow \beta_A = 0.5$$

התשובה הנכונה היא ד.

מבחון 4 - שאלה 8

שאלה 8

נתונים שני תיקים יעילים - A ו- B. שעור התשואה על תיק A הוא 10% ועל תיק B הוא 20%. סטיית התקן של תיק B גדולה פי 3 מסטיית התקן של תיק A. שער ריבית נטול סיכון:

- א. 5%
- ב. 10%
- ג. 12.5%
- ד. 7.5%
- ה. 15%

פתרון:

נרכז את הנתונים:

R_F	B	A	תוחלת תשואה
?	20%	10%	סטיית התקן
0	$3x$	x	

ככל, חילוצים מערביים תוחלות תשואת נכסים ב-CAPM מtabססות על נוסחאות SML ו-CML, כתלות בנתונים. עיקר ההתייחסות לעולמות ה-SML היא כאשר קיים דיוון / נתוני הקשורים לביטא. כאן, כל הנתונים קשורים יותר לסטיית התקן, ויחד עם נתון היעילות המפורש בדבר הנכסים, נראה ש- CML לרובות מתיישוואתיו – ישרתו אותו.

$$CML: E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

$$E(P) = W_F * R_F + (1 - W_F) * E(M)$$

$$\sigma(P) = (1 - W_F) * \sigma_M$$

$$\sigma(P) = \beta_P * \sigma_M$$

למרות שיש כאן מגוון נוסחאות – נשים לב שככל, ככל דרושות את נתוני השוק שלא קיימים בה. יחד עם זאת, לצרכים של חילוץ ריבית חסרת סיכון אפשר לבצע "מניפולציה" על משוואת ה-CML הראשונה (העלונה) ופושט להתייחס לשיפוע כנעלם.

$$E(P) = R_F + \alpha * \sigma_P$$

נתוני התקנים:

$$A: 10\% = R_F + \alpha * x$$

$$B: 20\% = R_F + \alpha * 3x \rightarrow 20\% = R_F + 3\alpha * x$$

כעת, ניתן להתייחס לביטוי α בתור נעלם ראשון, ולביטוי R_F בתור נעלם שני, ולפתור שתי משוואות בשני געלמים:

$$(I) 0.1 = R_F + \alpha x$$

$$(II) 0.2 = R_F + 3\alpha x$$

בפתרון המשוואות מתקיים: $R_F = 5\%$

התשובה א.

מה למדנו מהשאלה?

שבשאלות תики השקעות ב-CAPM הדורשות חילוץ, ניתן להתייחס לשיפור היישר הרלוונטי (בין אם CML כמודגם לעיל, או SML שבו השיפור הוא ההפרש בין תוחלת השוק לנכס חסר סיכון) בתור נעלם יחיד, לטובות המשך הפיתוח.

מבחן 3 - שאלה 9

שאלה 9

לפי ה-CAPM, אם לתשואה שני נכסים שונים אותו מקדם מתאים עם תשואת תיק השוק, הרי:

- א. לשניהם אותה תוחלת שיעור תשואה אך סטיית תקן שונה.
- ב. לשניהם אותה תוחלת שיעור תשואה ואותה סטיית תקן.
- ג. לשניהם אותה סטיית תקן אך תוחלת שיעור התשואה יכולה להיות שונה.
- ד. לנכס בעל סטיית התקן הגבוהה יותר גם תוחלת שיעור תשואה גבוהה יותר.
- ה. כל התשובות הנ"ל אינן נכונות.

פתרון:

מקדם המתאים עם השוק הוא אחד מהרכיבים הבסיסיים בהגדרת ערך הביטה של נכס (מקדם הסיכון השיטתי).
שהרי ידוע ש:

$$\beta = \frac{\rho(i, M) * \sigma_i}{\sigma_M}$$

וכעת, אם לשני הנכסים מקדים מותאם זהה עם השוק, והרי ידוע שהמכנה זהה משום שהוא משקף את סטיית התקן של השוק עצמו, הרי שהגורם היחיד שבדיל בין הנכסים ויופיע על הביטה הוא סטיית התקן. במלים אחרות, בהצגה טיפה שונה של הנוסחה לעיל מקבלים :

$$\beta = \frac{\rho(i, M)}{\sigma_M} * \sigma_i$$

וממשמעותו היא שכלל שטיית התקן גבוהה יותר, הביטה גבוהה יותר. בהינתן שבשווי משקל (שזו בירור המחדל) ככל שהביטה עולה תוחלת התשואה עולה (לפי משווהת ה-SML), הרי שבמקרה זה ככל שטיטת התקן גבוהה יותר גם תוחלת התשואה של הנכס גבוהה יותר בהתאם.

תזכורת לגבי משווהת ה-SML :

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

התשובה ד.

מבחן 3 - שאלה 10

שאלה 10

דני השקיע את כספו בתיק השקעות ייעיל. מנהל התקיק הודיע לו כי לכל תוספת של 2% לsiccon (כלומר, לסטיטית התקן) על השקעתו, יוכל להגדיל את תוחלת שיעור התשואה ב- 2.5%. דני הודיע למנהל התקיק כי אין ברצונו לסכן את כספו והוא מבקש להשקיע את כספו ללא Siccon. מנהל התקיק הודיע לדני כי השקעה ללא Siccon משלמת ריבית של 5%. מכאן שמשוואת ה- CML (ב אחוזים) היא:

- א. $\mu_P = 2.5 + 1.25 \cdot \sigma_P$
- ב. $\mu_P = 5 + 2.5 \cdot \sigma_P$
- ג. $\mu_P = 5 + 1.25 \cdot \sigma_P$
- ד. $\mu_P = 2.5 + 2 \cdot \sigma_P$

ה. אין מספיק נתונים המאפשרים את מציאת משוואת ה- CML.

פתרון:

ראשית, נמפה את נתונים השאלה, מהברור יותר לברור פחות. נתון שדני השקיע ללא Siccon, והוא מניב תשואה (ריבית) בשיעור 5%.

$$R_F = 5\%$$

בנוסף נתון: "לכל תוספת של 2% לsiccon קרי סטיטית התקן, תוחלת שיעור התשואה תגדל ב-2.5%". איך נפרש משפט זה? הוואיל ומדובר בתיקים ייעילים, קיים קשר בין סטיטית התקן לבין התוחלת, שmbוטא במשוואת ה- CML.

$$CML: E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

אם ידוע שעלייה בסטיטית התקן של 2% מגדילה את התוחלת ב- 2.5% ;

הרי שעלייה בסטיטית התקן של 1% מגדילה את התוחלת ב- 2.5% / 2 = 1.25% .

ההדרה של העלייה בתוחלת כתוצאה מעלייה של 1% בסטיטית התקן – היא למעשה שיפוע ה- CML. ובהתאם היא הערך המספרי של תוצאה הביטוי שבאוזם.

ולכן בהינתן ריבית חסרת Siccon של 5% ושיפוע (אדום) של 1.25%, הנוסחה תהיה (ב אחוזים) :

$$E(P) = 5 + 1.25\sigma_P$$

לכן התשובה הנכונה היא ג.

מבחן 2 - שאלה 9

9. הנה כי שוק ההון מצוי במצב של שווי משקל לפי CAPM. לمنיה A תוחלת תשואה של 15%

ו- β של $\frac{1}{2}$. לمنיה B תוחלת תשואה של 20% ו- β של 1. לمنיה C תוחלת תשואה של

30%. מה תהיה ה- β של מניה C?

- א. 1.3
- ב. 0
- ג. 2
- ד. 1.8
- ה. -0.5

פתרון:

ראשית, הדיון כאן הוא במצב של שווי משקל – אף אחד לא מדבר על יעילות. בנוסף, יש דיון בתנאי ביתא. זה די גורם לחדול ל עמוק ה-SML.

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

כאשר בהצבת נתוני הנכסים נקבל:

$$A: 15\% = R_F + [E(M) - R_F] * \frac{1}{2}$$

$$B: 20\% = R_F + [E(M) - R_F] * 1$$

את צמד המשוואות הללו בשני נעלמים בהחלה אפשר לפתור ולהגיע לערכי נכס חסר סיכון ותיק השוק בהתאם.

ספציפית כאן – אפשר לקצר טיפונת את התהילה אם זוכרים משפט מרכז שחשוב לדעת בכל מקרה: **הביטה של תיק השוק היא תמיד 1, כי ביתא היא ממד סיכון יחסי – והשוק – "מסוכן כמו השוק".** זה אומר שבתנאי שווי משקל, תוחלת של נכס בעל ביתא 1 זהה בהכרח לתוחלת השוק. לכן תוחלת תיק השוק זהה לתוחלת B.

$$E(M) = E(B) \text{ because } \beta_B = 1 \rightarrow E(M) = 20\%$$

נחזיר למשווה הראשונה מבין המשוואות לעיל ונוכלحلצ ריבית חסרת סיכון:

$$15\% = R_F + [20\% - R_F] * \frac{1}{2} \rightarrow R_F = 10\%$$

לבסוף, נציב את נתוני תיק השוק, ריבית חסרת סיכון ותוחלת C במשוואת ה-SML ונחלץ את הנעלם היחיד שהוא הביטה שלו:

$$C: 30\% = 10\% + [20\% - 10\%] * \beta_C \rightarrow \beta_C = 2$$

לכן התשובה ג.

מבחן 1 - שאלה 10

10. בשווי משקל לפי CAPM תוחלת התשואה של מניה משקפת את שער הריבית נטול הסיכון

בתוספת פרמייה בגין:

- הסיכון שאנו נימיך לפיזור.
- סטיית התקן של המניה.
- הסיכון המתן לפיזור.
- סטיית התקן של תיק השוק.
- תשובות א'ו- ד' נכונות.

פתרונות:

יעילות איננה ברירת מחדל!

יותר מזה: מניה בודד (נכס בודד) בדרך כלל במודל CAPM איננו יעיל משום שהוא לא מפזר סיכון. לכן, המודל הרלוונטי הוא תורת המודל ה- 2. צריך להביט על נוסחה מתאימה לתוחלת.

נוסחת תוחלת של תיק "לא ייעיל" ב - CAPM :

$$E(i) = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_i$$

במילים: תוחלת הנכס היא ריבית חסרת סיכון בתוספת ההפרש בין תשואת תיק השוק, לריבית חסרת סיכון, וכל זה - כפול מודד הסיכון ביתא.

כדי להבין מה משקפת ביתא, נפצל לפי הגדרת רכיבי הסיכון:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 * \sigma_M^2 + \sigma_{NS}^2$$

סיכון כולל
סיכון לא
שיטתי,
שאינו ניתן לפיזור
סיכון שיטתי,
תלוי בביטוח
ניתן לפיזור

נסדר את הדיון:

כשמדובר במניה בודד / תיק לא ייעיל ב - CAPM
תוחלת התשואה תלויות בביטוח
בביטוח סיכון שיטתי (שאינו ניתן לפיזור) לכן התשובה A.

לABI תשובה D, שימוש לב, שסטיית התקן של השוק לא קובעת את ביתא, לכן כשלעצמה לא קובעת את תוחלת הנכס.

מבחן 1 - שאלה 6

6. לחברה מסוימת אפשרות להשקיע ב-2 פרויקטים המוצאים זה את זה אשר דוחים השקעה של 100 ש"ח. פרויקט A יניב תזרים מזומנים שנתי נטו של 115 ש"ח بعد שנה. פרויקט B יניב תזרים מזומנים שנתי נטו של 120 ש"ח بعد שנתיים. שני הפוחיקטים ניתנים לביצוע פעם אחת בלבד ומחירו ההן 5%. בחרו את הטענה הנכונה:
- א. נבחר בפרויקט A לפי כלל הענ"ג, ב- B לפי כלל השת"פ, וב- A לפי ממד הרוחיות.
 - ב. נבחר בפרויקט B לפי כלל הענ"ג, ב- A לפי כלל השת"פ, וב- B לפי ממד הרוחיות.
 - ג. נבחר בפרויקט A לפי כלל הענ"ג, ב- A לפי כלל השת"פ, וב- A לפי ממד הרוחיות.
 - ד. נבחר בפרויקט B לפי כלל הענ"ג, ב- B לפי כלל השת"פ, וב- A לפי ממד הרוחיות.
 - ה. נבחר בפרויקט B לפי כלל הענ"ג, ב- A לפי כלל השת"פ, וב- A לפי ממד הרוחיות.

מבחן 1 - שאלה 7

7. לפירמה מחיר הון של 10%. כלכלי הפירמה בנתו פרויקט השקעה קונבנציונלי ומצאו כי במחair ההון של הפירמה ממד הרוחיות של הפרויקט שווה ל-1. עבור איזה תחום של מחירי הון הפוחיקט יהיה כדאי ?
- א. בתחום שבו $10\% < K$ הפרויקט כדאי.
 - ב. בתחום שבו $10\% > K$ הפרויקט כדאי.
 - ג. רק כאשר $10\% = K$ הפרויקט כדאי.
 - ד. אין מספיק נתונים כדי לקבוע.
 - ה. אף תשובה מהל' לאינה נכונה.

מבחן 3 - שאלה 6

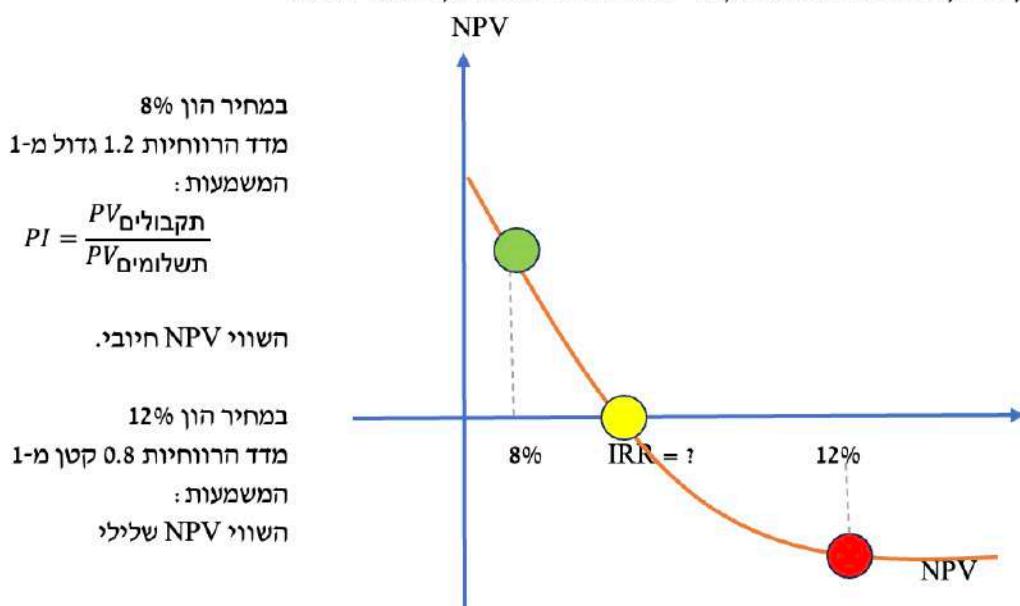
שאלה 6

חברה בוחנת השקעה בפרויקט קונבנציונלי. במחיר הון של 8% ממד הרוחניות של הפרויקט הוא 1.2, ואילו במחיר הון של 12% הוא 0.8. מכאן שהשת"פ של הפרויקט:

- גבוה מ- 12%.
- נמוך מ- 8%.
- שווה ל- 10%.
- נמצא בין 8% ל- 12%.
- לא ניתן לדעת על סמך נתונים אלו בלבד.

פתרון:

כמעט בכל השאלות על פרויקטים שלא כוללות ערכיים מסוימים של תזרימי מזומנים - הגף מאד חשוב. כאשר מדובר בפרויקטים קונבנציונליים של השקעה - הזרה הגרפית של עוקם העניין היא:



התשובה: 7.

מבחן 2 - שאלה 6

6. איזה מהמשפטים הבאים אינו תמיד נכון?
- א. שת"פ הינו שער ההיוון שבו הענ"ג שווה 0.
 - ב. ממד רוחניות גדול מ- 1 מעיד על ענ"ג חיובי.
 - ג. דרגה פרויקטיבים לפי קритריון הענ"ג תמיד יהיה זהה לדרגה פרויקטיבים לפי קритריון השת"פ.
 - ד. יתכנו מספר שת"פים לפרויקט.
 - ה. כל המשפטים הרשומים לעיל נכונים תמיד.

פתרון:

- א. נכון - לפי ההגדרה. גם בתרשים וגם לפי ההגדרה המתמטית, מדובר בTHR (שער ההיוון) שבו הענ"ג 0.
- ב. נכון - בהכרח ממד רוחניות גבוהה מ-1 מעיד על ענ"ג חיובי.
- ג. לא נכון - בהחלט **יתכנו** סתיירות בין ענ"ג לבין שת"פ.
זכרו: שת"פ מציג רוחות באחיזות.
ענ"ג מציג שווי בכסף.
- ה. לא משל מצעים לי לחשקע היום 1 ש"ח ולקבל עד שנה 2 ש"ח. השת"פ - מטורף 100%.
- ההשפעה הכספית זניחה.
- ד. בהחלט **יתכן** שלפרויקט מסוים יהיה מספר שת"פים - בתנאי שהוא לא קונבנציונלי. פירוט בעמוד הבא.
- ה. לא שיק.

הצגה תרשימית רלוונטית בעמוד הבא.

NPV

קונבנציונלי של הלוואה

NPV

קונבנציונלי של השקעה

NPV

לא קונבנציונלי

לא קונבנציונלי

NPV

מחייה חתונה

NPV

מחייה חתונה

לא קונבנציונלי

לא קונבנציונלי

NPV

מחייה חתונה

NPV

מחייה חתונה

מבחן 2 - שאלה 7

7. תזרים המזומנים הנקי הצפוי מפרויקט מסוים הוא 13,000 ש"ח לשנה בתום כל אחת משלוש השנים הבאות. שט"פ הפרויקט הוא 10%, וענ"נ הפרויקט הוא 2,420 ש"ח. מכאן שמחיר ההון

לפיו חושב ענ"נ הפרויקט הוא:

- א. 6%
 - ב. 8%
 - ג. 10%
 - ד. 135%
- ה. לא ניתן לחשב את מחיר ההון מאחר ואין מספיק נתונים.

פתרון – בעמוד הבא:

הויאל ואיננה נתונה, אך היא כМОון נדרשת לחישוב הענין, עלינו לחלץ אותה תחילה.
זהירות: בהכרח ובהגדורה, כאשר קיים ערך שת"פ מספרי חייבות להיות השקעה.

0	1	2	3
-32,329	13,000	13,000	13,000
אופן חילוץ			
למטרה			

זכור: השט"ג הוא מחיר ההו שאמ מוציאים אותו ומשווים לו $-V$ התוצאה אף

$$-x + 13,000 * pva(10\%, 3) = 0$$

$$-x + 13,000 * 2.487 = 0$$

$$x = 32.329$$

גטו: אכ"ג הפרויקט (שודרש היוו במחירות האמצעי הכספי של החברה שאיננו גטו):

$$= 32.329 + 13.000 * pva(k, 3) = 2.420$$

$$pvfa(k, 3) = \frac{32,329 + 2,420}{13,000} = 2.673$$

נכל לילוח א-⁴ בנספח א לכרז ג. ונחפש עבור ³ את הריבית שמצויה ל-2.673.

טבלה 2.2: שיעור המותקבל מדי תקופה במשך t תקופות						
t	r	1%	2%	3%	4%	5%
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673

ולכו התשובה חסופה היא:

מבחן 3 - שאלה 5

שאלה 5

להלן נתונים זומי המזומנים של פרויקט מסוים:

4	3	2	1	0	שנה
זום מזומנים					
1,000	700	500	300	-1,500	

מהו הע"ג של הפרויקט, אם מחיר ההון הוא 10% לשנה בשנים 1-2, 12% בשנה 3 ו-15% בשנה 4.

- א. 256
- ב. 312
- ג. 400
- ד. 329
- ה. 344

פתרונות:

0	1	2	3	4
-1500	300	500	700	1000

10% 10% 12% 15%

$$\begin{aligned}
 NPV = & -1,500 + 300 * (1 + 10\%)^{-1} + 500 * (1 + 10\%)^{-2} \\
 & + 700 * (1 + 12\%)^{-1} * (1 + 10\%)^{-2} + 1,000 * (1 + 15\%)^{-1} * (1 + 12\%)^{-1} * (1 + 10\%)^{-2} =
 \end{aligned}$$

344.13

מפגש 7 – מקורות המימון של החברה – הון עצמי וhone זר, ומשמעותם (יח' 11-9)

מיפוי רציו – יח' 11-9

יח' 7-5 העניקו לנו את הכלים הבסיסיים בחישובים פיננסיים: ערך נוכחי (PV), ערך עתידי (FV) ויישומיהם – בפרויקטים, בהלוואות, ובהערכת כדיאות השקעות.

יח' 8 העבירה אותנו לעולם של סטטיסטיקה: של סיכון ומידתו, של קבלת החלטות רלוונטיות בתנאי סיכון, וכן ההשפעה של פיזור סיכון (לפי גישת תייקי השקעות) על הערך למשך.

יח' 11-9 מוציאות אותנו מהפוזיציה של המשקיע ומחזירות אותנו לכובע מכבלי ההחלטה בחברה – בהיבט זה שחברה **צריכה לגייס מימון** כדי לבצע את פעילותה, ומימון זה מרכיב **hone עצמי** (מניות) וhone זר (הלוואות ואג"ח, כאשר היח' מתרכזות בעיקר באג"ח).

אנחנו רצชา, בהתאם:

א. לדעת טכנית איך מבצעים חישובי שווי וחישובים קשורים של אגרות חוב.

ב. כיצד לתמוך מניות לפי מודל מסוים ספציפי (מודל גורדון – "היוון הדיבידנדיס") וכייזד להלץ ערכיהם מהמודל.

ג. כיצד שילוב מקורות מימון בתמיהיל כזה או אחר – ובפרט: יותר חוב / יותר hone עצמי – משפיע על הסיכון, על מחיר hone המשוקל של החברה WACC, ועל שווי החברה (מה עדיף לחברת בהיבט השאות ערכה ובאיזה הקשר – למן hone עצמי או hone זר).

פרק 1: חישובי אג"ח (יח' 9)

אג"ח – הגדרה:

אג"ח – אגרת חוב – היא מכשיר פיננסי שמנפיקה חברה ואשר מחייב אותה לשלם לאוחז בה תזרימי מזומנים ממשני סוגים:

א. קופון – מכפלה של הריבית הנקובה B^z (המודדרת באג"ח) בערך הנקוב B (המודדר באג"ח) – תשלוםים אלו הם מחזוריים (כל שנה, כל רביעון וכיו"ב).

ב. הערך הנקוב עצמו – 捨保利特 מחדל בקורס שלו משולם בתשלום אחד בתום חי האג"ח (אם לא – צריך להביא לידי ביטוי את פרעונות לשיעורין במסגרת תזרימי המזומנים למשך).

מחיר האג"ח נקבע בתורו הערך הנוכחי PV של תזרימי המזומנים הנ"ל, מנקודת ראות המשקיע (רווח האג"ח). את חישוב ה- PV מבססים על התזרימיים של הקופונים והערך הנקוב, כאשר ההיוון מותבצע בריבית שנקבעה "מחיר hone הזר" / "ריבית השוק על אג"ח" / "שיעור תשואה לפדיון". המסר המרכזי כאן – שבווד שחברה היא זו שקבעה בתיקף הנפקת האג"ח את התזרימיים שהיא מתחייבת לשלם לאוחז באג"ח, המשקיע הוא שקבע את שווייה על בסיס חישוב הערך הנוכחי של תזרימיים אלו בריבית שהוא דורש.

בקרה: בעוד שהריבית הנקובה קובעת את התזרימיים, הריבית להיוון היא בדרך כלל שונה, ונקבעת על ידי המשקיעים.

שאלה 9.1 – תמחור בסיסי של אג"ח – שנים שלמות – למפגש

חברת "אלון סיוון" בע"מ הנפקה ב-1.1.2020 אג"ח אשר ערכה הנקוב 100,000 ש"ח. האג"ח נושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 5% המשולמת בתום כל שנה (תשלום הריבית יבוצע לראשונה ב-31.12.2020). ערכה הנקוב של האג"ח ייפרע בתשלום אחד בתום שנת 2026.

נדרש :

- מהו מחיר האג"ח במועד הנפקתה, אם ידוע שבמועד זה שיעור התשואה לפדיון הוא 8% לשנה?
- ב. כיצד תשתנה תשובתכם, אם חלפה שנה ממועד ההנפקה (תשלום קופון אחד כבר בוצע), ובמועד זה, שיעור התשואה לפדיון הוא 4% לשנה?
- ג. כיצד תוכלו להסביר את הקשר בין שיעור התשואה לפדיון לשווי האג"ח? התיחסו להגדרות מקובלות בשוק (פרמייה, נכון, פאר).

פתרון :

פתרון סעיף א

תזרים המזומנים הבסיסי שמקבל המשקיע, כל תקופה תשלום (וכאן – כל שנה) נקרא **קופון**, והוא מחושב כמכפלת **הרידית הנקוב** ($C_{annual} = 5\% \cdot B$) **בערך הנקוב** ($C_{annual} = 100,000 \cdot B = B$) :

$$Coupon(Annual) \text{ or } C = r_B \cdot B = 5\% \cdot 100,000 = 5,000$$

האג"ח הונפקה ב-1.1.2020, פרט לכך, בתום חייו האג"ח (בחלוף 7 שנים מהתנפקה ב-31.12.2026) המחזיק באג"ח יקבל גם את **הערך הנקוב** (סכום נוסף) בסך 100,000 ש"ח.

מחיר האג"ח הוא, לפיכך, היוון של סדרת תזרימי מזומנים קבועים בסך 5,000 ש"ח כל אחד, ובנוסף, היוון תזרים חד פעמי של 100,000 ש"ח בתום שנת 2026.

בעוד שאלו תזרימי מזומנים, היוון עצמו (הרידית המזומנים לטובת חישוב ה-PV, הערך היום של האג"ח, במועד הנפקתה) היא שיעור התשואה לפדיון $k_D = 8\%$ שנקבע על ידי המשקיעים (כשם שמחיר הון בית' 6 משמש להיוון תזרימי מזומנים הנובעים מפרויקטים, שיעור תשואה לפדיון בגין אג"ח משמש להיוון תזרימי אג"ח).

$$P_B = C * PVFA(k_D, t) + B * (1 + k_D)^{-t}$$

$$P_B = 5,000 * PVFA(8\%, 7) + 100,000 * (1 + 8\%)^{-7} = 84,379.04$$

מקרה :

סימן	משמעות
$C = r_B * B$	קופון : תזרים המזומנים התקופתי למשקיע, לפי ריבית נקובה מוכפלת בערך הנקוב
r_B	ריבית נקובה
B	ערך נקוב

שווי האג"ח	P_B
שיעור תשואה לפדיון / ריבית השוק / מחיר ההון הזר / התשואה שודושים בעלי החוב	k_D
מספר תזרימי המזומנים הקבועים (תזרימי הקופון) שנוטרו ערב התמחור.	t

פתרון סעיף ב – בחולוף שנה, ידוע כי שיעור התשואה לפדיון השתנה ל-4%. חשבו מחדש את מחיר האג"ח אם חלפה שנה ממועד ההנפקה, זה אומר שמספר תזרימי המזומנים שהאג"ח צפוי להניב מפה ואילך (ועל בסיס זה ייקבע ערכה) יהיה 6 (לפי 7 תזרימי מזומנים בסך הכל, בניכוי האחד שכבר בוצע). שינוי נוסף שנטוں בשאלת הוא ששיעור התשואה לפדיון (הሪבית להיוון) ירד ל-4%. הירידה בשיעור התשואה לפדיון לעולם לא תשפיע על הריבית הנקובה שנקבעת במועד הנפקת האג"ח, ולכן **סכום הקופון נותר זהה והוא בלתי תלוי בשיעור התשואה לפדיון, אשר השינוי בו ישפיע רק על הריבית שנזין לטובת חישוב ה-PV.**

$$P_B = 5,000 * PVFA(4\%, 6) + 100,000 * (1 + 4\%)^{-6} = 105,242$$

(*) הערכה: שווי של כל מכשיר פיננסי / השקעה, לרבות אג"ח, הוא תמיד הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים שנותר לו (למכשיר הכספי) להניב לנקודת ההשקעה. תזרימי היסטוריים שנתקבלו בידי משלקאים בעבר אינם חלק מהשווי והתמחיר לנקודת הזמן הנוכחי.

פתרון סעיף ג – הסבירו את מערכת הקשרים בין ריבית נקובה, שיעור תשואה לפדיון, מחיר האג"ח וערכה הנוכחי
באופן גס, המחשנו את מערכת הקשרים הבאה בין הריבית הנקובה, שיעור התשואה לפדיון, הערך הנוכחי ושווי האג"ח.

מושג	במלים	התוצאה	במלים	כאשר
אג"ח בניכויו	מחיר האג"ח נמוך מהערך הנוכחי	$P_B < B$	כאשר שיעור התשואה לפדיון גבוהה מהריבית הנקובה (סעיף א)	$k_D > r_B$
אג"ח בפרמייה	מחיר האג"ח גבוהה מערכה הנוכחי	$P_B > B$	כאשר שיעור התשואה לפדיון נמוך מהריבית הנקובה (סעיף ב)	$k_D < r_B$
אג"ח בפארי Parity	מחיר האג"ח שווה לערכה הנוכחי	$P_B = B$	כאשר שיעור התשואה לפדיון זהה לריבית הנקובה (לא הוצג)	$k_D = r_B$

9.1.1 – הקשר שבין משך חיי האג"ח למחיר האג"ח

בשוק נסחרות 4 אגרות חוב:

אג"ח א – תשלום בעוד שנתיים סכום של 200 ש"ח. מחיר האג"ח 180 ש"ח.

אג"ח ב – תשלום בעוד 6 שנים סכום של 500 ש"ח. מחיר האג"ח 400 ש"ח.

אג"ח ג – תשלום בעוד 10 שנים סכום של 400 ש"ח. מחיר האג"ח 280 ש"ח.

אג"ח ד – תשלום ריבית נקבה בשיעור 8% אחת לשנה, ערךה הנקוב 300 ש"ח ואורך חייה 20 שנה. מחיר האג"ח 300 ש"ח.

נדרש:

- א. מהו שיעור התשואה לפדיון / לפירעון של כל אחת מאגרות החוב?
- ב. מהו מחיר כל אחת מאגרות החוב בהתאם לנטו ריבית שוק שבין 0% ל-20%, במרווחים של 1%?
- ג. התו גראפית את הקשר בין מחיר כל אחת מאגרות החוב לבין שיעור הריבית. הסבירו עקרונית את הממצאים.
- ד. בצעו דיוון קצר ומגניב – איזו אג"ח היא הcadait ביותר למשמעותם, התיחסו לציפיות המשקיע – עליית ריבית, ירידת ריבית, העדפות סיכון.

פתרונות:

א. **חילוץ שיעור תשואה לפדיון של אגרות החוב**
שיעור התשואה לפדיון בגין אג"ח הוא, בהדרה, הריבית להיוון שבאמצעותה מחושב מחיר האג"ח, ה-
 PV שלו.

אם נביט רק על אג"ח א, הרי ששוויו 180, ושווי זה הוא ערך הנוכחי של התזרים היחיד המתקבל בתום השנה ה-2 בגין האג"ח:

$$P_B(A) = 180 = 200 * (1 + k_D)^{-2} \rightarrow k_D = 5.41\%$$

$$P_B(B) = 400 = 500 * (1 + k_D)^{-6} \rightarrow k_D = 3.79\%$$

$$P_B(C) = 280 = 400 * (1 + k_D)^{-10} \rightarrow k_D = 3.63\%$$

$$P_B(D) = 300 = 24 * PVFA(k_D, 20) + 300 * (1 + k_D)^{-20} \rightarrow trial and error \rightarrow k_D = 8\%$$

שיטת הניסוי והטעה: מתחילה בריבית מסוימת (למשל: 5%), ומציבים אותה באגף ימין. אם התוצאה המתקבלת גבוהה מדי, מעלים את הריבית (נניח -6%) ווחזרים על החישוב. אם התוצאה המתקבלת נמוכה מדי, מורידים את הריבית (נניח +4%) ווחזרים על החישוב. עוצרים, רק כאשר תוכאת אגף ימין היא 300.

הערה: בשאלת זו, הנשענת על נתונים כמוותיים מפורשים, התקבלו שיעורי תשואה לפדיון **שוניים** באגרות החוב השונות. זה לא מחייב, וייתר מזה – לאורך רוב התרגילים בקורסanno נניח שככל אגרות החוב הנדונות בשאלת הון בעלות שיעור תשואה לפדיון זהה.
אם אני מקבל בפועל ערך k_D שונים על פי הנתונים הקיימים – זה בסדר.

אם אני מקבל ערכיים זהים על פי הנתונים הכספיים – זה בסדר.
 אם אני מקבל נתונים על חלק מאגרות החוב ולא על אחריות, כבירית מיוחד, חילוץ kD מאייחס מסויימת יכול לשרתנו לטובת אג"ח אחריות באוותה השאלת.

המלצת חמה : לבדוק את עצמי עם פונקציית IRR באקסל :

זמן	א	ב	ג	ד
0	-180	-400	-280	-300
1	0	0	0	24
2	200	0	0	24
3		0	0	24
4		0	0	24
5		0	0	24
6		500	0	24
7			0	24
8			0	24
9			0	24
10			400	24
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				
18				
19				
20				324
שיעור תשואה לפדיון	5.41%	3.79%	3.63%	8.00%

ב. מהו מחיר כל אחת מאגרות החוב בהתאם לנוטוני ריבית שוק שבין 0% ל-20%, במרוחכים של 1%?
 מי את, ריבית שוק? ריבית שוק היא למעשה הריבית הנדרשת מצד המשקיעים בשוק. זהו למעשה כינוי אחר לשיעור תשואה לפדיון או k_D . כדי לחשב את מחירי האג"ח בריביות השונות, כל מה שנctrיך לעשות זה לחשב אותם שוב ושוב על בסיס הצבת ערכי k_D המשתנים.

נחשב למשל, רק כחגמה, את מכירה של אג"ח א כאשר ריבית השוק 5% :

$$P_B(A) = 200 * (1 + 5\%)^{-2} = 181.41$$

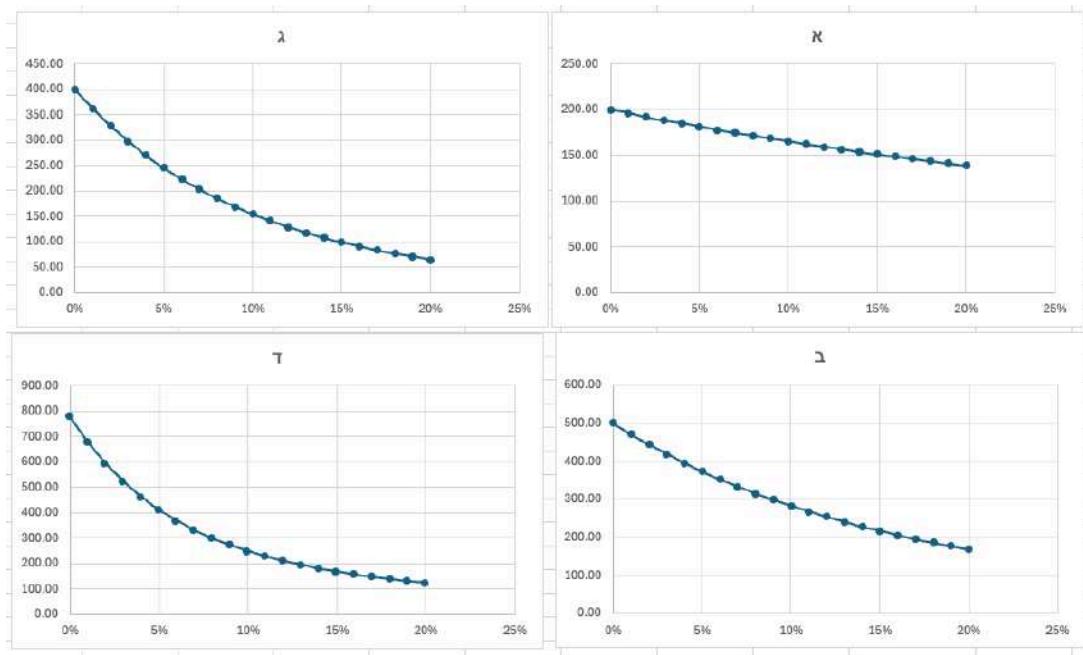
וכן כחגמה את שווי אג"ח ד כאשר ריבית השוק 8% :

$$P_B(D) = 24 * PVFA(8\%, 20) + 300 * (1 + 8\%)^{-20} = 300$$

ריבית השוק - kD	א	ב	ג	ד
0%	200.00	500.00	400.00	780.00
1%	196.06	471.02	362.11	678.96
2%	192.23	443.99	328.14	594.33
3%	188.52	418.74	297.64	523.16
4%	184.91	395.16	270.23	463.08
5%	181.41	373.11	245.57	412.16
6%	178.00	352.48	223.36	368.82
7%	174.69	333.17	203.34	331.78
8%	171.47	315.08	185.28	300.00
9%	168.34	298.13	168.96	272.61
10%	165.29	282.24	154.22	248.92
11%	162.32	267.32	140.87	228.33
12%	159.44	253.32	128.79	210.37
13%	156.63	240.16	117.84	194.63
14%	153.89	227.79	107.90	180.78
15%	151.23	216.16	98.87	168.55
16%	148.63	205.22	90.67	157.71
17%	146.10	194.92	83.21	148.05
18%	143.64	185.22	76.43	139.42
19%	141.23	176.07	70.24	131.67
20%	138.89	167.45	64.60	124.70

ג. הצגה גרפית של הקשר בין שיעור התשואה לפדיון באג"ח לבין מחירה

באופן עקרוני, ניתן להבחן גם ברמה הגרפית במצב אחד שאינו מפתיע: ככל שפרק הזמן של האג"ח לפדיון קצר יותר (כגון אג"ח א', שנפרעת בחלוף שנתיים בלבד), אזו' שינויים בריבית (שمتבטאים בתנועה ימינה על הציר האופקי) מرتبطים בירידת מחיר מתונה יותר (שיפור עקומת שווי אג"ח נושא יותר בערכו המוחלט). זה הגיוני כי ככל שפרק הזמן לפירעון האג"ח גבוה יותר, גורם ההיוון והשפעות הזמן הם חזקים יותר. (אם הריבית עולה, ההשפעה חזקה כלפי מטה, ואם הריבית יורדת, ההשפעה חזקה כלפי מעלה).



ד. בצעו דיוון קצר ומגניב – איזו אג"ח היא הגדאית ביותר למשكיע? בתשובתכם, התיחסו לציפיות המשكיע – עליית ריבית, ירידת ריבית, העדפות סיכון.

גילינו שאגרות חוב שהן "ארוכות יותר" הן בעלות מחיר ש"ירגש יותר" (משתנה באופן עצמוני יותר) כתוצאה ממשינויו ריבית השוק.

המשמעות: אם אני מאמין / חשש שריבית השוק תעללה, אזי אעדיף אגרות חוב "קצרות" (בעלות פרק זמן קצר עד לפדיון) במקרה זה – אג"ח א.

אם אני מאמין שריבית השוק תרד, אזי אעדיף אגרות חוב "ארוכות" (בעלות פרק זמן ארוך יותר עד לפדיון) – אג"ח ג או ד.

אם אני מעוניין באגרות חוב שההשකעה בה החסופה לסיכון הנמוך ביותר בהיבט השפעת השינויים בשער הריבית, אבחן באגרת החוב הקצרה ביותר (אג"ח א).

שאלה 9.2 – הנחות יסוד לגבי אג"ח – חילוץ שיעור תשואה לפדיון מאג"ח מסוימת לטובת אג"ח אחרת בשוק ההון קיימות שתי אגרות חוב. אג"ח "א" בעלות ערך נקוב של 100 ש"ח, נושא ריבית שנתית נקובה בשיעור 8% לשנה, המשולמת בתום כל שנה. ערכה הנקוב של האג"ח ייפרע בעוד 7 שנים, ותשלום הקופון האחרון בוצע אטמול. שווייה של אגרת חוב זו הוא 90.263 ש"ח.
אג"ח ב שהיא אג"ח נוספת שנסחרת בשוק שערכה הנקוב 100, נושא ריבית שנתית נקובה בשיעור 5% לשנה גם היא משולמת בתום כל שנה, התשלום האחרון בוצע אטמול, וערכה הנקוב ייפרע בעוד 11 שנים.
נדרש:

- א. חשבו את שווי האג"ח מסווג ב.
- ב. הניחו כתה כי בשונה מהנתון, אג"ח ב תשלם את הקופון הקרוב שלו בעוד חודש אחד. פדיונה בחלוף 3 שנים וחודש מהיום. כמו כן, הניחו כי האג"ח משלם ריבית בתדירות רבעונית. בהתאם לשינויים אלו, מה יהיה שווי אג"ח ב במצב החדש?

פתרון :

פתרון סעיף א

התבסטי על נתוני אג"ח א :

$$P_B(A) = 8\% * 100 * PVFA(k_D, 7) + 100 * (1 + k_D)^{-7} = 90.263$$

המטרה הראשונית שלנו היא להיעזר בנתוני תזרימי המזומנים של אג"ח א ושויה, על מנת לחץ את שיעור התשואה לפדיון, שהוא הריבית להיוון.

בקורס זה אנו מניחים ששיעור התשואה לפדיון של כל אגרות החוב המתוארות זהה, אלא אם נאמר מפורשות אחרת. טכנית: k_D שמחלצים בגין אג"ח מסוימת, כוחו יהיה לתמחר אג"ח אחרות (כברירת מחדל). הפתרון של משואה זו הוא מסורבל מדי (לכן במליה ובמקרים רבים בבחינות, יהיו לכל היותר שני תזרימיים, שניינו יהיה לחץ IRR שלהם על בסיס פתרון משואה ריבועית). אני הצגתי יישום אקסלי פשוט:

	H	I	J	K
,				
8			-90.263	0
9			8	1
10			8	2
11			8	3
12			8	4
13			8	5
14			8	6
15			108	7
16				
17	=IRR(J8:J15)		10%	חילץ

ה-IRR שהיא פונקציה אקסליית, זהה במחותה ל-IRR מיח' 6 : אנו בעצם טוענים ש-IRR שבאupon כליל משקף את שיעור התשואה התקופתי המוצע בפרויקט למשקיע, באג"ח – משקף את שיעור התשואה המתkeletal (והנדרש) על ידי המשקיע באג"ח, ככלمر שיעור תשואה לפדיון.

וכעת, אشتמש בשיעור התשואה לפדיון אשר חילץ לשם יישום תמהור שווי אג"ח ב, על פי נתוניה : אג"ח ל-11 שנה, שנושאת ריבית נקובה בשיעור 5%.

$$P_B(B) = 5\% * 100 * PVFA(10\%, 11) + 100 * (1 + 10\%)^{-11} = 67.525$$

פתרון סעיף ב

הנicho כעת כי בשונה מהנתנו, אג"ח ב תשלם את הקופון הקרוב שלא בעוד חודש אחד. פדיונה בחלוף 3 שנים וחודש מהיוס. כמו כן, הנicho כי האג"ח משלם ריבית בתדריות רביעונית. בהתאם לשינויים אלו, מה יהיה שווי אג"ח במצב החדש?

התאמת ריבית הקופון לתשלום רביעוני: נשים לב, שתבילה עליי לחשב את הקופון מחדש. אם הריבית הנקובה השנתית 5%, אך תדריות תשלום הקופון היא כל רביעון, עליי לחשב ריבית נקובה רביעונית ועל בסיסה קופון רביעוני.

התאמת של ריבית נקובה מתוקפה לתקופה, מבוצע באמצעות חילוק פשוט (לא באמצעות ריבית דרייבית / חזקה). בשפה פשוטה:

$$r_B(\text{quarter}) = \frac{r_B(\text{Annual})}{4} \rightarrow r_B(\text{quarter}) = \frac{5\%}{4} = 1.25\%$$

התאמת שיעור התשואה לפדיון לרבעון: הויל ומדובר באג"ח שיצרת סדרת תשלום ריבוניים, גם שיעור התשואה לפדיון (הריבית להיוון) צריך להיות מתואם למונחים של רביעון. לעיל ראיינו ששיעור התשואה לפדיון לשנה (שחולץ מנתוני אג"ח שתזרימיה שנתיים) הוא 10%. נתקן זאת לשיעור תשואה לפדיון רביעוני. שיעור תשואה לפדיון הוא במונחים אפקטיביים. המשמעות היא **ההתאמת שיעור התשואה לפדיון מתוקפה לתקופה מבוצעת באמצעות חזקה מתאימה ולא(!) באמצעות כפל או חילוק**.

$$k_D(\text{quarter}) = [1 + k_D(\text{annual})]^{\frac{1}{4}} - 1 \rightarrow (1 + 10\%)^{\frac{1}{4}} - 1 = 2.4114\%$$

כדי לחשב כעת את שווי האג"ח, נתבבש על תזרימי הקופון (לפי הריבית הנקובה הרביעונית, 1.25%) וכן על שיעור התשואה לפדיון הרביעוני. אבל גם נרצה לדעת כמה תזרימי מזומנים ישנו ומתי הם מתרחשים.

בנตอน: האג"ח תשלם קופון בעוד חודש, ולאחר מכן תמשיך ותchia עוד 3 שנים שלמות. ב-3 השנים השלימות ישנים 12 קופונים רביעוניים $12 = 3 * 4$, אך בנוסך קיים קופון נוסף בעוד חודש, ולכן מספר הקופונים הכלול הוא 13. **שימוש לב: סדרת קופונים, 13 במספר, בשורה ראשון בעוד חודש ולאחריו המרוחה בין קופונים רביעוניים**.

$$P_B(B) = 1.25\% * 100 * PVFA(2.4114\%, 13) * (1 + 10\%)^{\frac{2}{12}} + 100 * (1 + 10\%)^{-(3 + \frac{1}{12})} = 88.57$$

מה היה פה?

ה קופון הרביעוני : ריבית נקובה רביעונית כפול ערך נקוב	1.25% * 100
היוון סדרת הקופונים הרביעוניים, בשיעור תשואה לפדיון רביעוני, בהתאם למספר הקופונים	$PVFA(2.4114\%, 13)$
הויל וה קופון הראשון בעוד חודש, ומרווח הזמן בין כל הקופונים העיקריים 3 חודשים, הערך הנוכחי הסדרתי מוביל אותנו 3 חודשים לפני התזרים הראשון, והויל	$(1 + 10\%)^{\frac{2}{12}}$

<p>והתזרים הראשון בעוד חודש – מגיעים לזמן 2- (מיינוס שתיים, בחודשים). כדי לתקן את התוצאה לזמן 0 נכפול באחת ועוד הריבית בחזקה רלוונטי. השתמשתי כאן ברייבית להיוון שנתית, בחזקת 2/12 משום שגורם להיוון הוא לחודשיים קדימה.</p>	
<p>לערך הנוכחי של הקופונים נסיף את הערך הנוכחי מוכפל ב-1 ועוד שיעור תשואה לפדיון במונחים שנתיים, מותאם לזמן 0 בחזקה שלילית בסכום יחיד של 3 שנים. וחודש (מועד קבלת התזרים הבודד ביחס להיום).</p>	$100 * (1 + 10\%)^{-(3+\frac{1}{12})}$

שאלה 9.3 – חישובי אג"ח בסיסיים (לתרגול בית) **תמהור אג"ח בנקודות זמן מאוחרות ממועד הנפקה**
 להלן נתונים לגבי אגרת חוב שערכה הנוכחי 100 ש"ח אשר הונפקה ב-1.9.2020. האג"ח מבטיחה ריבית שנתית נקובה בשיעור 10%, כאשר תשלום הריבית מדי שנה בסוף חודש אוגוסט. במועד הפדיון הסופי 30.8.2028 המשקיע יקבל גם את הקון.
 נדרש: מהו המחיר המרבי שהיא מוכן לשלם המשקיע עבור האגרת בתאריך 1.1.2022, אם ידוע ששיעור התשואה לפדיון של אג"ח דומות הוא 17% אפקטיבי לשנה?

פתרון :

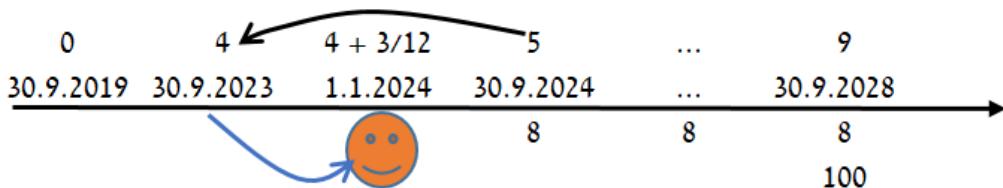
$$P_B = 100 * 10\% * pva(17\%, 7) * (1 + 17\%)^{\frac{4}{12}} + 100 * (1 + 17\%)^{-(6+\frac{8}{12})} = 84.62$$

שאלה 9.4 – חישובי אג"ח (לבית)
 חברת "לינווי שועלים" הנפקה ב-30.9.2019 אגרת חוב שערכה הנוכחי 100 ש"ח. אגרת החוב נושאת ריבית שנתית נקובה בשיעור 8% אשר מושלמת מדי שנה בסוף חודש ספטמבר. במועד הפדיון הסופי 30.9.2028 יקבל המשקיע גם את הקון. מהו המחיר המרבי שהיא מוכן לשלם המשקיע עבור האג"ח ב-1.1.2024, בהנחה ששיעור התשואה לפדיון של אג"ח דומות במועד זה הנו 12% לשנה?

פתרון שאלה 9.4

אגרת החוב הונפקה ב-30.9.2019 משלם בהגדלה תשולמי קופון שנתיים ב-30.9.30 של כל שנה. סכומו של קופון שנתי הוא כריגל המכפלה הפחותה של הריבית הנקובה (8%) בערך הנקוב (100) וMSC סכומו 8 ש"ח. בנוסף, יבוצע תשלום אחד וחיד של סך הערך הנקוב ב-30.9.2028 לידי המחזיק באג"ח (100). שיעור התשואה להיוון – ריבית להיוון – 12%.

נקודות התמחור (ההוויה לצרכי השאלה) היא ה-1.1.2024. נכוון לנקודת זמן זו המיצגת את מועד התמיהיר, נותרו עוד 5 תזרימי קופון לביצוע, ב-30.9. של כל אחת מהשנים: 2028, 2027, 2026, 2025, 2024.



מהוון לאחר בריבית	9
מתאימה: מזמן	9
ערך נקוב, תשלום אחד	
בתום התקופה	
זמן 4+3/12 למועד 4+9/12 לאחר	
$PB = 8 * PVFA(12\%, 5) * (1 + 12\%)^{3/12} + 100 * (1+12\%)^{-(4+9/12)}$	
נותרו עוד 5	
תזרימי קופון, זמן:	
קופון	5
לצורך	
תקופתי	
היון	
ריבית נקובה	
זמן נזין	
ריבית נקוב	
כפול ערך נקוב	
את שיעור	
התשואה	
8% * 100	
לפדיון	
	9

$$PB = 88.04$$

הסבר: עליינו לדעת כי מחיר אגרת חוב הוא תמיד הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים שיקבל המשקיע כתוצאה מרכישתה במועד החישוב. במקרה שלנו, אנו נדרשים לתמחר את האג"ח ליום 1.1.2024, נקודת זמן המאוחרת ב-4 שנים ו-3 חודשים ממועד הנפקתה הנוכחי. נכוון למועד זה האג"ח צפוי לשלם למחזיקים 5 תזרימי מזומנים שנתיים בגובה הקופון, ב-30.9. של כל שנה עוקבת, וכן ב-30.9.2028 תקובל חד פעמי בגובה הערך הנקוב.

הערך של סדרת הקופונים מוביל בהגדלה תקופת תשלום אחת אחרת (שנה אחרת) ביחס למועד התקובל הקרוב ביותר נכוו למועד החישוב. הויל וה קופון הקרוב יחולק ב-30.9.2024, חישוב הערך הנוכחי בהתבסס על PVFA מוביל ל-3.09.2023. מכאן, עלינו לקדם את התוצאה על ידי דחיפה קדימה של התוצאה במשך 3 חודשים, ולהוסיף לכך את הערך הנוכחי של הסכום היחיד המתkeletal בתום התקופה (הערך הנוכחי).

שים לב, שכל הערכים מהוונים בשיעור התשואה לפדיון. לעולם לא מהוונים בריבית הנזקובה. הריבית הנזקובה קבועה תזריםים, אופן היום תלוי בריבית שמקפת את התשואה הנדרשת / מחיר ההון.

שאלה 9.5.1 – למפגש: המקרה של תשלום קופון שאינו שנתיים, המרת ריבית, והתאמה לתחילת תקופה סאISON רכשה אג"ח של חברת סטיי בע"מ. הערך הנוכחי של האג"ח הוא 40,000 ש"ח והוא משלם ריבית רביעונית בשיעור 2% בתום כל רביעון ממועד הנפקה ועד למועד פרעונה (שבו גם ייפרע הערך הנוכחי). האג"ח הונפקה לתקופה של 15 שנים, אך סאISON רכשה את האג"ח בחלוף 7 שנים (ורע לפני שהאג"ח שילמה את הריבית של תום השנה ה-7).
שיעור התשואה לפדיון בגין האג"ח הוא 12% לשנה.

נדרש: מהו המחיר שבו תוכל סאISON לרכוש את האג"ח?

פתרון:

שלב 1: חישוב הקופון – התשלומים הרבעוני הקבוע, בתור מכפלת הריבית הנזקובה בערך הנוכחי:

$$2\% * 40,000 = 800$$

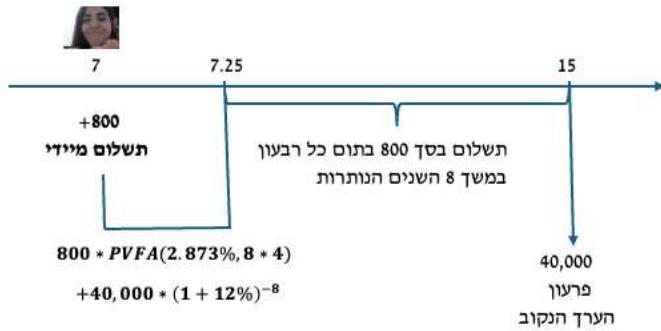
שלב 2: התאמה שיעור התשואה לפדיון לפרק הזמן בין תשלוםים:

שיעור התשואה לפדיון הוא תמיד במונחי ריבית אפקטיבית. לכן אם נרצה להתאיםו משנה (נתון) לרבעון (פרק הזמן בין תשלוםים):

$$k_D = (1 + 12\%)^{\frac{1}{4}} - 1 = 2.873\%$$

שלב 3: חישוב שווי האג"ח, מתוך הבנת התזריםים שנדרשו לה:

האג"ח היא ל-15 שנים. סאISON רוכשת אותה לאחר שנדרשו לאג"ח 8 שנים חיים (חלפו 7). זה אומר שסאISON תהיה זכאית, במידה ותרכוש את האג"ח, לקבל מיד 800 ש"ח ולאחר מכן, בתום כל רביעון, סכום קבוע של 800 במשך 8 שנים, וכן סכום חד פעמי בתום השנה ה-15 (בעוד 8 שנים מהיום) בסכום של 40,000:



$$P_B = 800 + 800 * PVFA(2.873\%, 32) + 40,000 * (1 + 12\%)^{-8} \rightarrow P_B = 33,551.9$$

התשובה הסופית: המחיר שבו ניתן לרכוש את האג"ח הוא 33,551.9 ש"ח.

פרק 2: חישובי תמהור מניות (יח' 11)

מינוי רצוי: שווי אג"ח / מחירה הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים שהוא משולם למשקיעים. באופן כללי – שווי נכס הוא הערך הנוכחי של התזרימיים הנקיים שיתקבלו בידיו רוכשו. גם לגבי מניות – אנו ניישם את אותו עיקרון – **שווי מניה P הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים שצופים המשקיעים במניה לקבל (ערך נוכחי של הדיבידנדים – המודל היון הדיבידנדים / מודל גורdon).** בעוד שבאג"ח תזרימי המזומנים כוללים קופון וערך נקוב, במניות – תזרימי המזומנים של המשקיעים כוללים **דיבידנדים** (ואם יש מידע על מכירת המניה – גם התקבול במכירתה).

המודל הבסיסי להערכת תזרימי המזומנים הצפויים ממניה לצורך קביעת מחירה, יוצא מנקודת הנחה שההשקעה במניות היא השקעה לטווח ארוך. וב吐וותה הארוך הזה, לא זו בלבד שאנו צופים במשקיעים לקבל דיבידנדים (חלוקת רווחים מאת החברה למשקיע) – אנו מצפים (במקרים רבים) שסכום הדיבידנד יעלה עם הזמן (בהתאם לקצב התפתחות החברה).

ואם זה כך, התהליך הטכני شاملו **תמהור מניות (היון דיבידנדים) יישען תכליס על שני עקרונות – מאפייני הדיבידנדים:**

- שווי מניה הוא **ערך נוכחי של סדרת דיבידנד אינסופית**.
- סדרת תזרימי הדיבידנד האינסופית – במקרים רבים – צומחת.**

הנוסחה הטכנית לתמוך מניה שצפוייה להניב סדרת דיבידנדים אינסופית צומחת – מודל היון הדיבידנדים

– גורדון



$$P_S = \frac{DIV}{k_E - g}$$

כאשר :

סימן	משמעות
P_S	מחיר המניה – Price of Share
DIV	הדיבידנד העתידי הקרוב ביותר שאחניו שיעור הצמיחה קבוע
k_E	מחיר ההון העצמי, התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות (לעתים מסומן k_S)
g	שיעור הצמיחה הקבוע לנצח של הדיבידנדים

dagsh chosob : כמו בכל נוסחה של חישוב ערך נוכחי סדרתי (וכאן – מדובר בערך נוכחי של סדרה אינסופית צומחת), התוצאה המתקבלת מיישום הנוסחה מובילה אותנו לנקודת הזמן שהיा מוקדמת בתקופת תשלום אחת ממועד תזרים המזומנים הראשון בסדרה.

אופן חישוב מחיר ההון העצמי k_E :

- אם מחיר המניה נתון, יחד עם פרמטרים נוספים, אפשר לחוץ את מחיר ההון העצמי על בסיס הצבה בנוסחה.
- בנוסף – חיבור ליה' 8 : התשואה הנדרשת על מניה בודדת נקבעת על ידי קו ה-SML. לכן, אם קיימים נתונים רלוונטיים, ניתן גם לחשב את k_E שהוא שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות כך :

$$k_E = R_F + [E(M) - R_F] * \beta_E$$

- ביח' 11-10 (בחקון העיקרי שדן במבנה ההון והשפעתו על שווי החברה) קיימים משפט נוסף שנראה "המשפט השני של מודיליאני ומילר" והוא מאפשר לחשב את מחיר ההון העצמי בחברה k_E . נגיע לזה.

שאלה 11.11 תמחור מנויות בסיסי – מודל גורצון

מנית A היא מניה הנסחרת בבורסה לנירות ערך בתל אביב. על פי תחזיות האנליסטים, המניה צפוייה לחלק לבעלי המניות בעוד שנה דיבידנד בסכום של 10 ש"ח למניה. שיעור הדיבידנד צפוי לצמוח כל שנה ב-3%. התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות בחברה היא 13%.

- א. מהו מחיר המניה היום?
- ב. מהו מחיר המניה אם הדיבידנד הקרוב ביותר, בסך 10 ש"ח, יתקבל מחר?
- ג. מהו מחיר המניה אם הדיבידנד האחרון בסך 10 ש"ח חולק אטמול?
- ד. מהו מחיר המניה אם, בשונה מהנתנו, הדיבידנד הקרוב ביותר בסך 10 ש"ח צפוי להתקבל בעוד 8 שנים (כלומר, בתום כל אחת מהשנתיים 7-1 אין תקבולי דיבידנד בכלל).
- ה. מהו מחיר המניה אם הדיבידנד הצפוי הוא 10 ש"ח בעוד שנה, 20 ש"ח בעוד שנים, 30 ש"ח בעוד 3 שנים, 48 ש"ח בעוד 4 שנים, ובכל שנה עוקבת, יצמץ סכום הדיבידנד בשיעור קבוע של 3%?

פתרונות :

פתרונות סעיף א

$$P_S = \frac{DIV}{k_E - g} \rightarrow P_S = \frac{10}{13\% - 3\%} = 100$$

dagsh : בرمאה הטכנית, חישוב ערך נוכחי של דיבידנדים על בסיס הנוסחה, כפוף לכל התנאים והמגבליות של ערך נוכחי סדרתי / מענ"ס (PVFA). בפרט, עיקרונו ה"אתחת אחרה" תופס גם בנוסחה זו.

הואיל והדיבידנד הקרוב ביותר הוא בעוד שנה, ומרוחה הזמן בין כל שני תזרימי דיבידנד עוקבים הוא שנה, אני מוקפץ "אתחת אחרה" ביחס למועד הדיבידנד הקרוב. אם הדיבידנד עוד שנה, קפיצה אתחת אחרה מובילה לזמן 0 וסיימתי. בקיצור: תזרימי "תום תקופה" בקטע הכני רגיל שיש.

בקיצור: סדרת דיבידנדים שמתחלת בזמן 1 מובילה לכך שתוצאות החישוב היא זמן 0.

מה? כל כך פשוט?



פתרונות סעיף ב – תשואה נדרשת עדין 13%, דיבידנד קרוב 10 ש"ח, צמיחה 3%, אבל הדיבידנד הקרוב מחבר טרמינולוגיה של "מחר" מבחןנו = "עוד דקה" כלומר התזרים העתידי הקרוב ביותר הוא בזמן 0 (תזרימי תחילת תקופה).

אם הדיבידנד הקרוב ביותר בזמן 0, חישוב הערך הנוכחי של סדרת הדיבידנדים – מוביל בזמן 1- (לפי העקרון של "אחת אחרת"). הואיל והמטרה היא לחשב את המחיר היום, ולא את המחיר "לפני שנה", עליי לתקן את התוצאה בזמן 1- בזמן 0, על ידי מכפלה באחת ועוד הריבית (מחיר ההון העצמי/התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות) פעם אחת :

$$P_S = \frac{10}{13\% - 3\%} * (1 + 13\%) = 120$$

ישום פשוט של נוסחת גורדון – במונה הדיבידנד, במכנה ההפרש בין מחר ההון לשיעור הצמיחה

התאמת תוצאה החישוב בזמן 1 - (מינוס אחת) בזמן 0 התאמה שנדרשה הואיל והסדרה היא תחילת תקופה

דרך נוספת היא להתבסס על משווהת היון אשר נוטלת את התזרים הראשון בלבד, ואת יתר התזרים מזמן 1 צפונה בלבד (שיעור צמיחה מודפס, לא כאשר המטרה היא לחלץ את מחיר ההון) :

התזרים בזמן 1 הוא התזרים בזמן 0, בתוספת צמיחה בזאת בשיעור 3%

$$P_S = 10 + \frac{10 * (1 + 3\%)}{13\% - 3\%} = 113$$

תזרים ראשון בזמן אפס, לא דרש התאמה

המכנה הוא ההפרש בין מחיר ההון לשיעור הצמיחה

מה עשיתי כאן? התייחסתי לכך שהתזרים הראשון בסך 10 כנתון הוא תזרים מיידי, וכך ערכו הנוכחי זהה לסכומו. התזרמים העיקריים מזמן 1 צפונה, כוללים (במיוחד בהקשר לתזרים בזמן 1) צמיחה בשיעור של 3% (לשנה). לכן המונה מוגלה זאת. המכנה נותר זהה, וכך הוא בעצם מהוון סדרת תזרים מזמן 1 צפונה בזמן 0 לפי העקרון של "אחת אחרת" במצב כזה לא תדרש התאמה (כי מתייחסים בזמן 0 בלבד, בזמן 1 צפונה בלבד בלבד).

מדוע הצגתי דרך זו? לדרך זו יש יתרון כאשר בשאלת מסויימת ורוצים לחלץ את שיעור התשואה להון העצמי.

פתרונות סעיף ג – מהו מחיר המניה אם הדיבידנד האחרון בסך 10 ש"ח חולק אטמול – מחיר ההון העצמי 13%, שיעור הצמיחה 3%

שימוש לב להבדל העקרוני בין דיבידנד "אטמול" לדיבידנד "מחר": שני המקרים מדובר במרקח יחידת זמן מזערית (1 יום, זניחה) מההווה. אלא שבWOOD שהדיבידנד מחר הוא דיבידנד עתידי, שהמשקיע במניה היום זכאי לו, וכך יהיה חלק מהתזרמים המהווים בסיס לתמחר, הרו שהדיבידנד יהיה אטמול – הוא דיבידנד שהמשקיע לא זכאי לו, וכך לא יוכל לבוא בחשבון במסגרת התמחר.

בקצרה :

"הדייבידנד יחולק מחר" = מiad רלוונטי, ומדובר בסדרת תחילת תקופה.
"הדייבידנד חולק אתמול" = לא רלוונטי, ומדובר בסדרת תום תקופה.

אז מה עושים? התשובה היא : אם הדיבידנד חולק אתמול – מחפשים או מחשבים את הדיבידנד העתידי הקרוב ביותר – זה שיתרחש בעוד שנה. במידה ואינו נתון, מחשבים אותו על בסיס הדיבידנד ההיסטורי (של אתמול) בתוספת הצמיחה.

מספרית :

דיבידנד אתמול – 10 ש"ח.
שיעור צמיחתו השנתי – 3%, נתון.
המשמעות : הדיבידנד שכן רלוונטי, שיתחולל בעוד שנה, גבוה ב-3% מ-10 ש"ח, ויתקבל בזמן 1.

הדרך לחשב את שווי המניה תתבסס על הערך הנוכחי של דיבידנד זה מהוں לפי הנוסחה המתאימה.

$$P_S = \frac{Div_1}{k_E - g}$$

$$Div_1 = Div_0(yesterday) * (1 + g) \rightarrow Div_1 = 10 * (1 + 3\%) = 10.3$$

$$P_S = \frac{10.3}{13\% - 3\%} = 103$$

מה עשינו כאן? במנה קיים התזרים העתידי הקרוב ביותר, בעוד – 10 היסטורי בתוספת צמיחה שנתית. במכנה, ההפרש בין מחיר ההון העצמי לשיעור הצמיחה. והויל והדיבידנד הקרוב ביותר הוא בעוד שנה, ערכו הנוכחי שמקפיד את אחרה מוביל בדיק לזמן 0 ללא צורך בהתאמה.

אפשר כמובן לעשות את הכל ב"מכה אחת" :

$$P_S = \frac{10 * (1 + 3\%)}{13\% - 3\%}$$

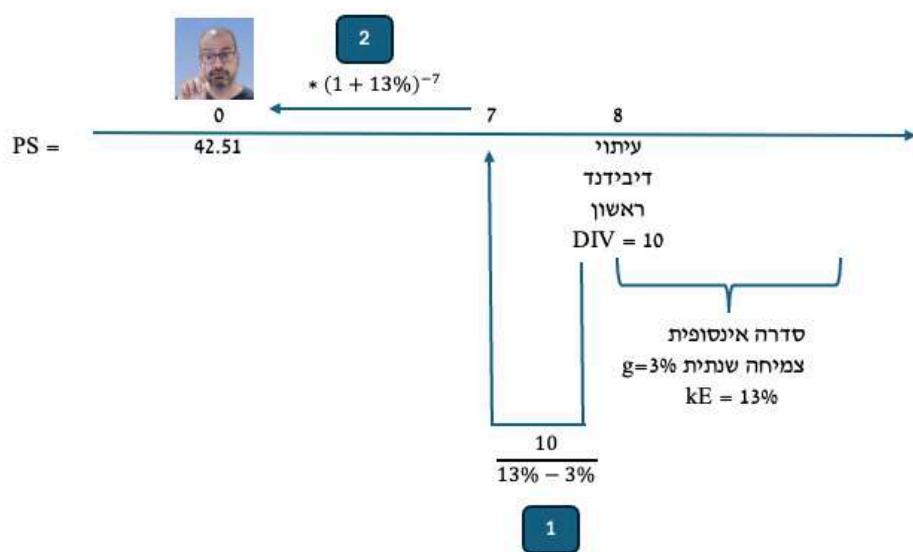
פתרונות סעיף ד

מהו מחיר המניה אם, בשונה מהנתנו, הדיבידנד הקרוב ביותר בסך 10 ש"ח צפוי להתקבל בעוד 8 שנים (כלומר, בתום כל אחת מהשנים 1-7 אין תקופלי דיבידנד בכלל).

נוסחת הפתרון – להלן תרשימים והסביר :

$$P_S = \frac{10}{13\% - 3\%} * (1 + 13\%)^{-7} = 42.51$$

התרשימים :



הסביר :

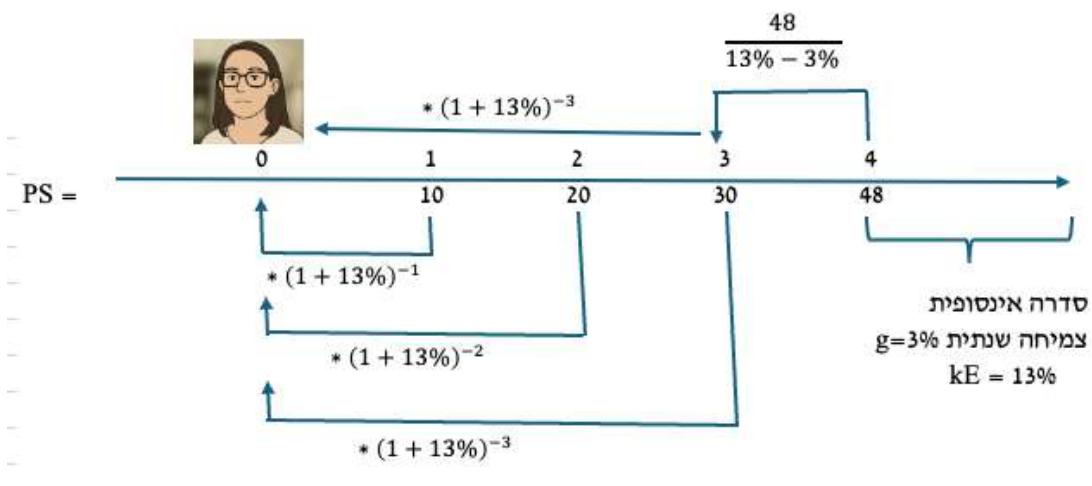
מדובר ב-10 ש"ח וזהו הדיבידנד העתידי הקרוב ביותר שאחריו הצמיחה קבועה. לכן זה המחיר בנוסחה. במכנה – ההפרש בין מחיר ההון לבין שיעור הצמיחה. אלא שהואיל וחישבנו את הערך הנוכחי של סדרה שהחלה בזמן 8, הקפיצה האוטומטית אחת אחרת לא מובילה אליו لأن שאני רוצה אלא לנקודה שהיא "אחד אחרת" כלומר זמן 7. לכן עליי לבצע התאמה נוספת מזמן 7 לזמן אפס, וזאת על ידי : $(1 + 13\%)^{-7}$

פתרונות סעיף ה

מהו מחיר המניה אם הדיבידנד הצפוי הוא 10 ש"ח בעוד שנה, 20 ש"ח בעוד שלוש שנים, 30 ש"ח בעוד 3 שנים, 48 ש"ח בעוד 4 שנים, ובכל שנה עוקבת, יצמוך סכום הדיבידנד בשיעור קבוע של 3%?

סעיף זה מציג בפנינו מצב שבו שיעור הצמיחה משנה 1 לשנה 2 הוא 100%, שיעור הצמיחה מהשנה ה-2 ל-3 הוא 50%, שיעור הצמיחה מהשנה ה-3 ל-4 הוא 60%, ורק לאחר מכן שיעור הצמיחה מתקבע על 3%.
כasher anachnu matamchrim maniot lepi model gorazon: **תמיד וועלם נרצה להיות את אותו דבר** שאחריו הצמיחה קבועה. **כאן ספציפית – אחרי התזרים של תום שנה 4, הצמיחה מתקבעת.** לכן, נוכל **ליישם את נוסחת גורדון על התזרים בזמן 4.**

כיצד אומرت הגדירה? המונה בנוסחת גורדון הוא **תזרים הדיבידנד הקרוב** ביותר ששיעור הצמיחה קבוע. את התזרים הראשונים (לא כולל תזרים זמן 4) נ呼ון **"ידנית"** בפרט:



1

$$PS = 10 * (1 + 13\%)^{-1} + 20 * (1 + 13\%)^{-2} + 30 * (1 + 13\%)^{-3} + \frac{48}{13\% - 3\%} * (1 + 13\%)^{-3} \approx 378$$

שלושת המחוברים הראשונים הם התזריםים הבודדים בשנים 1, 2 ו-3, טרם התקביעות הצמיחה. המחובר הרביעי הוא התזרים בזמן 4 שאחריו הצמיחה קבועה וליו הופעל מודל גורדון (נוסחת ההיוון של הסדרה הצומחת). החישוב מוביל אותנו (כיאה לסדרה) ככל מר זמן 3, ויש צורך לבצע התאמה נוספת זמן 3 לזמן אפס על ידי מכפלה מתאימה.

שאלה 11.2 – תמהור מניות – המצח המבריק – לבית

מניית "המצח המבריק" חילקה לפני דקה דיבידנד בסכום של 10 ש"ח למניה. התכנון הוא לחלק דיבידנד כל 5 שנים. שיעור הצמיחה השנתי הוא 4%. התשואה הנדרשת על ידי משקיעים בחברות דומות היא 14% לשנה.

נדרש :

- מהו המחיר המרבי שתסכימו לשלם על המניה היום?
- כיצד, אם בכלל, תנסה תשובתכם בהנחה שאתם מעוניינים להחזיק במניה 8 שנים בלבד?

פתרונות :

פרק :

בכלל, תמהור מניה הוא הערך הנוכחי של הדיבידנדים שיתקבלו. כאשר **הדיבידנדים צומחים** (בשיעור קבוע) **לאינסוף**, קיימת נוסחה רלוונטית לחישוב הערך הנוכחי, כדלקמן :

$$P_S = \frac{Div}{k_E - g}$$

כאשר Div הוא הדיבידנד העתידי הקרוב ביותר שאחוריו הצמיחה קבועה, k_E הוא שיעור הצמיחה הנדרש, ושיעור הצמיחה הוא g . כמו כל נוסחת היון סדרה, גם נוסחה זו מובילה לנקודת הזמן שהיא "אחת אחרת" ביחס לתזרים הראשונים בסדרה.

פתרונות סעיף א :

הויל והדיבידנד מחולק כל 5 שנים, גם הריבית להיון (מחיר ההון העצמי) שנתיו כ-14% לשנה, צריך להיות מתוקן ל-5 שנים (בהתאם לפרק הזמן בין דיבידנדים) :

$$k_E(5 \text{ years}) = (1 + 14\%)^5 - 1 = 0.925414582$$

הויל ושיעור הצמיחה נתנו גם הוא במנוחים שנתיים לפי 4% לשנה, עלינו לתקן גם אותו למנוחים 5 שנתיים בהתאם לתקופת תשלום דיבידנד :

$$g(5 \text{ years}) = (1 + 4\%)^5 - 1 = 0.216652902$$

הדיבידנד שחולק לפני דקה – לא רלוונטי; לכן המונה יתחל מהדיבידנד העתידי הקרוב ביותר, שהוא بعد 5 שנים, ומשקף צמיחה ל-5 שנים. במכנה – ההפרש בין מחיר ההון ל-5 שנים לשיעור הצמיחה ל-5 שנים.

$$P_S = \frac{10 * (1 + 4\%)^5}{0.925414582 - 0.216652902} = 17.1659$$

מסקנה : שווי המניה היום, המבטאת את הערך הנוכחי של סדרת הדיבידנדים האינסופית הצומחת הוא 17.1659 ש"ח.

שיםו לב : כמו כל היון סדרה, גם ערך הנוכחי של סדרת הדיבידנדים צומחת מוביל תמיד לנקודת הזמן שהיא תקופת תשלום אחת לפני מועד התזרים הראשונים בסדרה. ספציפית כאן, הדיבידנד הקרוב הוא בעוד 5 שנים (כי התזרות

5 שנתיות, והאחרון חולק לפני דקה). לכן, כאשר מהוונים סדרה זו, ו קופצים 5 שנים לאחר מכן ממועד התזוזים הראשונים, מגיעים בדיקת הזמן אפס והכל מצויין.
בוחלט ייתכן שהתזוזים הראשונים יהיה בנקודת זמן אחרת, ואז תדרישה התאמות.

פתרונות סעיף ב:

מחיר המניה איננו פונקציה של תקופת החזקה בה, כאשר **הפרמטרים להיוון קבועים?**

כלומר: אם g קבוע

מחיר ההון k_E קבוע

וסכום הדיבידנדים נשענים רק עליהם:

אזי:

מחיר המניה לא תלוי בתקופת החזקה (שנה / שנתיים / שבועה / עשרים שנה).

זאת מושם שכל הערך ש"לא מתקיים" לאור המכירה המוקדמת (דיבידנדים לאחר זמן 8), יתפרק להיות מגולם במחיר המכירה. מטעמי קוצר היריעה לא נוכיח משפט זה (יש על זה דיון רחוב יותר בחלוקת אחרים במחברת).

שאלה 11.2.1 – הקשר שבין מודלים לתמחר מניות, שיעור התשואה הנדרש על המניה והביטה בשוק הון ידועים הנתונים הבאים:

הריבית חסרת הסיכון היא $R_F = 5\%$

תוחלת תשואת תיק השוק $E(M) = 25\%$

בנוסף, שוק זה נסחרת מניות חברת "דניאל רררר" אשר מחירה 100 ש"ח ושיעור צמיחה הדיבידנד שלו הוא 2%. והדיבידנד העתידי הקרוב ביותר הוא בעוד שנה בסכום של 10 ש"ח.



נדרש:

- מהו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות של חברת דניאל רררר.
- מהי הביטה של מניות החברה? הסבירו בקצרה מה היא מייצגת.

פתרונות:

פתרונות סעיף א – שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות k_E

בשאלה זו, מחיר מניות החברה נתון. בנוסף, מדובר בחברה שצפוייה לחלק דיבידנד בעוד שנה בסכום של 10 ש"ח. שיעור הצמיחה קבוע.

⁷ הערכה חשובה: אם הפרמטרים משתנים, ככלומר – מחיר ההון בתנאי השאלה משתנה עם השנים /או שיעור הצמיחה משתנה עם השנים, אזי המשפט לא חייב להיות נכון, ונצטרך לבדוק כמה זמן מהזיקים במניה ומתי רוכשים אותה / מוכרים אותה.

$$P_S = \frac{DIV}{k_E - g} \rightarrow 100 = \frac{10}{k_E - 2\%} \rightarrow k_E = 12\%$$

פתרונות סעיף ב - מהי הביטה של מנינית החברה? הסבירו בקצרה מה היא מייצגת

הבטה של המניה נקראת גם "מקדם הסיכון השיטותי" או "מקדם הסיכון שאיננו ניתן לפיזור" במניה. עקרונית, הביטה מייצגת את הסיכון היחסי שלום בהשעיה במניה ביחס לשוק. בהתאם, ערכי הביטה יכולים להיות נמכרים מ-1 (מניה דפנסיבית), גדולים מ-1 (מניה אגרסיבית) או שווים ל-1 (מניה ניטרלית).

משוואת הקשר בין ערך הביטה (מקדם הסיכון השיטותי) לבין תוחלת התשואה הנדרשת ממניה או נכס אחר, מתΚבלת באמצעות משוואת קו-ה-CAPM (Security Market Line) SML:

$$E(i) = k_E: R_F + [E(M) - R_F] * \beta_E$$

במצבת הערכים הנתונים בשאלת:

$$R_F = 5\%$$

$$E(M) = 25\%$$

$$12\% = 5\% + [25\% - 5\%] * \beta_E \rightarrow \beta_E = 0.35$$

שאלה 11.3 בנושא שימוש במחיר מנתה כדי לאמוד את מחיר ההון העצמי של החברה – לבית רווחי חברת "שקט לומדים" גדו בשנים האחרונות בקצב של 8% בשנה. בתום השנה הם הסתכמו ב-2 ש"ח למניה. מחיר המניה בשוק הוא 30 ש"ח והחברה החליטה לחלק דיבידנד בסכום של 1.2 ש"ח בסוף שנת הפעילות הקרובה.

מהו מחיר ההון העצמי של החברה, לפי מודל הצמיחה של גורדזון, בהנחהSSI ששיעור צמיחת הדיבידנד שווה לשיעור הגדול ברווחי החברה?

פתרון :

מחיר המניה הוא הערך הנוכחי של תזרימי הדיבידנד ובהינתן ההנחה שהם צומחים בשיעור קבוע לאינסוף, הנוסחה הרלוונטית להיוונים היא :

$$P_s = \frac{DIV}{k_E - g}$$

המונח k_E מייצג את שיעור התשואה הנדרש על ההון העצמי, ולתשומתיכם שבלעתים מסוימים מסומן כ- s וכן משקף את מחיר ההון (k) הנדרש بعد השקעה במניות החברה ($s = \text{shares}$).

כך או אחרת, בהצבת נתוני השאלה נקבל :

$$30 = \frac{1.2}{k_E - 8\%} \rightarrow k_E = 12\%$$

ואשר על כן, מחיר ההון העצמי של החברה הוא 12%.



מפגש 8 – ההשפעה של תמהיל מקורות המימון על שווי החברה ומחיר ההון

מיini רציו:

לאחר שבמפגש הקודם עסקנו בתמהיל (חישוב שווי) של מנויות ושל אג"ח על בסיס נוסחאות הערך הנוכחי (אג"ח – ערך הנוכחי של תשומתי קופו וערך נקוב, במנויות – ערך הנוכחי של תשומתי דיבידנד), הגיע הזמן לעבור להשפעות של מבנה ההון (מהו הרכב גiros המימון בחברה – שיעור ההון העצמי במימון מנויות, ושיעור ההון הזר במימון אג"ח) על:

א. **כיצד שינויים בתמהיל מקורות המימון** (כמה % הון עצמי וכמה % הון זר מממנים 100% מהחברה) – משפיעים על שווי החברה (V).

ב. **כיצד שינויים בתמהיל מקורות המימון – ובפרט – הגדלת משלקל המימון בחוב (אג"ח / הלואות, מינוף פיננסי) משפייע על את התשואה הנדרשת על ידי משקיעים** – בסץ הכל וברמת בעלי המניות (החלטות ניהול).

יח' 10 ו-11 ביח' הלימוד מחלוקת כך שיח' 10 עוסקת בעיקר בהשפעות על שווי החברה, ויח' 11 בתשואה הנדרשת / מחיר ההון הכלול. אנחנו נתיחס להכל כ"מקרה אחת".

לשם כך עליינו להציג מספר הגדרות עקרוניות אז לתרגל לעייפה:

מחיר ההון הממוצע המשוקל

בגدول: שווי חברה הוא הערך הנוכחי של התזוזים הנוכחיים שהיא מניבה (כמו ביח' 7) מהוונים במחיר ההון של החברה. נسألת השאלה, מהו "מחיר ההון של החברה"? הטענה היא **שממחיר הון זה, בהינתן העבודה שהמימון מבוצע גם בהון עצמי (הון מנויות) וגם בהון זר (אג"ח)** – הוא למעשה מחיר הון **ממוצע משוקל**. אשר זכה לכינוי ראשית תיבותו של WACC Weighted Average Cost of Capital כדלקמן (לעתים מסומן פשוט ב-k):

$$WACC = k_S * \frac{S}{V} + k_D * (1 - t) * \frac{D}{V}$$

נדגש: מחיר הון = שיעור התשואה הנדרש על ידי משקיעים לתקופה באחזים. זה לא ערך כספי.

מחיר ההון הממוצע המשוקל הוא בעצם חישוב ממוצע של התשואה הנדרשת (באחזים) על ידי כלל המשקיעים בפירמה. למעשה, בפירמה יש שתי אוכלוסיות משקיעים:

המשקיעים בהון עצמי – **שהתשואה הנדרשת על ידם מסומנת כ- k_S** (ה- S מסמל Stocks או Shares, לעתים מוגדר גם כ-kE, מילוון Equity שמשמעותו הון עצמי).

המשקיעים בהון זר (רוכשי האג"ח) – **שהתשואה הנדרשת על ידם מסומנת כ- k_D** (האות D מילוון Debt כלומר חוב).

$$WACC = k_S * \frac{S}{V} + k_D * (1 - t) * \frac{D}{V}$$

סך התשואה המשוקללת הנדרשת
שבה יהוננו תזרימי
החברה

התשואה שדורשים בעל-
המניות כפול המשקל
היחסית של ההון העצמי S
בסך שווי החברה V

שיעור התשואה הנדרש על החוב בネットול זיכוי המס
על הוצאות המימון בעד החוב, משוקל במשקל
החוב במימון החברה

במסגרת מחיר ההון המשוקל, אנו כופלים כל תשואה נדרשת על ידי משקיעים במשקל היחסית של משקיעים אלו בסך מקורות המימון בחברה – כך שאט k_S אני כופל ב- $\frac{S}{V}$ ככלומר בחלוקת שמהווה ההון העצמי בסך מקורות המימון בחברה, ואת k_D אני כופל ב- $\frac{D}{V}$ ככלומר בחלוקת שמהווה ההון הזר / האג"ח בסך מקורות המימון בחברה. מעניין לראות שרק את רכיב עלות המימון בחון זר אנו כופלים ב-1 פחות שיעור המס τ כאשר הסיבה לכך היא שהוצאות מימון חון הוצאה מוכרת לצורך מס.

למעשה, כאשר מחיר ההון המשוקל של החברה $WACC$ ידוע, ניתן להוון בו את תזרימי המזומנים התפעוליים (NOI) לאחר מס, לאינסוף (ברירות מחדל: החברה פועלת לאינסוף) וכך לחשב את שווי החברה:

$$V = \frac{NOI * (1 - \tau)}{WACC}$$

נוסחה זו נשענת על הבסיס לערך נוכחי של תזרימי אינסופיים שהוא $PV = \frac{PMT}{r}$ כאשר המונה והמכנה משתנים מבחן הביטוי כדי להתאים לערכים שמייצגים את תזרימי החברה לאחר מס ואת מחיר ההון המשוקל במכנה.

מנוסחה / הגדרה זו עולה הגדרה נוספת לאחר העברת אגפים קלה:

$$WACC = \frac{NOI * (1 - \tau)}{V}$$

מסקנה: את ה- $WACC$ אפשר לחשב ישירות (הנוסחה בעמוד הקודם) על פי משקלים מתאימים ונתונים מלאים, או לחלצו על בסיס ההבנה לפיה כאשר שווי החברה כולל נתון, גם התזרים התפעולי אחורי מס, אפשר לחלץ ערך זה.

הקשר שבין מינוף פיננסי (הגדלת מרכיב החוב / אג"ח במקורות המימון) ושווי החברה

כפי שהראינו לעיל, שווי חברה באופן כללי הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים התפעוליים שלה, אחרי מס, מהוונים במחיר ההון המומוצע המשוקל:

$$V = \frac{NOI * (1 - t)}{WACC}$$

נשאלת השאלה, כיצד ישנה ביטוי זה (שווי החברה) – יعلاה / ירד / לא ישנה, כאשר משנים את תמהיל מקורות המימון, ובפרט – כאשר משנים את מבנה ההון – ככלומר מגדילים את משקל החוב (מינוף פיננסי) בתמהיל מקורות המימון של החברה.

אם אנתנו שמים לב, שיעור המס עצמו – הוא ערך מתמטי קבוע, שנקבע על ידי הרשויות. לכן **է קבוע**. ה-NOI מוגדר כתזרים תפעולי. תפעולי זה אומר – לפני עליות מימון. הכנסות פחות הוצאות תפעול (מכירות, עלות המכירות, משכורות וכאליה). בrama התפעולית – לא סביר ששני תמהיל מקורות המימון ישפיע על ה-NOI עצמו. **ה-NOI קבוע** (בלתי תלוי במשקל מקורות המימון בחברה).

ה-WACC משלל את מחיר ההון העצמי עם מחיר ההון הזר בהתאם למשוואתו. אם חברה מגדילה את משקל החוב במקורות המימון שלה, אז הsicoon לבעלי המניות גדול (יותר חוב = יותר הוצאות קבועות = יותר Sicoon).

התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות k_S גדל. אך משקל ההון העצמי בחברה V/S קטן. משקל המימון בהון זר V/D גדול. ולפי הנחות המודל (מודל מודיליאני ומילר) אין Sicoon פשיטת רגלי בעולם ה-D קבוע:

$$WACC = \uparrow k_S * \frac{S}{V} \downarrow + \boxed{k_D * (1 - t) * \frac{D}{V} \uparrow}$$

מה קורה בסך הכל – **ל-WACC**? ומדוע חשוב לדעת זאת?

$$V = \frac{NOI * (1 - t)}{WACC}$$

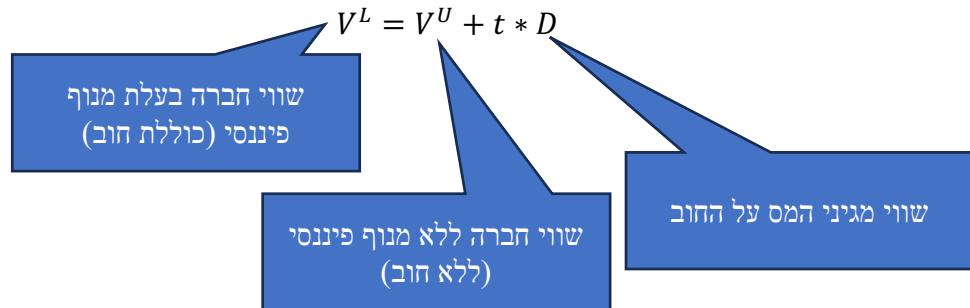
אם מחיר ההון בסך הכל בעקבות כל ההשפעות לעיל – גדול – שווי החברה יורד בעקבות מינוף פיננסי (הגדלת רכיב החוב), ואם מחיר ההון יורד – שווי החברה יعلاה. **לצערנו לאור ההשפעות הסותרות של מינוף פיננסי על רכיבי WACC אנו נאלצים להיעזר במשוואות / כלליים מתמטיים לצורך הבנת ההשפעה של מינוף פיננסי על שווי החברה.**

מינוף פיננסי >>> משפייע על רכיבי מחיר ההון בכיוונים מנוגדים <<<
 <<< علينا לגלות את סך ההשפעה למרות הכיוון המנוגדים
 <<< כי הדבר משפייע על שווי החברה כהגדתו

לשם כך, ניעזר במשפט שנקרא **המשפט ה-1 של מודיליאני ומילר** (M&M) – **הסוכריות**.

הקשר הטכני בין שווי החברה עם מנוֹף פיננסי (עם חוב) לבין שווי החברה הממומנת בהוֹן עצמי בלבד:

המשפט הראשון של מודיליאני ומילר M&M – הקשר בין מנוֹף פיננסי ושווי החברה:

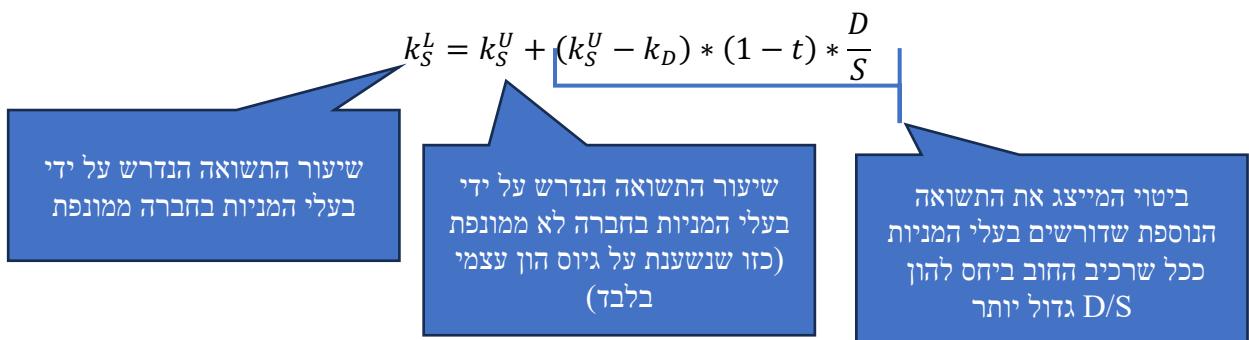


ambil להוכיח – כאשר חברה פועלת בעולם ללא סיכון פשוט רגול ועם מסים – ככל שרכיב המימון בהתחייבותו / הוֹן זר / אג"ח גבוה יותר, כך שווי החברה הכלול גבוה יותר (לאור מגן המס על עליות המימון).
אם שיעור המס 0 – שווי החברה הכלול הוא תלוי תלוי באופן המימון של החברה.

הקשר הטכני בין התשואה שדוריםים הבעלים בגין השקעה בחברה ממונפת (עם חוב) לבין התשואה שדוריםים

הבעלים (בעלי המניות) בגין השקעה בחברה לא ממונפת (לא חוב):

המשפט השני של מודיליאני ומילר – הקשר בין מנוֹף פיננסי ושיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות:



ככלנו יודעים שככל שנוטלים התחייבות בהיקף ממשמעותי יותר, הסיכון לבעלים (במונחי ההשתנות האפשרית של רוחיהם) גבוה יותר. לכן, הם (בעלי המניות בחברה עם רכיב חוב גבוה יותר) ידרשו תשואה גבוהה יותר. הקשר בין שיעור המנוֹף לבין שיעור התשואה מבוטא במשוואה זו, כאשר $\frac{L}{S}$ מבטא את התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות בחברה ממונפת (עם מנוֹף פיננסי = עם חוב), ואילו $\frac{U}{S}$ זה מחיר ההוֹן העצמי בחברה מקבילה זהה בכל מובן למעט העבודה שאינה ממונפת.

שאלה 11.1 – הרעיון הכללי מחייב מחיר ההון המשוקלל / תשואה משוקללת

לחברת "הנקניק הלאומי" אגרות חוב שערכו הנקוב 200,000 ש"ח ו-400,000 מנויות. האג"ח היא צמיחה (לאינסוף) והריבית הנקובה עלייה 6% לשנה. מחיר האג"ח מיד לאחר תשלום הריבית השנתית הוא 80% מערכה הנקוב. מחיר המניה בשוק הוא 2 ש"ח.

החברה מחלקת את כל רווחיה כדיבידנד בمزומו. שיעור המס החל על החברה הוא 25%. הרווח התפעולי של החברה השנה היה 300,000 ש"ח.

נדרש :

- חשבו את שווי ההון העצמי של החברה.
- חשבו את שווי החוב של החברה.
- חשבו את השווי הכלול של החברה והסבירו את משמעותו.
- חשבו את מחיר ההון המשוקלל של החברה.

פתרון :

סעיף א – שווי ההון העצמי

הערה כללית: שווי ההון העצמי בחברה המסומן כ-S הוא השווי הכלול של מנויותיה. באופן כללי, שווי זה הוא ערך הנוכחי (PV) של התזרים המצרפים לצפויים לבוגר לידיהם של בעלי המניות – תזרימי הדיבידנד (שהווים כאן לרווח הנקיק שколо מחולק כדיבידנד).

בשאלה נתון – שהדיבידנדים זהים לרווח (הכוונה היא לרווח הנקיק אלא אם נאמר אחרת). לכן, אם נוכל לחשב את הרווח הנקיק, נוכל להוון אותו (PV) וכך נקבל את השווי הכלול של ההון העצמי. כמובן, תיאורטית – שווי ההון העצמי ניתן לחישוב על בסיס הפרופורציה בין הרווח הנקיק (במידה והוא מייצג את הדיבידנדים – NI, Net Income, נטו – NI) לבין שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות : k_S

$$S = \frac{NI}{k_S}$$

אלße שכך – האמת היא שאין כל צורך לחשב את שווי ההון העצמי בצורה ישירה, כי שווי ההון העצמי הוא בהגדרה השווי הכלול של המניות, ולכן אם אני יודע כמה מנויות יש בחברה (כאן, נטו – NI, 400,000 Ns, מלשון Number of Shares) ואני יודע מהו שווייה / מחירה של מניה אחת, P_S , אז המכפלה היא שווי ההון העצמי :

$$S = N_S * P_S \rightarrow S = 400,000 * 2 = 800,000$$

סעיף ב – חשבו את שווי החוב

באופן כללי, כאשר נתונים בחברה המומנת על ידי אגרת חוב شاملת ריבית לאינסוף, חישוב שווי החוב עשוי להשתען במקרים רבים על הפרופורציה שבין התזריריים לchezekiyi האג"ח (תשולומי הריבית על האג"ח) לבין מחיר ההון הזר (התשואה הנדרשת על החוב) – במשמעות הריבית שהחוב משלם (קופון – ריבית נקובה כפול ערך נקוב) במקנה: מחיר ההון הזר (הריבית הנדרשת על החוב) :

$$D = \frac{r_B * B}{k_D}$$

אלא שבתרגיל ספציפי זה, אין צורך ליחסם את הכללי לחישוב היישר הניל של שווי החוב, ידוע ערך הנקוב של האג"ח הוא 200,000 ש"ח וידוע שמחירו הוא 80% מערךת הנקוב :

$$D = 200,000 * 80\% = 160,000$$

סעיף ג – שווי החברה V = שווי החברה מנקודות ראות כלל אוכלוסיות המשקיעים, הון עצמי + הון זר]

כשאנו נתונים ביחס 10-11 לשווי החברה, אנו נתונים בשווי שספקת החברה לכל אוכלוסיות המשקיעים בה – בשפה פשוטה, אנו סוכמים גם את שווי ההון העצמי (שווי החברה לבעלי המניות) וגם את שווי ההון הזר (החוב).

כפי שהדגנו קודם, ניתן לחשב את השווי הכללי של החברה על ידי הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים התפעוליים לאחר מס, מהוונים במחיר ההון הממוצע המשוקל WACC :

$$V = \frac{NOI * (1 - t)}{WACC}$$

אלא שכן, בסעיף א גילינו את שווי ההון העצמי כמספר : 800,000, ואת שווי ההון הזר / שווי החוב כערך מספרי : 160,000, כך שהדרך היעילה להגעה לשווי החברה הכללי היא על ידי חיבור ערכיהם אלו.

$$V = S + D = 800,000 + 160,000 = 960,000$$

סעיף 2 – חשבו את מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC)

הדריכים העיקריים להגעה לכדי מחיר ההון הממוצע המשוקלל בחברה, אשר מבטא את התשואה המשוקללת הנדרשת על ידי כלל אוכלוסיות המשקיעים בחברה (תשואה נדרשת על ידי משקיעי הון עצמי – בעלי מנויות, משוקלلت עם תשואה נדרשת על ידי משקיעי הון זר – ריבית על החוב) היא כדלקמן:

נוסחה 1 – חישוב ישיר של WACC כהגדתו (הוצגה בתחילת המפגש):

$$WACC = k_S * \frac{S}{V} + k_D * (1 - t) * \frac{D}{V}$$

נוסחה 2 – חילוץ של ה- WACC בהנחה שמודיעים את ההכנסה התפעולית הנקייה (NOI), את המסים ואת שווי החברה:

$$WACC = \frac{NOI * (1 - t)}{V}$$

במקרה הספרטני הנדון בשאלה זו:

הרווח התפעולי בחברה $= 300,000$ NOI נטו

שיעור המס $t = 25\%$ כנתון

שווי החברה הכולל חושב לעיל (סעיף 5) $= 960,000$ V

מציבים בנוסחה 2, הידד:

$$WACC = \frac{300,000 * (1 - 25\%)}{960,000} = 0.234375 = 23.4375\%$$

על בסיס רצף ההצלחות, המשקנה היא שמחיר ההון הממוצע המשוקלל WACC אשר משקף את התשואה הכוללת באחזוים הנדרשת על ידי כלל אוכלוסיות המשקיעים בחברה היא 23.4375% .

שאלה 10.1 – משחק בין משווהות – שווי החברה, דרגת המינוף והקשר בין חברות
חברת "הנקניק" (N) וחברת "הקבב" (K) הן שתי חברות הפעולות באותו ענף, וחשופות לsicco תפעולי זהה.

להלן נתונים חברת הנקניק (N) :

הרווח התפעולי הצפוי בחברה N (ה-NOI שלה) מתפלג כדלקמן :

200,000 ש"ח בהסתברות 60%.

350,000 ש"ח בהסתברות 40%.

בחברה N קיימות 100,000 מנויות שערך השוק שלן הוא 60% מהשווי הכלול של החברה, וכן אגרות חוב צמיות (كونסול). מחיר ההון הכלול (הממוצע המשוקל = WACC) של החברה הוא 20%.

להלן נתונים חברת הקבב (K) :

הרווח התפעולי הצפוי בחברה K (ה-NOI שלה) הוא רבע מהרווח הצפוי בחברה N בכל מצב טבעי.

בחברה K קיימות 80,000 מנויות ואגרות חוב צמיות שערכן הנקוב 50,000 ש"ח והן נושאות ריבית נקובה בשיעור 10% לשנה. מחיר האג"ח בשוק הוא 45,000 ש"ח.

נתונים משותפים :

שיעור התשואה על אג"ח כל חברות בשוק זהה.

שיעור מס החברות הוא 25%.

נדרש :

- א. מהי תוחלת ה-NOI בכל אחת מהחברות?
- ב. מהו השווי הכלול של חברת N?
- ג. מהו שווי המניות בחברה N? מהו שווי החוב בחברה N?
- ד. הניחו כי חברת N שינתה את מבנה ההון שלה והיא ממומנת בהון עצמי בלבד. מה יהיה שווייה?
- ה. בהמשך לסעיף ד, חשבו את מחיר ההון העצמי בחברה N.
- ו. חשבו את השווי הכלול של חברת K בהנחה שלא הייתה ממונפת.
- ז. חשבו את השווי הכלול של חברת K בהינתן דרגת המינוף שלה.
- ח. חלצו את מחיר ההון המשוקל של חברת K.
- ט. חשבו את מחיר המניה של כל אחת מהחברות.
- י. הצדדו לנתוני הבסיס. הניחו כי אתם מחזיקים ב-4% מהו שווי המניות של חברת N שמחירה בשוק גבוה ב-10% מזיה שמצאתם בסעיף קודם (מניה K מתומחרת בשווי הוגן). הראו כיצד ניתן ליצור רווחי ארביטראז'.

פתרונות סעיף א – תוחלת הרווח התפעולי (תוחלת NOI, כלומר NOI משוקל בהסתברויות) בכל חברה:

חברה K (כנתון - רביע מהרווחים של חברה N):	חברה N – ערכי רווח והסתברויות נתונים:
60% ש"ח בהסתברות 50,000	60% ש"ח בהסתברות 200,000
40% ש"ח בהסתברות 87,500	40% ש"ח בהסתברות 350,000

$$E(NOI_N) = 200,000 * 60\% + 350,000 * 40\% = 260,000$$

$$E(NOI_K) = 50,000 * 60\% + 87,500 * 40\% = 65,000$$

פתרונות סעיף ב – מהו השווי הכללי של חברה N?

קיימות שתי אפשרויות בסיסיות לחישוב שווי כולל של החברה, באופן עקרוני :

אפשרות 1 : לסכום את שווי המניות של החברה עם שווי האג"ח שלה (ההגדלה הבסיסית). נראה פחות נוח, משום שבונה משאלת קודמת, אין כאן מידע על שווי המניות ושווי האג"ח.

אפשרות 2 : אם ידועה ההכנסה התפעוליית הנקייה NOI, שיעור המס t , ומהיר ההון המשוקל WACC, אפשר להגיע לכדי שווי החברה :

$$V = \frac{NOI * (1 - t)}{WACC}$$

מהירות ההון הכללי (הממוצע המשוקל - WACC) של חברה N הוא 20%. בנוסף ידוע ששיעור מס החברות 25%. כשדנים בשווי הכללי של החברה, רוצים לדעת את שווייה מנקודת ראות כל אוכלוסיות המשקיעים בה. זה בעצם ביטוי הפוך לנוסחת מחיר הון הממוצע המשוקל :

$$WACC = \frac{NOI * (1 - t)}{V}$$

מכך נגזר (נzieיב במקום NOI את תוחלת NOI, שהושבה כ-260,000 לעיל) :

$$V_N = \frac{NOI * (1 - t)}{WACC} \rightarrow \frac{260,000 * (1 - 25\%)}{20\%} = 975,000$$

פתרונות סעיף ג – מהו שווי המניות בחברה N? מהו שווי החוב בחברה N?

ככל, גם בהקשר זה, שתי טכניקות עקרוניות לחישוב שווי מצפוי של המניות – אפשר לסכום את השווי של המניות כולם, במידה ונתון (כאן – לא), ואפשר להoon (PV) את הרווח הנקי בתשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות (Ks). כאן, שתי השיטות טיפה פחות מתאימות, אבל – יש נתון מפורש אחר :

נתון : בחברה 100,000 מניות שערץ השוק שלהן מהוות כנתון 60% מהשווי הכללי של החברה (V) אשר חושב לעיל, וכן אגרות חוב צמיות (كونסול) ולכן נסיק :

$$S = 60\% * V \rightarrow S = 60\% * 975,000 = 585,000$$

$$D = V - S \rightarrow D = 975,000 - 585,000 = 390,000$$

פתרונות סעיף ד - הניחו כעת כי חברת N שינתה את מבנה ההון שלה והיא ממומנת בהון עצמי בלבד. מה יהיה שווייה?

מיini רציו – המשפט ה-1 של M&M יודע לקשור בצורה יפה בין שווי חברת ממונפת (עם חוב) לבין שווי חברת לא ממונפת (ללא חוב).

$$V^L = V^U + t * D$$

בסעיף ב מצאנו כי שווי חברת N בהינתן קיום החוב עבורה (היא ממונפת) הוא :

$$V^L(N) = 975,000$$

לפי המשפט ה-1 של מודיליאני ומילר, הרי שמתקיים, ואני יודע בנוסף ששיעור המס $t=25\%$, ושהיקף החוב D הוא $390,000$, ולכן בהצבה :

$$V^L(N) = V^U + t * D \rightarrow 975,000 = V^U + 25\% * 390,000 \rightarrow V^U = 877,500$$

שווי החברה העדכני בהנחה מימונו בהון עצמי בלבד היה 877,500 ש"ח.

פתרונות סעיף ה - בהמשך לסעיף ד, חשבו את מחיר ההון העצמי בחברה N – במלים אחרות: "בהנחה שהחברה N ממומנת בהון עצמי בלבד, מה הייתה התשואה באחזois שהיו דורשים בעלי המניות שלה"

אם בחברה קיים הון עצמי בלבד, הרי ש :

א. שווייה הכלול (V_U) הוא גם שווי מנויותה (S).

ב. מחיר ההון הכלול הוא גם מחיר ההון העצמי (אין ריבית על חוב – אין חוב).

לכן הנוסחה הכללית לשווי ההון העצמי שהוא :

$$S = \frac{NI}{k_S}$$

לבושת את הצורה הבאה :

$$V^U(N) = \frac{NOI * (1 - t)}{k_S^U}$$

כ"י :

הרווח הכספי NI חייב להיות שווה לרוח התפעולי בניכוי מס (כ"י אין עלויות מימון) : $(1 - t) * NOI$

שווי החברה בעולם ללא מנוף שווה לשווי המניות $V^U = S$

נциיב – מצאנו קודם ששווי החברה הכלול בהינתן מימון בהון עצמי בלבד הוא 877,500. אני גם יודע שתוחלת הרווח התפעולי שתשרת אותנו כ- NOI היא 260,000, ושיעור המס $t=25\%$ ומכך קיבל :

$$877,500 = \frac{260,000 * (1 - 25\%)}{k_s^U} \rightarrow k_s^U = 0.222222222 \approx 22.22\%$$

וכך הגעתי למחיר ההון העצמי של חברת הנקניק (התשואה שהיו דורשים עקרוניים בעלי מננותיה) במידה והיא הייתה נטולת חוב (ללא מנוון פיננסי).

פתרונות סעיף ו – מעבר לחברת השניה - חשבו את השווי הכלול של חברת K בהנחה שלא הייתה ממונפת

חברה K כנתון, היא חברת בעלת סיכון תעופלי זהה לחברת N שנדונה בסעיפים קודמים, אך נבדلت ממנה ברמת הסייכון הפיננסי / דרגת המנוון / היקף החוב.

קודם הצלחתי לחשב את השווי הכלול (שהוא גם שווי ההון העצמי) בחברת N בהנחה שלא היה בה מנוון פיננסי כלל :

$$V^U(N) = 877,500$$

כעת, כאשר המטרה היא לחשב את השווי הכלול של חברת K, בהנחה שאין בה מנוון פיננסי, אני משתמש בתזרימי המזומנים NOI שהיא צפופה להניב, מהוונים במחיר ההון העצמי זהה לזה של חברת N (כי בהנחה שאין מנוון פיננסי והסייכון זהה, גם מחיר ההון זהה) :

$$V^U = \frac{NOI * (1 - t)}{k_s^U}$$

בחברה K אני יודע שהרווח התפעולי NOI (בתוחלת) הוא 65,000 ;

שיעור המס t הוא 25% ;

ושהרכיבת להיוון (התשואה הנדרשת על ידי בעלי המנות) היא 22.22% (זהה לו של חברת K לאור הענף הזהה והסייכון התפעולי הזהה) :

$$V^U(K) = \frac{65,000 * (1 - 25\%)}{22.22222222\%} = 219,375$$

מה קרה פה? השתמשנו במונה בתוחלת הרווח התפעולי בחברה K ובשיעור המס הכללי במשק, במכנה כללנו את מחיר ההון העצמי של חברת לא ממונפת, אשר תמיד יהיה זהה בין חברות אם הן חשובות לאותו סייכון תעופלי.

בעלי המנות דורשים תשואה על השקעתם אם אין מנוון פיננסי (אם אין התחריות) רק בגין הסייכון התפעולי. וכןן, אם הסייכון התפעולי זהה כנתון, הם ידרשו תשואה זהה. לכן מחיר ההון העצמי בהנחה אי מינוון בשתי החברות – זהה.

פתרונות סעיף ז - חשבו את השווי הכללי של חברת K בהינתן דרגת המינוף שלה

סדר בבלגן לפני שנותחיל :

השאלה כללה מידע על שתי חברות, שתיהן כוללות חוב ולא רק הון עצמי. אנחנו טענו בעצם (בצורה עקיפה, דרך הנדרשים) שאם נצליח לזקק מtower נטוני החברות המומונופות את ערכיהן התיאורטיים, בהנחה אי מינוף, יהיה מוד פשוט לאחר מכן לבטא את ערכן בהינתן המינוף / החוב על בסיס ההמרה הפטושה שמסוגל המשפט ה-1 של M&M לבצע בהקשר להמרת שווי חברת נטולת מינוף לשווי חברת עם מינוף.

קיבלנו חברת עם המון נטוניים בהנחה מינוף (N) <<

הגעתי לזיהוק נטונייה בהנחה שאינה מומונופת (N) >>

השתמשתי בהם כבסיס לחישוב השווי התיאורטי של חברת K בהנחה אי מינוף >>>
בהינתן שווי חברת K במצב אי מינוף, ניתן לגלו את השפעות המינוף ב naked
כדי למצוא את השווי המלא.

בשאלה נתון :

מחיר האג"ח של חברת K בשוק הוא 45,000 ש"ח (זהו ערכו של D בחברה K).
בנוסף ידוע ששיעור המס $t=25\%$, וכי שווי חברת K בהנחה אי מינוף $= 219,375 = V^U$ (מצאנו לעיל).

לפי המשפט ה-1 של מודיליאני ומילר ביחסומי נתוני חברת K כולל רכיב החוב שלה, מתקיים כי:

$$V^L = V^U + t * D$$

$$V^L(K) = 219,375 + 25\% * 45,000 = 230,625$$

פתרונות סעיף ח - חלצו את מחיר ההון המשוקל של חברת K

כעת, לאחר שהשווים העדכני ידוע, אין בעיה לחלץ את מחיר ההון המשוקל WACC על בסיס המשוואה :

$$WACC(K) = \frac{NOI * (1 - t)}{V}$$

אנו כבר ראיינו שתוחלת NOI בחברה K היא 65,000 ;

שיעור המס $t=25\%$

שווי החברה בהינתן המינוף שלה (תכליס) הוא 230,625 (סעיף ז) ובハウפה :

$$WACC(K) = \frac{NOI * (1 - t)}{V} \rightarrow WACC(K) = \frac{65,000 * (1 - 25\%)}{230,625} \rightarrow WACC(K) = 21.138\%$$

פתרונות סעיף ט - חשבו את מחיר המניה של כל אחת מהחברות

$$S(N) = 585,000$$

$$N_S(N) = 100,000$$

$$S(K) = V^L(K) - D \rightarrow S(K) = 230,625 - 45,000 \rightarrow S(K) = 185,625$$

$$N_S(K) = 80,000$$

מחיר המניה של כל חברת ייחסש לפי היחס בין השווי הכללי של ההון העצמי בה (שהוא השווי של מנויותה) מחולק במספר המניות :

$$P_S(N) = \frac{S(N)}{N_S(N)} = \frac{585,000}{100,000} = 5.85$$

$$P_S(K) = \frac{S(K)}{N_S(K)} = \frac{185,625}{80,000} = 2.3203125$$

פתרונות סעיף י - הגדדו לנוטוני הבסיס. הניחו כי אתם מחזיקים ב-4% מהן המניות של חברת N שמחירה בשוק גבוה ב-10% מזה שמצאותם בסעיף קודם (מניה K מתומחרת בשווי הוגן). הראו כיצד ניתן ליצור רווחי ארביטראז'.

שינויים בתזרים העתידי	תזרים בהווה	
$-\left(\frac{40}{9} - \frac{1}{9} * 390,000\right) * (1 - 25%) * 4\%$	$585,000 * (1 + 10%) * 4\% = 25,740$	מחירה של הנכס המתומחר ביתר (N)
$+\left(\frac{0.25}{9} - \frac{1}{9} * 45,000\right) * (1 - 25%) * 16\%$	$-185,625 * 4\% * 4 = -29,700$	קונה את הנכס המקביל شمATOMחר בשווי הוגן (K)
-700	$+ \frac{700}{\frac{1}{9}} = +6,300$	הלוואה
0	2,340 זה, ורך זה – רווח הארביטראז'	סך הכל

בחברה K ידוע :

ואגרות חוב צמיינות שערכו הנקוב 50,000 ש"ח והן נושאות ריבית נקובה בשיעור 10% לשנה. מחיר האג"ח בשוק הוא 45,000 ש"ח.

הוAIL וזו אג"ח צמיתה (לנצח), מתקיים שווייה (מחירה) הוא הערך הנוכחי של תזרימי הריבית הנקובה האינטנסיביים :

$$D = \frac{r_B * B}{k_D} \rightarrow 45,000 = \frac{50,000 * 10\%}{k_D} \rightarrow k_D = \frac{1}{9}$$

כברור, אפשר להגיע לרווח הארביטראז' גם כך (התמחרור ביתר) אבל זה לא מחליף בשום צורה ואופן את החישוב ישיר :

$$585,000 * 10\% * 4\%$$

שאלה 10.2 – יישום ספציפי של המשפט השני של מודיליאני ומיילר

ידוע ששווי חברה ממומנת בהון עצמי בלבד שהכנסתה התפעולית נטו היא 350 אלף ש"ח לשנה הנוכחית 2,187.5 אלף ש"ח.

נדרש:

- חשבו את מחיר ההון העצמי של החברה.
- מהו שיעור התשואה שנדרש על ידי בעלי המניות של חברה זהה ברמה התפעולית ובסדר הגודל אם הריבית בגין האג"ח היא 7% לשנה והחברה ממומנת בחוב בשיעור 30%? הניחו עולם ללא מס.

פתרון:

פתרון סעיף א – חילוץ מחיר ההון העצמי של החברה, בהינתן הכנסתה התפעולית ושווייה
כאשר חברה ממומנת בהון העצמי בלבד, מתקיים:

$$S = \frac{NOI * (1 - t)}{k_S} \rightarrow 2,187.5 = \frac{350 * (1 - 0)}{k_S} \rightarrow k_S = 16\%$$

פתרון סעיף ב – המירה של מחיר ההון העצמי ללא מנוף למחיר ההון העצמי בחברה עם מנוף
לפי המשפט ה-2 של מודיליאני ומיילר, ניתן לחשב את מחיר ההון העצמי בחברה ממונפת כפונקציה של מחיר ההון העצמי בחברה מקבילה לא ממונפת והיחס בין החוב להון העצמי:

$$k_S^L = k_S^U + (k_S^U - k_D) * (1 - t) * \frac{D}{S}$$

במצבה נקבע:

$$k_S^L = 16\% + (16\% - 7\%) * (1 - 0) * \frac{0.3\text{RED}}{0.7\text{RED}} = 19.8571428\%$$

למעשה, כאשר מספרים שהחברה ממונת בחוב בשיעור 30%, המשמעות היא שהחוב D הוא 30% מסך שווי החברה כולם 30% מ-V. המשמעות העולה מכך, בהכרח, היא שוויי ההון העצמי S הוא 70% מה-V. היחס בין שווי החוב לשווי ההון יוצר אם כך את ביטויו המוצטמצם לעיל שモabil לתוכאה מספרית.

שאלה 10.3 – המשפט השני של מודיליאני ומילר, יישום נוסף

בחברה קיימים מחיר הון משוקל בשיעור 25% לאחר מס. החברה ממומנת ב-55% חוב ו-45% הון עצמי, וכפופה למס בשיעור 30%. החוב נושא ריבית בשיעור 5%.

נדרש :

- מ疼 מחיר הון העצמי של החברה?
- מה היה מחיר הון העצמי בחברה, במידה והיא הייתה נטולת מנו?

פתרון :

פתרון סעיף א – מהו מחיר הון העצמי של החברה?

מחיר הון משוקל, הנ吐ן בשאלה, הוא בעל ההגדרה הבאה :

$$WACC = k_S * \frac{S}{V} + k_D * (1 - t) * \frac{D}{V}$$

כאשר מספרים לנו שהחברה ממומנת ב-55% חוב וב-45% הון עצמי, למעשה מבשרים לנו ש :

$$\frac{D}{V} = 0.55 \quad \text{and} \quad \frac{S}{V} = 0.45$$

נציב נתון זה יחד עם יתר הנתונים הבולטים בשאלה במשוואת ה-WACC :

$$25\% = k_S * 0.45 + 5\% * (1 - 30\%) * 0.55 \rightarrow k_S = 51.27777\%$$

פתרון סעיף ב – מה היה מחיר הון העצמי בחברה, במידה והיא הייתה נטולת מנו?

מעבר ממחיר הון העצמי בחברה עם מנוף למחיר הון העצמי בחברה נטולת מנוף ולהפך – נשען על המשפט ה-2 של מודיליאני ומילר :

$$k_S^L = k_S^U + (k_S^U - k_D) * (1 - t) * \frac{D}{S}$$

$$51.27777\% = k_S^U + (k_S^U - 5\%) * (1 - 30\%) * \frac{0.55}{0.45} \rightarrow k_S^U = 29.33\%$$

דיוןים נוספים והבהרות - שווי החברה, מחיר ההון, סיכוןים ומודל מודיליאני ומילר

א. מה ניתן לומר על השינוי בסיכון לבעלי המניות כאשר חברת פיננסית (גדול / קטן / לא משתנה)?

התשובה: הסיכון תמיד גדול כתוצאה מנטילת חוב, שבעקבותיו – רויבץ על החברה נטול תשלום עלויות מימון ללא תלות בהצלחתה העסקית.

ב. כיצד תגדירו את הסיכון הנובע ממינוף פיננסי / סיכון פיננסי בעולם שאין בו אפשרות רגל (הנחה היסודית של מודל מודיליאני ומילר)?

אם חברה לעולם לא יכולה להתפרק ולהפוך לחדלות פרעון, אזי הסיכון הנובע ממינוף הוא אך ורק העלייה בשונות של הרווח לבעליים כתוצאה מנטילת התחייבויות.

ג. כיצד תגדירו את הסיכון הנובע ממינוף פיננסי / סיכון פיננסי בעולם שיש בו אפשרות אפשרות רגל (מודל מעשי, שתקף כל אימת שלא צריך להשתמש / לא מציינים בשאלת התיאורטית את מודיליאני ומילר)?

זה נכון שבדרכ כל אנו בוחנים סיכון במונחי שונות / סטיית תקן; אבל אם עוברים לעולם עם סיכון אפשרות רגל, אנחנו למשה מושגים למטריית הסיכון את הסיכון אפשרות רגל שסבירותו נדלה ככל שהמיןוף הפיננסי גדול.

ד. לפי משפט מודיליאני ומילר, עליה בדרגת המינוף הפיננסי משמעה עלייה בשיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות, וזאת – גם בעולם עם מסים וגם בעולם ללא מסים

התשובה נכונה; בrama הטכנית – אפשר ממש להציג את נוסחת המשפט השני של מודיליאני ומילר:

$$k_S^L = k_S^U + (k_S^U - k_D) * (1 - t) * \frac{D}{S}$$

כאשר חלה עלייה במינוף הפיננסי, ככלmore ביחס בין S/D , שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות גדול, אבל מעבר לזה – באופן אינואיטיבי – גם בעולם ללא סיכון אפשרות רגל (ראו סעיף ב) השונות של הרווח לבעליים נדלה כתוצאה ממינוף ובהתאם הם ידרשו תשואה גבוהה יותר.

ה. לפי מודיליאני ומילר, ככל שנקטינו את k_S^U ונקרב אותו יותר ל- k_D , אז השפעת המינוף על העלייה בתשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות תהיה חלשה יותר.

כoon. מודיע?

$$k_S^L = k_S^U + (k_S^U - k_D) * (1 - t) * \frac{D}{S}$$

ככל שההפרש המסומן באדום קטן יותר, כאשר כל השאר קבוע – כך פרמיית הסיכון הנובעת ממינימלית תהיה קטנה יותר.

ו. לפי מודיליאני ומילר, אם חברת נוטלת על עצמה מנוון פיננסי גבוה יותר (ممמן את עצמה בשיעור גבוה יותר של חוב), הדבר לא ישפיע על שיעור הריבית על החוב.

זכרו: מודיליאני ומילר פועלים בעולם שבו אין סיכון פשיטת רגל/חזרות פרעון. בהינתן הנחה זו, עליה במינוף הפיננסי איננה מגדילה את הסיכון לכשל פירעון (שהרי הוא אפס תמיד) ובהתאם, התשואה שידרשו המלויים תהיה זהה – ככלומר, שיעור הריבית על החוב קבוע ובלתי תלוי בדרגת המינוף. הטענה נכונה.

נספה - הלוואות

הקלות רשות המדריכת באופן מكيف: [כאן](#)
כמו כן תוכלו ללמידה על פי מערכת הרציפים באתר (יח' 5, הלוואות).
ישומים מתקדמים יותר תמצאו להלן, עם פתרונות מאד מפורטים.

שאלה לענ' (לימוד עצמי 1) - לוח סילוקין שפיר מול לוח סילוקין רגיל
נטלים הלוואה בסך 100,000 ש"ח הנפרעת ב-5 תשלומים שנתיים. הריבית השנתית היא 6%. הציגו את לוח הסילוקין באופן השוואתי כאשר הוא מוחשב לפי שיטת שפיר (הזרים שווים) ולפי שיטת לוח רגיל (הזרים קרן קבועים). הסבירו בקצרה באופן מילולי את ההבדל בין הלוואות.

פתרון :
נושא הלוואות הוא נושא שכדי ללמידה לאט כדי להבין לעומק, גם בחיים. מצד שני, אי אפשר לתפור עליו שיעור שלם מוחמת משקלו. לכן נציג היבטים בסיסיים בלבד, וכך לדאג לכם, מקשר לכם להפña [הקלטה נוספת](#) ללמידה עמוקה של הנושא.

ובקצרה: החזרי הלוואה בשיטת "שפיר" משמעם שהתשלום התקופתי קבוע, ובעצם יוצר סדרה קבועה. כפועל יוצא, מתקיים כי סכום הלוואה הוא הביטוי המהווה את הערך הנוכחי של ההזרים קבועים, מה שקצת מזכיר את השאלה הקודמת.

$$PV = LOAN = pmt * PVFA(r, t) \rightarrow pmt = \frac{LOAN}{pvfa(r, t)}$$

از בעצם, בהגדלה: התשלום התקופתי קבוע בಗין הלוואה שפיר ניתן לחישוב על בסיס היחס בין סכום הלוואה L - PVFA המגדיר את הריבית התקופתית r ומספר ההזרים t .

$$PMT = \frac{100,000}{pvfa(6\%, 5)} = \frac{100,000}{4.212} \approx 23,742$$

לאחר שהתשלום התקופתי ידוע בלוח שפיר, השלב הבא הוא לחשב את התשלום התקופתי בגין ריבית. התשלום בגין ריבית הוא המכפלה הפשוטה של יתרת הלוואה לתקופה קודמת באחוז הריבית. כך למשל, הריבית המשולמת במסגרת התשלום ה-1 תהיה:

$$INT_1 = 100,000 * 6\% = 6,000$$

לאחר שאני יודע מה תשלום הריבית, אני בעצם מחלץ את התשלום על חשבון הקרן בתווך ההפרש בין התשלום הכלול לבין תשלום הריבית:

$$PRN_1 = PMT - INT_1 = 23,742 - 6,000 = 17,742$$

יתרת ההלוואה לאחר כל תשלום היא ההפרש בין יתרת ההלוואה לתקופה קודמת - בין תשלום הקרן :

$$BAL_1 = BAL_0 - INT_1 = 100,000 - 17,742 = 82,258$$

בשונה מכך, החזרי הלוואה המבוצעים בשיטת "החזרי קון שווים" מבוצעים במנגנון שונה לगמרי, אשר על בסיסו יש לחשב תחילת את התשלומים התקופתי על חשבו הקרן, ורק אז את הריבית ואת התשלום הכללי. כך למשל, בלוח סילוקין "רגיל", תחילת נחשב את התשלומים הקבוע על חשבו הקרן, המסומן PRN, וזאת על בסיס הפרופורציה בין סכום ההלוואה למספר התשלומים :

$$PRN = \frac{100,000}{5} = 20,000$$

הואיל והתשלומים על חשבו הקרן קבוע, יתרת הקרן תמיד פוחתת בסכום קבוע זה.

$$BAL_1 = 100,000 - 20,000 = 80,000$$

$$BAL_2 = 80,000 - 20,000 = 60,000$$

רק בשלב הזה - מחשבים בלוח הרגיל את התשלום ע"ח ריבית, לפי יתרת הקרן לתקופה קודמת, כפול אחוז הריבית :

$$INT_1 = 100,000 * 6\% = 6,000$$

וכן :

$$INT_2 = 80,000 * 6\% = 4,800$$

לבסוף, השלב האחרון בעיסוק בלוח הסילוקין הרגיל הוא לטעון שהתשלום התקופתי הכללי מורכב מסכום התשלומים ע"ח הקרן יחד עם התשלום על חשבו הריבית :

$$PMT_1 = PRN_1 + INT_1 = 20,000 + 6,000 = 26,000$$

לוח רגיל				
שלב 2	שלב 1	שלב 3	שלב 4	
BALANCE	PRN	INT	PMT	
יתרת	ע"ח קון	ע"ח ריבית	תשלום כולל	סכום התשלומים
100,000				0
80,000	20,000	6,000	26,000	1
60,000	20,000	4,800	24,800	2
40,000	20,000	3,600	23,600	3
20,000	20,000	2,400	22,400	4
0	20,000	1,200	21,200	5

לוח שפיצר - חישובים מעוגלים לבן אין איפוס בתא האחרון				
שלב 4	שלב 3	שלב 2	שלב 1	
BALANCE	PRN	INT	PMT	
יתרת	ע"ח קון	ע"ח ריבית	תשלום כולל	סכום התשלומים
100,000				0
82,258	17,742	6,000	23,742	1
63,451	18,807	4,935	23,742	2
43,516	19,935	3,807	23,742	3
22,385	21,131	2,611	23,742	4
51	22,334	1,408	23,742	5

מעבר לתהיליך החישובי על בסיסו בינוי טבלאות אלו, שיעיריו הומחו בטהיליך המתמטי לעיל, והרחבות אודוטיו תמצאו פה **בהקלטה נוספת**, לעיתים עשויות להישאל שאלות תאוריה לגבי הלווחות וההבדל ביניהם. בהקשר זה, ניתן לשים לב לכך שבלוח סילוקין שפייצר סך כל אחד מהתשלומים הראשוניים, קרי **PMT** (כאן: **התשלום הראשון והשני**), יותר נמכים מאשר במקבילו של הלוח המקורי. למשל:

$$PMT_1(\text{Shpizer}) = 23,742 < 26,000 = PMT_1(\text{Ragil})$$

לעומת זאת, בתשלומים האחרונים / המאוחרים, התשלום בלוח המקורי נמוך יותר מסך התשלום התקופתי בשפייצר. כך למשל, בתשלום ה-4:

$$PMT_4(\text{Shpizer}) = 23,742 > 22,400 = PMT_4(\text{Ragil})$$

בנוסף ניתן לטעון ש:

- א. בלוח שפייצר, תשלום הריבית התקופתית, בכל תקופה, גבוהה יותר מאשר בלוח רגיל (למעט בתשלום הראשון, שבו קיימים שוויון).
- ב. בלוח שפייצר, סך תשלומי הריבית גבוהה יותר מאשר בלוח סילוקין רגיל.
- ג. בלוח שפייצר סך התשלומים גבוה יותר מאשר בלוח סילוקין רגיל.
- ד. לגבי איזה לוח עדיף: רק כאשר נüber לדיון פרויקטים (יחידה 6) ובבחירה את מחיר ההון של המשקיע, נוכל לדון בכך. בינתיים, אנו מתמקדים רק ביכולת לחשב את הערכים בלוח ולהבין את "סדרי הגודל" שלהם (מה גודל ממה וכיו"ב).

שאלה לעז (לימוד עצמי 2) - הלוואות ושינויים בהן: לוח סילוקין שפייצר ורגיל, דרך מקוצרת לחילוץ ערכיים (לא טבלאות)

נטלתם הלוואה בסכום של 100,000 ש"ח הנפרעת בתשלומים חודשיים שווים (לוח שפייצר) במשך 3 שנים. הריבית בגין הלוואה היא ריבית שנתית **פשוטה (נקובה)** בשיעור של 24%. בחלוף שנה, הצעה הבנק ללקוח לשנות את אופן החזור ללוח סילוקין רגיל, ולהקוח הסכום.

נדרש:

- א. מהו החזר ה-13, כפי שהוא צפוי לפני השינוי, ולכמה הוא התעדכן לאחר השינוי?
- ב. מהו החזר ה-19 לאחר השינוי?

פתרון סעיף א

ידוע שסכום הלוואה הוא הערך הנוכחי של החזירה. לכן, עבור לוח שפייצר הנפרע בתשלומים שווים בתום כל חודש, מתקיים שסכום הלוואה הוא בהגדלה הערך הנוכחי של החזירה הקבועים. כך מתקבל הביטוי הבא:

$$PV = LOAN = pmt * PVFA(r, t)$$

שמננו אפשר לגזור את הנוסחה הבאה:

$$pmt = \frac{LOAN}{pvfa(r, t)}$$

בchezba נקבל את התשלום התקופתי הקבוע לפני השינוי, שימו לב שמתיחסים למספר התשלומים הכלל לפני השינוי, כלומר בהסכם המקורי עליו חתמתי, שמצוין פירעון בתשלומים חודשיים במשך 3 שנים קרי 36 תשלוםמים:

$$pmt = \frac{100,000}{pvfa(2\%, 36)} = \frac{100,000}{25.489} \approx 3,923$$

מדוע הריבית 2%? ראשית, נתון שהריבית 24% היא שנתית, וחיברים להמיר אותה לחודשית כדי לטפל בסדרת החזרים המבוצעת כל חודש. שנית, אופן ההמרה של ריבית משנה לחודש תלוי בסוג הריבית. כברירת מחדל, את ההמרה מבצעים עם חזקה מותאמת, אלא שכן **נתון שהריבית היא פשוטה** והמשמעות היא שמתמטית, חישוב ערכיה היחסית לחודש מבוצע על ידי חילוק פשוטה ב-12.

$$r = \frac{24\%}{12} = 2\%$$

שימו לב, כל הסדר הלוואה בשיטת שפייר, מתחילה בחישוב התשלום התקופתי הקבוע בשפייר. הויל ובלו שפייר, כל התשלומים הם קבועים, המשמעות היא **שהחזר ה-13 יהיה צפוי אלמלא השינוי הוא 3,923**.

כעת ננסה לטפל במשמעות של השינוי והשלכתו על התשלומים ביתרת חיי הלוואה:

כדי לבדוק מה ההשפעה של השינוי באופן החזר הלוואה (שינוי מלוח שפייר לרגיל), יש לחשב את יתרת הלוואה רגע לפני השינוי. ליתרת הלוואה עבר השינוי נתייחס כל "הלוואה חדשה" שנפרוס על שארית התקופה לפי תנאי הלוואה העדכניים.

נתון: שינוי אחרי שנה (אחרי 12 תשלוםמים חודשיים).

לכן נרצה: את יתרת הלוואה לאחר 12 תשלוםמים חודשיים.

יתרת הלוואה היא הערך הנוכחי של שארית החזרה - אלו שטרם בוצעו. לעיתים אני אוהב לסמן זאת כך:

$$BAL_n = pmt * pvfa(r, t - n)$$

כאשר:

הערך BAL_n מסמל את יתרת הלוואה השפייר לאחר התשלום שמספרו הסידורי t .

הערך t מציין את התשלום התקופתי הקבוע.

הערך n מציין את הריבית התקופתית (لتקופת תשלום).

הערך r מציין את מספר התשלומים הכלל בלוואה.

הערך m מציין את מספרו הסידורי של התשלום הספציפי שעליו שואלים.

$$BAL_{12} = 3,923 * pva(2\%, 36 - 12) = 3,923 * pva(2\%, 24) = 3,923 * 18.914 \approx 74,200$$

כעת, כאשר ידוע שבמועד השינוי (רגע לאחר התשלום ה-12) יתרת ההלוואה היא 74,200, ויש לפרש סכום זה בשיטת החזירים שונה (לוח סילוקין רגיל) אנו נטען שיש להתייחס ליתריה זו כאל "הלוואה חדשה" שתפרנס לפי הנוסחאות של הלוח הרגיל.

בלוח רגיל ידוע שהתשלום התקופתי ע"ח הקrho הוא היחס בין סכום ההלוואה לבין מספר התשלומים :

$$PRN = \frac{LOAN}{t}$$

נציב ונקבל את התשלום על חשבו הקrho, PRN, בלוח רגיל בתשלום ה-13, לאחר השינוי :

$$PRN_{13} = \frac{74,200}{24} \approx 3,092$$

אך כדי להגיע לתשלום הכלול, יש להוציא לתשלום על חשבו הקrho בלוח הרגיל גם את תשלום הריבית. ולשם חישוב הריבית (INT), علينا לכפול את יתרת ההלוואה לזמן 12 (רגע לאחר השינוי) בשיעור הריבית :

$$INT_{13} = BAL_{12} * r$$

נציב ונקבל :

$$INT_{13} = 74,200 * 2\% = 1,484$$

כך שהתשלום הכלול ה-13 הוא :

$$PMT_{13} = PRN + INT_{13} = 3,092 + 1,484 = 4,576$$

תשובהינו הסופית לסעיף זה היא:

התשלום ה-13 בהנחה שלא היה חל שינוי: 3,923 ש"ח.

התשלום ה-13 בגין השינוי: 4,576 ש"ח.

פתרון סעיף ב

סך התשלום ה-19 מחושב גם הוא על בסיס לוח סילוקין רגיל (מדובר בתשלום שבוצע לאחר השינוי). הואיל ולוח הסילוקין רגיל, התשלום בגין הקrho PRN הוא תמיד קבוע, והוא מחושב לפי הפרופורציה הפשטota שבין יתרת ההלוואה ערב השינוי למספר התשלומים שנותר ערב השינוי :

$$PRN_{13} = PRN_{14} = PRN_{15} = \dots = PRN_{19} = \frac{74,200}{24} \approx 3,092$$

כמו במקרה הקודם, נרצה לדעת לא רק את התשלום ע"ח הקרון, אלא את התשלום הכללי ע"ח הקרון וכן ע"ח ריבית, יחד. הואיל וידוע שבסכום לוח סילוקין, הריבית היא המכפלה הפחותה של יתרת ההלוואה לתקופה קודמת בשיעור הריבית, הרי שמתקיים:

$$INT_{19} = BAL_{18} * r = (74,200 - 3,092 * 6) * 2\% = 1,113$$

רגע שי, מה עשית פה? לחתמי את יתרת ההלוואה לזמן 12, עבר שינוי התנאים שהוא בסך 74,200, וממנה הפחתתי את 6 תשלוםיו הקבועים בלוח החדש, בסך 3,092 ש"ח כל אחד, בגין התשלומים שבוצעו בתום כל אחד מהחודשים 18-13 כולל. כך מגעים ליתרת ההלוואה העדכנית לזמן 18, שהוא בהגדרה הבסיס לחישוב תשלום הריבית בזמן 19.

$$PMT_{19} = PRN_{19} + INT_{19} = 3,092 + 1,113 = 4,205$$

התשובה הסופית: 4,205 ש"ח.

סיכוםו: כאשר אני מזזה שאלה שבה קיים לוח שפייצר שבמבחן מוצע שינוי תנאיו ללוח רגיל, אפעל כדלקמן:

- אוחשב את התשלום התקופתי הקבוע בשפייצר (PMT של שפייצר).
- אוחשב את יתרת ההלוואה ערב (רגע לפני) שינוי התנאים, זאת בתורו הערך הנוכחי של תשלוםיו השפייצר "שטרם בוצעו".
- ATIICHES ליתרת ההלוואה כל "הלוואה חדשה".
- אפרוס אותה ואוחשב את תשלוםיה מאותה נקודה ואילך בהתאם לגישת הלוח הרגיל (תשלומי קרו קבועים, ריבית לפי מכפלת שיעור הריבית ביתרת הקון של התקופה קודמת).

שאלת לעז (לימוד עצמי 3) - שווי הלואה מסובסדת

קיבלתם הלואה לעידוד עסקים בסכום של 500,000 ש"ח לתקופה של 10 שנים. ההלוואה נשאת ריבית שנתית בשיעור 3% והיא מוחזרת בתשלומים שנתיים שווים (לוח שפייצר). ידוע שהריבית האלטרנטיבית שבה יכולת ליטול אשראי מהבנק היא 8%. בנסיבות אלו, מהו שווי ההטבה?

פתרון:

תחילה, כמו תמיד בשפייצר, נחשב את התשלום התקופתי הקבוע בגין ההלוואה (ה - PMT) לפי הריבית בפועל.

$$PMT = \frac{LOAN}{pvfa(r, t)} = \frac{500,000}{pvfa(3\%, 10)} = \frac{500,000}{8.5302} \approx 58,615$$

לאחר שהתשלום בפועל חשוב לפי הריבית בפועל, ערך ההלוואה נטו יחשב באופן שמתיחס לערך הנוכחי הכלול של התזרים (גם של ההלוואה עצמה בסימן חיובי, וגם הערך הנוכחי של ההזרים בסימן שלילי), בהתחשב בעלות המימון האלטרנטיבית (ריבית 8%) :

$$NPV = +500,000 - 58,615 * PVFA(8\%, 10) = 500,000 - 58,615 * 6.71 \approx 106,693$$

הסימון NPV הוא קיצור של Net Present Value, או במלים אחרות - ערך נוכחי "נקי" או "כ כולל" של כל התזרים, משומש שבעצם עליינו להתייחס גם לתזרים החיובי של ההלוואה עצמה, וגם לערך הנוכחי של התזרים השליליים, כדי לקבל את השווי נטו. למעשה, מעבר להערכת הכללית לפיה שווי ההטבה הוא 106,693, אנו טוענים שערך זה מבטא את העובדה שההזר התקופתי בסך 58,615 כבר מגלה את הריבית בפועל 3%, אך המכפלה ב - PVFA הרלוונטי ל- 8% עוזרת להבין כמה ריבית "choschim". הויאל וchoschim ריבית גבוהה מזו שמשלמים, הערך הכלול חיובי.

מבחן 6

3. לקחתם משכנתא של 600,000 ש"ח בריבית של 6% לשנה. המשכנתא מוחזרת במשך 20 שנים בתשלומים סופ' חודשיים שווים. לאחר 7 שנים ממועד קיימת המשכנתא (מיד עם התשלום האחרון של השנה השביעית), החזרתם סכום של 100,000 ש"ח (בנוסף לתשלום הקבוע בגין המשכנתא). מהו התשלום החודשי החדש אם הריבית השנתית נותרה ללא שינוי, ומספר התשלומים הכלול יותר ללא שינוי?

- א. 3,244 ש"ח.
- ב. 41,014 ש"ח.
- ג. 3,374 ש"ח.
- ד. 4,298 ש"ח.
- ה. 2,414 ש"ח.

פתרון :

התשובה הסופית - ג. להלן פירוט:

ישומי יח' 5 הם מגוונים: הם כוללים חישובי ערך עתידי ("כמה הצبور בעתיד בהנחה שתפקיד..."), חישובי ערך נוכחי ("מהו הערך הנוכחי / מהו השווי היום"), חילוצים המתבססים על הגדרות אלו, חישובי ריבית אפקטיבית ויישומים נוספים.

ספציפית כאן מדובר באחד היישומים הפחותים יותר של ערך נוכחי: הלואות. ומדובר? משום שלמעשה ניתן לומר את שני המשפטים הבאים, **שכוחם יפה במיוחד להלוואות הנפרעות בתשלומים שווים (=שפיכר)**:

- משפט 1: סכום הלואה הוא הערך הנוכחי (PV) של החזירה.
- משפט 2: יתרת הלואה היא הערך הנוכחי (PV) של יתרת החזירה.

זהינו כאן הלואה שתשלומיה קבועים (עלים לגדר סדרה קבועה). הדבר הראשון שארצה לעשות הוא לחלץ את ערכיה, ובמיוחד את התזוזים התקופתי בעדיה "טרם השינויים המתוארים". ואם כך, בהינתן שסדרת התשלומים קבועה, ניתן לטעון שמתקימת המשוואה הבאה:

$$LOAN = PMT * PVFA(r, t)$$

הערך LOAN הוא סכום ההלוואה.
הערך PVFA הוא בעצם ערך מענ"ס (לוח א-4) שמתאים למספר התשלומים t ושיעור הריבית r

$$600,000 = PMT * PVFA(0.5\%, 240)$$

בעצם: מס' התשלומים כאן הוא כמספר החודשים - ב-20 שנים ישנו 240 תשלום חודשיים. בנוסף, אנו זוקקים לריבית החודשית (הריבית לפרקי הזמן בין תשלום). הוайл והריבית הנenna - 6% - היא שנתית, יש חלקה ב-12 כדי להגיעה לריבית חודשית $= 0.5\% = 12 / 6\%$ (ההנחה היא שהריבית נקובת).

בහינתו העובדה שלא ניתן לחלץ מלוחות ההיוון (לוח א-4) מקדמים בריבית שהיא שבר ובמספר תשלום חודשיים כאמור, ניעזר בנוסחה המתמטית של PVFA, כדלקמן:

$$PVFA(r, t) = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r}$$

בהצבה קיבל:

$$PVFA(0.5\%, 240) = \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.5\%)^{240}}}{0.5\%} \approx 139.581$$

שיםו לב, ערך ריבית של 0.5% במנוחי שבר עשרוני הוא 0.005. כלומר:

$$PVFA(0.005, 240) = \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.005)^{240}}}{0.005} \approx 139.581$$

נזכור לנוסחת המקור של סכום ההלוואה כערך נוכחי של החזירה

$$600,000 = PMT * 139.581 \rightarrow PMT \approx 4,298.58$$

כעת לאחר שטיפנו בחישוב החזר הבסיסי, נזכור לשאלת ולהשתלשות שלה שאומרת שאחרי 7 שנים בדיקות, רגע לאחר התשלום בזמן זה, סילקנו עוד 100,000 ש"ח. מה זה אומר בעצם, שנרצה לבדוק את יתרת ההלוואה לאחר 7 שנים, ממנה להפחית (לנכונות) 100,000 ש"ח, ואת היתרנה הניל לפרק על פני יתרת חיי ההלוואה.

משפט 2: יתרת ההלוואה לכל מועד היא הערך הנוכחי של יתרת החזירה. יתרת ההלוואה ערב השינוי היא היתרתו לאחר 7 שנים או - לאחר 84 תשלום חודשיים:

$$BAL_{84} = 4,298.58 * PVFA(0.5\%, 240 - 84)$$

או בעצם:

$$BAL_{84} = 4,298.58 * PVFA(0.5\%, 156)$$

נציב בנוסחה המתמטית של PVFA או מענ"ס :

$$PVFA(0.5\%, 156) = \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.5\%)^{156}}}{0.5\%} \approx 108.14$$

נזור לחישוב היתרה :

$$BAL_{84} = 4,298.58 * 108.14 = 464,850$$

מיתרה זו עליינו לנכوت את התשלום המידי החד פעמי שבוצע מיד לאחר התשלום ה-84 :

$$BAL_{84}(Net) = 464,850 - 100,000 = 364,850$$

נבע פרישה מחדש של יתרה עדכנית זו משל מדובר היה בהלוואה חדשה בסכום זה אשר נפרשת על פני 156 תשלומים (התשלומים שנותרו ; אלו שבמספרם הכללי אין שינוי כאמור) :

$$364,850 = PMT_{New} * PVFA(0.5\%, 156) \rightarrow 364,850 = PMT_{New} * 108.14$$

וכך מגיעים לסכום התשלום הקבוע החדש / העדכני והנמוך. יותר, כאמור :

$$PMT_{New} = 3,374$$

(*) הערכה : יש הטוענים שבמוקם לציין שסכום ההלוואה שווה לערך הנוכחי של החזרה, ומכך לחלץ את PMT אפשר פשוט לחלק את סכום ההלוואה ב-PVFA. זה נכון, אבל זה לא יעזור בהלוואות הנפרעות בתזרימי תחילת תקופה, או במספר נתוני סדרות וכן הלאה.

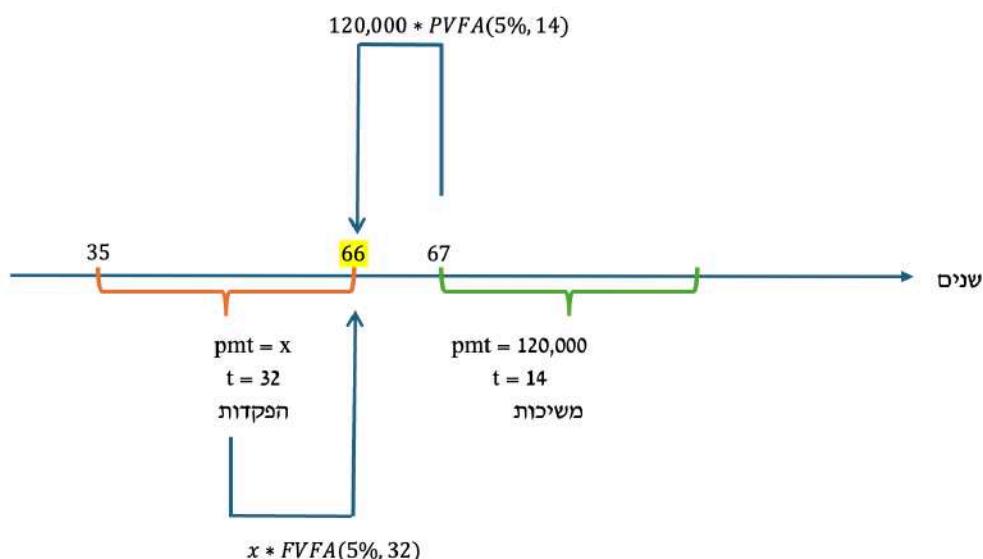
4. הניחו כי היום הנוכחי חוגגים את יום ההולדת ה- 35 שלהם. הנוכחי פותחים היום קרן פנסיה שבה תפקדו הפקדות שנתיות שווות שיימשו עד שתחגגו יום הולדת 66 (כולל). ההפקודה הראשונה בקרן היא היום. המשיכות מקרן הפנסיה יחולו כאשר תחגגו את יום ההולדת ה- 67 שלהם. אתם מעריכים כי תמשכו 14 משיכות שנתיות בגובה של 120,000 ש"ח כל אחת מקרן הפנסיה. מהי ההפקודה השנתית הנדרשת בשנים שבחן תפקדו את ההפקדות אם ידוע כי קרן הפנסיה מניבת תשואה של 5% לשנה, ותשואה זו תימשך כל עוד יש כסף בקרן הפנסיה?

- א. 15,775 ש"ח.
- ב. 16,563 ש"ח.
- ג. 15,023 ש"ח.
- ד. 52,500 ש"ח.
- ה. 54,251 ש"ח.

פתרון :

התשובה א.

כאשר מדובר בועלמן של סדרת הפקדות שלאחריהן סדרת משיכות - מתקיים המשפט הבא: הערך העתידי של הפקדות הוא הערך הנוכחי של המשיכות, לאותה נקודת זמן. אישית, אני אוהב לקרוא לשאלות אלו "אייזון אקטוארי" שכן תחסיבים מעין אלו מקובלים מאד בפנסיה וביבטוחים. אני מאד אוהב לעבוד בשאלות כאלה עם ציר הזמן.



ספציפית במקרה זה, הערך העתידי של ההפקדות הובילנו לבדוק לזמן 66 (כי ערך עתידי של סדרה מבטא את התוצאה במנוחי נקודת הזמן של התזרים האחרון / ההפקדה האחרון), וגם הערך הנוכחי של המשיקות הסדרתיות הובילנו לאותו הזמן (כי ערך הנוכחי של סדרה מבטא את התוצאה במנוחי נקודת הזמן שהיא מוקדמת בתקופת תשלום אחת ממועד התזרים הראשון בסדרה. למעשה, הויאל וסדרת המשיקות החלו בזמן 67, ההיוון שלה (PV) כסדרה בהגדירה מוביל "אחד אחריה" קרי לזמן 66. והואיל ובמקרה זה, לפיכך, מתקינה זהות בתזמנוניים בין חישוב PV הפקדות ל- PV משיקות, כל מה שנותר לעשות הוא להשוות בין הערכים לאותה נקודת זמן - ולחוץ את החסר :

$$x * FVFA(5\%, 32) = 120,000 * PVFA(5\%, 14)$$

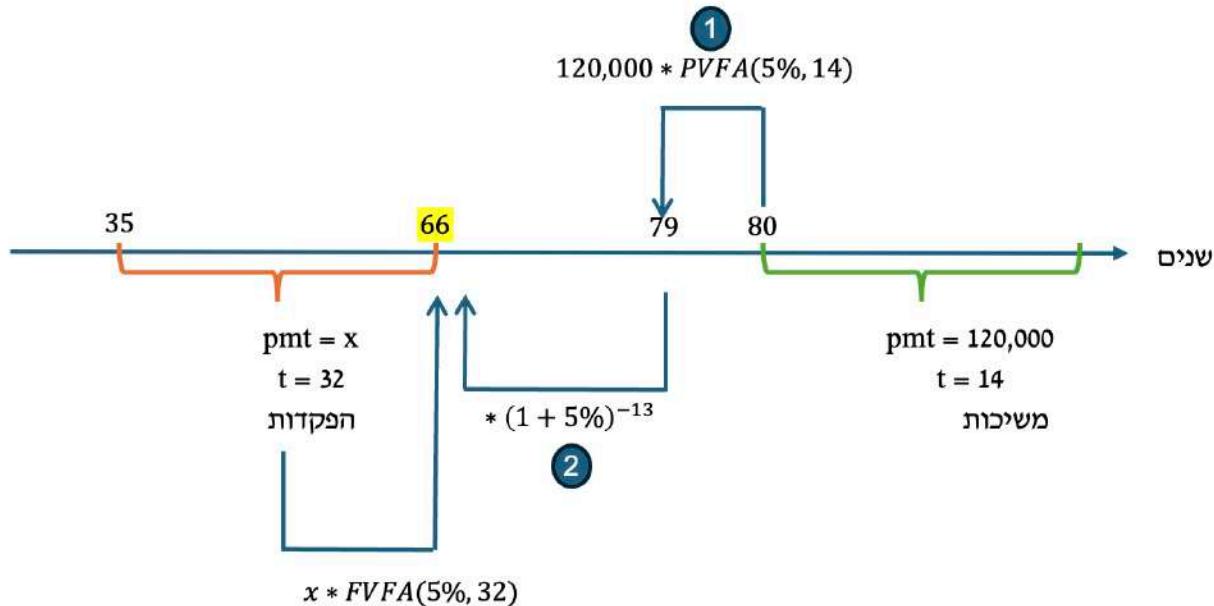
: כלומר :

$$x * 75.299 = 120,000 * 9.899 \rightarrow x = 15,776$$

(*) הערכה : בחישובי איזון אקטוארי, הערך החיווני הוא לבטא גם את ההפקדות וגם את המשיקות במנוחים של אותה נקודת זמן בדיקוק. את נקודת הזמן אתם למורי יכולם לבחור בעצמכם : אני מאד אוהב להציג את הערכים "באמצע". לפעמים זה גם חוסך כמה מהלכים חישוביים. מי מביניכם שמעדיף תמיד לבטא ערך הנוכחי לזמן "0" גם של ההפקדות וגם של המשיקות, ורק אז להשוות ביניהם - זה יעבוד גם.

הרחבה לשאלת

בנתוני שאלת קודמת, הינו בעת כי את ההפקדות ממשיכים לבצע מזמן 35 עד זמן 66 כולל, אך המשיכות מתחילה רק החל מיום הולצת ה-80. בסך הכל מוצעות 14 ממשיכות בתום כל שנה, ושיעור הריבית עודנו 5%, סכום המשיכת עודנו 120,000 ש"ח לשנה.



משוואת הפתרון תשתנה לतצורה :

$$x * FVFA(5\%, 32) = 120,000 * PVFA(5\%, 14) * (1 + 5\%)^{-13}$$

ואפשר כמובן לחץ את x. משיקולי זמן לא נבצע עטה.

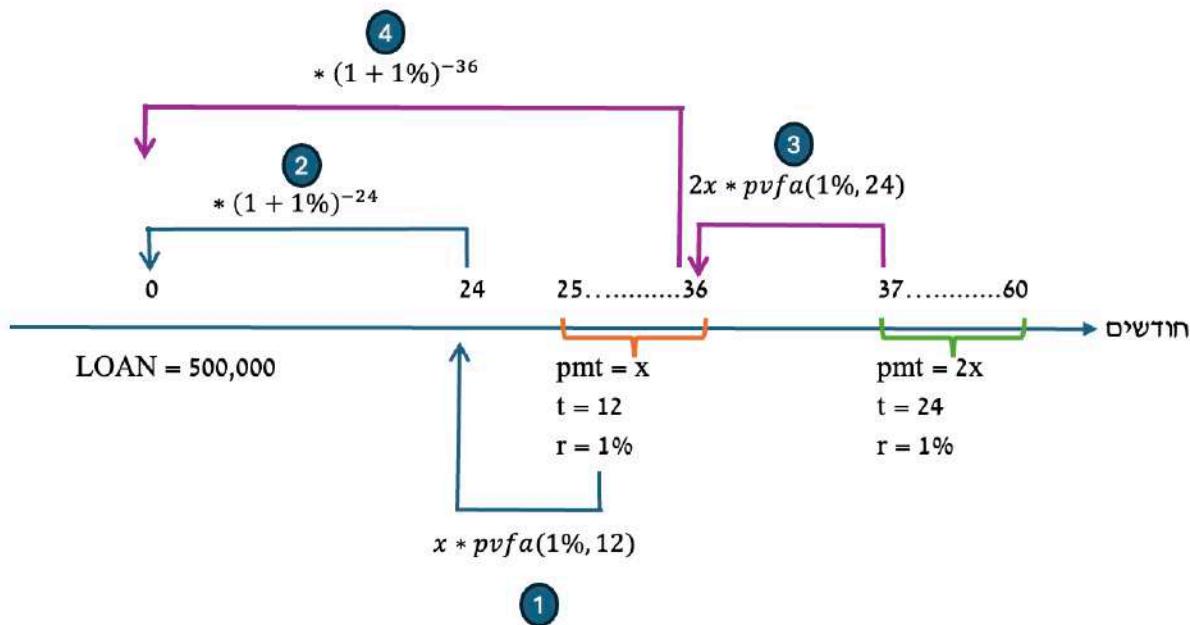
שאלת בקשת הקהל - הלוואה עם גרייס (דחיה במועד התשלומים והתאמות זמן)

בנק אמונונים בע"מ מציע ללקוחותיו הלוואה בסכום של 500,000 ש"ח שתפרע בתשלומים חודשיים, כלהלן: החל ממועד החודש ה-25 ובמשך שנה (12 תשלומים), יבוצע תשלום חודשי קבוע. החל ממועד החודש ה-37, ובמשך שנתיים, יבוצע תשלום חודשי קבוע בסכום כפול.

מהו ההחזר החודשי במהלך 12 התשלומים הראשונים, אם ידוע שהריבית החודשית 1%?

פתרון:

סכום הלוואה הוא הערך הנוכחי של החזרה. וכשאני אומר זאת אני מתייחס לכל החזרים, לא יוצאה מן הכלל. לעומתנו, במקרה זה, החזרים אינם קבועים כי אם משתנים; והם כוללים שני חלקים: סדרת החזרים הראשונים, מזמן 25 לזמן 36 בסכום מסוים וסדרת החזרים שנייה מזמן 37 לזמן 60 בסכום אחר. את שתי הסדרות חייבים לחזון (PV) בזמן אפס, על מנת לבטא את המשפט.



המשוואת העקרונית לפיה סכום ההלוואה (זמן 0) הוא הערך הנוכחי של כלל החזרה (זמן 0):

$$500,000 = PV(\text{סדרה 1}) + PV(\text{סדרה 2})$$

במצב, כולל התאמות מתבקשות לריביות הסדרות (כדי להובילו לזמן 0), נקבל:

$$500,000 = x * PVFA(1\%, 12) * (1 + 1\%)^{-24} + 2x * PVFA(1\%, 24) * (1 + 1\%)^{-36}$$

$$500,000 = x * 11.255 * (1 + 1\%)^{-24} + 2x * 21.243 * (1 + 1\%)^{-36}$$

והתוצאה המתקבלת:

$$x \approx 12,967$$

מסקנה: כל אחד מ-12 התשלומים הראשונים שסומן כ- \$x\$ הוא 12,967 ש"ח.

שאלה 3

הנקודות) של 3.75% מסכום ההלוואה. הריבית האפקטיבית השנתית שגובה הבנק היא :

- | | |
|-------|---|
| 47.5% | נ |
| 55.0% | ב |
| 55.4% | א |
| 49.4% | ת |
| 24.7% | ה |

פתרונות:

האפקטיבית לתקופת העסקה: הערך המוחלט של התשלומים בתום התקופה בין סכום התקובל בתחילת - פחתה אחת, הוא הריבית ניכוי מקביל), ואת הסכום הכלל המשולם בתום התקופה - נטו, יוכל להתבסס על המשפט הטוען כי: **היחס בין** כאשר מדובר בהלוואה הנפרעת בתשלומים אחד - אם נדע לבטח את הסכום המתיקבל נטו (לאחר כל עמלת או



הרביה האפקטיבית לחץ שנה (תקופת העסקה) לפי היחס בין הערכיהם פחות אחת היא:

$$r_e(\text{hazi shana}) = \frac{P_{0.5}}{P_0} - 1 = \frac{1.2\mathfrak{X}}{0.9625\mathfrak{X}} - 1 = 24.675\%$$

וחוויל ושאלו על הריבית האפקטיבית לשנה שלאהה - מעבר מריבית אפקטיבית אחת לאחרת מבצעים עם מעריך חצקה מוחמים (הנחת ריבית דרייתית) ולא עם רפל פשוו (ושי חצאים רשותה):

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r_{hazishang})^2 - 1 = (1 + 24.675\%)^2 - 1 \approx 55.4\%$$

המשובח ג

אפשר גם לפטור שאלה זו על בסיס נוסחת הריבית האפקטיבית המשלבת בין ריבית מראש / ניכוי מראש לבין ריבית בתום התקופה :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1$$

כאן :

$$r_e = \frac{\left(1 + \frac{20\%}{1}\right)^2}{\left(1 - \frac{3.75\%}{1}\right)^2} - 1 = 55.4\%$$

מה הילך כאן?

המונה כוללת את הריבית החצי שנתיית, שבהיעדר נתונים בדבר חישובה, מחושבת פעמי אחת בחצי שנה. העילינו בריבוע – כי צריך לחזור לשנה.

המכנה כולל את הניכוי מראש, גם הוא חצי שנתי. אמנם לא נאמר שאכן מדובר בשיעור חצי שנתי, אך מהעובדת שזהו הניכוי הכללי בעסקה חצי שנתי מסיקים שאכן מדובר בערך חצי שנתי כאמור.

מבחן 7

חידה 6

שאלה 7

פירמה השקעה 5,000 ש"ח בפרויקט שהענ"ג שלו הוא 7,000 ש"ח. **מהו הערך הנוכחי של זרמי המזומנים?**

- א. 12,000 ש"ח.
- ב. 5,000 ש"ח.
- ג. 7,000 ש"ח.
- ד. אי-אפשר לחשב ללא קבלת נתון לגבי אורך חיי הפרויקט.
- ה. אי-אפשר לחשב ללא קבלת נתון לגבי מחיר ההון של הפירמה.

נתון :

$$NPV = 7,000$$

ידוע שה- NPV הוא הערך הנוכחי הנוכחי נתו של כלל תזרימי המזומנים : החובים והשלילים גם יחד. ההשערה הראשונית בפרויקט נתונה, והיא בגדיר תזרים מזומנים שלילי בזמן אפס בגובה ההשערה. בעצם, אוכל לבטא את ה- NPV כך :

$$NPV = -5,000 + PV_{\text{תזרימי}} = 7,000 \rightarrow PV_{\text{תזרימי}} = 7,000 + 5,000 = 12,000$$

התשובה א.

הכוונה וטיפוסים לגבי ייח' 8 - נושאים חילוציים מוגווניים (בהתאם לשאלת שנותקבלה בדוא"ל)

תודה על התרגול היום!

אשmach אם תוכל בתרגול הבא לעبور על תרגילים מהנושאים הבאים מיח' 8 :

חישוב ביטה בואריציות השונות

חישוב מקדם המתאים

חישוב המשקלים השונים

יח' 8 - חישוב ביטה

יח' 8 עוסקת בעיקרו במספר נושאים מרכזיים :

1. חישובי תוחלת וסתיות תקן של **נכסים בודדים**, לרבות בחירה ביניהם (תוחלת/שונות). הקל ביותר.
2. חישובי תוחלת, סטיית תקן ומשקלים, של תики השקוות המורכבים **מנכסים מסווגים בלבד**. דרוש בכך כלל בעיקר ידיעות לגבי הנוסחאות הסטטיסטיות השונות (לפרטים של קבלת החלטות - ממליץ מאד על אירור עקום התיקים האפשריים).

3. עולם ה - **CAPM** :

3.1 **נכסים / תикиים עילאים - מקיימים את משוואת ה - CML**, מבוססי סטיית תקן, מקיימים רשיימה סגורה של נוסחאות **"יחודיות"**. עילות איננה ברירת מחדל! נשתמש בנוסחאות אלו רק כאשר יש סיבה מפורשת.

3.2 **נכסים / תикиים שאינם עילאים - מקיימים את משוואת ה - SML**, מבוססים על ביטה, כוללים הבחנה בין סיכון "שיתתי" (שאינו ניתן לפיזור) ו"לא שיתתי" (ניתן לפיזור). רשיימת הנוסחאות והמאפיינים בהינתן אי עילות מופיעה **כאן** (גם תикиים עילאים מקיימים משוואות אלו, אלא שיישוםם בקשר זה יהיה פחות שיכח).

3.3 היבט הסטטיסטי ה"מורכב" של CAPM : חישוב מקדם המתאים עם השוק, חישוב שונות הקשורות עם השוק, חישוב ישר / חילוץ של ביטה וכיו"ב. בזיהירות רבה אני אומר (לא כתבתתי את המבחן ואני חושף אליו) - נושא זה חשוב שיכח.

ואם כך, המקרים העיקריים שבהם נחשב ביטה הם כאלו שבהם נקבל נתונים SML ופשטן נחלץ מתוכם ערכי ביטה מתאימים (רכיב 3.2 להלן) או מצב שבו נפעל לחשב את ביטה/מקדם מתאים בעצמו - באופן מייגע למדי (רכיב 3.3). **בתכני מפגש 6 במחברת זו** תוכלו למצוא דוגמא מפורטת לאופן חישוב מקדמי המתאים והביטה (מבחן 6, שאלה 7).

חישוב מקדם המתאים

מקדם המתאים מוגדר סטטיסטיית בטור השונות המשותפת בין שני נכסים (ראו הדגמה בפסקה קודמת) לבין סטיות התקן של הנכסים. למעשה, הואיל וסתיות תקן של נכסים בודדים ניתן לחישוב בדרך כלל יחסית בקלות, החלק הקשה ביותר בחישוב ישר של מקדם המתאים - הוא מציאת השונות המשותפת :

$$\rho(A, B) = \frac{COV(A, B)}{\sigma_A \sigma_B}$$

מקרה :

ה-COV הוא השונות המשותפת בין הנכדים (לאו דזוקא בהקשר ל-SML).

הערכים σ_A, σ_B מייצגים את סטיות התקן של כל אחד מהנכדים, בהתאם.

הערך $\rho(A, B)$ הוא ערך מוקדם המתאים בין A ל-B.

הערה : ספציפית ב-SML, אפשר לעיתים לחץ את מוקדם המתאים בין הנכס לשוק לפי הגדרת ביטה. אבל חישוב מוקדם המתאים במקרה הכללי / סטטיסטית, הוא כאמור.

חישוב המשקלים השונים

ככל, בично 8, המונח "משקל" המסומן באות W משקף את "האחוז מכיספנו המושקע בנכס מסוימים" או "בתיק מסוימים". למושג זה מגוון רחב של יישומים :

בعالום של נכסים מסוימים בלבד :

מקובל להציב את ערכי המשקלים ;

או לחץ אותם מהנוסחאות הסטטיטיסטיות של חישובי תוחלת וסטיית התקן של תיק המורכב מ-2 נכסים מסוימים בלבד ;

או להשתמש בנוסחת תיק מינימום סיכון כדי למצוא את ההרכב (המשקלים) בתיק בעלי הסיכון המינימלי, ובהתאם - לזהות (אם מייירם גרע) היכן מתחילה הייעילות. למשל ראו תרגילה.

וכן ראו דיוון מלא ומורכב יותר לגבי המודלים ואופן ההיסטוריה, הפתרון וקבלת החלטות בעולם עם נכסים מסוימים בלבד שמתחייב כאן.

CAPM בעולם ה-

תמיד יש חריגים ושאלות צבוניות! אבל השימוש הנפוץ ביותר במשקלים קשור לנכסים / תיקים ייעילים ובהינתן ייעילות, ערכי המשקלים מייצגים את שיעור ההשקעה בתיק השוק (WM) ואת שיעור ההשקעה בנכס חסר סיכון (WF) בהתאם. משקלים אלו ניתנים גם לחילוץ מנוסחאות התוחלת וסטיית התקן של תיקים ייעילים וראו גם נוסחאות יחודיות.

שאלת קהיל נספת - כיצד מבוצעת הבדיקה בין עולם של "נכסים מסווגים בלבד" לבין CAPM?

שאלות CAPM מתחדשות, בדרך כלל, באחד או יותר מהמאפיינים הבאים:

- במקרים רבים, פשוט נזהה את הסימול: CAPM.
- ישנים נתונים / דיון בדבר "נכס חסר סיכון" (גם אם ערכו המספרי לא נתון).
- ישנים נתונים / דיון בדבר "אג'ח מושתתת" (קירוב לנכס חסר סיכון).
- ישנים נתונים / דיון בדבר "תיק השוק".
- ישנים נתונים / דיון בדבר ערכי ביתא.
- ישנים נתונים / דיון לגבי הלוואות (אחד מהמאפיינים של CAPM הוא יכולת ללוות בריבית חסרת סיכון).

כל שהמאפיינים לא מתקימים, אבל כן מציגים מספר נכסים מסווגים עם אפשרות שילוב ביניהם, אז עוסוק בנכסים מסווגים בלבד.

השאלה הבאה מתקהל:

בצורה "עדינה" את מודל "תוחלת-שונות" עבור דירוג פרויקטים או נכסים מסווגים ביחיד

8 (ללא אפשרות שילוב, נכסים מסווגים בודדים)

לפי ההגדרה היבשה, מודל "תוחלת-שונות" שלעתים נקרא בשם הנרדף "תוחלת-סטיטית תקן" קבוע שפרויקט מסויים (A) יועדף על פני פרויקט אחר (B) אם ורק אם מתקיים כל התנאים הבאים **במצטבר**:

$$\text{תנאי 1: } E(A) \geq E(B) \text{ וגם}$$

$$\text{תנאי 2: } \sigma_A \leq \sigma_B \text{ וגם}$$

תנאי 3: נדרש שפחות אחד משני אי השיווינוים לעיל יתקיים בגרסת החזקה (לא סימן ה"=>".

כדי להדגים, נציג מספר פרויקטים מתחדשים וננסה לשפטם לפי תוחלת וסטיטית תקן בין כל זוג סדר שלהם.

מקרה 1:

B	A	
15%	20%	תוחלת
70%	30%	סטיטית תקן

נבחן באופן טכני על פי התנאים:

$$\text{תנאי 1: } E(A) \geq E(B) . \text{ האם מתקיים? כן. } 20\% > 15\% .$$

$$\text{תנאי 2: } \sigma_A \leq \sigma_B . \text{ האם מתקיים? כן. } 30\% < 70\% .$$

תנאי 3: נדרש שפחות אחד משני אי השיווינוים לעיל יתקיים בגרסת החזקה (לא סימן ה"=>".

לכן פרויקט A עדיף על B.

מקרה 2 :

B	A	
20%	20%	תוחלת
70%	30%	סטיית תקן

נבחן באופן טכני על פי התנאים :

תנאי 1 : $E(A) \geq E(B)$. האם מתקאים? כן. $20\% = 20\%$

תנאי 2 : $\sigma_A \leq \sigma_B$. האם מתקאים? כן. $30\% < 70\%$

תנאי 3 : נדרש לפחות אחד משני אי השיוויונים לעיל יתקיים בגרסה חזקה (ללא סימן ה"=<"). מתקאים לכן פרויקט A עדיף על B.

מקרה 3 :

B	A	
20%	25%	תוחלת
30%	30%	סטיית תקן

נבחן באופן טכני על פי התנאים :

תנאי 1 : $E(A) \geq E(B)$. האם מתקאים? כן. $25\% > 20\%$

תנאי 2 : $\sigma_A \leq \sigma_B$. האם מתקאים? כן. $30\% = 30\%$

תנאי 3 : נדרש לפחות אחד משני אי השיוויונים לעיל יתקיים בגרסה חזקה (ללא סימן ה"=<"). מתקאים לכן פרויקט A עדיף על B.

מקרה 4 :

B	A	
20%	25%	תוחלת
30%	35%	סטטיסטית תקן

נבחן באופן טכני על פי התנאים :

תנאי 1 : $E(A) \geq E(B)$. האם מתקיים? כן. $25\% > 20\%$

תנאי 2 : $\sigma_A \leq \sigma_B$. האם מתקיים? לא. $35\% > 30\%$

אינו אפילו צריך לבדוק את התנאי השלישי. ברגע שתנאי אחד מופר - מיד נטען שלא נוכל לייצר העדפה של A על B.

از אولي B עדיף על A? אבודוק על פי התנאים :

תנאי 1 : $E(B) \geq E(A)$. האם מתקיים? כן. $20\% < 25\%$

אני אפילו לא צריך להמשיך. ברגע שתנאי אחד מופר, מיד נטען שלא נוכל לייצר העדפה.

והמסקנה המתבקשת : במקרה זה (מקרה 4) לא נוכל לדעת מי מבין הנכסים הבודדים יעדף על ידי משקיע שונה סיכון.

שאלה שנייה המציא - בניסוח מסיחים "מעט שונה"

בשוק הון שבו נסחרים נכסים מסוימים בלבד, ניתן להשקיע באחת מבין שתי מנויות : C ו- D. ידוע שתוחלת התשואה של מניה C היא 40%, וסטטיסטית התקן שלה 25%. כמו כן, תוחלת התשואה של מניה D היא 45%, וסטטיסטית התקן שלה 35%. אמןו הוא משקיע שונה סיכון הפעול בשוק זה. סמןו את הטענה הנכונה :

- אמנון יבחר למשקיע בנכס C לאור סטטיסטית התקן הנמוכה יותר.
- אמנון יבחר למשקיע בנכס D לאור תוחלת התשואה הגבוהה יותר.
- אמנון יהיה אדיש באשר לבחירה בין הנכסים (הם שקולים מבחינתו).
- לא ניתן לדעת איזה נכס יעדיף אמןו.
- אין אף תשובה נכונה.

שיקחה! ברגע שנכס מסוים (C) מניב תוחלת נמוכה יותר, הוא "נפסל" מיד ואינו עדיף, לפחות לא באופן ודאי. ברגע שנכס אלטרנטיבי D הוא בסיכון גבוהה יותר, גם הוא "נפסל" מיד ואינו עדיף, לפחות לא באופן ודאי. נמצאים פה במקרה קלאסי שבו לכל נכס יש יתרון מסוים וחסרונו מסוים. במצב כזה, שני הנכסים "יעילים" והמשקיע יתלבט ביניהם, ויבחר לפי טעמיו האינדיבידואליים. התשובה D.



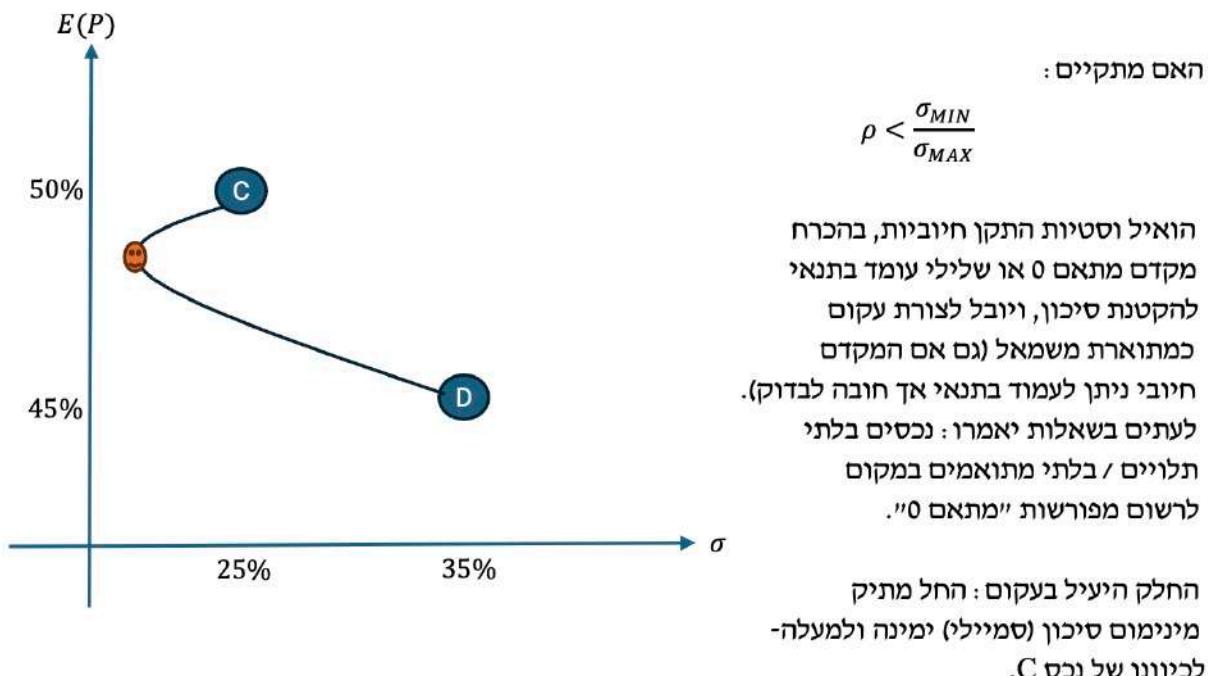
שלמה ס

שאלה נוספת - לבקשת הקהיל - אפשר לשלב ושאלים על ייעילות בשוק הון שבו נסחרים נכסים מסווגים בלבד, ניתן להשיקע באחת מbynן שתי מניות: C ו-D ו/או לשלב ביניהן. ידוע שתוחלת התשואה של מניה C היא 50%, וסטיית התקן שלה 25%. כמו כן, תוחלת התשואה של מניה D היא 45%, וסטיית התקן שלה 35%. שלמה הוא משקיע שונא סיכון הפועל בשוק זה. וידוע שקדם המתאים בין הנכסים הוא 0. סמן את הטענה הנכונה:

- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 70% מכספיו בנכס D.
- בחכרה שלמה יבחר להשיקע 100% מכספיו בנכס C, שכן סטיית התקן שלו היא המינימלית.
- שלמה יבחר בתיק מינימום סיכון, שכלל חלק מהנכסים שימושיים ב-C וחלק אחר ב-D.
- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 20% מכספיו בנכס D.
- כל התשובות שגויות.

פתרון (התשובה ד', להלן הנמקה מפורטת):

כאשר אני ניגש לשאלה שדנה בבחירה משקיע בעולם הכלול שני נכסים מסווגים בלבד עם אפשרות שילוב ביניהם, מאי מאי חשוב לבחון את עיקום תמהילי ההשיקעה האפשריים מהשילובים השונים, שכן הדבר יוניק ביטוי חזותי נוח לעיכול בדבר המשמעות של השילובים והיעילות.



נפאל לחישוב משקל ההשיקעה בכל נכס בתיק מינימום סיכון (מינימום שונות/מינימום סטיית התקן) :

$$W_C^{MRP} = \frac{\sigma_D^2 - \rho * \sigma_C * \sigma_D}{\sigma_C^2 + \sigma_D^2 - 2 * \rho * \sigma_C * \sigma_D}$$

בהתבה אקבל :

$$W_C^{MRP} = \frac{0.35^2 - 0 * 0.25 * 0.35}{0.25^2 + 0.35^2 - 2 * 0 * 0.25} \approx 0.6622 = 66.22\%$$

למעשה, בנקודות "סמיילי" משקיעים כ-66% בנכס C. אנו יודעים שההשकעות היעילות הן בהכרח הסמיילי או נקודות קרובות יותר ל- C מאשר שיעור השקעה גבוהה יותר ב- C ביחס לנקודות הסמיילי. בשפה פשוטה: כל שונאי הסיכון יבחרו להשקיע לפחות 66.22% בנכס C. זה גם אומר ששיעור (משכלה) ההשקעה בנכס D (הערך המשלים) יהיה מקסימום 33.78%, כל שונאי הסיכון יבחרו להשקיע 33.78% או פחות בנכס D.

א. ייתכן שלמה יבחר להשקיע 70% מכספיו בנכס D.

שגוי. המקסימום שישקיע בנכס D הוא 33.78%. מדוע? כי בסמיילי ההשקעה בנכס D היא בשיעור 33.78%, וכל שקל נוספת שנשקיע בנכס D יקרב אותנו מהסמיילי ל-D, ככלمر יכניס אותנו לצד התחרותן של העוקום שאיננו עיל. **יעילות מתיקיימת בתיק מינימום סיכון וכן בתיקים הנמצאים ימינה ולמעלה ממנו.**

ב. בהכרח שלמה יבחר להשקיע 100% מכספיו בנכס C, שכן סטיטית התקן שלו היא המינימלית. שגוי. ראשית מושם שבהינתן האפשרות לשלב, הסיכון ב- C איננו מזערני, ניתן להקטין את הסיכון מעבר על ידי שילוב הנכסים (והגעה לנקודות הסמיילי). שנית, מושם שנקודת C היא אمنה יעה (חלק מהעוקום העיל, שמתחיל מהסמיילי ונמשך ימינה ולמעלה) אבל היא איננה הנקודת היעילה היחידה. לכן **ייתכן שתבחר אבל לא בהכרח תבחר.**

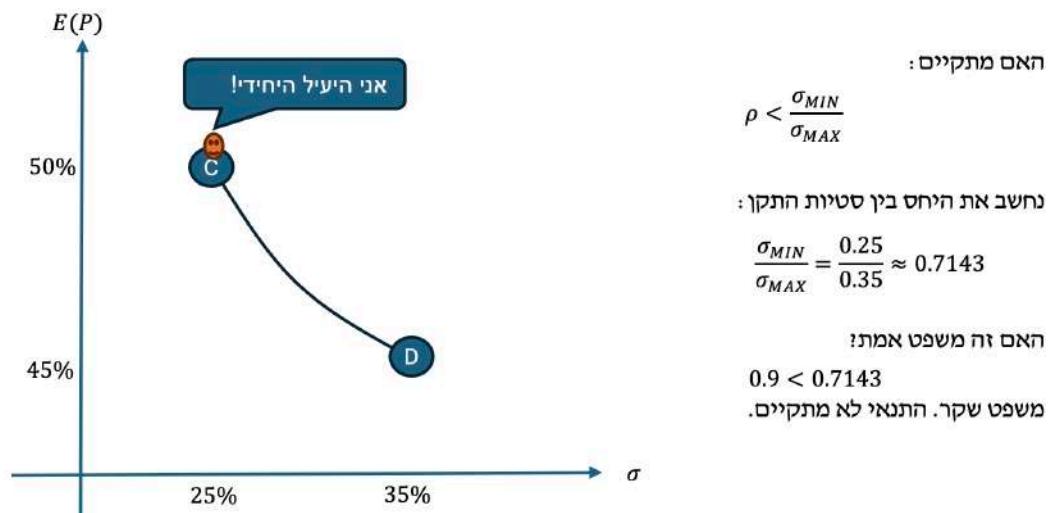
ג. שלמה יבחר בתיק מינימום סיכון, שכולל חלק מהנכסים שימושיים ב- C וחלק אחר ב- D. שגוי. כמשמעותם "שלמה יבחר" המשמעות = בהכרח יבחר. וזה כמובן לא נכון, כי למروת שתיק מינימום סיכון (סמיילי) הוא עיל, קיימות אפשרויות השקעה יעילות נוספות שאולי יבחר בהן (כל חלק העוקום מהסמיילי ימינה ולמעלה).

ד. **ייתכן שלמה יבחר להשקיע 20% מכספיו בנכס D.** נכון. ראיינו שההגדרה היא, במקרה זה, שכל שונאי הסיכון ישקיעו 33.78% או פחות בנכס D. משקל השקעה של 20% או פחות בנכס D אכן אפשרי, **ויתכן (לא בהכרח) שיבחר.**

שאלה נוספת - לבקשת הקהיל - אפשר לשלב ושאלים על יעילות
בשוק הון שבו נסחרים נכסים מסווגים בלבד, ניתן להשיקע באחת מבינן שתמי מניות: C ו- D ו/או לשלב ביניהן. ידוע שתוחלת התשואה של מניה C היא 50%, וסטיית התקן שלה 25%. כמו כן, תוחלת התשואה של מניה D היא 45%, וסטיית התקן שלה 35%. שלמה הוא משקיע שונא סיכון הפועל בשוק זה. וידוע שמקדם המתאים בין הנכסים הוא 0.9. סמנו את הטענה הנכונה:

- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 70% מכיספו בנכס D.
- בhcרכה שלמה יבחר להשיקע 100% מכיספו בנכס C, שכן סטיית התקן שלו היא המינימלית.
- שלמה יבחר בתיק מינימום סיכון, ש כולל חלק מהנכסים שימושיים ב- C וחלק אחר ב- D.
- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 20% מכיספו בנכס D.
- כל התשובות שגויות.

פתרון (התשובה הנכונה ב, להלן הנמקה מלאה):



- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 70% מכיספו בנכס D.
- ממש לא! השקעה של 100% ב- C היא היחידה הרלוונטית (היעילה) בנסיבות המקרה.
- בhcרכה שלמה יבחר להשיקע 100% מכיספו בנכס C, שכן סטיית התקן שלו היא המינימלית. נכון.
- שלמה יבחר בתיק מינימום סיכון, ש כולל חלק מהנכסים שימושיים ב- C וחלק אחר ב- D שגוי. במקרה זה, מינימום סיכון (לאור מבחן מקדם המתאים) מתקבל אגב השקעת 100% מכיספי המשקיע בנכס C בלבד.
- ייתכן שלמה יבחר להשיקע 20% מכיספו בנכס D. שגוי מאותה סיבה.

לבקשת הקהל - תוחלת תשואת תיק השקעות המורכב מ-3 נכסים מסוכנים:

$$E(P) = W_A * E(A) + W_B * E(B) + W_C * E(C)$$

סטיית תקן של תיק השקעות המורכב מ-3 נכסים מסוכנים:

$$\sigma_P = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + W_C^2 \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

שאלות קהל נספנות - מפגש 6 עדכני

מבחן 2

3. פירמה משלמת ריבית $R\%$ לחודש למקורות המימון שלה. מה שעור ההנחה המקסימלי אותו מוכנה הפירמה להעניק על מנת שהמימון של הכספי המתkeletal כתוצאה מהקדמתה הגבוהה יהיה זול יותר מהכספי שתגיים הפירמה מקורות המימון שלה?

א. $\frac{I}{I-R}\%$

ב. $\frac{I}{R}\%$
ג. $R\%$

ד. $\frac{R}{I-R}\%$

ה. אף תשובה מהן"ל אינה נכונה.

תשובה רשמית ורחיבת ההסביר:

3. תשובה נכונה: ה'
נניח כי הפירמה מכירה מוצר באשראי לחודש. מחירו של המוצר הוא 100 שקלים. נניח עוד כי הריבית היא 10% לחודש. ערכו הנוכחי של התשלום הוא $90.9 = \frac{100}{1.1}$. הפירמה תהיה מוכנה לקבל 90.9 ש"ח בזמן מקום לחת את האשראי. לכן שיעור ההנחה המקסימלי שהפירמה מוכנה לחת הוא 9.09% או באופן כללי $\frac{R}{I+R}\%$.

שאלה זו כוללת שני אתגרים: האתגר הראשון הוא בעובדה שמדובר בשאלת מבוססת פרמטרים ולא ערכיים כספיים. כתוצאה לכך, באופן טבעי, התהlik של הפתרון והפיתוח שלו מורכב יותר. האתגר השני - הוא אתגר ניסוחי. הרי.Di בירור שams היו שואלים למשל מהו הערך הנוכחי של התזרים המתkeletal, בהינתן תזרים נתון - או אפילו בהינתן נעלמים, יכולנו להתייחס אליו. כאשר דנים בהנחה הקשורה להקדמת גביה - בעצם דנים בשאלת: האם ההנחה (שפוגעת בשווי שהפירמה מקבלת) מובילה לכך שעדינו במנוחי ערך הנוכחי הסכום המתkeletal בניכוי הנחה גבוהה מ(או לפחות זהה) לערך הנוכחי של התזרים (ללא הנחה) המהוון. בשפה קצר יותר פשוטה, הביטוי הבסיסי ציל:

$$(תשלום עתידי) PV = (\textrm{זמן בניכוי הנחה}) PV$$

אחד מהטריקים להתמודד עם העולם הפרטורי בהינתן שכל הערכים הם אחוזיים, הם לבטא את הסכומים כ- 100 ואת הריבית כשיעור מסוים - למשל, 10%. הויל והנתונים דנים בריבית חודשית, ובתקופה של חודש :

$$PV = 100 * (1 + 10\%)^{-1}$$

או :

$$PV = \frac{100}{(1 + 10\%)}$$

בالمשך נקבל :

$$PV = \frac{100}{(1 + 10\%)} = 90.91$$

ועכשיו השאלה היא מעט יותר מוגדרת :
מהו שיעור ההנחה שモבייל אותו מ-100 ל-90.91?

$$\frac{90.91}{100} - 1 = -9.091\%$$

ניקח את כלל הביטויים האפשרויות התשובה, ונציב בהם את שיעור הריבית הנתונה, ונגלה עבור מי מהם מתקבל הערך של 9.091% :

א. $\frac{I}{I-R} \%$

ב. $\frac{I}{R} \%$
ג. $R\%$

ד. $\frac{R}{I-R} \%$

ביטוי א

$$\frac{1}{1 - 10\%} = 1.11 \text{ Wrong}$$

ביטוי ב :

$$\frac{1}{10\%} = 10 \text{ Wrong}$$

ביטוי ג :

$$10\% \text{ Wrong}$$

ביטוי ד :

$$\frac{10\%}{1 - 10\%} = 0.11 \text{ Wrong}$$

ולכן התשובה ה. ככלומר, יתרה על הנסota לפתח אלגברית ביטויים שאינני בטוח בהם ולהגיע לתוצאות שמיידת שקייוטן המתמטית לאפשרויות המונה מוטלת בספק, הימלצה : לבטא במספרים ולבזוק מה עונה לכלל.

שאלה 6

להלן נתוניים זרמי המזומנים של פרויקט מסוים:

שנה	0	1	2
זרם מזומנים	60-	120	-100

סמן את הקביעה הנכונה:

א. הפirma תשקיע בפרויקט זה רק אם מחיר ההון הוא 5%.

ב. לפרויקט זה אין שט"פ.

ג. לפרויקט זה יש שני שט"פים.

ד. הפרויקט אינו כדאי להשקעה עבורה כל מחיר הון.

ה. תשובה ב' ו- ד' נכונות.

פתרון :

בرمת אפיון הפרויקט, תזרימי המזומנים משנים את סימנים משלילי לחובי (פעם אחת) ומחובי לשילי (פעם שנייה).

כאשר תזרימי המזומנים בפרויקט הופכים את סימנים מספר פעמיים השונה מ-1, אז מדובר בפרויקט שמוגדר כלא קוונציאוני.

במקרים רבים זה אומר שלא ניתן לקבל החלטה באשר לכדיות הפרויקט לפי כלל השט"פ. כדי לאפיון את כדיות הפרויקט במצב כזה, מומלץ בחום לנסות לבנות את התצורה של עוקום הענ"ן ועל בסיסו להסיק מסקנות.

 הצורה של עוקום הענ"ן מושפעת מנקודות החיתוך של העוקום עם הציר האופקי והאפיון הכללי של עוקום הענ"ן - אני מוחשב שט"פ (לא שט"פ במובן של ערך כלכלי לקבלה החלטות, אלא שט"פ במובן מתמטי גרפי שיעזר להאייר את צורת עוקום הענ"ן). תוצאות: מיצאה מתמטית של ערכי השט"פ דורות בניהת משווהת ה- NPV , $NPV = 0$ הזנת מחיר ההון כנעלם, והשווה את המשווהה ל-0 כדלקמן:

$$NPV = -60 + 120 * (1 + IRR)^{-1} - 100 * (1 + IRR)^{-2} = 0$$

אחות הטכניות שאני אוהב כדי לפתור משווהה כזו היא לסמן:

$$X = (1 + IRR)^{-1}$$

ואז קיבל את המשווהה הבאה:

$$-60 + 120 * X - 100 * X^2 = 0$$

אני יכול לסדר את זה כך שהיא אחרת:

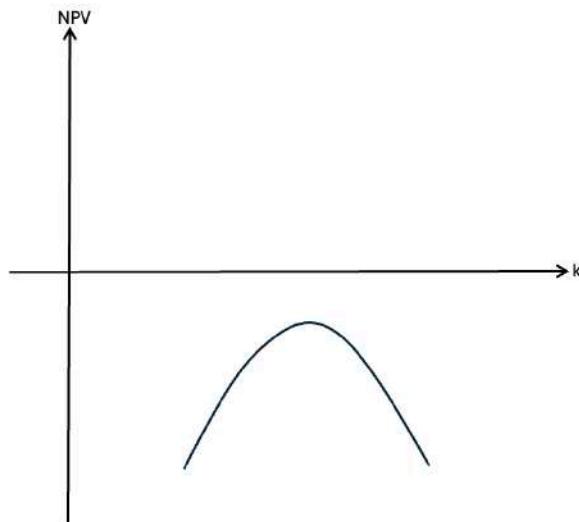
$$-100X^2 + 120X - 60 = 0$$

ואז להשתמש בנוסחת משווהה ריבועית כדי לנסות לפתור:

$$X_{1,2} = \frac{-b \pm \sqrt{b^2 - 4ac}}{2a} = \frac{-120 \pm \sqrt{120^2 - 4 * (-100) * (-60)}}{2 * (-100)} = \frac{-120 \pm \sqrt{-9,600}}{-200}$$

הואיל והביטוי מתחת לשורש שלילי, זה אומר שאין פתרון למשווהה ריבועית זו. אין שט"פ.

ואם כך, מדובר בעקבות עניין שאיננו חוצה את הציר האופקי כלל ברמה הגרפית. בנוסף בהינתן שזו משווהה ריבועית, חשוב (לצרכיהם כלליים) לדעת את הצורה הכללית שלה: בוכה או מחייכת? בהינתן המקדם השילילי של הערך בריבוע, הפרבולה בוכה (כמוני).



א. הפirma תשקיע בפרויקט זה רק אם מחיר ההון הוא %0.

ב. לפרויקט זה אין שת"פ.

ג. לפרויקט זה יש שני שת"פים.

ד. הפרויקט אינו כדאי השקעה עבורה כל מחיר הון.

ה. תשובות ב' ו- ד' נכונות.

המשמעות המסתכם בהתייחס להיגדים אלו יהיה:

א. שגוי - הפרויקט אינו כדאי אף מחיר הון.

ב. נכון - ראו הנמקה לעיל

ג. שגוי - כי בנכון. ראו חישוב לעיל.

ד. נכון - בהינתן צורת התרשים ומיקומו בתנאים אלו, העניין שלילי בכל מחיר הון.

ה. **התשובה המלאה ביותר.**

שאלה 4

4. לקחתם הלוואה בגובה של 10,000 ש"ח בריבית שנתית 10% לפחות 5 שנים. החזר הלוואה בתשלומים זהים של קרן וריבית המשולמים בסוף כל שנה. יתרת הקרן לאחר התשלום השני:

- א. 5,512 ש"ח.
- ב. 5,964 ש"ח.
- ג. 4,487 ש"ח.
- ד. 6,560 ש"ח.
- ה. 6,000 ש"ח.

פתרון :

השאלה עוסקת בחלוקת הנפרעת בתשלומים "זהים" = תשלום קבועים, השווים זה לזה (סדרה קבועה). הלוואה הנפרעת בשיטה זו - נקראת גם "הלוואה שפייצר" (אם טרם עשיתם זאת - בבקשתך דאגו לעבור על נספח ההפניות ללימוד עצמי שדן בנושא הלוואות).

ביסוד הלוואה שפייצר ההבנה שסכום הלוואה שאני נוטל היום הוא בהגדרה הערך הנוכחי (ערך שאני מקבל היום) של סדרת ההחזרים העתידיים. בעצם, זה אומר שמתקדים הביטוי הבא:

$$LOAN = PMT * PVFA(r, t)$$

כאשר :

הערך LOAN מייצג את סכום הלוואה.

הערך T PMT מייצג את התשלום התקופתי הקבוע בגין הלוואה.

הערך r מייצג את הריבית לפרק הזמן בין תשלוםים.

הערך t מייצג את מספר התשלומים הכלול בחלוקת.

כל שאלה על הלוואה הנפרעת בתשלומים קבועים (שפייצר, כאמור) מתחילה מניתוח בסיסי של ההחזר התקופתי הקבוע בחלוקת.

$$10,000 = PMT * PVFA(10\%, 5)$$

ולכן התשלום התקופתי הקבוע, כל שנה, הוא :

$$10,000 = PMT * 3.791 \rightarrow PMT \approx 2,638$$

הנדרש דורש את יתרת הקרן לאחר התשלום ה-2. **אנו טוענים שתורת הקרן היא בהגדרה הערך הנוכחי של התשלומים שנוטרו.**

$$BAL_n = PMT * PVFA(r, t - n)$$

כלומר :

$$BAL_n = 2,638 * PVFA(10\%, 5 - 2)$$

או בעצם :

$$BAL_n = 2,638 * PVFA(10\%, 3) = 2,638 * 2.487 = 6,560$$

התשובה ד.

מבחן 2

11. הניחו כי שוק ההון נמצא בשווי משקל לפי CAPM. נתונים שני תיק השקעות בעליים A ו- B. תיק B צפוי להניב תשואה (E(R_B)) כפולת מזו של תיק A (E(R_A)) אולם סטיית התקן של תיק B (σ_B) גבוהה פי שלוש מזו של תיק A (σ_A). על פי נתונים אלו שער ריבית נטול סיכון הוא:

- א. E(R_B)/2
- ב. E(R_A)/2
- ג. σ_A/3
- ד. σ_B/3

ה. לא ניתן לקבוע ללא נתונים על תוחלת תשואה תיק השוק.

פתרון :

שווי משקל לפי CAPM בהיעדר נתונים נוספים - אין משמעותם ; משמעו ש- SML בודאות מתקיים (ברירות מחדל).
ספציפית כאן, לצד נתונים שווי המשקל גם דагו לציין בפנוי שקיים שני תיקים השקעות **בעליים** המסומנים כ-A ו- B בהתאם.

$$E(B) = 2E(A)$$

$$\sigma_B = 3\sigma_A$$

נדרש :

$$R_F = ?$$

בהתנחתה תיקים בעליים, ב-CAPM, בהינתן גם ערכי תוחלת וגם ערכי סטיית התקן שהקשר ביניהם מבוטא בקו ה - CML, אנסה לעובד עמו.

$$CML: E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

אם שואלים ספציפית על RF, ואין צורך אמתי לחלק את יתר הפרמטרים מהנוסחה, נוח מאד ליציג את שיפוע קו ה CML כנעלם אחד.

$$(I) \quad E(A) = R_F + \alpha * \sigma_A \rightarrow \text{multiply by 3} \rightarrow 3E(A) = 3R_F + 3\alpha * \sigma_A$$

$$(II) \quad E(B) = R_F + \alpha * \sigma_B \rightarrow 2E(A) = R_F + \alpha * 3\sigma_A$$

נחסיר את המשוואה (II) ממשוואת (I) ונקבל :

$$3E(A) - 2E(A) = 3R_F + 3 * \alpha * \sigma_A - [R_F + \alpha * 3\sigma_A]$$

ובהמשך פיתוח קיבל בהתאם לתשובה ב :

$$E(A) = 2R_F \rightarrow R_F = \frac{E(A)}{2}$$

שאלה מתוך הרצפים באתר

יחידה 8

קטגוריות "בחן את עצמך"

שאלה 10

בחרו את הטענה הנכונה, בהינתן התפלגות תשואות שני נכסים פיננסיים, לפי המצב הכלכלי במשק -

מצב כלכלי	הסתברות	תשואת נכס 1	תשואת נכס 2
גאות	16%	0.25	4%
ריגיל	12%	0.50	6%
מיתון	8%	0.25	8%

שאלה 10

לא חסתיים

ניקוד השאלה:

5.00

3 סימן שאלה

יש לבחור תשובה אחת:

- א. נכס מספר 1 עדיף מנכס מספר 2 לפי קритריון תוחלת שנות.
- ב. נכס מספר 2 עדיף מנכס מספר 1 לפי קритריון תוחלת שנות.
- ג. אי-אפשר לקבל החלטה בין הנכסים, ללא ידיעת סוג המשקיע.
- ד. אפשר ליצור תיק שwonothו שווה ל-0, על-ידי שילוב של נכס 1 ונכס 2.
- ה. לא ניתן לדעת דבר לגבי אפשרות שילוב שני הנכסים, מאחר שאין נתונים לגבי המתאים ביניהם.

פתרונות :

האתגר המרכזי בשאלה זו טמון בהיגד ד. בהתאם להיגד, הר依 שלפחות עקרונית, ניתן לשלב בין הנכסים. על מנת לבחון את השפעות השילוב בין נכסים מסוימים, علينا לדעת מקדם המתאים בין תשואות הנכסים, כאשר מקדם מותאם זה איננו נתון בשאלה.

חישוב מקדם המתאים בעצמנו על בסיס נתוני התפלגות תשואות הוא אקט מעט אכזרי וארוך, אך ניתן לבצעו בהתאם לפירוט שסיפקתי בפתרונם למבון 6 שאלה 7 כאמור בפרק שיעור 6.

באופן כללי :

תחילה علينا לחשב את התוחלת של כל נכס :

$$E(1) = 0.25 * 0.16 + 0.5 * 0.12 + 0.25 * 0.08 = 0.12 = 12\%$$

$$E(2) = 0.25 * 0.04 + 0.5 * 0.06 + 0.25 * 0.08 = 0.06 = 6\%$$

סטיתת התקן של כל נכס :

$$\sigma_1 = \sqrt{0.25 * (0.16 - 0.12)^2 + 0.5 * (0.12 - 0.12)^2 + 0.25 * (0.08 - 0.12)^2} = 2.8284\%$$

$$\sigma_2 = \sqrt{0.25 * (0.04 - 0.06)^2 + 0.5 * (0.06 - 0.06)^2 + 0.25 * (0.08 - 0.06)^2} = 1.4142\%$$

נכס 1 מניב תוחלת גבוהה יותר מנכס 2, אך גם סיכון גבוה יותר. לכן לא ניתן לקבוע מי מבין הנכסים עדיף לפי תוחלת שונות.

בבקשר לשאלת - מהי משמעות השילוב, علينا לחשב את מקדם המתאים. מקדם המתאים מחושב כך על בסיס התפלגות תשואות הנכסים :

$$\rho_{1,2} = \frac{P_1 * [R_{1i} - E(1)] * [R_{2i} - E(2)] + P_2 * [R_{1i} - E(1)] * [R_{2i} - E(2)] + \dots}{\sigma_1 * \sigma_2}$$

במצביה :

$$\rho_{1,2} = \frac{0.25 * [0.16 - 0.12] * [0.04 - 0.06] + 0.5 * [0.12 - 0.12] * [0.06 - 0.06] + 0.25 * [0.08 - 0.12] * [0.08 - 0.06]}{0.028284 * 0.014142} = -1$$

כאשר מקדם המתאים בין נכסים מסווגים הוא 1-, בהגדרה ניתן לבנות משלוב כלשהו שליהם נכס חסר סיכון / נכס בעל סטיית תקן אפס.

התשובה הנכונה : ד.

מבחן 7

שאלה 4

נכס כלשהו צפוי לתת למשקיע הכנסה בגובה 100 ש"ח בעוד שנה. ידוע כי מחיר הנכס בעוד שנה (מיד לאחר קבלת ההכנסה) יהיה 600 ש"ח. בהנחה שהמשקיע דורש מהנכס תשואה בגובה 15% לשנה, מהו המחיר המרבי שהיה מוכן לשלם עבור הנכס היום?

- א. 700 ש"ח.
- ב. 535 ש"ח.
- ג. 609 ש"ח.
- ד. 522 ש"ח.
- ה. 622 ש"ח.

פתרון :

מנקודת ראותי היום, כשאני מביט על הערך שצפוי לנבוע מהנכס בעתיד, אני מבין שהוא מורכב מ-2 חלקים: בעוד שנה נקלט (אם נשלם היום) 100 ש"ח, בנוסף נחזיק בנכס שוויו (לתוכם אותה שנה) 600. סך הערך העתידי שניבעת לי כמשכיע בעוד שנה מהנכס הוא $700 = 100 + 600$. כל מה שצריך לעשות הוא להוון ערך זה שנה אחת לאחר מכן במחיר ההון הנוכחי - וקיים שווי להיום :

$$PV = 700 * (1 + 15\%)^{-1} \approx 609$$

מעתה אדע: אם מבקשים שווי נכס, ונותנים גם תזרימי המזומנים העתידיים, וגם את שוויו לאחר תזרימיים עתידיים אלו, אתייחס לתזרימי המזומנים וגם לשווי העתידי בתור העריכים שצורך להוון (לחשב PV בಗינם) כדי לדעת מה השווי היום / מה המחיר המרבי שמוכנים לשלם بعد הנכס היום.

בחן את עצמך - יח' 8

אם ידוע כי תוחלת תשואת תיק השוק היא 20% וריבית חסרת סיכון היא 4%, מה יהיה הרכיב התקין שתוחלת תשואתו היא 36%?

יש לבחור תשובה אחת:

- א. חסרים נתונים סיכון בשוק.
- ב. חסירה ה- β של התקין.
- ג. 200% בתיק השוק ו-100% הלואאה בשער ריבית חסר סיכון.
- ד. מדובר בתיק המורכב ארכורט ורכך מהשקעה בתיק השוק.
- ה. לא ניתן להגיע לתיק כזה.

[הגשת תשובה](#)

שאלה 7

לא חסתיים

תיקוד השאלה:

5.00

3 סימן שאלה

השאלה כוללת מידע בדבר תיק השוק וריבית חסרת סיכון. אוטומטית אני במודול ה- CAPM. במודול זה, אלא אם יש מגבלות מיוחדות - המשקיע צפוי לבחור בתיקים ייעילים, אלו המקיימים את הנוסחאות המוגנות לעולם ייעיל. אחת מבן הנוסחאות הקשורות במידעה רבתה לשיעור (משקל) ההשקעה בתיק השוק ובנכש חסר סיכון בהתאם בתיק ייעיל היא:

$$E(P) = W_F * R_F + (1 - W_F) * E(M)$$

אם נציב את ערכי השאלה הרלוונטית:

$$0.36 = W_F * 0.04 + (1 - W_F) * 0.2$$

$$0.36 = W_F * 0.04 + 0.2 - 0.2W_F$$

$$0.36 - 0.2 = -0.16W_F \rightarrow W_F = -1$$

כאשר משקל ההשקעה ב- WF שלילי, המשמעות היא שהמשקיע נוטל הלוואה. הלוואה מבוטאת ביחס להון העצמי של המשקיע; ככלומר אם $WF = -1$ המשמעות היא $WF = -100\%$ ככלומר המשקיע נוטל הלוואה בשיעור 100% מהוינו העצמי הראשוני, ומשקיע את כל 200% הכספיים (כספי המקורי פלוס כספי הלוואה) בתיק השוק.

כך שבסך הכל התשובה ג' :

הלוואה בשיעור 100%, והשקעת מלאה הכספיים - 200% בתיק השוק.

שאלת שני בובו - ריבית נקובה והמטרה

שואלת בובו: אם אני צריכה לעשות התאמה של נניח ריבית נקובה של 24% שנתית לחודשית על מנת לחשב PVFA או FVFA, אז ברגע שעשיתי לה חלק 12 וקיבלתי את ה-2 אני מציבה אותה בנוסחאות הרלוונטיות בלי חשש נכוו?

התיחסות:

ככל - את צודקת. אם הריבית היא נקובה, התהליך הבסיסי שנרצה לבצע הוא להמיר אותה לנקובה לתקופת חישוב אחת, על ידי חלוקה.

הרי באופן כללי, כאשר רצינו להמיר ריבית נקובה לאפקטיבית (ריבית דרייבית):

$$r_e = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1$$

אם למשל מספרים לי על צורך בדיאן בהלוואת שפיצר (הנפרעת בחזרים קבועים), כאשר תזרות החזר היא חודשית והריבית הנקובה היא 24%, לאורה - אני צריכה להמיר אותה לאפקטיבית:

$$r_e = \left(1 + \frac{24\%}{n}\right)^m - 1$$

איך אשלים נוסחה זו ומה הקשר לשאלת שלי?

ראשית, אם עסקה נפרעת בתשלומים חודשיים הרי גם אם לא אמרו - המשמעות היא שהריבית מחושבת כל חודש.

$$r_e = \left(1 + \frac{24\%}{12}\right)^m - 1$$

אבל מה מעריך החזקה? ובכן, הוайл ואנחנו עובדים עם סדרה שהיא חודשית, למעשה אנחנו רוצים ריבית לחודש אחד. לכן מעריך החזקה 1.

$$r_e = \left(1 + \frac{24\%}{12}\right)^1 - 1 = \frac{24\%}{12} = 2\%$$

לכן את צודקת, אבל הגישה המפורטת הזו ל תשובה נועדה לעזור לנו להבין שהחלוקת ב-12 אינה סוג של "נוסחה חדשה". היא למעשה התוצאה של מקרה פרטי שבו הריבית מחושבת כל חודש, ואני זוקים לריבית לחודש אחד בלבד.

שאלה 6

שת"פ של פרויקט מסווג השקעה, המניב תזרים מזומנים שנתי קבוע, הוא 20%. אורך חיiproject הוא 8 שנים. מכאן שמדד הרווחיות של הפרויקט במחיר הון של 15% הוא: (התשובות מופיעות ברמת דיקט של 2 ספרות אחרי הקודעה)

- א. 1.33
- ב. 1.04
- ג. 1.17
- ד. 0.86
- ה. אי-אפשר לחשב עקב מחסור נתונים.

פתרונות :

אמנם הערכים אינם נתונים, אבל תזרימי המזומנים של הפרויקט קבועים. חלק מהתהליך של חישוב מדד הרווחיות מעסב במקרים ובים את חישוב ה- NPV, בהתאם, להלן ניסיון לחשב את העניין בהתאם. בחישוב העניין, תמיד מתבססים על מחיר ההון של החברה בפועל - המטרה היא לחשב את שווי הפרויקט מנקודת ראות החברה הספציפית ובשים לב עלות גiros ההון (מחיר ההון) בחברה הספציפית כאמור. מחיר ההון כ- 15%, וכך נקבל :

$$NPV = -X + CF * PVFA(15\%, 8)$$

ניצב אני בפני שוקת שבורה, נעלמי רבים מדי.

לעומת השימוש במחיר הון לחישוב העניין, שלא סיפק אותנו, יש גם נתון בדבר השת"פ. על פי ההגדרה, בשונה מהעניין שהוא מחיר ההון של החברה הספציפית, השת"פ הוא אותו מחיר הון (טיאורטי) שMOVIL לאיפוס משווה את העניין.

$$0 = -X + CF * PVFA(20\%, 8) \rightarrow 0 = -X + CF * 3.837 \rightarrow X = 3.837CF$$

נחזיר לנוסחתה - NPV ונציב ערך זה של X :

$$NPV = -X + CF * PVFA(15\%, 8)$$

$$NPV = -X + CF * 4.4873$$

$$but X = 3.837CF$$

therefore:

$$NPV = -3.837CF + CF * 4.4873$$

$$NPV = -3.837CF + 4.4873CF$$

אחת ההגדרות שהענ��נו במחברת הקורס למדד הרווחיות היא :

$$PI = \frac{PV_{\text{טקבולים}}}{|PV_{\text{תשלומיים}}} = \frac{4.4873CF}{3.837CF} \approx 1.17$$

תגבור למלואים מס' 3 (פגש 1 בקבוצת תגבור שנייה) - 3.3.2024

בutor התחלתה, בהיבט מנהליות, חומרו למידה ואופן ההכנה, היישורת האחורה מוביילה לגיבוש המלצות בסיסיות להכנה לבחינה :

- א. מחברת הקורס / סיכון הקורס של המנחים שלהם.
- ב. מטלות - ובמיוחד מטלה 11 [גם מטלה 12 חשוב, אבל 11 קצר יותר "מקיפה" מבחינת סוג נושאים ביחס 5 שבחן היא נוגעת].
- ג. רצפים באתר - בכל השאלות שם, אבל בעיקר בהדגש שאלהן "בחן את עצמך" לסיום היחידה. לפחות חלק מבין הנוכחים בבחינה טוענים שלעתים מבנה השאלות ואופן הניסוח דומה לשאלונים אלו.
- ד. לאחר שלבים אלו, ותוך כדי שאני מגבש לעצמי "תהליכי עבודה" (ונוסחאות) ; "סיכון" ; "טעויות נפוצות". כך אני מיציר דף / דפי נוסחאות שמתואימים אישית עברוי.
- ה. מבחנים לדוגמא - חשוב להציג! גם לימוד פרפקט של כל המבחנים ממש לא מבטיח הכנה ראוייה לבחינה! המבחנים הם כעין טיעמה / תרגול נוספת בהתבסס על התכנים השונים, אך הם אינם מתוימרים לספק את כל הזויות / הניסוחים לבחינה בפועל.
- ו. חשוב מאד להשוויל - כאשר פותרים שאלה, לא להסתפק רק בהגעה לפתרון הנכון - אלא להיות מסוגל לשאול את עצמו בתהילך: **למה השתמשתי בכלי זהה? מה יכול לשנות לי? להבין לעומק כל שאלה שפותרים כי בסופה של יום - יש לצפות לוריאציות ולא "לשינויים מספרים".**

סוג של סקירה בסיסית של נושאי הקורס – מיני סדר לבחינה:

דיסקליימר: אין דבר זהה. כמובן, בرمתי כסטודנט, ההסתעפויות של הנושאים השונים לסוגיות משנה, ניסוחים ומרקבי קצה, מובילים לכך שכל ניסוח להכללה ובתי של נושאים ובהתאם טכניות פתרון (לפחות לפי הניסוח שלוי) נדוע לכשلون.

בכל זאת, כדי ליאזר איזשהו פרימיניג כללי למטרות הקורס, שאולי יסייע לאחדים מכם, להלן "כיוון" עקרוני לנושאים עיקריים וסוגי הסתעפויות מובהקות:

יחידה	הסתעפויות (לא ממצה)
1	יחידה זו היא ללימוד עצמי טהור על פי חומר הקורס / רצפים. משיקולי זמן, לא נגענו בה במסגרת מפגשי ההנחיה. יחד עם זאת, שאלת בנושא ייחידה זו בהחלט אפשרית, בעיקר בהקשר למטרת הפירמה (השאלה ערך החברה לבעלי מנויות, והבדל בין ערך לרווח) ובהקשר לתפקיד המנהל הפיננסי.
5	<p>ברובד הבסיסי:</p> <p><u>חישובי ערך עתידי</u> - של סכום יחיד, של סדרה (מע"ס - FVFA, לוח א-2 בנספח א לפרק ד), לרבות מסטר סדרות, התאמות זמן ותקופה, התאמות ריבית (כפי הריבית חייבות בהתאם בחישובים סדרתיים לפרק הזמן בין תשלומים).</p> <p><u>חישובי ערך נוכחי</u> (שנקראים גם חישובי שווי / חישובי מחיר - מע"ס - PVFA - לוח א-4 בנספח א לפרק ד) - כנ"ל (של סכום יחיד, של סדרה וכו').</p> <p><u>חישובי ריבית</u> - על בסיס מגוון נושאות - המרת ריבית נקובה לאפקטיבית, התייחסות לריבית מראש, שילוב של ריבית דרייבית וריבית מראש, וגם חילוץ ריבית מנתוני סדרות (לוויית כך וכך... אתה מוחזיר כל חודש כך וכך... מהי הריבית המגולמת בעסקה).</p> <p>ברובד המורכב יותר - יישומים:</p> <p><u>בחירה בין חלופות</u> (על ידי חישוב הערך הנוכחי של כל חלופה - ובחירה במשתלמת יותר, למשל: זכיית בלווטו ואוכל לקבל את כספי הזכיה כך או כך; אני שוקל לרכוש מוצר בתשלומים או במזומנים, האפשריות הן כך או כך...).</p> <p><u>הפקדות ומשיכות</u> (אני אוהב לקרוא לזה "אייזון אקטוארי) - שבדרכן כלל אנו פותרים על ידי חישוב FV של הפקדות והשואותו ל - PV של המשיכות (במקרים רבים – כדי לחלץ את ההפקדה הנדרשת / המשיכה האפשרית).</p> <p><u>חילוצי ערכבים</u> : ידוע הערך הנוכחי, יש לחלץ ריבית, או את סכום התשלומים וכן הלאה; ידוע הערך העתידי - יש לחלץ מספר תשלומים או את הריבית (רק כדוגמאות); ידוע סכום החסכו בעתיד, יש לחלץ את סכום ההפקדה וכיו"ב.</p> <p><u>הלוואות</u> - במיוחד (אבל לא רק!) <u>הלוואות שפייצר</u> (החוירים קבועים) והלוואות הנפרעות בהחוירים קרו שווים (לוח סילוקיו רגיל). כולל חישוב יתרות, כולל ידיעת הסכום ע"ח הקמן / הסכום על חשבונו ריבית (לרובות נושאות קיצור לערכים אלו); שינויים בלוח - ההלוואה שהיא בתנאים מסוימים, ובשלב מסוים יש שינוי בפרמטרי ההלוואה (סוג הלואה, תקופת החזרה, ריבית וכו'), ואו אז - צריך לחשב את יתרת ההלוואה ערביתני ולפירוש אותה כ"הלוואה חדשה" לפי התנאים החדשניים.</p> <p>ברובד הבסיסי:</p> <p>חישוב NPV - עניין, חישוב IRR - שת"פ, חישוב PI - ממד רוחניות, חישוב החזר הון שנתי. כדאיות לפי כל קритריון.</p>

<p>היכרות עם סוגים פרויקטיים – "בודדים" (לפני ההתייחסות לפרויקטים המוצאים זה את זה וכיו'):</p> <p>קונבנציונליים של השקעות קונבנציונליים של נטילת הלוואות (צורת גרפ הרכבה, קרייטריון IRR הפוך). לא קונבנציונליים ומשמעותם (האם יש IRR, כמה ערכי ה-IRR, האם ניתן לשפט לפיננס). לדעת אילו קרייטריונים רלוונטיים / לא רלוונטיים ובאיזה מצב.</p> <p>ברובד המורכב יותר של דיוון בפרויקטים, צרך (בין היתר):</p> <p>הצגה גרפית של פרויקטים – למרות שהבחינה אמריקאית, וכל נימוק הגיוני לגבי המענה יתקבל (לרובות אם איןנו גרפי) חלק מהדינונים העקרוניים (בשאלות שאין מספריות, שאלות על טענות או לוגיקה כללית של הקרייטריונים) – קשה להראות לנו ידע בלי איוור גרפי (של עקום / עוקמי NPV).</p> <p>בחירה ודרוג בין פרויקטים במצבים שונים:</p> <p>בלתי תלויים (אפשר לעשות מה שנחփוץ, ללא מגבלות – המקרה הקל – של יישום הקרייטריונים). 모וצאים זה את זה (הויל אומר – ניתן לבצע אחד לכל היותר, אז השאלה – איזה קרייטריון ניתן ליחס – בדרך כלל ה-NPV הוא המלך לדירוג פרויקטים במצב כזה, אבל חשוב לשים לב על מה בדיק שואלים ואיך פועלם). מגבלת תקציב (הויל אומר – ניתן לבצע מספר פרויקטים, כל עוד תקציב ההשקעה בזמן אפס לא חורג מסכום נתון מוגדר, במצבים כאלו – השאייפה היא למקסם את ה-NPV הכלול שניתן להגעה אליו, פחות נפוץ אבל אפשרי). לשים לב לקרייטריונים שניים ליחס כדי לקבל החלטות בכל אחד מהמקרים, וקשרים בין הקרייטריונים. למשל: קרייטריון העניין תמיד מוביל להחלטה נכונה כלכלית; קרייטריון השטייף עלול להוביל להחלטות שגויות ולסתירה (למשל כשהוגדר השיקעה שונה, או כשהפרויקטים מוצאים זה את זה).</p>	8
<p>בסיסי:</p> <p>חישוב תוחלת תשואה וסטטיסטיקת תקן – <u>נכסים בודדים</u> בחירה בין נכסים מסווגים בודדים לפי <u>תוחלת-שונות</u>, ככלומר בהתיחס גם לתוחלת וגם לסטטיסטיקת התקן שלהם (הדיון לפי קרייטריון זה, להזכירנו – הוא עבר <u>שוני</u> (=דוח) <u>סיכון</u>, יש לדאוג להבין לעומק את ההגדלה, ובפרט – להזהר מהטעון שהויל שאותם שווינה סיכון תמיד ירצה למזער סיכון).</p> <p>יתכן גם דיוון (בהתאם לא גובה) <u>בסוגי משקיעים</u> אחרים ובחירה על בסיס תוחלת וסטטיסטיקת התקן – אהובי סיכון, אדישים לסיכון.</p> <p><u>המשמעות של שילוב בין נכסים מסווגים בלבד</u> – גישת תיקי השקעות (נוסחאות סטטיסטיות) – "מרקובייז"':</p> <ul style="list-style-type: none"> - תוחלת תשואת תיק המורכב משני נכסים מסווגים (לפי משקליהם השקעה בכל נכס). - סטטיסטיקת התקן של תיק המורכב משני נכסים מסווגים (לפי משקליהם ומוקדם מתאפס/השונות המשותפת). - <u>תיק מינימום סיכון</u> – נוסחה שיעזרת לגלוות את משקל ההשקעה בכל נכס בתיק שמורכב משני נכסים מסווגים, באופן שיביל לסיכון מינימלי. - <u>חשיבות לזכור</u> – ברמת הצגה הגרפית – בחירת שוני סיכון תהיה על החלק היעיל בעקבות התיקים האפשרי. עליינו לדעת כיצד מוקדם המתאים משפיע על צורת העקום, ולדעת שהחלק היעיל הוא החל מנקודת מינימום סיכון "ימינה ולמעלה". 	

מודל ה - CAPM - עליי לדעת זההות מתי הדין במודל על הסתעפויותיו רלוונטי – זה קורה כשדנו במודל ספציפית, או כאשרנו מזזהה תנאים הרלוונטיים רק למודל כגון נכס חסר סיכון, תיק השוק, אג"ח ממשלתית (נכס חסר סיכון במילאים אחרים) ו/או ביתא.

עליי להזכיר זמן משמעותי להבנה בין תикиים עילים ולא עילים.

- **תיקים עילים** (לא בירית מחדל!) אם אמרו شيء, חלק גדול מהשאלות דורשות יישום / חילוץ ערכאים סטטיסטיים על בסיס חילוץ מהמאפיינים המתמטיים של התיקים העילים הללו באמצעות הנושאות [הלו](#) (אם הLINK לא עובד – ראו בבקשת מפת נסחאות בתחילת מערך השיעור שעוסק בנושא).

- אם לא ניתן להניח שהתיקים עילים, כבירת מחדל, ניתן להניח שיווי משקל. מה זאת אומרת? שוכן להיעזר במשוואות הקשורות לעולם ה-SML. שימוש לבשתיקים עילים בעצם נהנים מכל העולמות – ניתן להשתמש במשוואותיהם הייעודיות וכן במידת הצורך לישם את SML גם לגביים (תלו במקום הנעלם).

שאלות מורכבות יותר ב-CAPM במרקטים וביט תתקדנה ב-SML:

מודל ה - CAPM כשהדין הוא לא רק בנסיבות עילים / תикиים עילים - עולם ה - SML :

- משוואת ה - SML וחסיבות הביטה כמדד סיכון (במקומות חשיבות סטטistica התקן כמדד סיכון).

- **רכיבי הסיכון : סיכון שיטתי** (אינו ניתן לפיזור) סיכון לא שיטתי (ניתן לפיזור).

- הבדלים עקרוניים בין תикиים עילים ולא עילים : גם מבחינת מה התקין כולל (תיקים עילים כוללים רק שילוב כלשהו בין תיק השוק לנכס חסר סיכון, תикиים לא עילים יכולים לכלול כל דבר), גם מבחינת המאפיינים המתמטיים וסוגי המשוואות והקשרים המתקיים בכל מקרה, ובעיקר בהיבט רכיבי הסיכון – בתיק עיל, רכיב הסיכון הלא שיטתי (הסיכון ניתן לפיזור) אפס.

- **חילוצים מגוונים** מכך כל סוג [המשוואות הרלוונטיות](#).

- חישוב מוקדם מתאם / שונות משותפת עם השוק (שאלת אורךה מואד) – ברוב המקרים, מוקדם המתאים בין נכסים מסוימים (המודל הבסיסי, לפני CAPM) וגם מוקדם המתאים בין מניה / נכס לתיק השוק נתנו או ניתן לחייב ממשואה בסיסית כלשהי. אם רוצים לחשב ישרות, מדובר בתהיליך ארוך יותר, פחות נפוץ (אך עדין אפשרי) שדורש תהליך סטטיסטי מעיף יחסית.

וכעת, עד שתחליטו אחרת, אנו נצמד לחוות הדעת של חלק מההנחים והנבחנות, ונפתחו שאלות נבחרות מ"בחן את עצמן" ברכפי האתר :

מתוך "בחן את עצמך" ביחידה 5:

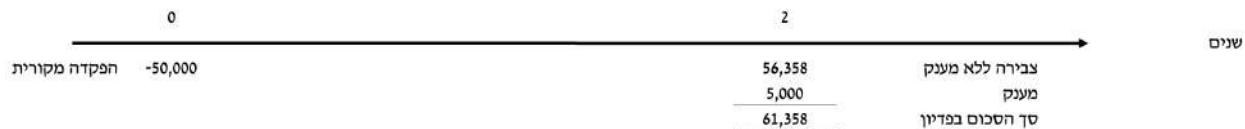
שאלה 5

בנק "הידיד" מצוי למפקדים 50,000 ש"ח מענק בשיעור 10% מסכום ההפקדה המזוכה מידית בחשבן הפיקדון. בנוסף מציע הבנק ריבית של 0.5% לחודש על סכום ההפקדה המקורי בלבד, דהיינו המענק אינו צובר ריבית. תכנית החיסכון סגורה לשנתיים.

מהי הריבית השנתית האפקטיבית שהבנק מעניק?

יש לבחור תשובה אחת:

- א. 16.2%
- ב. 6.2%
- ג. 10.8%
- ד. 22%
- ה. 11.9%



הסברים נוספים :

הפקדה המקורית היא 50,000 כנותן. לכאורה נשאלת השאלה - אם מתකבל מענק מיידי, האין הדבר מקטין את הערך המוחלט של ההפקדה בזמן אפס (בסיימון חיובי)? בכלל, התשובה לכך הייתה "כן" אם היה ניתן שהמענק מתකבל ישירות לעו"ש / בזמן. אבל כאן - אלו לא פני הדברים. המענק מזוכה בחשבן הפיקדון עצמו, ובהתאם, יתקבל רק במועד הפיקדון עצמו - בעוד שנים, וזאת בשיעור של 10% מסכום ההפקדה המקורי של 50,000 ולמן הסכום הנ"ל $5,000 = 50,000 * 10\%$.

פרט לכך וכנותן, קיבל המשקיע את הסכום המקורי ללא המענק - 50,000, בתוספת צבירת ריבית חודשית נתונה של 0.5%, אשר תצטבר במשך שנים. בהינתן שבמהלכן של שנים אלו ישנים 24 חודשים, סך הצבירה בגין ההפקדה לתום שנים :

$$50,000 * (1 + 0.5\%)^{24} \approx 56,358$$

סך התקובל כולל מענק שזוכה לחשבן הפיקדון, וכ כולל הפיקדון עם צבירת ריבית בגיןו, מוביל לסכום בפדיון שהוא בסך הכל :

$$56,358 + 5,000 = 61,358$$

ואם כך : המשקיע מפקיד 50,000 ומקבל בעוד שנים 61,358.

הרכיבת האפקטיבית לשנתיים, לכל תקופת העסקה, המגולמת בכך ניתנת לחילוץ לפי היחס בין הערכיהם :

$$r_{ef}(2 \text{ years}) = \frac{61,358}{50,000} - 1 = 22.716\%$$

הוائل ונדרשה ריבית אפקטיבית לשנה אחת, אפשר לתקן את הריבית זו באמצעות חזקה מתאימה (זו לא ריבית נקובה, היא אפקטיבית) :

$$r_{ef}(\text{annual, 1 year}) = [1 + r_{ef}(\text{2 years})]^{\frac{1}{2}} - 1$$

ובהצבה :

$$r_{ef}(\text{annual, 1 year}) = [1 + 22.716\%]^{\frac{1}{2}} - 1 \approx 10.8\%$$

שאלה 11 - בוחן את עצמן - יח' 8

בשוק נסחרות שתי מניות ונכס חסר סיכון. תשואת נכס חסר סיכון 3%. מקדם המתאים בין שתי המניות (א ו-ב) הוא 0.2.

מניה א - בעלת תוחלת תשואה של 10% וסטיית תקן של 4%.

מניה ב - בעלת תוחלת תשואה של 18% וסטיית תקן של 6%.

משקיע בונה תיק המשלב 20% ממניה א, 70% ממניה ב ו-10% השקעה בנכס חסר סיכון. **התיק שנתקבל הינו בעל סטיית תקן של** - (התשובות מופיעות ברמת דיק של ספרה אחת לאחר הנקודה)

יש לבחור תשובה אחת:

- א. 4.1%
- ב. 4.6%
- ג. 4.4%
- ד. 4.3%
- ה.

לא ניתן לחשב, שכן חסר נתונים לגבי סטיית התקן של הנכס חסר הסיכון והמתאים בינו לבין נכסים א ו-ב.

פתרונות :

כאשר שאלת דורשת ממני להתייחס לשילוב ספציפי של נכסים מסוימים - גם אם משורבב גם נכס חסר סיכון למשחק - אני לא נמצא במודל ה - CAPM אלא במודל שיקול נכסים מסוימים. בדרך כלל, מודל ה - CAPM עוסק בתיקים לא ייעילים, או בתיקים ייעילים המהווים שילוב של תיק השוק ונכס חסר סיכון בלבד. כמובן, בסך הכל, זו שאלה טכנית יחסית - לשלב בין נכסים ולהגיע לסטיית התקן של התקיק המשולב. מה שלכארה מטריד אותי - זו העובדת שמדובר בשילוב 3 נכסים, בעוד שרוב הזמן עסקנו בשילוב 2 נכסים מסוימים בלבד.

סטיית התקן של תיק השקעות המורכב מ-2 נכסים בלבד :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2W_A * W_B * \sigma_A * \sigma_B * \rho_{A,B}}$$

כשיש שלושה נכסים מסוכנים :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + W_C^2 * \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

הוائل וכאן נכס אחד מהשלושה הוא חסר סיכון והואיל וסתיתת התקן של נכס חסר סיכון הינו 0 בהגדרה, מתקיים :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + W_C^2 * \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{A,C} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{B,C}}$$

או בעצם :

$$\sigma(P) = \sqrt{W_A^2 * \sigma_A^2 + W_B^2 * \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B}}$$

כלומר בהצבה נקבל :

$$\sigma(P) = \sqrt{0.2^2 * 0.04^2 + 0.7^2 * 0.06^2 + 2 * 0.2 * 0.7 * 0.04 * 0.06 * 0.2} \approx 4.4299\%$$

בקירוב, התשובה ג.

חידה 8 - בוחן את עצמן - שאלה 13

$$E(r_M) = 10\%, \sigma(r_M) = 10\%, r_f = 6\%$$

בנהננה שהמשקיעים בוחרים להשקיע את כספם בתיק **יעיל** המורכב ממשקיעה בתיק השוק ובנכסים נטול סיכון. **משקיע א** בוחר בתיק **יעיל** עם תוחלת תשואה של 7% ואילו **משקיע ב** בוחר תיק **יעיל** עם סטיית התקן תשואה של 7%.

סמןו את הקביעה הנכונה -

יש לבחור תשובה אחת:

- א. משלם א שונא סיכון יותר מאשר ממשקיע ב.
- ב. משלם ב שונא סיכון יותר מאשר ממשקיע א.
- ג. לא ניתן לדעת מנתוני השאלה מי מהמשקיעים יותר שונא סיכון.
- ד. שני המ muschiים שונאי סיכון במידה זהה.
- ה. שני המ muschiים אוהבים סיכון במידה זהה.

פתרון :

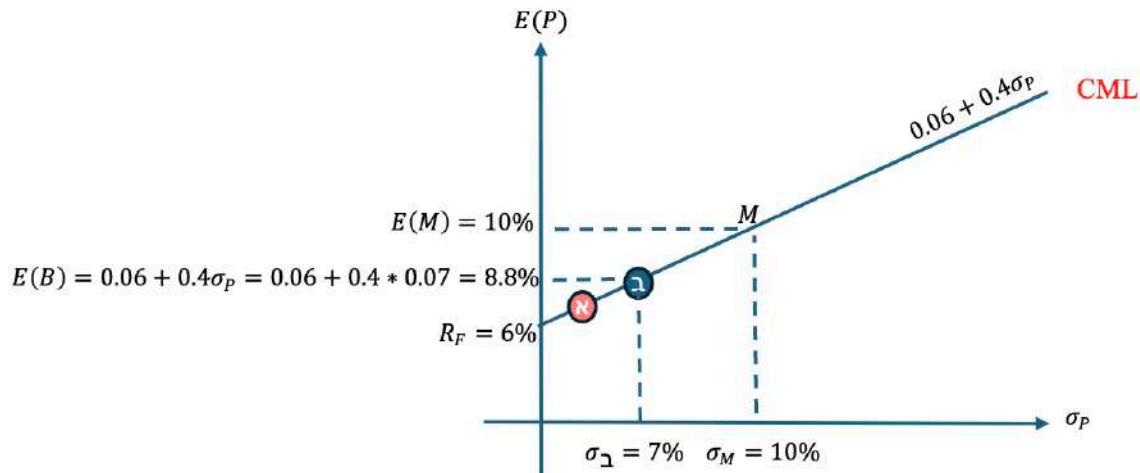
שילוב של תיק השוק ונכס חסר סיכון **לייצירת תיק ייעיל - מודל ה - CAPM**.
הנוסחה הקלאליסטית ביותר לתיקים **יעילים ב- CAPM** היא קו ה - **CML** שמציג את הקשר בין סטיית התקן לבין תוחלת התשואה של התקן היעיל.

$$E(P) = R_F + \frac{E(M) - R_F}{\sigma_M} * \sigma_P$$

ב换כבות הנתונים הכלליים בשאלה, הנוסחה תהיה:

$$E(P) = 0.06 + \frac{0.1 - 0.06}{0.1} * \sigma_P \rightarrow E(P) = 0.06 + 0.4\sigma_P$$

מעבר כעט לאIOR רלוונטי ונסביר את תוצאותיו:



הסביר :

ראשית אירנו את קו ה - CML ורשמו את נוסחתו.
 הוכיחו את סטיית התקן של נכס במשוואת ה - CML ומצאו שתוחלת תשואתו 8.8% .
 בהגדרה, נכס א שתוחלו נמוכה מכך - 7% בלבד - נמצא משמאל ולמטה ביחס לנכס ב, כלומר משקף סיכון נמוך יותר.
 העובדה משקיע א בחר בתיק בעל סיכון נמוך יותר, למורות ה"מחיר" בדמויות תוחלת תשואה נמוכה יותר - מעידה עליו כזו שהוא "יותר שונא סיכון" מהמשקיע ב.
 שימו לב: שניהם שונים סיכון, כל המודל מניה שנאת סיכון, אך משקיעים הבוחרים להמצא שמאלה ולמטה יותר, הם בעלי דרגת שנאת סיכון גבוהה יותר בהגדרה.
 התשובה א.

שאלת קהל - ריביות והמרתן

בהמרת ריבית, או חישוב ריבית - כיצד מובצת התאמה של התקופה / הזמן של הריבית האפקטיבית, לפי איזו נוסחה, איך מזחים זאת, וنمנים מבלבול?

משמעות:

הדיון בשאלות הקורס עוסק תמיד בRibbit "אפקטיבית". Ribbit אפקטיבית היא למעשה הריבית ה"כוללת" שמשקפת את כל ההשפעות של עלויות המימון על העסקה (כולל Ribbit דרייבית, עלות, Ribbit מושך וכן הלאה). בדרך כלל, נתקל בחישובי Ribbit והמרתנה ב-3 הקשיים:

א. מקבלים שאלת שכוללת נתונים של סדרה / סדרות של תזרימי מזומנים, וצריך להתאים את הריבית האפקטיבית כדי "לעבד" ולהשאיב את הנדרש באשר לסדרה.

המחשה:

מהו הערך הנוכחי של סדרת תקבולים הכוללת 100 ש"ח שישולם בתום כל חודש במשך שנה, ו-200 ש"ח בתום כל חודש עוקב במשך שנתיים, אם ידוע שהריבית השנתית היא 12.6825%?

פתרון:

במקרים כלליים, כאשר נתונה הריבית להיוון, כבירות מחדל היא Ribbit "אפקטיבית" ובעצם הפעולה הנדרשת היא למתאים אותה / להמיר אותה מתקופה אחת לאחרת - למשל, כאן: המושך והתזרומים הם כל חודש, והריבית היא שנתית - הנדרשת המרה של הריבית משנה לחודש. את ההמרה מבצעים באמצעות "מערך חזקה" רלוונטי:

$$r_e = (1 + r)^n - 1 = (1 + 12.6825\%)^{\frac{1}{12}} - 1 = 1\%$$

למעשה: התבססנו על 1 ועוד Ribbit אפקטיבית שנתית נתונה, ומערך חזקה הוא למעשה היחס בין התקופה הנדרשת (חודש, כי זה פרק הזמן בין תזרימי בסדרות שלגביהם נדרש החישוב) לבין התקופה הנתונה (שנה).

הפתרון עצמו, של השאלה, יהיה:

$$PV = 100 * PVFA(1\%, 24) + 200 * (1 + 1\%)^{-12}$$

כי הסדרה הראשונה החלה בזמן 1, לכן הערך הנוכחי מוביל בזמן 0 (עיקרונו "אתה אחרה"), הסדרה השנייה מתחילה בזמן 13, לכן הערך הנוכחי מוביל בזמן 12 (עיקרונו "אתה אחרה") ולאחר מכן יש לתאם 12 תקופות נוספות לאחר.

טיפ: לקוראים ולקוראות המطلבים לגבי אופן היישום של התאמות הזמן בחישובי ערך הנוכחי ועתידי, מומלץ לעיין בדוגמאות המלויות בגרפים ותיאור מוד מפורט, כאן - [ערך עתידי עם התאמות](#), וכן - [ערך נוכחי עם התאמות](#).

ב. מקבלים נתוניים מפורטים למדи על סדרה, עם או ללא עמלות, ורכיבי תזרימי מזומנים נוספים, וצריך לגנות את הריבית האפקטיבית הגלומה בהסדר.

המקרה: ינו שוקל לרכוש מחשב Macbook Air M3 חדש. עלות המחשב במזמן 5,000 ש"ח. היבואן מציע לשלם על המחשב בפריסת ל-36 תשלומים שווים "ללא ריבית". פרט לתשלום התקופתי הקבוע, נדרש לשלם ליבואן בכל חודש עמלת סliquה בסכום של 30 ש"ח. התשלומים יבוצעו בתום כל חודש. נדרש: מהי הריבית האפקטיבית השנתית הגלומה בהסדר?

$$\text{התשלום הקבוע ללא ריבית (לא כולל עמלת סliquה):} \\ \frac{5,000}{36} \approx 138.89 \\ \text{עמלת סliquה:} \\ \underline{30} \\ \text{סך הכל תשלום חודשי:} \\ 168.89 \text{ ש"ח.}$$

כדי לגנות את הריבית בסדרת תשלומים, נשתמש במשפט: **"מחיר המוצר במזמן הוא הערך הנוכחי של התשלומים הנוכחיים (PV) לפי הריבית המגולמת בעסקה".**

$$5,000 = 168.89 * PVFA(r, 36)$$

$$PVFA(r, 36) = \frac{5,000}{168.89} \\ PVFA(r, 36) = 29.605$$

נigraph ללוח א-4 בנספח א לכרך ד, ונחפש בהינתן 36 תשלומים $t=36$ את שיעור הריבית r שמוביל לערך קרוב ככל הניתן ל-29.605. מקבלים 1%.

$$r = 1\%$$

הריבית שהיצנו מותוק נתוני סדרה שאיבריה חודשיים, היא תמיד ריבית אפקטיבית חודשית. הויאל ודרשו ריבית אפקטיבית שנתית, עליינו בהתאם אותה. עם מעיריך חזקה מותאים!

$$r_e(\text{annual}) = (1 + r_{\text{monthly}})^{12} - 1 = (1 + 1\%)^{12} - 1 = 12.6825\%$$

וזו תשובהנתנו הסופית: הריבית השנתית היא 12.6825%.

ג. מקרה שבו יש להמיר **ריבית נקובה / ריבית דרייבית / ריבית מראש למונחי ריבית אפקטיבית**.
 במקרה כזה, בדרך כלל נזהה שאלות שכל הדיוון שלו הוא בשיעורי ריבית בלבד. לא רק זאת, שאלות אלו נזהה במקרים רבים את המונחים "הריבית מחושבת כל _____" או "הריבית מושלמת מראש", ולא נזהה סדרות או סכומים כספיים.
 זהו המקרה ה"מורכב יותר" שדורש יישום נוסחאות מגוונות לחישוב הריבית האפקטיבית כאמור. נציג מספר אפשרויות.

המחשה 1 : ריבית דרייבית
 מהי הריבית האפקטיבית השנתית אם ידוע שהריבית הנקובה השנתית היא 8% והיא מחושבת כל 4 חודשים?

כאשר נתונה ריבית נקובה המוחושבת כל ייחידת זמן (חודש / רבעון / שבועיים / חצי שנה...), הדבר הבסיסי להמיר את הריבית מנקובה לאפקטיבית היא על בסיס הנוסחה המתאימה לעקרון ה"ריבית דרייבית":

צעד ראשון : לוקח את הריבית הננתונה, ומחלק אותה למספר תקופות החישוב שלה (כדי להגיע לריבית לתקופה חישוב בודדת) :

$$r = \frac{R}{n}$$

במקרה שלנו, נתונה ריבית נקובה שנתית (R) נתון היא מחושבת כל 4 חודשים (3 פעמיים בשנה). לכן כדי ליציר ריבית לתקופה חישוב אחת, נחלק את הריבית הנתונה ב-3:

$$r = \frac{8\%}{3} = 2.66667\%$$

זו הריבית לתקופה חישוב אחת - ל-4 חודשים. בשלב הבא, נרצה להמיר אותה מ-4 חודשים חוזרת לשנה לפי נוסחת הריבית האפקטיבית:

$$r_{annual} = (1 + r_{4\ Months})^3 - 1 = (1 + 2.66667\%)^3 - 1 \approx 8.22\%$$

אפשר גם לאחד את שני צעדי העבודה לביטוי אחד ויחיד :

$$r = \left(1 + \frac{R}{n}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{8\%}{3}\right)^3 - 1 = 8.22\%$$

המחשה 2 : ריבית דרייבית וריבית מראש

בנק "הנקניקים" מציע لكم הלוואה בסך 100,000 ש"ח לשנה. הלוואה נושא ריבית שנתית נקובה בשיעור 12% המוחשבת כל רביעון ומשולמת בתום התקופה, וכן דורש עמלת ערך מסוים בשיעור שנתי של 8% בחישוב חצי שנתי המשולמת בתחילת התקופה. מהי הריבית האפקטיבית השנתית בהסדר?

גם כאן, למרות אזכור הסכום הכספי של הלוואה, מדובר בשאלת ריבית טהורה, הערכיים אחווזיים, אין נתונים בדבר סדרות תשלוםם ונדרשת ריבית באחויזים כן (לא ערךכספי). אני מזהה בשאלת הזו
שני מוקדי כוח :

ריבית שנתית נקובה בשיעור 12% המוחשבת כל רביעון ומשולמת בתום התקופה (בתום השנה). חילק זהה פשוט יחסית :

$$r = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1 = \frac{\left(1 + \frac{12\%}{4}\right)^4}{\left(1 - \frac{8\%}{2}\right)^2} - 1 \approx 22.13\%$$

המחשה 3 : ריבית דרייבית וריבית מראש - דוגמא נוספת

בנק "קובעים" של קש"י מציע لكم הלוואה בסך 500,000 ש"ח לשנתיים. הלוואה נושא ריבית שנתית נקובה בשיעור 10% המוחשבת כל חודש ומשולמת בתום התקופה. כמו כן, נושא הלוואה עמלת הקמת הלוואה בשיעור שנתי של 5% בחישוב רביעוני המשולמת בתום התקופה. במועד פירעון הלוואה, יש לשלם בנוסף דמי סילוק בשיעור 8% מקרן הלוואה הראשונית (לא עמלות ערך מסוימים או ריבית צבורה). מהי הריבית האפקטיבית השנתית?

$$r_e(\text{שנתיים}) = \frac{\left(1 + \frac{R}{n}\right)^m}{\left(1 - \frac{R_d}{n_d}\right)^{m_d}} - 1 = \frac{\left(1 + \frac{10\%}{12}\right)^{24} + 8\%}{\left(1 - \frac{5\%}{4}\right)^8} - 1 \approx 43.81\%$$

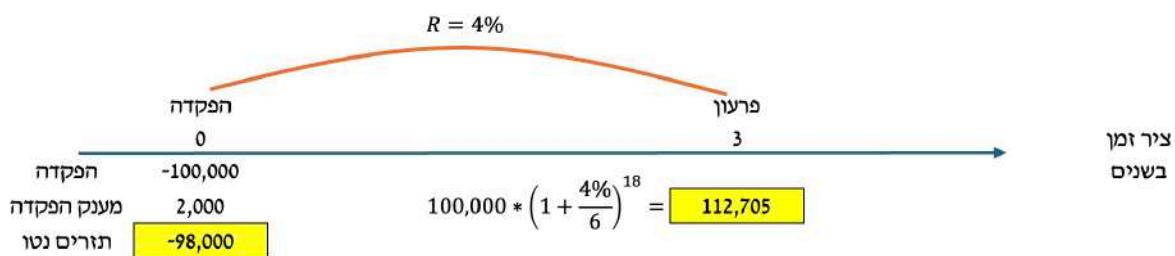
כעת, המרה מריבית אפקטיבית לשנתיים לריבית אפקטיבית לשנה אחת היא פשוטה במינוח :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + 43.81\%)^{\frac{1}{2}} - 1 \approx 19.92\%$$

מסקנה : הריבית האפקטיבית לשנה היא כ-19.92%

המחשה 4 : ריבית דרייבית וריבית מראש שמוגדרת באופן כספי הפקדתם בפיקדון סכום של 100,000 ש"ח. בהתאם לתנאי הפקדון, הוא צובר ריבית שנתית נקובה בשיעור 4% המוחשבת כל חודשים. קרן הריבית והפקדון תפרע בתום התקופה - בחלוף 3 שנים. מיד במועד ההפקדה לפיקדון מזוכה בחשבון העו"ש של המפקיד "מענק הפקדה" בסכום של 2,000 ש"ח. מהי הריבית השנתית האפקטיבית המגולמת בעסקת ההפקדה?

השאלה זו שונה מקודמתה, משום שנתוני הריבית (ומענק הפקדה הוא חלק מכך) הם בחלוקת באחזois ובחלוקם בערכים כספיים. כאשר אני מקבל בשאלה זו, אני מעדיף להתייחס לערכים הכספיים באופן מלא, ולהשאיב את הריבית האפקטיבית דוקא לפי היחס ביניהם.



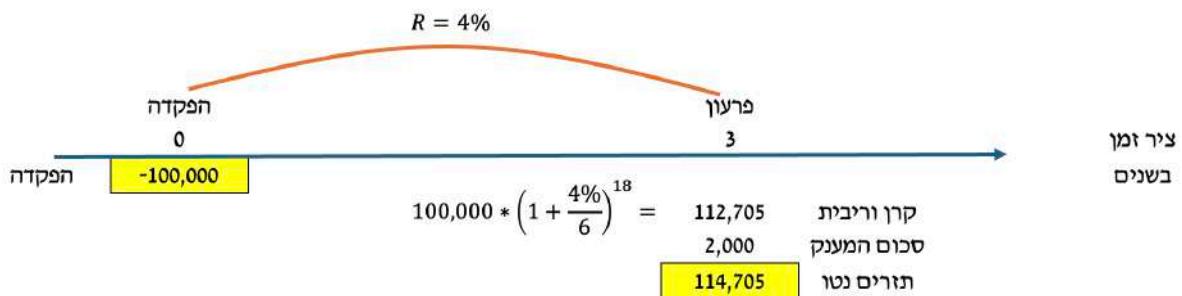
כדי לחשב את הריבית האפקטיבית במצב זה, נתבוס על היחס בין סך התקבול בתום התקופה לבין ההשקעה נטו בתחילת התקופה (ערך המוחלט) :

$$r_e(3 \text{ years}) = \frac{112,705}{98,000} - 1 = 15\%$$

אם ארצת להתאים את הריבית למועדים של שנה אחת :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + 15\%)^{\frac{1}{3}} - 1 \approx 4.77\%$$

המחשה 5 : ריבית דרייבית וריבית מרأس, הגדרה כספית - וציבורה לפקדון
 חזרו על חישוביכם בהמחשה 4 אם ידוע שהבנק קבוע כי מענק ההפקדה **מצטרף לפקדון**, וכי הריבית
 בפקדון מוחושבת על סכום ההפקדה הראשוני (ללא סכום המענק).



ריבית אפקטיבית לתקופת העסקה כולה, 3 שנים :

$$r_e(3 \text{ years}) = \frac{114,705}{100,000} - 1 = 14.705\%$$

אם ארצה להתאים את הריבית למונחים של שנה אחת :

$$r_e(\text{annual}) = (1 + 14.705\%)^{\frac{1}{3}} - 1 \approx 4.68\%$$

שאלה נוספת - מרכיבים - ייח' 5 - בוחן את עצמן - שאלה 7

לחברה מוצעות שתי אלטרנטיבות ללקיחת הלוואה על סך 100,000 ש"ח, למשך שנה:

1. ריבית של 3.5% לחודש, מחושבת כל חצי שנה.

2. ריבית של 21.6% לשנה וניכוי מראש של %X בתחילת השנה.

באיזה שער ניכוי מראש (%X), תהיה החברה אדישה בין שתי האלטרנטיבות?

יש לבחור תשובה אחת:

- א. 19.5%
- ב. 14.4%
- ג. 16.9%
- ד. 24.8%
- ה. 20.4%

הגשת תשובה

פתרונות :

כאשר נתונים לירכים של ריבית או ניכוי מראש באחזois, ומקשים שנבחר בחלוקת העדיפה, הדיוון של מtbody על חישוב הריבית האפקטיבית בכל חלופה - בהלוואות נבחר בריבית האפקטיבית הנמוכה ביותר, ובהשקעה, ובהשקעות - בריבית האפקטיבית הגבוהה ביותר.

יש כאן שני מקרים :

מקרה 1 - כולל ריבית לחודש, מחושבת כל חצי שנה. נדרש להגיע לריבית אפקטיבית לשנה, שהיא תקופת ההלוואה.

כאשר הריבית "מחושבת כל", את המרת הריבית לאפקטיבית נבע בשני שלבים : בשלב ראשון, ניקח את הריבית הנתונה (נקובה) ונכפול או נחלק אותה כדי להגיע לתקופת חישוב. במלים אחרות, אם הריבית הנתונה היא 3.5% לחודש, אבל הואיל ומוחשבת כל חצי שנה, נכפול אותה ב-6. התוצאה : 21%. בשלב השני, מtbody על הריבית לתקופת חישוב ועל העלאה בחזקה רלוונטי, כדי להמיר את התוצאה מתקופת חישוב לתקופה הכוללת הנדרשת.

$$r_e = (1 + R * n)^m - 1$$

בתוך הסוגרים : המרת הריבית הנתונה (חודשית) לתקופת חישוב אחת (חצי שנה) וזאת ע"י מכפלה ב- 6.

במעריך החזקה : המרת הריבית לתקופת חישוב (חצי שנה) לשנה (הנדרשת) וזאת על ידי חזקה 2.

$$r_e = (1 + 3.5\% * 6)^2 - 1$$

$$r_e(option1) = (1 + 21\%)^2 - 1 = 46.41\%$$

מקרה 2 - כולל ריבית "בסוף התקופה" שמשלמים בשיעור 21.6% וכן ניכוי מראש בשיעור לא ידוע (x). במצב שבו יש שילוב של ריבית "בסוף" וריבית " מראש", ניצרך שבר שבמונה שלו כולל את תוספת הריבית בתום התקופה, ובמקרה - את ניכוי הריבית מראש בתחלת התקופה. הנוסחה תהיה:

$$r_e = \frac{1+r}{1-d} - 1$$

$$r_e(option2) = \frac{1 + 21.6\%}{1 - d} - 1$$

אדישות בין ריבית זו לריבית שחילצנו במקרה 1 תתקיים כאשר יהיה שווין בין הריביות, כלומר:

$$r_e(option1) = r_e(option2)$$

$$46.41\% = \frac{1 + 21.6\%}{1 - d} - 1$$

מפה רק נותר לפטור משווה בנים אחד:

$$d = 16.94\% \approx \textcolor{yellow}{16.9\%}$$

המסר העיקרי של השאלה הוא: למורות שברוב המקרים כשנתונה "ריבית המוחשבת מס' פעמים" שלב הפעולה הראשון הוא חלק (למשל, ריבית שנתית נקובה המוחשבת כל חצי שנה – חלק ב-2, ריבית חצי שנתית נקובה המוחשבת כל חדש – חלק ב-6 וכן הלאה), הרי שכאשר הריבית הנקובה הנתונה היא "קצרה" יותר בתקופתה מאשר תקופת חישוב – נבצע מכפלה ולא כפל שלה (כלומר: ריבית חודשית המוחשבת כל חצי שנה – כפול ב-6. ריבית לחודשים המוחשבת כל 8 חודשים – כפול ב-4).

שאלה 8 - בוחן את עצמך - ייח' 5

ה השקעה בפרויקט מסויים עולה כיוום 100,000 ש"ח ואינה מביאה תקבולות כלשהם במשך מספר שנים. לאחר מספר שנים זה, מתחילת הפרויקט להניב תקבולות של 25,000 ש"ח לשנה, לפחות.

כמה שנים לכל היותר תהיה מוכן לחכotta עד להתחלתו של זרם התקבולות הקבוע, אם שער הריבית השנתי הינו **13%**?

יש לבחור תשובה אחת:

- א. 5
- ב. 9
- ג. 23
- ד. 6
- ה. 18

[הגשת תשובה](#)

פתרונות :

בשואלים על פרויקט, לגבי "מה אתה מוכן לעשות / לחכotta / לשלם..." בעצם שואלים על המצב שבו $NPV = 0$ שזו הנקודה המוגדרת בטור "מינימום הכספיות".

הערך הנוכחי של ההשקעה היום - הוא בסימן שלילי, בגובה עלות ההשקעה.
הערך הנוכחי של התקבולות, בהיותם סדרה אינסופית, נשען על נוסחת החישוב של ערך נוכחי של סדרה אינסופית בסימן חיובי :

$$PV = \frac{PMT}{r}$$

במקרה שלנו אם נחבר את העריכים, אלא שיש לזכור שערך נוכחי של סדרה מוביל אותו אחד לפני תחילתה. אז אם נסמן את עיתוי התזרים כ- t , הרי כדי לבטא את התזרים בזמן 0 ובהתאם את ה- NPV :

$$NPV = -100,000 + \frac{25,000}{13\%} * (1 + 13\%)^{-(n-1)} = 0$$

או :

$$NPV = -100,000 + \frac{\frac{25,000}{13\%}}{(1 + 13\%)^{n-1}} = 0 \rightarrow n = 6.34 \approx 6$$

מפה ואילך - או שפטורים את המשוואה באמצעות שימוש ב- $t=0$, או שמציבים ב- $t=0$ את כל אפשרויות המענה בשאלת, ובוחנים متى המשוואה מתקינה.

מדוע $t=0$? התזרים העתידי מתחילה בזמן כלשהו, זמן t . חישוב ערך נוכחי של סדרת תזרים מהראשון שבהם בזמן t מוביל בהגדה "אחד אחריה" כולם בזמן $t=0$. זה אומר שהתאמה נוספת מזמן $t=0$ לזמן 0 דורשת התאמה של $t=1$ נוספת נוספת לאחר.

שאלה 13 - בוחן את עצמו - ייחידה 5

הפקדתם x ש"ח בתוכנית חסכו. להפתעתכם, כעבור 5 שנים גיליתם כי סכום הכספי גדל ב-40%. **כמה שנים נספנות עלייכם להמתין עד אשר סכום ההפקדה הראשונית יוכפל?**

יש לבחור תשובה אחת:

- א. כ-4.5 שנים
- ב. כ-5.5 שנים
- ג. כ-1.5 שנים
- ד. כ-10.5 שנים
- ה. לא ניתן לחשב שכן גם הסכום וגם הריבית אינם ידועים

הגשת תשובה

לפי נתוני השאלה:

$$x * (1 + r)^5 = 1.4x$$

ניצמצם את שני האגפים ב- x :

$$(1 + r)^5 = 1.4$$

נמשיך כדי לפטור את הריבית. לשם כך, נוציא שורש 5 (או בחזקת $1/5$) משני האגפים:

$$1 + r = 1.4^{\frac{1}{5}}$$

בשימוש פיתוח:

$$r = 1.4^{\frac{1}{5}} - 1 = 6.961\%$$

עכשו נציב את הריבית זו ונראה כמה תקופות צבירת ריבית יובילו להפיכת x ל- $2x$.

$$1.4 * (1 + 6.961\%)^n = 2x$$

ערבי n - x מעתמנים:

$$1.4 * 1.06961^n = 2$$

וההתשובה:

$$n = 5.3 \approx 5.5$$

12. חוסך מעוניין להבטיח לעצמו ולילדיו תקבול חצי שנתי אינסופי קבוע (בכל סוף מחצית שנה) החל מועד 10 שנים (תקבול ראשון בסוף שנה 10), בגובה 8% מהכנסתו השנתית שועומדת על 60,000 ש"ח. ידוע כי תכניות החסוך בبنק נותנות ריבית אפקטיבית שנתית של 8.16% במהלך 5 השנים הקרובות ולאחר מכן הריבית צפואה לעלות ולעומוד באופן קבוע על שיעור של 10.25% אפקטיבי לשנה. מהו הסכום אותו נדרש החוסך להפקיד היום על מנת שיוכל לבצע את תכניותיו?

א. 37,991 ש"ח
 ב. 39,815 ש"ח
 ג. 41,806 ש"ח
 ד. 19,422 ש"ח

ה. לאחר והריבית משתנה לאורך התקופה ומאיך מדובר בסדורה אינסופית, הרוי שלא ניתן לפתור את השאלה.

הפתרון :

$$PV = \frac{\frac{4,800}{5\%}}{(1 + 10.25\%)^{4.5} * (1 + 8.16\%)^5} = 41,806$$

המלצות ללמידה בישורת האחרונה

לעיל (סבב עמי 474) - הציגו טבלה לרכיבו נושאי הבדיקה העיקריים (אין דבר כזה מוצה, מוצה זה לטחון כל מערכיו השיעור, כל הסוגיות במחברת, כל התרגילים, כל הרצפים, כל הפתרונות וرك בסוף – בחינות לדוגמה). אבל צריך גם בתהליך הלמידה לוודא שנשאר מספיק זמן לעטיפת הפניות ולפתרון של שאלות "מעורבות" (厯mbinations / שלא לפי נושאים) כדי להתרגל להבנה ביןיהם לקרה הבדיקה וכדי לייצר מיום נוחות של התמצאות של דפי הנושאות. בהתאם, להלן מトווה אפשרי (חשיבות גם – **בחן את עצמך** ברכפי האתר).

הבראה: המלצות הלמידה המקורבות להלן הן **כallowabilities לשיער והן מtabssot על ההנחה שהייתם עם** **אצבע על הדפק כמעט מושלים לאורך הסMASTER**. ככל שלא כך הם פנוי הדרבים, צריך לכלול פקטור זמן (פי 1.5, פי 2, פי 3) בהתאם לרמת ההתערות השוטפת שלהם בחומר. "שי, אני הייתי בכל המפגשים, צפיתי בהקלטה, פתרתי שאלות נוספת ממהמחברת ודאגתי לסגור אותה, פתרתי את המטלות לעומק, נאבקתי בהן ורשמי תובנות תוך כדי, לרבות מהמשוב להן, ובכלל – עשתי כל מה שאפשר אז זמה עכשו" (יום אחד = לא ערב אחד אחרי העבודה כשאני שבור, יום שלם אחרי שנחתי טוב ויש לי 8 שעות נטו לא ניקויים של אוכל ופיפי למדוד):

זמן עבודה	נושא עיקרי	דגשים והערות
יום אחד	סגירות פינה בריביות – ייח' 5	להיעזר במפגש
יום אחד	סיום כל ייח' 5 ללא יצא מן הכלל	שאלות קשוט מהמחברת – לכל הפתחות שתי הילכי העבודה יהיו מאד ברורים לא יותר על – בחן את עצמך ברכפים מטלה 11 שאלות מ מבחנים על ייח' 5
יום אחד	יחידה 6 – פרויקטים יחידה 8 – פרויקטים בודדים, חישוב תוחלת וSTITIOT TAKON, יחס לסטיכון ובחירה בין בודדים, שילוב בין 2 נכסים מסוכנים, כולל גורפים, כולל יעילות, כולל תיק מינימום סיכון... (בקצרה: נכסים מסוכנים בודדים ומודל מركובי לשימוש)	יח' 6 – להבון היטב את צורת הגרפים: לא רק את הקרייטריונים טכניים, אלא גם את סוגי הפרויקטים ואת ההשפעה על איזה קרייטריון רלוונטי וכו'. בחן את עצמך ברכפים שאלות מ מבחנים על ייח' 6 שאלות במחברת (הקצרות)
יוםיים	יחידה 8 – מודל CAPM – תיקים יעילים, תיקים לא יעילים, ריכוז נסחאות של כל המצבים פתרונות מבחןים – באתר הקורס יש 8 מבחנים, כ-96 שאלות אמריקאיות, מתוכן אני מעריך שכ-70 בלבד רלוונטיות (יח' שלא בחומר)	דגש מרובי – ייח' 8 CAPM: הבדיקה בין המרקמים (יעילות / אי יעילות, ביטה מול STITIOT TAKON, הגרפים הרלוונטיים). להתמקד בשאלות הקשורות לחייב פרמטרים ברמה אלגברית ויזהוי נסחה מתאימה לחייב. מעבר למחברת – בחינות.
יוםיים	נתו מבחןים	התאמות דפי נסחאות לטעויות נפוצות ב咤חה גדולה
	גם מי שלא מאמין נושא תפילה	