

ניתוח נכסים פינאנסיים, לפי הרכב תכונותיהם¹

הגישה המקובלת לעניין קביעת הרכב תיק הנכסים הפינאנסיים, מגדירה את כל הנכסים במונחים של "תשואה" ו"סיכון". לגבי המשקיע הניצב לפני מבוחר מגוון של השקעות יש בשתי תכונות אלה כדי לסייע לו בהחלטה באיזה נכס לבחור.

סקירה זו נועדה להציג גישה לניתוח ההשקעות בסוגים שונים של נכסים פינאנסיים, שיש בה, למעשה, פירוט רחב יותר של התכונות הקובעות את ה"תשואה" וה"סיכון".

על סמך תכונות אלה, נעשה ניסיון לדרג את הנכסים — בהתאם למידת הקרבה או הדמיון שיש ביניהם — לפי מידת התחליפיות שביניהם מנקודת ראותו של המשקיע. ניתוח כזה, יש לו ערך לצורך ניתוח התופעות שארעו בעבר ולצורך חיזוי ההתפתחויות הצפויות בשוק הנכסים הפינאנסיים.

הגישה מבוססת על ניתוח שטחות², והיא נבדלת מהגישה המקובלת לסיווג מוצרים, לפי מידת התחלופה שביניהם, שלפיה מוגדרת התחליפיות, בדרך כלל, בהתאם לשינויים שחלו, בדיעבד, בכמות המבוקשת לנכס מסויים לאור השינויים שחלו במחיר של נכס אחר.

הרעיון המונח ביסודה של הגישה הינו, שמדירוג התכונות המרכיבות את הנכסים ניתן להבחין במידת הקרבה שביניהם, או בסדר שלהם; ושינוי התכונות המרכיבות את הנכסים יביא לשינוי בביקוש של המשקיעים לנכסים השונים.

אחד הייתרונות של הגישה המוצגת כאן הוא, שניתן יהיה לצפות מראש מה תהיה ההשפעה של נכס "חדש" בעל תכונות מוגדרות מראש על הביקוש לנכסים הפינאנסיים הקיימים.

שיטת הניתוח של המחקר מוצגת לגבי ארבעה נכסים פינאנסיים: פיקדונות עובר ושב, הניתנים למשיכה באמצעות שיקים (להלן, לשם הקיצור, פיקדונות עו"ש בשיקים); פיקדונות עובר ושב, שאינם ניתנים למשיכה באמצעות שיקים (להלן, פיקדונות עו"ש ללא שיקים); תכניות חיסכון ושטרות בתיווך בנקים³. כל הנכסים הללו ניתנים לרכישה באמצעות בנקים מסחריים והם נבחרו כדי לתאר ולהסביר את שיטת הניתוח.

יש להדגיש שהניתוח המוצג כאן הוא בגדר ניסיון גרידא, ולפיכך יש צורך בבדיקות נוספות כדי להפוך דרך זו לכלי ניתוח.

2. הבסיס התאורטי והמתודולוגי של המחקר

ניתוח התכונות, המרכיבות את הנכסים הפינאנסיים, נתבסס, כאמור, על שיטת ניתוח שטחות. העיקרון המונח ביסודו של הניתוח הינו כזה: יחידות, שמבחינת הגדרתן הסמאנטית — הרכב תכונותיהן — דומות זו לזו, דומות גם מן הבחינה הסטטיסטית — המיתאם ביניהן. הגדרתו הסמאנטית של נכס מתבססת על ניתוח איכותי של תכונותיו. דמיון בין נכסים פירושו, מידת

¹ סקירה זו נכתבה בידי מרוין וולף ממחלקת המחקר.

² Guttman, L.: "Introduction to Facet Design and Analysis," *Proceedings of the Fifteenth International Congress of Psychology*, Brussels, 1957, Amsterdam: North-Holland Publishing Company, 1959, pp. 130–132. Guttman, L.: "A New Approach to Factor Analysis: The Radex" in Paul F. Lazarsfeld (editor), *Mathematical Thinking in the Social Sciences*, The Free Press, 1964. Paroush, Jacob: "The Order of Acquisition of Consumer Durables," *Econometrica*, (January, 1965).

³ הכוונה לתיווך שיש עמו ערבות.

הדמיון האיכותי של כלל התכונות המרכיבות את הנכס. דמיון זה — הדמיון הסמאנטי — יקבע את מידת התחליפיות, מנקודת ראותם של המשקיעים בשוק זה, של הנכס. על פי התיאוריה של ניתוח זה, ניתן להשוות את הקרבה שבין הנכסים ואת דירוגם, כפי שהם מתקבלים מן הניתוח האיכותי, לדמיון שביניהם מבחינת התחליפיות — כפי שהוא מתבטא, כאמור, בקשרים כלכליים מקובלים, הקיימים בין מוצרים תחליפיים.

מן הראוי להדגיש, שאחד הייתרונות של הניתוח המוצג כאן הוא שאין גזקקים בו להגדרות והערכות מדויקות, ודי בהערכות והגדרות המורות על היחס שבין הנכסים.

(א) הערכת הנכסים ודירוגם על בסיס תכונותיהם

לגבי כל אחד מן הנכסים נותחו ודורגו השטחות דלהלן: "נזילות או שווקיות"¹, "תשואה", "ביטחון בערכים ריאליים", "קביעות", "התמצאות" ו"הוצאות נלוות"². הדרגות נועדו להראות את רמתה היחסית של כל שיטחה, בכל נכס. ההערכה נעשתה כדלהלן: דרגה 1 ניתנה לשיטחה שרמתה גבוהה ביותר; בדרגה 3 צויינה השיטחה הנחותה ביותר; וב-2 — שיטחה שרמתה בינונית. יצויין, ששני נכסים, שלגביהם נמצאה זהות בדרגתה של שיטחה נתונה, אינם שווים, בהכרח, מבחינת אותה תכונה. לדוגמא: שטרות בתיווך בנקים שווים מבחינת דרגת השיטחה "תשואה" — לתכניות חיסכון — בשניהם דורגה השיטחה בדרגה 1. אין זה אומר, שתשואת שטרות בתיווך, שווה לזו של תכניות חיסכון. כל מה שניתן ללמוד מכך הוא, ששטרות בתיווך ותוכניות חיסכון נושאים תשואה גבוהה יותר מזו של פיקדונות עו"ש בשיקים (דרגה 3) ופיקדונות עו"ש ללא שיקים (דרגה 2). הערכתן של השטחות נועדה לסידור הנכסים שמנינו. הגדרת השטחות ודירוגן נעשו כדלהלן:

(1) נזילות או שווקיות: המידה, שבה מצוי שוק סדיר לנכס, היקפו של השוק ויעילותו; או מידת המהירות, שבה ניתן להמיר את הנכס, במזומן מבלי להפסיד מערכו. לשיטחה זו ניתנו ארבע דרגות, לארבעה נכסים. דרגה 1 ניתנה לנכס הנזיל ביותר. הנכס הפחות נזיל קיבל דרגה 4.

(2) תשואה: בניתוח קבוצת נכסים רחבה יותר יש לפצל את התשואה, לפי מרכיביה: ריבית, רווחי הון ודיווידנדות. במקרה שלפנינו, נושאים הנכסים ריבית בלבד; ועל כן התשואה, שבה אנו מדברים, מורכבת רק מריבית. השיטחה דורגה כך: דרגה 1 ניתנה כאשר הנכס נושא ריבית בשיעור העולה על 8 אחוזים, דרגה 2 ניתנה לנכס שתשואתו געה בין 3 ל-7 אחוזים; דרגה 3 — כאשר שיעור התשואה נמוך מ-3 אחוזים.

(3) ביטחון בערכים ריאליים: המידה, שבה מבטיח הנכס הפינאנסי את ערך הקרן המושקעת מפני ירידת ערכה, במקרה שחלה עלייה ברמת המחירים. לשיטחה זו ניתנו 3 דרגות: נכס צמוד במלוא ערכו לעליית רמת המחירים קיבל דרגה 1; נכסים צמודים בחלקם זכו בדרגה 2; ואילו נכסים, שאינם צמודים כלל, קיבלו את הדרגה 3.

(4) קביעות: המידה, שבה אין הציפיות מן הנכס, כפי שחושבו בעת ההשקעה, עשויות להשתנות, כתוצאה מאי מילוי התנאים הנלווים להשקעה. לדוגמא: בתכניות חיסכון, הולכים התנאים ומשתפרים ככל שעולה משך החיסכון. אם תכנית החיסכון נועדה לחמש שנים, והחוסך ירצה את כספו לפני תום המועד האמור, תהיה תשואת ההשקעה שונה מזו שהיתה מגיעה לו אילו המשיך וחסך עד סוף התקופה. בשטרות בתיווך בנקים, מותנית התשואה המקורית בהחזקת השטר בהתאם למוסכם (בדרך כלל — מספר

Marketability ¹

Newlyn, W. T., *Theory of Money*, Clarendon Press, Oxford, pp. 51-62, 1962 ²

חודשים). המרת השטר במזומן, לפני מועד פירעונו, ייתכן שתהא כרוכה בויתור על חלק מן התשואה, שהיתה צפויה ממנו מלכתחילה. מאידך, בנכס, כגון פיקדון עובר ושב, אין התכונות משתנות כתוצאה מתנאים מגבילים כל שהם. כפיפותו של נכס לתנאים מגבילים, מן הסוג האמור, הינה תכונה חשובה, המהווה גורם נכבד ברכישתם של נכסים. הדירוג נעשה כדלהלן: כאשר ההשקעה אינה כוללת כל הגבלה שהיא, מן הסוג האמור לעיל, זכה הנכס בדרגה 1. דרגה 3 ניתנה לנכס, שלגביו קיימים תנאים, שאי מילויים משנה באורח ניכר את הציפיות שהיו מן הנכס מלכתחילה. דרגה 2 הינה דרגת ביניים המציינת, שאין לממש את כל הציפיות מן הנכס, אם אין ממלאים את כל תנאיו.

(5) התמצאות: רכישתו של נכס תלויה, בחלקה, במידת האינפורמציה שיש למשקיע. הואיל וכל הנכסים ניתנים לרכישה, הרי מידת הבנתו של המשקיע, קיומם של שירותי ייעוץ ונטיות להסתייע ביועצים הם גורמים המשפיעים על בחירת ההשקעה. ההתמצאות, כשיטחה, מבטאת את מידת הבקאות הדרושה כדי להשקיע בנכס מסויים.

הדירוג נעשה כך: בדרגה 1 דורגו נכסים, שרמת ההבנה ורמת הידיעות הנדרשת לשם השקעה בהם, הינה מיזערית. דרגה 2 ניתנה לנכס, השונה מן הנכסים הנפוצים והמוכרים המופיעים בצד ההתחייבויות של מאזני הבנקים. דרגה 3 מציינת נכס, שההשקעה בו מצריכה מידה גדולה של התמצאות או יחסים קרובים עם הבנקים. הדרגה 3 לא נמצאה בנכסים שנדונו כאן.

(6) הוצאות נלוות: תשלומי העמלה הכרוכים ברכישתו של נכס מן הבנק או הסוכן. שיטחה זו דורגה כך: נכסים, שרכישתם אינה מצריכה תשלום עמלה, קיבלו דרגה 1. תשלום עמלה, לצורך רכישת הנכס, הביא לדירוגו ב-2.

תוצאות ניתוח השטחות, לגבי התקופה הנסקרת, בתנאי ישראל מוצגות בלוח 1.

לוח 1

רמת התכונות בפוגי הנכסים השונים על כפיס הניתוח האיכותי

הבטחת הערך הריאלי	התמצאות והוצאות גלוות	קביעות	תשואה (ריבית)	נזילות	
3	1	1	2	2	פיקדונות עו"ש ללא שיקים
3	1	1	3	1	פיקדונות עו"ש בשיקים
2	2	3	1	4	תכניות חיסכון
3	2	2	1	3	שטרות בתיווך בנקים

כדי להציג את הנכסים בסדר כזה, שיראה את מידת הקרבה שביניהם, יש למצוא את ההתאמה הגבוהה ביותר בין תכונותיו של כל זוג נכסים. הצגת מכלול יחסי הגומלין, שבין כל אחת מן השטחות בנכס אחד לבין כל אחת מהן בנכסים הנותרים, תראה, באורח סימולטני, את משמעות המעבר מנכס אחד למשנהו, מבחינת הרכב התכונות של הנכס (לוח 2).

לוח 2 נועד לקבוע את דירוג הנכסים על בסיס ההבדלים בדרגות השטחות. השאלה הנשאלת היא: על בסיס השטחות, איזה מן הנכסים דומה ביותר למשנהו? או, מהו סדרם מבחינת הקרבה שביניהם?

א נבדל מ-ב בשטחות, נזילות ו"תשואה"; א נבדל מ-ג באותן שטחות שבהן הוא נבדל מ-ב בתוספת השטחות "התמצאות" ו"קביעות". א נבדל מ-ד באותן שטחות שבהן הוא נבדל מ-ג בתוספת השיטחה, "הבטחת הערך הריאלי". יוצא איפוא, ש-א קרוב ל-ב יותר מאשר ל-ג, ול-ג יותר מאשר ל-ד. אם נערוך בדיקה זו לגבי כל אחד מהנכסים, יתקבל הסדר, מבחינת הקרבה, כדלהלן: פיקדונות עו"ש בשיקים, פיקדונות עו"ש ללא שיקים, שטרות בתיווך ותכניות חיסכון.

סדר הנכסים, לפי רמת השטחות שלהם

הכסת הערך הריאלי	התמצאות והוצאות גלוות	קביעות	תשואה (ריבית)	נזילות	
3	1	1	3	1	(א) פיקדונות עו"ש בשיקים
3	1	1	2	2	(ב) פיקדונות עו"ש ללא שיקים
3	2	2	1	3	(ג) שטרות בתיווך
2	2	3	1	4	(ד) תכניות חיסכון

מלוח 3 ניתן לראות, שבין א לב סכום הסטיות שווה ל-2, בעוד שסכום הסטיות שבין א ל-ג שווה ל-4, ובין א ל-ד — ל-5.

מלוח 3, ניתן להבחין בכך, שפיקדונות עו"ש ללא שיקים (ב) דומים לשטרות בתיווך (ג) ולפיקדונות עו"ש בשיקים (א) יותר מאשר לתכניות חיסכון. כמו-כן מורה הלוח, שפיקדונות עו"ש ללא שיקים מהווים דרגת ביניים, בין הנכסים הקרובים להם בסדר, מזה ומזה. המרת פיקדונות עו"ש ללא שיקים בפיקדונות עו"ש בשיקים מביאה לתוספת נזילות במחיר ויתור על ריבית, בה בשעה שהחלפתם בשטרות בתיווך מביאה לתשואה גבוהה יותר, המלווה בתשלום עמלה גבוהה יותר, בצורך להתמצאות רבה יותר והסכמה לתנאים המגבילים של ההשקעה. בדומה לזה, המרת שטרות בתיווך בפיקדונות עו"ש בשיקים, פירושה שינוי במספר גדול יותר של תכונות, בהשוואה לשתי ההמרות שמנינו לעיל. המרה של א ב-ג מבוטאת באמצעות סך שתי ההמרות שלעיל, במונחים של שינויים בשטחות.

מן הראוי לזכור, שבדוגמא שהבאנו נכללו ונותחו רק 5 תכונות, הקובעות את הבחירה בין נכסים. אין זאת אומרת, שאלה הינן כל התכונות הקיימות. למעשה, ייתכן שבכוח מצוי עוד מספר רב של תכונות. ברם, כדי לנתח מספר מוגבל של נכסים יש צורך רק בתכונות, שבהם שונים הנכסים זה מזה. בניתוח שהובא כאן הונח שהנכסים שבהם טיפלנו שווים בכל יתר תכונותיהם, או שהשוני הוא קטן וניתן להתעלם ממנו. אם, למשל, יכלול הניתוח גם מניות רגילות, יהיה צורך בהערכתן של שלוש תכונות נוספות לפחות: "רווחי הון", "דיווידנדות", ו"ביטחון בערכים נומינאליים", שמהן אי אפשר להתעלם. בארבעת הנכסים, שנותחו במחקר זה, אין התכונה "ביטחון בערכים נומינאליים" חשובה, כיוון שבכולם ערב הבנק להחזיר מלא של הקרן. אם נוסיף מניות רגילות, שאלת הבטחת ערך הקרן תיעשה חשובה, כיוון שמבחינת שיטחה זו אין הנכסים שווים ביניהם. כאשר יוכנסו מניות רגילות למסגרת המחקר והן תנותחנה, יחס לנכסים האחרים, לגבי התכונה ביטחון בערכים נומינאליים, הרי כל הנכסים, פרט למניות הרגילות, יזכו בדרגה 1, בעוד

מטריצה: סכום הסטיות בדרגות השטחות של הנכסים

(ד)	(ג)	(ב)	(א)	
5	4	2	X	(א)
5	4	X	2	(ב)
3	X	4	4	(ג)
X	3	5	5	(ד)

שהמניות הרגילות ידורגו בדרגה 3. באשר לרווחי הון, יקבלו כל הנכסים דרגה 3. פרט למניות הרגילות; אלה תזכינה בדרגה 1. שתי השטחות הנוספות הללו, בצירוף מרכיב נוסף של התשואה – דיווידנדה – יהיו את תוספת השטחות הנדרשת. אם נוסיף למסגרת הניתוח נכס נוסף – למשל, איגרות חוב צמודות דולר – אזי יהיה צורך בשיטחה אחת נוספת לפחות – "ביטחון נגד פיתות". לפני הכללת נכס זה בניתוח לא היתה השיטחה "ביטחון נגד פיתות" – תכונה הקיימת באיגרות חוב צמודות דולר – רלוונטית, הואיל וכל הנכסים היו שווים ביניהם מבחינת תכונה זו (דרגה 3), והכללתה לא היתה תורמת להבחנה האיכותית שביניהם. עתה, משהוכנסו איגרות חוב אלה, יש בתכונה זו משמעות רבה ושומה עלינו להתחשב בה בניתוח. לוח, שבו מופיעות איגרות חוב צמודות דולר ומניות רגילות, ייראה, לאחר הערכת השטחות של נכסים אלה, כדלהלן:

לוח 4

תוספת נכסים חדשים למערכת ושיטחותיהם המתאימות

	נזילות	קביעות	תשואה				ריבית	קביעות	נזילות	פקדונות עו"ש בשיקים
			רווחי הון	דיווידנדה	הוצאות גלויות	התמצאות				
ביטחון מפני פיתות	ביטחון בערכים נומינאליים	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי	הבטחת הערך הריאלי
3	1	3	1	1	3	3	3	1	1	פקדונות עו"ש בשיקים
3	1	3	1	1	3	3	2	1	2	פקדונות עו"ש ללא שיקים
3	1	3	2	2	3	3	1	2	3	שטרות בתיווך
3	1	2	2	2	3	3	1	3	3	תכניות חיסכון
1	2	3	2	3	3	2	2	2	4	איגרות חוב (צמודי דולר)
3	3	2	3	3	2	1	3	3	4	מניות רגילות

אין הכרח שלגבי כל קבוצה של נכסים נגלה סדר במידת הקרבה ביניהם. כל ניתוח השטחות שנעשה לעיל, לגבי ארבעת הנכסים, הוא בבחינת תיאוריה או הסבר, המצריכים עדיין בדיקה סטטיסטית שתיעשה בעזרת המיתאמים.

3. בדיקה סטטיסטית של הניתוח האיכותי

אם לא חל שינוי בתכונות הנכסים הפינאנסיים, ואם השינוי העיקרי הוא שינוי בציפיות המשקיעים (שינויים בטעם), הרי ככל שתגדל התחלופה שבין שני נכסים, תהיה התפתחותם דומה יותר. מבנה המטריצה של המיתאם שבין כל זוג משתנים¹ (במקרה זה, נכסים פינאנסיים) מהווה

¹ את מידת הדמיון בהתפתחות שני נכסים ניתן לאמוד בעזרת מקדם המיתאם. המיתאם חושב לגבי כל זוג נכסים, בשנים 1962 עד 1964, לפי חודשים.

מבחן, לאישורה של שיטת הדירוג, המתבססת על ניתוח איכותי של התכונות — השטחות — המרכיבות את הנכסים. תוצאות הבדיקה הסטטיסטית מוצגות בלוח 5.

לוח 5

מטריצה: המיתאם שבין הנכסים, מבחינת ההתפתחות

תכניות חיסכון	שטרות בתיווך	פיקדונות עו"ש ללא שיקים	פיקדונות עו"ש בשיקים	
.931	.959	.993	1.000	פיקדונות עו"ש בשיקים
.961	.978	1.000	.993	פיקדונות עו"ש ללא שיקים
.983	1.000	.978	.959	שטרות בתיווך
1.000	.983	.969	.931	תכניות חיסכון

בחינת המטריצה שלעיל מגלה, שהסדר, שנתקבל באמצעות המבחן הסטטיסטי, שווה לסדר שנתקבל באמצעות ניתוח השטחות. מן המטריצה ניתן לראות שהמיתאמים הולכים ויורדים ככל שהמרחק בין הנכסים גדל. למשל, במשך השנים הנסקרות (1962, 1963 ו-1964) היו פיקדונות עו"ש בשיקים דומים בהתפתחותם לפיקדונות עו"ש ללא שיקים, יותר מאשר לשטרות בתיווך ותכניות חיסכון, או: התכונות, החשובות למשיק, המצויות בתכניות חיסכון גרמו לכך, שהשוני בהתפתחותן יהיה הגדול ביותר, ביחס לפיקדונות עו"ש בשיקים, והקטן ביותר ביחס לשטרות בתיווך.

יש בממצאים סטטיסטיים אלו כדי לאשר במידת מה, את התיאוריה של הקרבה בין הנכסים, כפי שהוצגה בסעיפים הקודמים; אך יש עדיין צורך בבדיקות נוספות.

מידת התחלופה שבין הנכסים

מידת הקרבה שבין הנכסים, שנתקבלה מן הניתוח, יש לה חשיבות מבחינת ניתוח ההשפעה של שינויים בתכונות של נכס על הביקוש לנכסים, שהינם תחליפיו הקרובים. אם מקומו של הנכס בתוך סדר הנכסים משתנה, כתוצאה משינוי בהרכב תכונותיו, אפשר לקבוע באיזה מן הנכסים תימצא ההתאמה הגדולה ביותר למניעי ההשקעה המקורית. מן הראוי לזכור, שאין אנו עוסקים כאן בצורתה של עקומת אדישות בודדת, אלא במידת הקרבה שבין הנכסים, במונחים של התכונות הכלולות בהם. אם, למשל, תשתנה רמתה של תכונה בשטרות בתיווך בנקים, כך שתשתנה דרגתה, יתארו המטריצה של המיתאם והסדר, שנבקע על סמך הניתוח האיכותי, מה תהיה התנהגותם של כלל המשקיעים, אם המניע של ההשקעה הראשונה נשאר קבוע. השיטה מאשרת, שאם בשטרות בתיווך חל שינוי לעומת דירוגם המקורי (תופעה שכיחה יותר היא העלמו של נכס מן השוק) יועברו הקרנות המושקעות בו, בדרך כלל, לתכניות חיסכון ופיקדונות עו"ש ללא שיקים יותר מאשר לנכסים אחרים. מן הניתוח האיכותי של השטחות, ניתן לחזות את המעבר מנכס לנכס, שיבצע המשקיע. הדבר יושג על ידי סקירת האלטרנטיבות, כפי שהן מוצגות בפרופיל של כל אחד מן הנכסים.

אם יחול שינוי בשטרות בתיווך כך שמקומם בסדר הנכסים ישתנה, ההחלטה להשקיע בנכס מסוים ולא בנכסים אלטרנטיביים תתבסס על השוני בדרגות השטחות של הנכסים הסמוכים, אם, כאמור, לא חל שינוי בטעמו של המשקיע.

במקרה זה, הנכסים הסמוכים הם פיקדונות עו"ש ללא שיקים ותכניות חיסכון. אם למשקיע עדיפות התכונות "נזילות", "קביעות" ו"התמצאות" על תשואה והבטחת הערך הריאלי הוא יבחר בפיקדונות עו"ש ללא שיקים; משקיע המעדיף את ההיפך עשוי להחליף שטרות בתיווך בתכניות חיסכון. בלוח 6 מוצג מעבר זה משטרות בתיווך לנכסים הסמוכים. הלוח מציין באלו שטחות עדיפים הנכסים הסמוכים על שטרות בתיווך (+) ובאלו שטחות הם נחותים (-).

מן הראוי לציין, שמשקיעים שאצלם חל מעבר משטרות בתיווך לפיקדונות עו"ש בשיקים, שינו, באורח יסודי, את מניעי ההשקעה שלהם.

לוח 6

השינוי בדרגות השטחות הכרוך במעבר משטרות בתיווך בנקים לנכסים הפמוכים

בערכים ביסחון ריאליים	התמצאות והוצאות גלוות	תשואה	קביעות	נזילות	
3	1	2	1	2	פיקדונות עו"ש ללא שיקים
=	+	-	+	+	↑ • ↓
3	2	1	2	3	
+	=	=	-	-	
2	2	1	3	4	תכניות חיסכון

לסיכום הדיון בעקרון התחליפיות שבנכסים — כפי שהוצג בגישה זו לנכסים פינאנסיים — ייאמר, שבהעדר שינוי יסודי במניעי ההשקעה, יביא שינוי באחת התכונות של נכס, או העלמו מן השוק, להחלפת הנכס בנכסים הקרובים אליו יותר מבחינה סמאנטית ומבחינת המיתאם הסטאטיסטי, יותר מאשר החלפתו בנכסים רחוקים מן הבחינות הללו.

4. השימושים שניתן לעשות בניתוח זה

גישת ניתוח הנכסים הפינאנסיים נועדה, כאמור, להגדיל את מידת ההבנה לגבי דרך קבלת ההחלטות של המשקיעים. אם תפותח השיטה די הצורך, ניתן יהיה להוסיף למסגרת הניתוח נכסים פינאנסיים אחרים שעליהם יכול הבנק המרכזי להשפיע.

ההגנה שהחלפת נכסים, שמקורה איננו בשינוי במניעי ההשקעה, תהיה מיועדת להשיג את מירב התכונות שהיו נחלת ההשקעה המקורית (דמיון מירבי בפרופיל הנכס) מביאה אותנו לשימוש הבסיסי שניתן לעשות בגישה. על ידי יישומו של עיקרון זה ניתן לשנות את כוח המשיכה של נכסים ולנבא שינויים בנכסים אחרים. בדוגמא שלנו, שבה נכללו 4 נכסים, ניתן לראות שאם הרשויות המוניטאריות, מסיבות שונות, מעוניינות בהחלשת הפעילות בשטח שטרות בתיווך עומדות בפניהן שתי דרכים: ראשית ניתן להקטין את כוח המשיכה של שטרות בתיווך ובכך להעלות את כוח המשיכה של הנכסים הסמוכים להם. שנית, ניתן להגדיל את כוח המשיכה של הנכסים הסמוכים בדרך של שיפור השטחות הרלוונטיות.

נוסף על כך, ניתן, בעזרת שיטה זו, לחזות את מקומו של נכס חדש בתוך סדר הנכסים ולצפות מה תהא התפתחותו האפשרית והשפעתו על ההתפתחות בנכסים סמוכים.

5. סיכום

השיטה שננקטה עומדת על ייחודו של כל אחד מן הנכסים הפינאנסיים השונים כפי שהוא מתבטא בהרכב תכונותיו. כדי שנבין את יחסי הגומלין שבין נכסים פינאנסיים, כולל אלה המכוונים למטרה מסויימת (תכניות חיסכון, חיסכון לבניין וכיו"ב), יש ליצור שיטה בעלת גמישות מתאימה, שבעזרתה ניתן יהיה להעריך את התכונות החשובות המאפיינות כל נכס ונכס. באמצעות בחינת נכס על פי תכונותיו יש אפשרות להעריך את הנכס ביתר פירוט ובמונחים יותר מוגדרים מאשר "תשואה" ו"סיכון" המקובלים.

אם הרעיון שהובא כאן ישמש בסיס למחקר מקיף יותר יהיה לשיטה זו ערך בחיזוי ההתפתחות בתחום הנכסים. כיוון שמידת הקרבה שבין נכסים היא תוצאה של דמיון בשטחות, הרי שיש בכך כדי להגדיר את מידת התחליפיות שבין הנכסים. אינפורמציה זו יכולה לשמש לצורך שינוי בשטחותיהם של נכסים בצורה המועילה ביותר למטרות המדיניות המוניטארית.