

מחקר בגובה העיניים



תוכן העניינים:

1. ההשפעה ההטרוגנית של שער החליפין על החברות בענפי התעשייה בישראל
גלעד ברנד וארנון ברק

2. הנזילות בשוקי איגרות החוב בישראל: ניתוח על רקע משבר הקורונה
ינון גמרסני, דפנה קובי וארי קוטאי

3. תזמון שוק ברכישות חוזרות של אגרות קונצרניות
נדב שטינברג ואבי ואהל

פרסום זה מנגיש מחקרים נבחרים הנכתבים על ידי חוקרי חטיבת המחקר שהם רלבנטיים לכלכלת ישראל.
תדירות הפרסום היא חצי-שנתית.

ההשפעה ההטרוגנית של שע"ח על חברות בענפי התעשייה בישראל

ארנון ברק וגלעד ברנד

המחקר בוחן את השפעתן של תנודות בשע"ח על חברות בענפי התעשייה בישראל. המחקר מוצא כי שע"ח משפיע באופן משמעותי על הייצוא של חברות קטנות, שמתאפיינות בפריון נמוך. לעומת זאת, הייצוא של חברות תעשייה גדולות, שמתאפיינות בפריון גבוה, מושפע מתנודות בשע"ח באופן זניח בלבד.

על שתי חברות תעשייה (בדיוניות)

"חם-גג" היא חברת תעשייה קטנה שמייצרת רעפים עם בידוד תרמי ללקוחות בארץ ובעולם. בחברה מועסקים כמה עשרות עובדים, רובם ללא השכלה אקדמית והמשכורת הממוצעת של עובד בחברה נמוכה מהשכר הממוצע במשק. חברה אחרת היא "אופטי-גג", זו חברת תעשייה גדולה שמייצרת שבבים אלקטרוניים מיוחדים לרעפים סולריים. "אופטי-גג" מוכרת בעיקר ללקוחות בחו"ל ומועסקים בה מאות עובדים, רובם עם השכלה בתחומי ההנדסה והמדעים המדויקים. "אופטי-גג" נוטה

תיבה 1: כיצד תנודות בשע"ח משפיעות על חברות בענפי התעשייה?

נניח ששע"ח של השקל מול הדולר מתחזק, כך שהעלות של רכישת דולר אחד יורדת מ-3.3 שקלים ל-3.2 שקלים. כתוצאה מכך, נשחקות ההכנסות בשקלים של חברות שמייצאות בדולרים בכ-3%. במידה וכל ההוצאות של החברה נקובות בשקלים, יישחקו הרווחים של החברה בהתאם. ערוץ השפעה אחר הוא ערוץ הייבוא. נניח שחברה מוכרת בשוק המקומי בלבד, מייצרת באמצעות חומרי גלם שהיא רוכשת בחו"ל והמכשור והציוד שבו היא נעזרת, מייבוא אף הוא. במקרה כזה, התחזקותו של השקל תגדיל את הרווחיות של החברה, משום שהעלות (בשקלים) של ייבוא התשומות מוזל. לבסוף, חברה שמוכרת בשוק המקומי בלבד, באמצעות חומרי גלם ומכשור שהיא רוכשת בשוק המקומי, עשויה אף היא להתמודד עם ההשלכות של תנודות בשע"ח. מצב זה אפשרי, כאשר מול מוצרי החברה שנמכרים בשוק המקומי, יש מוצרים מתחרים מחו"ל. במצב כזה, עלולה החברה המקומית לאבד את כושר התחרות מול אותם מוצרים מתחרים מחו"ל. כלל ההשפעות הללו ממחישות כיצד חברות שונות מושפעות באופן שונה מתנודות בשע"ח. השפעות אלה מתוארות במחקר בהרחבה.

שע"ח מגלם מכלול רב של השפעות שונות ומשקף על פני זמן את גורמי היסוד של הכלכלה. שע"ח מושפע גם מצעדי מדיניות שונים. כך, למשל, מענקים והטבות שונות לחברות הייצואניות, תומכים בהתחזקותו של השקל. השפעה דומה יש גם להגבלות על ייבוא. כמו כן, גם למדיניות המוניטרית של בנק ישראל יש השפעה על שע"ח.

לשלם לעובדיה מעל לשכר הממוצע במשק. בעקבות התפתחויות מפתיעות בשוקי ההון בעולם, חל ייסוף חד בשע"ח של השקל מול המטבעות העיקריים. כיצד יתבטא הייסוף (התחזקות השקל) במכירות, ברווחים, במספר העובדים ובהשקעות העתידיות של שתי החברות? בשאלות אלה דן המחקר.

שע"ח משפיע על שתי החברות בכמה דרכים. ראשית, הייצוא של החברות

נקוב בדולרים ואילו החברות משלמות לעובדים בשקלים. באופן זה, התחזקות השקל שוחקת את רווחיותן של החברות. זוהי התפתחות משמעותית עבור "חם-גג", ששולי הרווח אצלה נמוכים יחסית וייסוף חד בשע"ח של השקל מול הדולר עשוי לאלץ את החברה למכור בהפסד או לחילופין לאלץ אותה להעלות את המחירים ללקוחותיה ולהסתכן באובדן של נתח שוק. "חם-גג" מוכרת גם ללקוחות בישראל, בשקלים. אך מכיוון שהדולר נחלש מול השקל, מוזלים המוצרים מחו"ל המתחרים בה עבור הצרכנים בישראל וכך גוברת התחרות מול חברות מתחרות מחו"ל. לעומת זאת, המוצרים של "אופטי-גג" מתבססים על טכנולוגיה ייחודית, שולי הרווח של החברה גבוהים יותר ובשל המוצרים הייחודיים שהיא מייצרת, נותרה התחרות שמולה ניצבת "אופטי-גג" נמוכה יחסית.

לבסוף, הן "חם-גג" והן "אופטי-גג" קונות חומרי גלם מחו"ל ומשקיעות במכונות ובציוד שנקנים אף הם בחו"ל. בעקבות התחזקות השקל, הוזלו מחירי חומרי הגלם (בשקלים). חומרי הגלם מהווים חלק ניכר מעלות הייצור של "חם-גג", אך הם מהווים חלק קטן יותר אצל "אופטי-גג", עבודה הוצאות השכר (בשקלים) מהוות חלק משמעותי יותר.

אלה אמנם דוגמאות מומצאות, אך המחשבות אלה משקפות את התמונה שעולה במחקר - חברות עם מאפיינים שונים, תגבנה באופן שונה לשינויים בשע"ח. המאפיין המשמעותי ביותר הוא מתח הרווחים של החברה, שמתבטא בפריון של העובדים ושניתן להגדירו באופן גס כרווח הגולמי של החברה לפני הוצאות שכר, בחלוקה למספר העובדים. חברות עם פריון גבוה נוטות להתאים פחות את היקף פעילותן לשינויים בשע"ח. חברות עם פריון גבוה נוטות להיות חברות גדולות, עתירות טכנולוגיה, שפועלות בעיקר מול חו"ל.

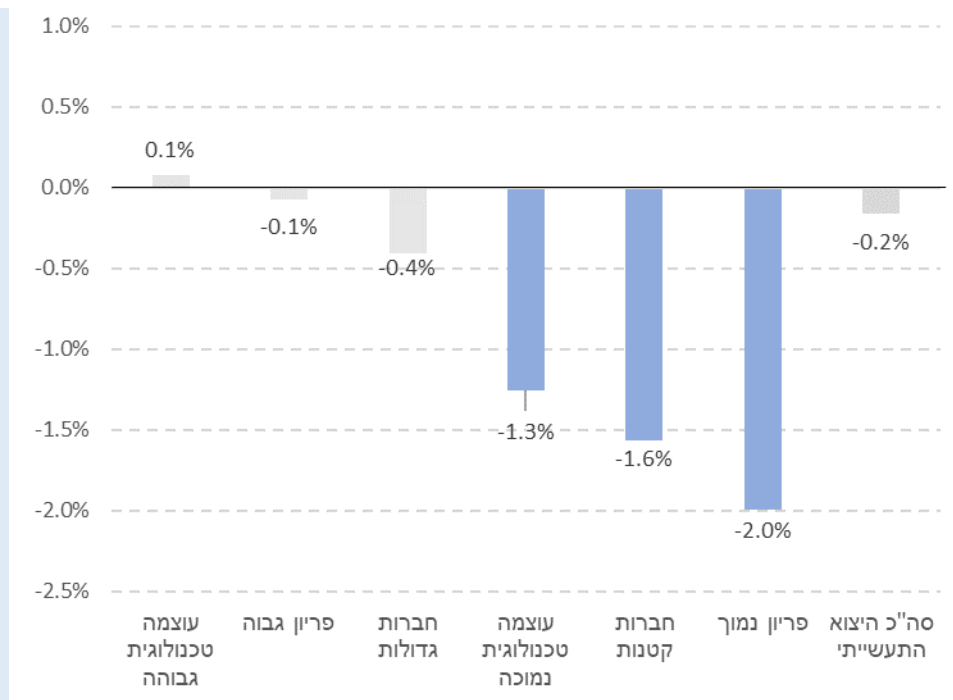
לעומת זאת, חברות שבהן הפריון (ומתח הרווחים) נמוך יותר, יאלצו להתאים את היקף פעילותן וחלקן אף עשויות לחדול מלהתקיים. מכיוון שכך, ניתן לצפות כי ככל שמגמות שתומכות בייסוף (ריאלי) תמשכנה להתקיים (למשל תגלית גז גדולה או שגשוג נוסף של תעשיית ההיי-טק), כך נצפה לראות פחות חברות "מסורתיות" כגון החברה הבדיונית "חם-גג" ויותר חברות עתירות טכנולוגיה מהסוג של "אופטי-גג".

תוצאה מעניינת של המחקר היא שהיקף הייצוא התעשייתי בישראל כמעט ואינו רגיש לשינויים בשע"ח. זו תוצאה שאינה מובנת מאליה. לשם הפשטות, נניח שהשקל מתחזק כתוצאה מהתפתחות מקומית כלשהי. במצב כזה, היינו מצפים שהתעשייה הישראלית תייצא פחות, משום שכושר התחרות שלה בחו"ל נשחק. למעשה, נראה כי המציאות מעט שונה. לרוב הייצוא התעשייתי בישראל אחראית קבוצה קטנה של חברות גדולות (מאוד) במונחים של המשק הישראלי, שמתאפיינות במתח רווחים גבוה. כך למשל, 30% מהייצוא התעשייתי נובע מפעילותן של חמש חברות גדולות בלבד. 100 החברות הגדולות של ישראל אחראיות לכ-80% מהייצוא התעשייתי. נראה כי חברות אלה מצליחות לספוג שינויים בשער החליפין ואינן מתאימות את פעילותן (ואת התעסוקה) לשע"ח החדש. כתוצאה מריכוזיות זו, חלק ניכר מהייצוא התעשייתי בישראל כמעט ואינו רגיש (בטווח הקצר) לתנודות בשע"ח.

תוצאה זו מוצגת בתרשים 1, שמראה את השפעתו של שע"ח על הייצוא של חברות בענפי התעשייה, לפי מאפיינים שונים. כפי שניתן להבחין, השפעתו של שע"ח הינה משמעותית במיוחד עבור חברות קטנות, שמתאפיינות בעצימות טכנולוגית נמוכה ובפריון נמוך (כלומר במתח רווחים נמוך). עבורן, ייסוף של אחוז אחד, ייבוא לידי ביטוי בירידה של כ-1% עד 2% בהיקף הייצוא שלהן. עבור שאר החברות, ההשפעה אינה שונה מאפס באופן מובהק.

איור 1 – השפעתו של ייסוף ריאלי של אחוז אחד על הייצוא של חברות בענפי התעשייה, לפי מאפיינים שונים*

העמודות שמסומנות באפור אינן מובהקות מבחינה סטטיסטית



* עצימות טכנולוגית נמוכה הוגדרה עבור חברות שמסווגות כטכנולוגיה מסורתית ומעורבת מסורתית. עצימות טכנולוגית גבוהה הוגדרה עבור חברות שמסווגות כטכנולוגיה עילית ומעורבת עילית. גודל ופריון החברה נקבע על בסיס חציון התפוקה והפריון לעובד, בהתאמה. מקור: ברק וברנד (2022)

כיצד מתבטא שע"ח ברווחיותן של החברות?

בסעיף הקודם ראינו שהייצוא של חברות גדולות שמתאפיינות בפריון גבוה אינו משתנה בהתאם לתנודות בשע"ח, בעוד שהייצוא של חברות קטנות שמתאפיינות בפריון נמוך, מושפע מכך במידה רבה. לעומת זאת, כאשר בחנו את ההשפעה של שע"ח על רווחי החברות, ראינו תמונה הפוכה.

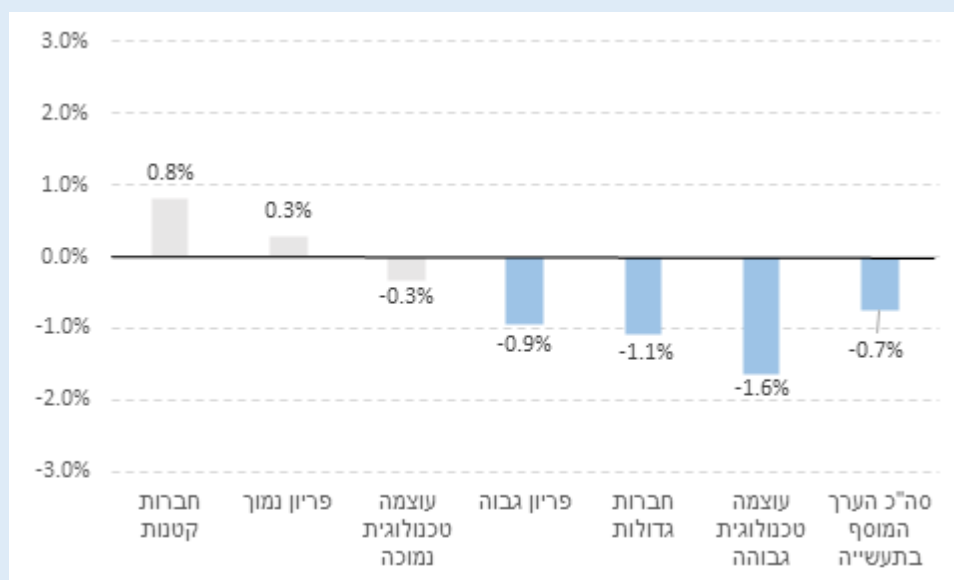
לשם הפשטות, נגדיר רווחים במובן הרחב, שכולל את הרווח הגולמי של החברה לפני תשלומי שכר (להלן הערך המוסף). בהשוואה זו מצאנו דווקא אצל החברות הגדולות השפעה חזקה של שע"ח על רווחי החברות, לרבות חברות טכנולוגיה גדולות. הסיבה לכך היא שחברות קטנות נוטות להתרכז יותר בשוק המקומי ובתחומים שחשופים פחות לתחרות מול חו"ל.

לעומת זאת, חברות גדולות נוטות לעבוד יותר בשווקים הגלובליים ולכן שינוי בשע"ח בא לידי ביטוי כמעט מלא בשורת הרווח של החברה. כמו כן, במקרה של התחזקות השקל, מוזל הייבוא של חומרי הגלם ומסייע לחברות בכך לספוג את השינויים בשע"ח. לעומת זאת, אצל חברות טכנולוגיות גדולות, הוצאות השכר הן מרכיב משמעותי יותר ולכן ההוזלה של חומרי הגלם הינה פחות משמעותית.

נסכם ונאמר, כי למרות שנמצא שהחברות הגדולות בפריזן גבוה אינן מתאימות בטווח הקצר את היקף הייצוא שלהן בהתאם לתנודות בשע"ח, יש לתנודות אלה השפעה רבה על הרווחיות של החברות הללו. מכיוון שכך, עשויות אסטרטגיות הייצוא והפעילות גם של חברות אלה להיות מושפעות מהירידה המתמשכת בשע"ח של השקל מול הדולר.

איור 2: השפעתו של ייסוף ריאלי של אחוז אחד על הרווחים של חברות בענפי התעשייה, לפי מאפיינים שונים

הרווח הגולמי לפני תשלומי שכר (הערך המוסף)
העמודות שמסומנות באפור אינן מובהקות מבחינה סטטיסטית



* עצימות טכנולוגית נמוכה הוגדרה עבור חברות שמסווגות כטכנולוגיה מסורתית ומעורבת מסורתית. עצימות טכנולוגית גבוהה הוגדרה עבור חברות שמסווגות כטכנולוגיה עילית ומעורבת עילית. גודל ופריזן החברה נקבע על בסיס חציון התפוקה והפריזן לעובד, בהתאמה. מקור: ברק וברנד (2022)

השלכות על מדיניות

ההשפעה הלא-אחידה של שע"ח על החברות מדגישה את הצורך של קובעי המדיניות להביא בחשבון גם השפעות של המדיניות על שע"ח. דוגמה לכך הם מענקים והטבות לחברות יצואניות גדולות, שבשל השפעתן על שע"ח, עלולים מענקים והטבות אלה להביא לסגירתן של חברות קטנות, שמתאפיינות בפריזן נמוך ובעצימות טכנולוגית נמוכה. צעדים מעין אלה משפיעים על הקצאת המקורות במשק ומאיצים את התחלופה בין תעשיות עם פריזן נמוך לבין תעשיות עם פריזן גבוה.

דוגמאות נוספות הן הגבלות שונות על הייבוא, כגון מכסים והגבלות אחרות. הגבלות אלה מחזקות את שע"ח של השקל ומעיבות על כן על הפעילות של היצואניות במשק ועל המכירות של חברות שחשופות לייבוא מתחרה מחו"ל. כאמור, השפעות אלה משמעותיות במיוחד עבור חברות קטנות שמתאפיינות בפריון נמוך.

הנזילות בשוקי אגרות החוב בישראל: ניתוח על רקע משבר הקורונה

ינון גמרסני, דפנה קובי וארי קוטאי

מחקר זה בודק את התפתחות הנזילות בשוקי אגרות החוב בישראל בתחילת שנת 2020, על רקע הטלטלה שהתחוללה בשווקים הפיננסיים בעקבות ההתפרצות העולמית של מגפת הקורונה. המחקר מוצא כי הנזילות בשוקי האג"ח בישראל נפגעה כתוצאה מהטלטלה באופן משמעותי ומפרט את התפתחותם של מדדים שונים שמשקפים את הנזילות בשווקים הפיננסיים. אנו מנתחים גם האם ומתי חלו שינויי מגמה במדדי הנזילות לאחר צעדי המדיניות שננקטו בישראל.

תיבה 1: מהי איגרת חוב?

איגרת חוב ("אג"ח") היא נייר ערך מסוג שטר התחייבות לתשלום חוב. זהו מכשיר פיננסי, שבאמצעות הנפקתו לציבור, בדרך כלל בבורסה לניירות ערך (בישראל, בבורסה לניירות ערך בתל אביב), מאפשר לחברות או לממשלה לגייס כסף מהציבור, בדומה לנטילת הלוואה מבנק. הגורם שהנפיק את איגרות החוב מקבל במועד ההנפקה מהמשקיעים שרכשו אותן את סכום הכסף שהוסכם עליו ומתחייב בתמורה לפדות אותן במועדים עתידיים ידועים מראש על ידי תשלום של סכום הכסף שנקוב באיגרת החוב, לעיתים התשלום הוא בתוספת הצמדה או ריבית. ביו מועד הנפקתו למועד פדיונו יכולות אגרות החוב לעבור ביו מספר משקיעים.

רקע

בחודש מרץ 2020, לאחר שהחלה ההתפשטות העולמית של מגפת הקורונה, נפגעה הנזילות בשוקי האג"ח בישראל ובעולם. מחקר זה בודק את רמות הנזילות בשלושת שוקי האג"ח העיקריים בישראל: הממשלתי השקלי, הממשלתי

הצמוד והתאגידי הצמוד. בנוסף בודק המחקר מתי חלו התאוששות ושיפור של הנזילות, לאחר צעדי המדיניות שננקטו בישראל.

תיבה 2: מהי נזילות ומה חשיבותה?

נזילות בשווקים פיננסיים היא היכולת לקנות או למכור (לבצע עסקות) בכל נקודת זמן כל כמות של נכסים פיננסיים, במחיר שמשקף את ה"שווי הוגן" של הנכס הפיננסי ובעלות ביצוע עסקה ("עמלה") נמוכה. שוק שיש בו מסחר בנכסים פיננסיים, אך במחיר שהוא שונה משוויים ההוגן, נחשב לשוק שסובל מבעיית נזילות. תקופות של משבר מתאפיינות לעיתים קרובות באי-ודאות גבוהה ומשקיעים עלולים לצאת מהשווקים הפיננסיים במהירות תוך פגיעה בנזילות; בשוק שמלכתחילה אינו נזיל, עלולה תגובה זו לגרום להחרפה של המשבר ולטלטלה בשווקים.

משבר נזילות עלול ליצור נהירה החוצה של משקיעים מהשוק, להוביל לירידות שערים חדות בבורסה ואף להפסקה בפועל של המסחר בין המשקיעים. מעבר לכך, פגיעה בנזילות בעת משבר, עלולה להוביל לעלייה בעלויות המימון ולהחרף לכן את הפגיעה במשק. ההשפעה הישירה של עלייה בעלויות המימון חלה על חוב שמונפק לציבור (אג"ח), אולם בגלל קיומה של תחליפיות בין מקורות מימון, תיתכן השפעה גם על אשראי בנקאי.

הניתוח בוחן את הנזילות בצורה ישירה, כפי שהיא באה לידי ביטוי במספר מדדים מקובלים לנזילות ובחלוקה לשלוש קבוצות: "עלות הנזילות", "עומק השוק" ו"הפעילות". המדדים בשלוש הקבוצות משקפים היבטים שונים של הנזילות, כאשר נדרשת בשוק מתפקד רמה מספקת בכל אחד מההיבטים הללו – גם אם רק היבט אחד נפגע, תיתכן פגיעה חמורה בנזילות. לדוגמה, אם ממשיכים לבצע בשוק עסקות, אך רק עסקות בשווי נמוך מהשווי ההוגן של הנכס או אם יש עלייה משמעותית בעלות ביצוע העסקה – יש פגיעה בנזילות.

המדדים חושבו על בסיס נתוני המסחר התוך-יומי בבורסה לניירות ערך בתל אביב והם מבטאים את הנזילות הממוצעת לאורך היום. בשלב הראשון חישבנו את המדדים לכל אגרת חוב בנפרד ובשלב השני חושבו מדדים ממוצעים לכל אחד מהשווקים.

תוצאות המחקר:

אנו מוצאים במחקר עדויות לכך, שבאמצע חודש מרץ 2020, נרשמה פגיעה משמעותית בנזילות בשוקי האג"ח בישראל.

תיבה 3: מדדי נזילות

לעתים קרובות נוהגים להתייחס לנזילות כמאפיין חד-ממדי – הנזילות בשוק עלתה או ירדה. אולם הנזילות כוללת בתוכה מספר ממדים וכדי ששוק יוגדר כמתפקד וכנזיל, נדרש שכל הממדים הללו יגיעו לרמה מספקת. ההערכה של התפתחות הנזילות, על ממדיה השונים, נעשית במחקר זה באמצעות כמה מדדי נזילות, שמחולקים לשלוש קבוצות: (1) עלות הנזילות, (2) עומק השוק ו-(3) הפעילות בשוק.

קבוצת מדדי עלות הנזילות כוללת את המדדים הבאים ("Bid-Ask Spread": מרווח, "Price Impact" ("PI") תגובת המחיר (ו"תנודתיות"), אשר משקפים את העלות שמשלם הגורם שיוזם את העסקה---התשלום שהוא נדרש לשלם, שמתווסף למחיר הכלכלי של נייר הערך, כדי שהעסקה תתבצע במועד שבו הוא יזם אותה.

הקבוצה השנייה כוללת את מדדי עומק השוק והם משקפים את המידה שבה ניתן לקיים בשוק "עסקאות גדולות" באופן מיידי, מבלי לשלם בהן מחיר שהוא פחות אטרקטיבי או מבלי להקטין את גודל העסקה הממוצעת.

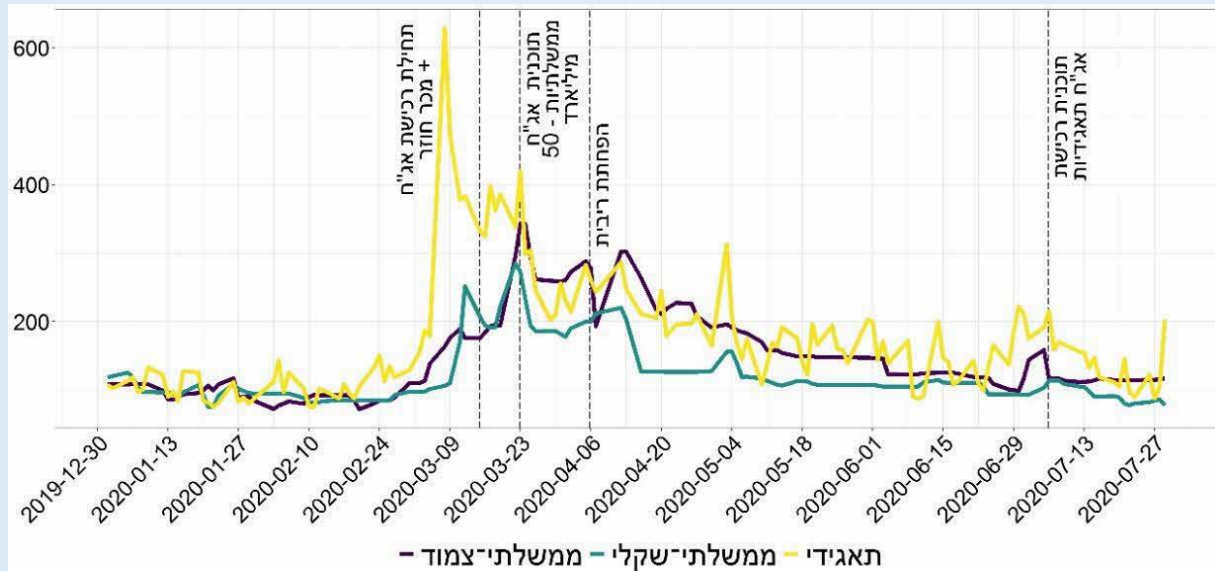
הקבוצה השלישית היא קבוצת מדדי הפעילות בשוק והיא ומבטאת היבטים שונים של עצימות המסחר. המדדים משקפים מדידה עקיפה של הנזילות. מדדים אלה מיוחסים למדידת הנזילות, לנוכח הגישה התיאורטית, שלפיה פעילות מסחר גבוהה, מורידה לרוב גם את עלויות המסחר. מדדים אלה לא מאפשרים להסיק מסקנה חד-משמעית לגבי רמת הנזילות, בשל נטייתם לעלות, לא רק כשרמת הנזילות משתפרת, אלא גם כשרמת הסיכון עולה, כלומר, מדדי הפעילות עשויים להצביע לעיתים על עלייה, גם כשרמת הנזילות נפגעת.

בתחילת חודש מרץ חלה עלייה חדה בפעילות המסחר, שלווה בעסקאות רבות יותר, שבהן הצד שיזם את העסקה היה המוכר ולא הקונה. בהמשך, החלה ירידה משמעותית במחירים, שהובילה ככל הנראה לכניסה של קונים לשוק – והביאה לשיפור האיזון בין מוכרים וקונים. גם בשיא המשבר לא זיהינו פגיעה מהותית במדדי עומק השוק, אולם נרשמה פגיעה בעלות הנזילות, כפי שמשקף, בין היתר, ממדד המרווח (איור א'). התפתחות זו תואמת גם את ירידת המחירים ומחזקת את ההערכה שמוכרים שילמו "פרמיית נזילות" גבוהה כדי לבצע את העסקאות ושחלקם נמנעו לבצען.

על מנת לזהות פגיעה בנזילות השווקים, מספיקה פגיעה בהיבט אחד של הנזילות. בפרט, למרות שלא זוהתה פגיעה במדדי עומק השוק, באה הפגיעה בנזילות לידי ביטוי דרך מדדי העלות.

במחקר ערכנו השוואה בין התפתחות מדדי עלות הנזילות במשבר מגפת הקורונה (בקו רציף) למשבר פיננסי אחר, משבר הסאב-פריים בשנת 2008. התפתחות מדדי הנזילות בסמוך לנפילת בנק ההשקעות 'ליהמן ברדרס' (בקו מקווקו) במשבר הסאב-פריים, מעלה כי בשני המקרים עלו המדדים בצורה משמעותית (איור ב'), אולם במשבר מגפת הקורונה שבו המדדים מהר יותר לרמתם טרם המשבר, בעוד שבמשבר 2008 – נותרו המדדים ברמה גבוהה יותר ביחס לרמה ששררה טרם המשבר לאורך זמן רב יותר. בנוסף, משבר הסאב-פריים התאפיין בירידה במדדי עומק השוק.

איור א' – המרווח בשוקי האג"ח בישראל



הערות: המרווח הוא הפער הממוצע שבין מחירי הקנייה והמכירה הטובים ביותר כאחוז ממחיר אגרת החוב. מאחר שיש שוני ברמה הממוצעת של המרווח בין שוקי האג"ח, נורמלו הערכים כך שערכם הממוצע בינואר נקבע ל-100.

צעדי המדיניות בתגובה לטלטלה בשווקים:

לנוכח הטלטלה בשווקים הפעיל בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים אחרים בעולם, שורה של צעדים במטרה להגביר את הנזילות בשווקים ולתמוך בתפקודם התקין. הצעדים הראשונים שנקט בנק ישראל בין ה-15 ועד ל-22 במרץ 2020, הובילו לשיפור חלקי בלבד בשני שוקי האג"ח הממשלתיים שנבחנו -- חלו תפנית ראשונית וירידת מדרגה במדד התנודתיות. כמו כן נבלמה מספר ימים לאחר תחילת צעדי המדיניות ברוב השווקים מגמת העלייה החדה בתשואות האג"ח (ירידת מחירים). אולם בשוק התאגידי-צמוד, חלה התפנית עוד קודם לכן ולא ניתן בשל כך לשלול את האפשרות שירידת המדרגה מוסברת על ידי גורם אחר. למרות הירידה בתנודתיות בשוקי האג"ח הממשלתי שנבחנו, הייתה השפעתם של צעדי המדיניות על הנזילות כפי שבאה לידי ביטוי בשני מדדי העלות הנוספים (המרווח וה-PI-מוגבלת).

ב-23 במרץ 2020 פורסם עדכון לתוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות של בנק ישראל, כך שהיא תגיע להיקף של 50 מיליארד שקלים ובסמוך לפרסום זה נרשם שיפור משמעותי במדדי עלות הנזילות, עד כדי תפנית משמעותית במספר מדדים. מעבר לכך נרשם שיפור גם בשוק האג"ח התאגידי-צמוד, למרות שבנק ישראל לא התערב בו באותה נקודת זמן באופן ישיר.

בסמוך לפרסום עדכון התוכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות של בנק ישראל בהיקף של 50 מיליארד שקלים, נרשם שיפור משמעותי במדדי עלות הנזילות, עד כדי תפנית משמעותית במספר מדדים.

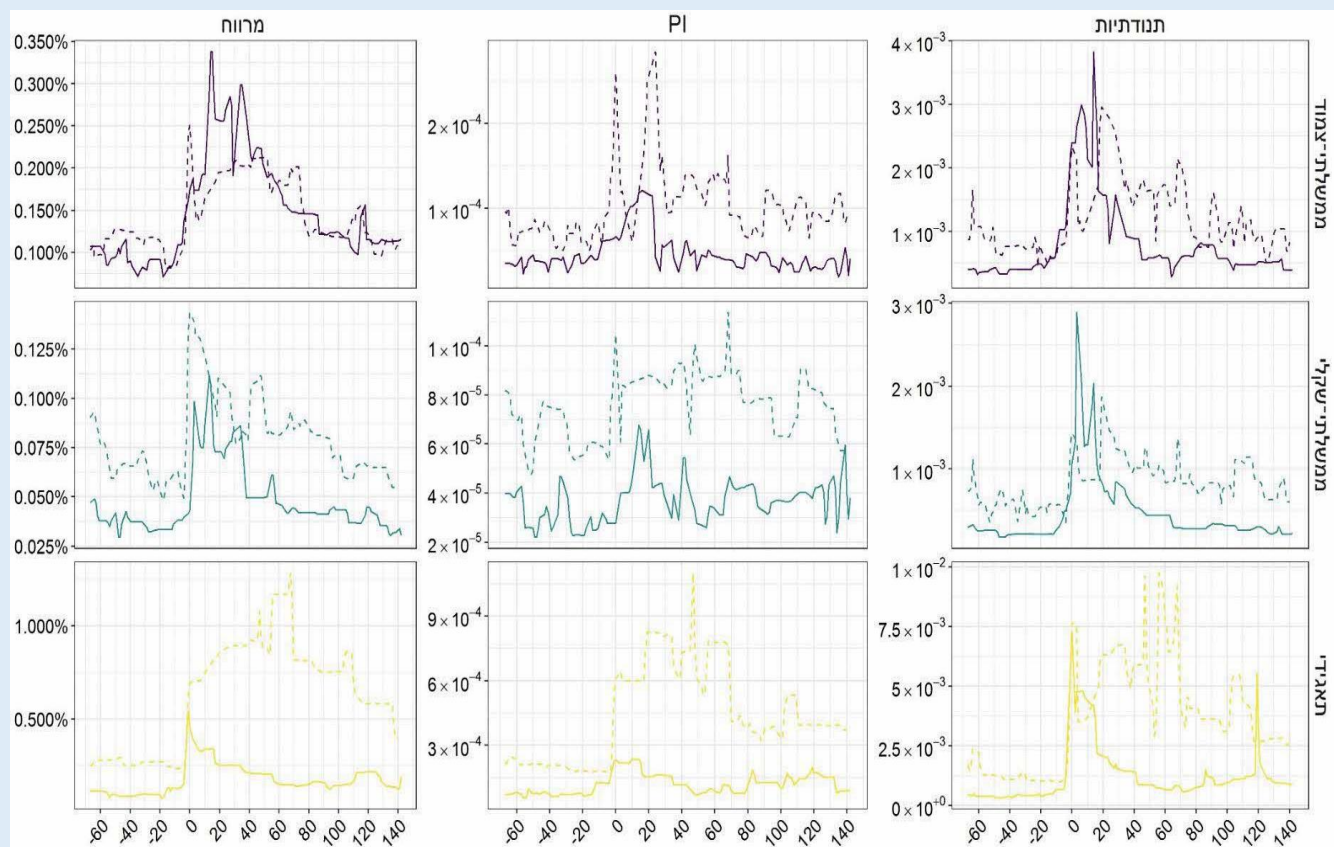
בנק ישראל הפעיל ב-6 ביולי 2020 צעד משמעותי נוסף – תוכנית לרכישת אג"ח תאגידי על ידיו. זאת לאחר שמגמת עלייה המחודשת בעלות הנזילות הסתמנה בשוק זה. ככל שמגמה כזו אכן התחילה, היא נגדעה בראשיתה לאחר פרסום התוכנית..

סיכום ומסקנות

המחקר מצביע על פגיעה משמעותית בנזילות בשיא המשבר של מגפת הקורונה. הפגיעה באה לידי ביטוי דרך היבט העלות; פעילים שביצעו עסקות, נאלצו לעשות זאת בעלות גבוהה יותר.

התוצאות שמופיעות במחקר זה מצביעות על פגיעה משמעותית בנזילות בשיא המשבר של מגפת הקורונה. ממצא זה עקבי עם ההערכה שלפיה עליית התשואות בתקופה זו הושפעה מעלייה בפרמיית הנזילות. מסקנה זו מתבססת במידה רבה גם על הממצא שלפיו מדדי העלות עלו באופן חד יותר בשווקים שבהם נרשמה עלייה חדה יותר בתשואות ושנחשבים גם לפחות נזילים. זאת על אף שלא זוהתה פגיעה במדדי עומק השוק, מאחר שכאמור מספיקה פגיעה בהיבט אחד של הנזילות, על מנת שתיווצר פגיעה בנזילות. הפגיעה בנזילות באה במשבר זה לידי ביטוי דרך היבט העלות; פעילים שביצעו עסקות, נאלצו לעשות זאת בעלות גבוהה יותר.

איור ב' – מדדי העלות במשבר הקורונה בהשוואה למשבר הסאב-פריים



הערות: על מנת לאפשר השוואה בין התקופות, סונכרנו התאריכים ביחס ל"יום אפס", שבו נצפתה תפנית במדדי הנזילות. במשבר הסאב-פריים, יום האפס הוא 18/09/2008, ובמשבר הקורונה, יום האפס הוא 08/03/2020. המרווח הוא הפער הממוצע שבין מחירי הקנייה והמכירה הטובים ביותר, כאחוז ממחיר אגרת החוב; ה-PI מתאר את הקשר בין היקף הפעילות לבין השינוי במחיר אגרת החוב ומדד התנודתיות מבטא את התנודתיות הממוצעת (בפועל) במהלך יום המסחר.

תזמון שוק ברכישה חוזרת של אגרות חוב על-ידי חברות

אבי וואהל ונדב שטינברג

רכישה חוזרת של אגרות חוב על-ידי החברות שהנפיקו אותן היא תופעה נפוצה בארצות הברית ובשווקים נוספים, אבל עד היום לא בוצע מחקר מקיף של תגובת השוק לרכישה חוזרת של אגרות חוב וזאת בשל היעדר נתונים מספקים. אנחנו משלימים פער זה באמצעות שימוש בנתונים ייחודיים בתדירות יומית מהשוק הישראלי ומראים שחברות מצליחות לתזמן את השוק, כאשר הן מבצעות רכישות חוזרות של אגרות חוב.

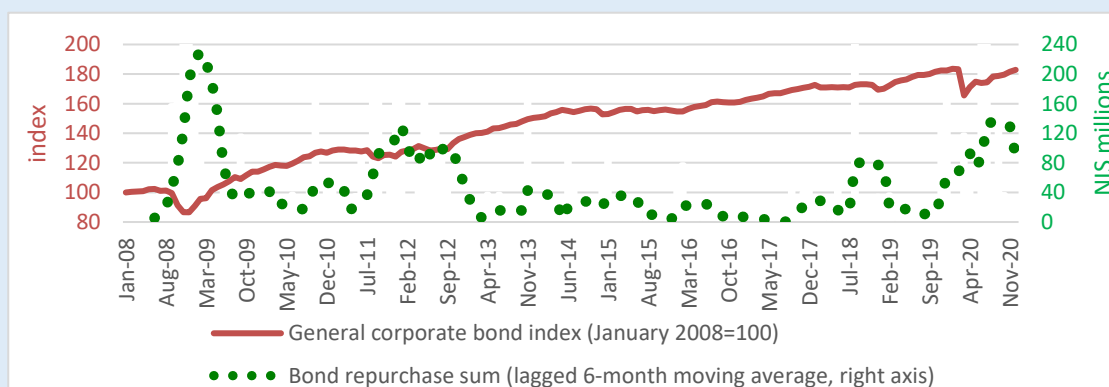
חברות נוטות לרכוש את אגרות החוב שלהן לאחר ירידה במחירן; הדיווח לציבור על הרכישה החוזרת מוביל לתשואה עודפת חיובית ומובהקת מבחינה סטטיסטית של אגרות החוב שנרכשו והעלייה במחירי האג"ח הנרכשות נמשכת גם בחמשת ימי המסחר שלאחר הדיווח. תגובת השוק לרכישה חוזרת של אגרות החוב היא מהירה יותר, כאשר הרכישה מבוצעת במסגרת תכנית רכישה שהוכרזה מבעוד מועד והתגובה חזקה יותר כאשר הרכישה החוזרת היא של אגרות חוב עם דירוג אשראי נמוך. אנשי פנים בחברות (בעלי השליטה ובכירים בחברה), נוטים לרכוש מניות של החברות שלהם בחודשים שלפני ביצוע הרכישה החוזרת של אגרות החוב; רכישת המניות על-ידי אנשי פנים בחברה בחודשים שלפני הרכישה החוזרת של אגרות החוב מובילה בתורה לתגובה חיובית יותר של מחירי אגרות החוב לרכישה החוזרת.

ממצאי המחקר תומכים בהשערה כי רכישה חוזרת של אגרות חוב מהווה סימן לכך שיש להנהלת החברה מידע חיובי על מצבה של החברה, שאינו משתקף במלואו במחירי אגרות החוב שלה.

רקע: רכישה חוזרת של אגרות חוב

רכישה חוזרת של אגרות חוב על-ידי החברות שהנפיקו אותן הן תופעה נפוצה בעולם ובישראל; הרכישות החוזרות בפועל של אגרות חוב בשוק על-ידי חברות ציבוריות בישראל הסתכמו ב־12 השנים 2008-2020 ביותר מ־7 מיליארד שקלים, או כחמישה אחוזים מהשווי הכולל של האג"ח בתחילת תקופה זו. חברות נוטות לרכוש את אגרות החוב שלהן לאחר ירידה במחירן, לדוגמה, בתקופות משבר, כגון, משבר הקורונה (איור 1).

איור 1 – התפתחות מדד אג"ח חברות בבורסה לני"ע בת"א וממוצע סכום הרכישות החוזרות של אגרות חוב במחצית השנה הקודמת



תיבה 1: רכישות חוזרות

חברות נוהגות להשתמש בהנפקה לציבור של ניירות ערך ובמיוחד מניות ואגרות חוב, כדי לממן את פעילותן. ואולם, חברות ברוב המדינות המפותחות יכולות גם לרכוש בחזרה את ניירות הערך שהן הנפיקו בעבר. תופעה זו מכונה רכישה חוזרת. חוק החברות בישראל, בדומה לחוקים במדינות אחרות, מתיר רכישה חוזרת של ניירות ערך שהחברה הנפיקה בעבר.

רכישה חוזרת של מניות שהונפקו בעבר יכולה לשמש את החברה כדי להחזיר כסף למשקיעים, בדומה לחלוקה של דייוידנד, אך היא עשויה גם לנבוע מסיבות נוספות. בפרט מצאו מחקרים שונים שחברות מצליחות לתזמן את הרכישה החוזרת של מניותיהן כך, שהמניות נרכשות במחיר נמוך יחסית ומניבות תשואה עודפת בהמשך.

רכישה חוזרת של אגרות חוב שהונפקו בעבר יכולה לשמש את החברה כדי לצמצם את החוב שלה בתזמון ובתנאים שנוחים עבורה. בישראל ניתן לרכוש אגרות חוב בחזרה במסגרת תכנית רכישה חוזרת שאושרה על-ידי הדירקטוריון של החברה והוכרזה מבעוד מועד או על בסיס "אד-הוקי" לפי החלטת הנהלת החברה. לעומת רכישה חוזרת של מניות שנידונה בהרחבה בספרות המחקרית, אין כמעט מחקרים על רכישה חוזרת של אגרות חוב, על-אף שמדובר בתופעה נפוצה וזאת מאחר שבמדינות רבות לא נדרש דיווח לציבור על ביצוע של רכישה חוזרת של אגרות חוב. בישראל, לעומת זאת, דורשות תקנות ניירות הערך מחברות לדווח לציבור בצורה מקיפה על כל רכישה חוזרת של אגרות חוב על-ידי החברה או על-ידי חברה־בת שלה וזאת בדרך כלל בתוך יום ממועד הרכישה בפועל.

מתודולוגיה: הדרכים לבחינה

של תגובת השוק לרכישה

חוזרת של אגרות חוב

עד היום לא בוצע מחקר מקיף של תגובת השוק לרכישה חוזרת של אגרות חוב וזאת בשל היעדר נתונים מספקים בעולם; מחקר אחד שנערך בארצות הברית בחן את ההשפעה של רכישה חוזרת של אגרות חוב על מחירן, אבל בשל דרישות הדיווח המקלות בארה"ב בנושא זה, עמדו לרשות החוקרים

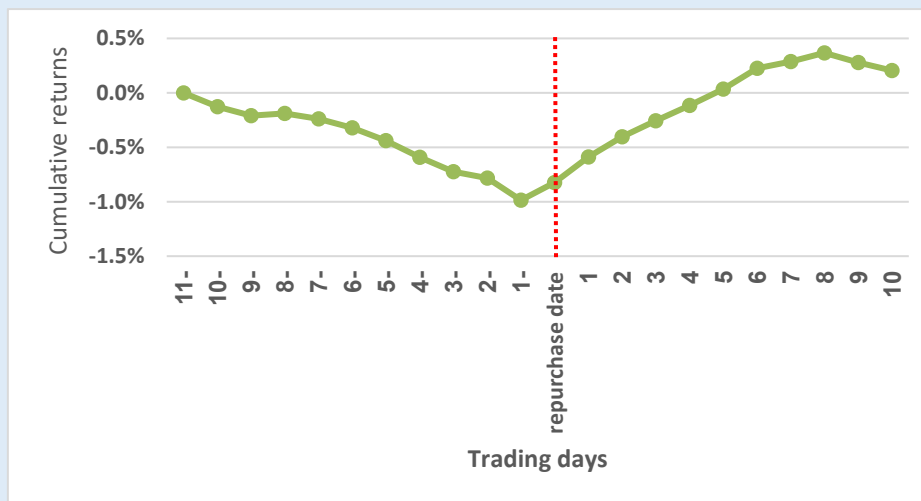
רק תצפיות מעטות והם יכלו לבחון את השפעתן של הרכישות החוזרות על מחירי האג"ח רק בטווח הארוך. במחקר הנוכחי השתמשנו בנתונים ייחודיים על החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. השתמשנו בנתונים מפורטים על כל רכישה חוזרת בפועל של אגרות חוב על-ידי החברות הציבוריות בישראל בשנים 2008-2020. בתקופה זו היו 5,588 אירועים של רכישה חוזרת של אגרות חוב על-ידי 199 חברות. הנתונים כוללים את מועד הרכישה ואת מועד הדיווח לציבור בגינה, כמו גם את המאפיינים של כל איגרת חוב. כדי לבחון האם רכישות חוזרות של אגרות חוב מובילות לשינויים במחירי האג"ח הנרכשות, מעל ומעבר לצפוי, השתמשנו באמידה אקונומטרית, שמפקחת על כל המאפיינים הרלוונטיים של אגרות החוב. בפרט כוללת הרגרסיה נתונים יומיים על כל אגרות החוב התאגידיות בישראל בשנים 2008-2020 (כ-1 מיליון תצפיות!) כדי לבחון את ההשפעה של רכישות חוזרות על השינויים במחירים של אגרות החוב הנרכשות, מעל ומעבר למה שמוסבר על-ידי מאפייני האג"ח, החברה ותאריך הרכישה החוזרת הנבחן.

ממצאי המחקר: תגובת המשקיעים לרכישה חוזרת של אגרות חוב

אגרות החוב שנרכשו משיאות תשואה עודפת של 0.15% ביום שבו ביצעה החברה את הרכישה החוזרת ותשואה עודפת של עוד 0.15% ביום שבו היא דיווחה עליה לציבור

בחינה של התשואות העודפות על אגרות החוב שנרכשות בימים שסביב הרכישה החוזרת, מלמדת שחברות נוטות לרכוש בחזרה את אגרות החוב שלהן לאחר ימים שבהם מחירן יורד. מהממצאים עולה כי אגרות החוב שנרכשו משיאות תשואה עודפת של 0.15% ביום שבו ביצעה החברה את הרכישה החוזרת ותשואה עודפת של עוד 0.15% ביום שבו היא דיווחה עליה לציבור (בדרך כלל למחרת הרכישה החוזרת). התגובה לרכישה החוזרת נמשכת גם בימים שלאחר הדיווח ומתבטאת בחמשת הימים שלאחר הדיווח לציבור על הרכישה החוזרת בתשואה עודפת של עוד כאחוז אחד במצטבר (איור 2).

איור 2 – התשואה העודפת המצטברת על אגרות חוב בימים שסביב הרכישה החוזרת שלהן



הממצאים מרמזים כי רכישה חוזרת של אגרות חוב מהווה סימן לכך שיש להנהלת החברה מידע חיובי על מצבה של החברה, שאינו משתקף במלואו במחירי אגרות החוב

כדי לזהות מאפיינים של הרכישה החוזרת שמשפיעים על תגובת המשקיעים לרכישה החוזרת, משתמש המחקר במדגם הגדול של הרכישות החוזרות של אגרות החוב ושל החברות הרוכשות. נמצא, שברוב המקרים, אין החברות מכריזות מבעוד מועד על תכנית לרכישה חוזרת של אגרות חוב, אבל כאשר הן כן בוחרות לעשות זאת, מגיב השוק בחיוב לעצם ההודעה על תכנית הרכישה והיה וכאשר החברה אכן רוכשת אגרות חוב במסגרת התכנית, תגובת השוק לרכישה בפועל

מהירה יותר בהשוואה לרכישות חוזרות של אג"ח אד-הוק. בנוסף, התגובה של המשקיעים לרכישה החוזרת חזקה יותר, כאשר מדובר ברכישה חוזרת של אגרות חוב שסובלות מדירוג אשראי נמוך יחסית ('אג"ח זבל'). לבסוף נמצא שאנשי פנים בחברות (בעלי השליטה ובכירים בחברה), נוטים לרכוש מניות של החברות שלהן בחודשים שלפני ביצוע רכישה חוזרת של אגרות החוב; רכישת מניות על-ידי אנשי פנים בחברה בחודשים שלפני הרכישה החוזרת של אגרות החוב מובילה בתורה לתגובה חיובית יותר של מחירי אגרות החוב לרכישה החוזרת. יחדיו מרמזים הממצאים הללו לכך שרכישה חוזרת של אגרות חוב מהווה סימן לכך שיש להנהלת החברה מידע חיובי על מצבה של החברה, שאינו משתקף במלואו במחירי אגרות החוב.

תרומת המחקר לידע המדעי בתחום המימון ולמדיניות בישראל ובעולם

מחקר זה הוא הראשון שבוחן את תגובת המשקיעים לרכישה חוזרת של אגרות חוב בימים שסביב הרכישה החוזרת. הממצאים מוסיפים לספרות המחקרית העשירה על התופעה המקבילה של רכישה חוזרת של מניות. תוצאות המחקר מדגישות את החשיבות שהמשקיעים מייחסים למידע על רכישות חוזרות של אגרות החוב. האסדרה בישראל מחייבת דיווח מהיר ומקיף יחסית על רכישות חוזרות בפועל של אגרות חוב ומספקת בכך מידע מועיל למשקיעים וזאת בשונה מהאסדרה במדינות אחרות, שאינן דורשות כפי שקיים בישראל גילוי בתדירות יומית.