

תיבה ד'-1: ניתוח הגורמים שהשפיעו על הירידה במחזורי המסחר במניות בבורסה בתל-אביב

מבוא

מאז תחילת 2010 נרשמה ירידה של כ-44 אחוז בהיקף המסחר בשוק המניות המקומי, ובמחצית השנייה של 2012 הוא הגיע לרמת שפל של שש שנים. שוק ההון ממלא תפקיד מרכזי בהקצאה יעילה של מקורות ההון במשק. אחד התנאים המרכזיים לתפקודו של השוק ולאמון המשקיעים בו הוא קיומה של רמת נזילות גבוהה, הואיל וזו מאפשרת למשקיעים לסחור במניות בכל רגע נתון על בסיס מידע חדש הזורם לשוק. היקף המסחר בשוק נמנה עם הגורמים המרכזיים המשפיעים על רמת נזילותו. זאת ועוד, היקף מסחר נמוך מרתיע משקיעים מלהשקיע בבורסה, ודבר זה עלול להקשות על החברות לגייס הון בשוק. לאור זאת קיימת חשיבות רבה בניתוח הגורמים שהשפיעו על הירידה החדה במחזורי המסחר בשוק המניות¹. בשנים האחרונות, וביתר שאת בשנה האחרונה, התפתח דיון ציבורי נרחב בסוגיה זו. בין ההשערות שעלו במסגרת דיון זה: (1) הירידה במחזורי המסחר היא תופעה כלל עולמית ואינה ייחודית לשוק ההון המקומי; (2) המשקיעים הזרים יצאו מהבורסה: א. שינוי הסיווג של ישראל במדדי ה- MSCI, מממשק מתעורר למשק מפותח, הביא ליציאה נטו של המשקיעים הזרים מהבורסה; ב. הירידה במחזורי המסחר הושפעה מהעלייה ברמת הסיכון של המדינה, וזו הפחיתה את האטרקטיביות של הבורסה בעיני המשקיעים הזרים; (3) השינויים ברגולציה הכלכלית והפיננסית, שחלקם נתפסו כשינוי של כללי המשחק במשק, הביאו ליציאת משקיעים - מקומיים וזרים כאחד - מהבורסה ולקיטון במספר החברות הציבוריות. בתיבה זו אנו בוחנים השערות אלו תוך השוואה בין לאומית וניתוח ארוך טווח של המחזוריים.

(1) השוואה בין-לאומית

הירידה במחזורי המסחר בשנים האחרונות אינה תופעה ייחודית לבורסה המקומית, והיא נצפתה במרבית הבורסות בעולם. על מנת לבדוק אם הירידה הייתה חריגה בהשוואה עולמית, בחנו את ההתפתחות של מחזור המסחר, מנורמל לשווי השוק, בבורסה בת"א ובממוצע של שלושה קבוצות השוואה: הבורסות במשקים מתעוררים, הבורסות במשקים מפותחים ובורסות עם שווי שוק דומה לבורסה בת"א². כאשר מנתחים מ-2003 את התפתחות קו המגמה ארוך הטווח של המחזור המנורמל בבורסה בת"א, הנאמד באמצעות HP filter³, מוצאים כי התפנית מעלייה לירידה התרחשה בסוף שנת 2009. התנהגות דומה נצפתה גם בקבוצות ההשוואה, למעט בקבוצת המשקים המפותחים, שבהם התפנית התרחשה מעט קודם לכן (באמצע 2009). לפיכך נתמקד בניתוח ההשוואתי בתקופה שמתחילה בדצמבר 2009. לוח-1 מציג את שיעור השינוי במחזור המסחר⁴, בשווי השוק ובמחזור המסחר המנורמל לשווי השוק בתקופה המשתרעת מדצמבר 2009 עד דצמבר 2012, והוא משווה בין הבורסה בת"א לקבוצות ההשוואה. מהנתונים בלוח עולה כי מחזורי המסחר בבורסה בת"א ירדו בשיעורים חדים יותר ביחס לכל קבוצות ההשוואה, ובפרט ביחס לבורסות הדומות. ממצא דומה מתקבל גם כאשר מנרמלים את מחזורי המסחר לשווי השוק, אם כי

¹ זאת להבדיל מהמחזוריים בשוק איגרות החוב הקונצרניות: אלה דווקא עלו בתקופה זו.

² בקבוצה זו כללנו בורסות עם שווי שוק כולל בטווח של 50–550 מיליארדי דולרים, והסרנו מהמדגם בורסות במדינות שהת"ג לנפש בהן חריג בהשוואה לישראל. הקבוצה כוללת את: קולומביה, פרו, מקסיקו, צ'ילה, מלזיה, תאילנד, טורקיה, אירלנד, איראן, פולין ואוסטריה.

³ HP filter (Hodrick-Prescott filter) הנו כלי מתמטי המאפשר אמידה חלקה של מרכיב המגמה ארוכת הטווח של סדרת נתונים עתית (ראו: Hodrick and Prescott, 1997, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", Journal of Money, Credit and Banking)

⁴ במונחים של דולר אמריקני.

לוח 1

שיעור השינוי במחזורי המסחר ובשווי השוק בבורסה בת"א ובקבוצות
השוואה, דצמבר 2009 עד דצמבר 2012,
(אחוזים)

הממוצע בבורסות דומות	הממוצע במשקים המתעוררים	הממוצע במשקים המפותחים	הממוצע העולמי	הבורסה בתל אביב	
-1	-33	-12	-18	-44	מחזור המסחר
					מחזור המסחר מנורמל
-12	-29	-30	-26	-35	לשווי השוק
31	5	14	12	-14	שווי השוק

המקור: World Federation of Exchanges עיבודי בנק ישראל.

ההבדלים מתונים יותר. זאת משום שבמהלך התקופה הנדונה שווי השוק של הבורסה בת"א ירד, בעוד ששווי השוק בכל קבוצות ההשוואה דווקא עלה.

מאחר שבהשוואה לבורסות אחרות המחזוריים בבורסת ת"א ירדו באופן חד יותר בשלוש השנים האחרונות, ניתן לשער שבנוסף לגורמים הגלובליים, המשפיעים בעיקר על פעילות המשקיעים הזרים ועל המחזוריים של המניות הדואליות, גם גורמים מקומיים תרמו לירידה.

(2) יציאתם של המשקיעים הזרים מהבורסה

מחקרים אמפיריים הראו שבבורסות קטנות המשקיעים הזרים פועלים בתדירות גבוהה יותר מהמשקיעים המקומיים⁵. זאת ועוד, משקיעים זרים תורמים לרמת ההטרופיות בשוק, משום שהם מנהלים תיקים בין-לאומיים ועל כן פועלים לעיתים ממניעים שונים ממניעי המקומיים. מודלים תיאורטיים שונים מראים כי היקף המסחר מושפע מדפוסי הפעילות של השחקנים השונים בשוק ומהרכבם, ובפרט ממידת ההטרופיות שלהם⁶. לפיכך, ירידה במשקלם של הזרים יכולה לתרום לירידה במחזוריים.

משקלם של המשקיעים הזרים באחזקות בבורסה אכן נמצא במגמת ירידה מתמשכת החל משיאו של המשבר הפיננסי בסוף 2008 (30 אחוז). אחת הסברות לגבי הגורם לכך היא שחלה עלייה בתפיסת הסיכון של ישראל על רקע ההתפתחויות הגיאופוליטיות באזור. איור ד'-2 בפרק מציג את התפתחות פרמיית ה-CDS של ישראל בהשוואה לממוצע הפרמיות של המשקים המתעוררים. מהתבוננות באיור ניתן לראות כי בתחילת 2009 פרמיית ה-CDS של ישראל החלה להתכנס מלמטה אל ממוצע הפרמיות של המשקים המתעוררים. התפתחות זו מצביעה על שינוי בתפיסת הסיכון היחסי של ישראל – ממשק פחות מסוכן מהמשקים המתעוררים למשק עם רמת סיכון דומה. למרות שלא ניתן לקבוע אם התפתחות זו נבעה מעליית הסיכון של ישראל או מירידת הסיכון של המשקים המתעוררים, ניתן לשער כי הייתה לה תרומה מסוימת ליציאת המשקיעים הזרים מהבורסה.

עם המשקיעים הזרים שיציאתם מהבורסה הייתה מתואמת במיוחד עם הירידה במחזורי המסחר נמנות קרנות ההשקעה הבין-לאומיות; באמצע 2010 נרשמה ירידה של 53 אחוז באחזקותיהן במניות בבורסה בת"א (איור 1). מאחר שהקרנות הבין-לאומיות מנהלות את היקף הפעילות הגבוה ביותר מבין

⁵ ראו למשל Chan and Covrig, 2009, "Why foreign investors trade more frequently", working paper

⁶ ראו למשל, Jiang Wang, 1994, "A Model of Combative Stock Trading Volume", Journal of Political Economy



המשקיעים הזרים, ליציאתן מהבורסה הייתה ככל הנראה השפעה משמעותית על מחזורי המסחר.

בסביבות מאי 2010 התרחשו שני אירועים מרכזיים שעשויים להסביר את יציאתן המהירה של הקרנות הזרות מהבורסה: החרפת משבר החובות באירופה והשינוי בסיווג של ישראל במדד ה- MSCI. מנתוני הפעילות של קרנות ההשקעה הבין-לאומיות⁷ עולה, כי במהלך חודשים אלו אכן נרשמו מימושים גבוהים בכל המשקיים המתעוררים על רקע החרפת משבר החובות באירופה, אולם חודשים ספורים לאחר מכן הקרנות שבו להשקיע בהיקפים גבוהים במשקיים אלה, למעט בישראל. לכן תגובתן של הקרנות להחרפת משבר החובות באירופה אינה מסבירה מדוע אחזקותיהן בבורסה בת"א התייצבו ברמות נמוכות.

במאי 2010 שונה הסיווג של ישראל במדד ה- MSCI, מדדים המשמשים כמדד ייחוס לקרנות השקעה בין-לאומיות רבות, ממשק מתעורר למשק

מפותח. להלכה צעד זה אמור היה להגביר את האטרקטיביות של הבורסה בת"א, אך למעשה הוא הביא דווקא לירידה בהיקף האחזקות של קרנות ההשקעה הזרות. ההסבר לכך נעוץ כנראה בעובדה שעם שינוי הסיווג MSCI החליטה לכלול את ישראל במדד חדש, המורכב מהמדינות המפותחות באירופה ובמזרח התיכון, ולא במדד האירופי הקיים. לאור משקלה הנמוך של ישראל במדד החדש⁸, לקרנות העוקבות אחרי המדד האירופי לא היה תמריץ לעבור למדד החדש. כתוצאה מכך⁹ לא נכנסו לבורסה קרנות המתמחות במשקיים מפותחים במקום הקרנות המתמחות במשקיים מתעוררים, שיצאו מהבורסה בעקבות שינוי הסיווג, כפי שעולה מהנתונים. חשוב להדגיש שמטבע הדברים תהליך היציאה של הקרנות הזרות לווה בעלייה זמנית במחזורים של המניות הכלולות במדד.

(3) השפעת הרגולציה

אחת הטענות הרווחות בשיח הציבורי היא שהשינויים ברגולציה הכלכלית והפיננסית תרמו לירידה במחזורי המסחר. הנימוקים לטענה זו התייחסו לשלושה אפיקי השפעה אפשריים:

(1) עלתה השערה שהעלאת המיסוי על רווחי הון בתחילת 2012 הביאה להסטת השקעות מהבורסה לאפיקים שלא הושפעו מהעלאת המיסים. ואולם בניתוח של הרכב תיק הנכסים של הציבור לא נמצאו עדויות להסטת השקעות משוק המניות לאפיקים אלטרנטיביים. כמו כן, לא נמצא כי שחקנים שלא הושפעו מהשינוי במיסוי (משקיעים מוסדיים ותושבי חוץ) הגדילו את חלקם היחסי באחזקות במניות. ניתן להסיק אפוא כי השינוי במיסוי לא השפיע על המחזורים.

(2) הידוק הרגולציה על החברות הציבוריות – במהלך השנים האחרונות נערכו מספר שינויי חקיקה במטרה להגביר את השקיפות ולהדק את הפיקוח על החברות הציבוריות, וזאת על מנת להגן על ציבור

⁷ על פי נתוני JP Morgan

⁸ משקלה של ישראל במדד המשקיים המתעוררים עמד על כ-2.5 אחוז ואילו המשקל במדד החדש עומד על כ-0.85 אחוז. רייס ומבורך (2008) בחנו מהי ההשפעה האפשרית של המעבר על היקף ההשקעות הזרות במניות ישראליות, אולם הם לא יכלו לצפות את הבעיה שנוצרה עקב הסיווג למדד החדש של אירופה והמזרח התיכון.

⁹ וכנראה גם כתוצאה ממשקלה הנמוך יחסית של ישראל במדד הכללי של המדינות המפותחות - פחות מחצי אחוז.

המשקיעים¹⁰. בהקשר זה עלתה הטענה שהידוק הרגולציה מכביד על החברות ולכן יצר תמריץ שלילי לביצוע הנפקות חדשות ותמריץ חיובי למחיקת חברות מהמסחר; דבר זה הביא לירידה במספר החברות הציבוריות – כ-16 אחוז בין השנים 2008 ל-2012 – ובעקבות כך גם לירידה במחזורים. ואולם ירידה במספר החברות בתקופת שפל אינה ייחודית לבורסה המקומית ולעת הנוכחית. לכן, על מנת לבסס את הטענה יש לבחון אם הירידה הנדונה היא חריגה בהשוואה לעולם ובראיה היסטורית. מהשוואה לעולם עולה כי רק בכ-12 אחוז מהבורסות נרשמה ירידה חדה יותר במספר החברות בתקופה זו, כאשר בבורסות דומות מספר החברות עלה בכ-20 אחוז בממוצע. (לשם השוואה, גם אם אף חברה לא הייתה נמחקת מהמסחר בשנים 2008-2012, עדיין כל ההנפקות החדשות בבורסה בתל אביב היו מסתכמות בגידול של פחות מ-7 אחוז במספר החברות). יש הטוענים כי הירידה במספר החברות נבעה בחלקה מכך שבהשוואה עולמית, מספר החברות הציבוריות בישראל הנו גבוה ביחס לגודל המשק – סביב האחוזון ה-80 של יחס מספר החברות הציבוריות לתוצר. עם זאת, מניתוח הנתונים עולה כי הירידה במספר החברות הציבוריות בישראל הייתה חדה אף יותר מזו שנרשמה במדינות שבהן יחס זה גבוה יותר מאשר בישראל (כ-2 אחוז בממוצע). מהשוואה לעבר עולה כי אף על פי שגם בתקופות שפל קודמות נרשמו ירידות במספר החברות הציבוריות בבורסה בת"א¹¹, לא ניתן להתעלם מכך שמספרן כיום נמצא בשפל של שלוש עשרה שנים. ניתן אפוא להסיק כי הידוק הרגולציה היה בין הגורמים שתורמו לירידה במספר החברות ובכך לירידה במחזורים.

(3) הרפורמות המקיפות בענפי המשק – בשנים האחרונות חלק מענפי המשק עברו רפורמות מקיפות, ובראשן ניצבות הרפורמה בשוק התקשורת, שהגבירה את התחרות בענף והרפורמות בענף הביטוח (לפירוט הרפורמות בענף הביטוח ראו סעיף הביטוח). מאחר שבטווח המידי הרפורמות פגעו ברווחיות של החברות בענפים אלה, עלתה הטענה שהן תרמו לירידה במחזורי המסחר במניות של החברות. אך כאשר עורכים ניתוח סטטיסטי של הנתונים, ובודקים מהו שיעור המחזורים בענפים אלו מתוך סך המחזור בבורסה, מוצאים כי השיעור בתקופה שלאחר החלת הרפורמות העיקריות¹² אינו שונה באופן מובהק מהשיעור בתקופה שלפני החלתן. לפיכך איננו מוצאים תמיכה לטענה שהרפורמות הכלכליות בענפי המשק תרמו לירידה במחזורי המסחר.

לסיכום, מהניתוח שהוצג בתיבה עולה כי בנוסף לגורמים הגלובליים, שהשפיעו על הירידה החדה במחזורי המסחר במניות בבורסה בת"א, פעלו גם גורמים מקומיים. עם הגורמים המקומיים המרכזיים נמנית יציאת הזרים מהבורסה, ובפרט יציאתן של קרנות ההשקעה הבין-לאומיות; מהלכים אלה הושפעו ככל הנראה משינוי הסייג במדד ה- MSCI ומהעלייה בתפישת הסיכון היחסי של ישראל. כמו כן, הירידה החדה, בהשוואה עולמית והיסטורית, במספר החברות הציבוריות תומכת בסברה שלהידוק הרגולציה בשוק ההון הייתה תרומה מסוימת לירידה במחזורי המסחר; השינויים ברגולציה הכלכלית על ענפים ספציפיים, לעומת זאת, לא השפיעו על מחזורי המסחר.

¹⁰ בין השינויים הבולטים: שינוי כללי הדיווח החשבונאי; האכיפה המנהלית; תיקון 16 לחוק החברות, תיקון העוסק באישור עסקאות של בעלי שליטה; ותיקון 20 לחוק החברות, תיקון המטיל מגבלות על שכר הבכירים בחברות הציבוריות.

¹¹ כך למשל, בין השנים 2000–2003, על רקע המשבר הכלכלי בארץ, נרשמה ירידה בשיעור דומה במספר החברות.

¹² ינואר 2012 בענף הביטוח וינואר 2011 בענף התקשורת.