

דימיון בתיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים

ד"ר מרים שוורץ-זיו
בית הספר למנהל עסקים, האוניברסיטה העברית

כיצד נמדוד אם- קיים דימיון בהשקעות של המוסדיים? צעד ראשון

- **אחוז המניות הממוצע המוחזק על ידי מוסדיים (הגדולים) בחברה.** מדד חשוב שמצביע על כחם העולה של המוסדיים, אך לא על רמת הדימיון, כלומר האם יש מוסדי אחד שמחזיק נתח שוק במיוחד גדול, ברמת נייר הערב, בהשוואה לחברות מתחרות באותו התחום.
- **מספר מוסדיים.** אופציה זו נותנת מידע חשוב, אך אינה מתייחסת לפיזור ההשקעות, לדוגמא אינה מודדת האם מוסדי אחד שולט בסקטור מסויים.

דימיון בתיקי השקעות של מוסדיים

• למה מתייחס המושג " דמיון בתיקי השקעות של מוסדיים"?

מחקרים שונים משתמשים במדדים שונים על מנת למדוד את המידה בה קיים דמיון בין שני תיקי השקעות שונים. ככלל, ניתן לומר כי אם בכל אחד משני תיקי ההשקעות השונים הושקעו כספים בדיוק באותם ניירות ערך ובאותם המשקלות, ככלל, התיקים יהיו דומים לחלוטין. יצוין כי מחקרים קודמים הראו כי למוסדיים נטייה "להימשך" אחד אחרי השני ולרכוש באותן החברות בלוקים שאינם עולים על 10% (Hadlock and Schwartz-Ziv, 2019).

• מדוע האחזקות של בעלי מניות מוסדיים צריכות לעניין אותנו?

המוסדיים בישראל מחזיקים כ- 50% מתיק נכסי הציבור. הם גורם משמעותי המשפיע על הנזילות בשוק ההון (גילדין, טפר, סבח, פורטגנג, 2020) וגם נוטלים חלק ביישום ממשל תאגידי (ראו לדוגמה (McCahery, Sautner, & Starks, 2016), אם כי במידה מוגבלת (Bebchuk, Cohen, Hirst, 2017).

מה הבעיה בדימיון בתיקי ההשקעות של מוסדיים?

- **תחרותיות מרוכבת.** Azar, Schmalz, & Tecu, (2018) טוענים כי חברות מתחרות המוחזקות על ידי אותם גופים מוסדיים מתחרות בעוצמה נמוכה יותר: חברות אלו פחות נוטות להיכנס למלחמת מחירים עבור מוצרים בהם הם מתחרים עם חברות המוחזקות על ידי אותם המוסדיים. המחברים מוצאים סימובין לטענה זו על ידי בחינה של מחירי טיסות של חברות תעופה מתחרות. יחד עם זאת, חוקרים אחרים הגיעו למסקנה שדימיון בתיקי ההשקעות אינו מרכז את עוצמת התחרותיות (Lewellen & Lowry, 2021; Koch, Panayides, & Thomas, 2021; Dennis, Gerardi, & Schenone, 2022).
- **מוטיבציה מופחתת לקיום ממשל תאגידי תקין.** Gilje, Gormley, & Levit (2020) מראים כי ככל שהדימיון בתיקי ההשקעות גדול יותר, כך פוחתת תשומת הלב של המוסדיים למניות קטנות הנמצאות גם בתיקי השקעות של מוסדיים אחרים. בנוסף, אם מוסדיים מחזיקים תיקים דומים, המשמעות היא שכל מוסדי מחזיק נתח קטן יחסית של כל חברה, ובהתאם לתאוריית הסוכן, לא יהיה לאף אחד מהמוסדיים incentive לעשות monitoring (פיקוח ובקרה) משמעותי לחברה משום שעלויות הפיקוח והבקרה הגבוהות יפלו על המוסד הפיננסי שידחוף את הפיקוח והבקרה, אך הרווח שייגזר כתוצאה מפעולות הפיקוח שננקטו יתחלק בין כלל בעלי המניות (Shleifer & Vishny, 1997).
- **סיכון מקרו.** כשלכל ה"שחקנים" (במקרה זה, המוסדיים) תיק זהה הם כולם חשופים לאותם הסיכונים, מה שיוצר סיכון ברמת המקרו (Kosenko and Michelson, 2022; Wagner, 2011).

יוחננוף

1	Migdal Makefet Pension & Provident Funds Ltd.	4.98
2	Harel Provident Funds Ltd.	4.29
3	Migdal Mutual Funds Ltd.	1.00
4	Meitav Mutual Funds Ltd.	0.74
5	Harel Mutual Funds Ltd.	0.73
6	KSM Mutual Funds Ltd.	0.71
7	Psagot Mutual Funds Ltd.	0.45
8	Altshuler Shaham Mutual Funds Management Ltd.	0.22
9	BlackRock Fund Advisors	0.20
10	Dimensional Fund Advisors LP	0.17
11	More Mutual Funds Management (2013) Ltd.	0.13
12	IBI Mutual Funds Management (1978) Ltd.	0.09
13	TIAA-CREF Investment Management LLC	0.04
14	American Century Investment Management, Inc.	0.04
15	Lamashkia Mutual Funds Management Co. (1982) Ltd.	0.03
-	Insiders / Stakeholders	67.92
1	Jochananov Mordechai	25.75
2	Yohananov Eitan	16.06
3	Yohananof Cheli	13.11
4	Yohananof Sarit	13.00
5	Harel Insurance Investments & Financial Services Ltd.	0.00

שופרסל

1	Migdal Makefet Pension & Provident Funds Ltd.	9.71
2	Harel Provident Funds Ltd.	9.48
3	Clal Pension & Provident Funds Ltd.	8.84
4	Menora Mivtachim Provident Funds Ltd.	8.82
5	Phoenix Provident Fund Ltd.	8.65
6	Altshuler Shaham Provident Funds & Pension Ltd. (I)	7.46
7	Psagot Provident Funds & Pension Ltd.	3.21
8	The Vanguard Group, Inc.	2.41
9	Yelin Lapidot Mutual Fund Management Ltd.	2.00
10	Excellence Nessuah Mutual Funds Management Ltd.	1.71
11	Meitav Mutual Funds Ltd.	1.28
12	KSM Mutual Funds Ltd.	1.27
13	BlackRock Fund Advisors	1.23
14	Altshuler Shaham Mutual Funds Management Ltd.	0.97
15	Psagot Mutual Funds Ltd.	0.94

דוגמא: סופרסל ויוחננוף

- בשתי החברות, שאמורות להתחרות זו בזו, שני בעלי המניות הינם אותם המוסדיים (מגדל והראל).
- לו המניות שמוחזקות על ידי מגדל והראל בשופרסל ויוחננוף היו מוחזקות על ידי אותו בעל שליטה, סביר כי היה קם קול זעקה.

טיב טעם

ויקטורי

רמי לוי

Type	%OS
Total	77.63
Institutions	31.02
Phoenix Provident Fund Ltd.	9.41
Harel Provident Funds Ltd.	5.85
Harel Mutual Funds Ltd.	3.02
Meitav Mutual Funds Ltd.	3.00
Migdal Mutual Funds Ltd.	2.16
Psagot Mutual Funds Ltd.	1.44
Epsilon Mutual Fund Management (1991) Ltd.	1.44
Excellence Nessuah Mutual Funds Manageme	1.39
Lamashkia Mutual Funds Management Co. (19	0.97
Sigma PCM Mutual Funds Management Co. Lt	0.72
Dimensional Fund Advisors LP	0.37
Analyst IMS Mutual Funds Management (1986	0.37
IBI Mutual Funds Management (1978) Ltd.	0.33
KSM Mutual Funds Ltd.	0.28
Barometer Investment House Ltd.	0.27
Insiders / Stakeholders	46.61
Hagai Shalom	46.61

Type	%OS
Total	87.12
Institutions	23.37
Phoenix Provident Fund Ltd.	7.38
Clal Pension & Provident Funds Ltd.	4.53
Meitav DS Provident & Pension Ltd.	2.60
Meitav Mutual Funds Ltd.	2.15
Migdal Mutual Funds Ltd.	1.57
Norges Bank Investment Management	0.90
Psagot Mutual Funds Ltd.	0.86
Analyst IMS Mutual Funds Management (1986) Ltd.	0.67
Yelin Lapidot Mutual Fund Management Ltd.	0.67
Altshuler Shaham Mutual Funds Management Ltd.	0.58
Epsilon Mutual Fund Management (1991) Ltd.	0.40
Excellence Nessuah Mutual Funds Management Ltd.	0.39
Harel Mutual Funds Ltd.	0.24
IBI Mutual Funds Management (1978) Ltd.	0.24
Eagle Global Advisors LLC	0.19
Insiders / Stakeholders	63.75
Ravid Avraham	31.65
Ravid Eyal	31.65
Clal Insurance Enterprises Holdings Ltd.	0.45

Type	%OS
Total	70.90
Institutions	30.75
Altshuler Shaham Provident Funds & Pension Ltd.	7.72
Phoenix Provident Fund Ltd.	3.48
Migdal Makefet Pension & Provident Funds Ltd.	3.14
Meitav Mutual Funds Ltd.	2.51
Yelin Lapidot Mutual Fund Management Ltd.	2.40
Altshuler Shaham Mutual Funds Management Ltd.	1.56
Artisan Partners LP	1.49
Migdal Mutual Funds Ltd.	1.47
The Vanguard Group, Inc.	1.36
KSM Mutual Funds Ltd.	1.22
Psagot Mutual Funds Ltd.	0.93
Harel Mutual Funds Ltd.	0.93
BlackRock Fund Advisors	0.88
Dimensional Fund Advisors LP	0.87
SSgA Funds Management, Inc.	0.81
Insiders / Stakeholders	40.15
Levy Rami	39.82
Abud Levy Adina	0.33

רמי לוי, ויקטורי, וטיב טעם

- ככלל, במקרה זה קיים פחות דימיון באחזקת המוסדיים בהשוואה למצב בשופרסל ויוחננוף.
- אלטשולר מחזיקה פחות מ- 1% בכל אחת מרשתות המזון בהם קיים בעל שליטה, מלבד ברמי לוי שבו היא מחזיקה בנתח משמעותי. המשמעות היא שכאשר יש סוגיה הנוגעת לממשל תאגידי, ביצועים פיננסיים חלשים, דאגה לבעלי מניות גדולים על חשבון בעלי מניות קטנים, עסקאות עם בעלי שליטה וכיו"ב אלטשולר תדרש לטפל בסוגיות אלו ולא תוכל להשאיר זאת למישהו אחר.
- בקרב המוסדיים קיימת שונות במידה בה כל מוסדי נצמד בהחלטות ההשקעה שלו להחלטות של המוסדיים אחרים.

ההחלטה של מוסדיים להשקיע בהינתן שקיים בעל שליטה

- בכל ארבעת רשתות המזון שהוצגו לעיל בהם קיים בעל שליטה (יוחננוף, רמי לו, ויקטורי, וטיב טעם) בעל השליטה ושותפיו מחזיקים לפחות 40% ממניות החברה.

- במחקר שערכתי מצאתי כי מוסדיים בוחרים למזער את אחזקותיהם כאשר קיים בעל שליטה.

Blockholder Heterogeneity, Multiple Blocks, and the Dance Between Blockholders
CJ Hadlock, M Schwartz-Ziv
Review of Financial Studies, 2(11), 4196-4227.

- בשל חוק הריכוזיות, אף אחד מהמוסדיים לא נכנס לוואקום שנוצר בשופרסל, וכל אחת מהמוסדיים הגדולים מחזיקים פחות או יותר בנתח שווה.

ההשפעה של קרנות האינדקס על תיקי ההשקעות של מוסדיים

- אחוז הולך וגדל של ההשקעות מושקע בקרנות אינדקס. הטרנד הזה צפוי לקבל בוסט לאור הממלצות ועדת יפה המעודדות משקיעים להשקיע את חסכונותיהם הפנסיוניים בקרנות אינדקס.
- הטרנד הזה יוצר בעיה: תיקי ההשקעות ש מוסדיים שונים נהיים דומים, ואין למוסדיים incentive לפקח ולעודד ממשל תאגידי תקין.
- המחקר הבא מצא כי קרנות אידקס נוטות יותר להצביע בעד ההנהלה בהשואה לקרנות שאינן אינדקס.

Do index funds monitor?

היבטים נוספים של ריכוזיות

- מוסדי שהעמיד הלוואה משמעותית לחברה וגם מחזיק בנתח משמעותי של מניות החברה.
- מוסדי שנמצא בשתי קומות של הפירמידה
- מעורבות מוסדיים במינוי דירקטורים בחברות מתחרות

תובנות מרכזיות

- לא כל המוסדיים דומים במידה שווה.
- חשש קיים במוסדיים המתמקדים בהשקעות משמעותיות בסקטור מסוים, מה שעלול לפגוע ברמת התחרותיות.
- רצוי לבחון אלו מוסדיים נוטים להשקיע יחד באופן עקבי במיוחד החברות מתחרות.
- הגידול בהיקף הנכסים המושקעים בקרנות האינדקס מהווה סיכון. המוסדיים חשופים לאותם הסיכונים ויש להם incentive מוגבל לעשות monitoring.
- כניסה של המוסדיים בינלאומיים יכולה לייצר distortion בשוק המוסדי (מוטים במידה מסוימת לחברות עם דירוג ESG גבוה).

נקודות למחשבה בהקשר לרגולציה עתידית

- האם רצוי ליצור מצב בו חברות עם בעל/ת שליטה מוחזקות על ידו/ה בעשרות אחוזים, ואלו חברות ללא גרעין שליטה יוחזקו בשליטה מפוזרת?
- האם רצוי לייצר incentive למוסדיים שלא לדבוק במדדים?