

דמיון בתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים

חטיבת המחקר, בנק ישראל
המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

פורום שווי הוגן

2.1.2023



- הגופים המוסדיים ממשיכים לצמוח בקצב גבוה, שיישמר גם בשנים הקרובות (מנהלים ~ 50% מסך נכסי הציבור)
- דוח רשות ניירות ערך (דצמבר 2020): ריכוזיות גבוהה בענף הביטוח, ריכוזיות גדלה בפנסיה וריכוזיות מתונה בענף הגמל (C4, HHI וכד'))
- דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות: רובד נוסף במדידת ריכוזיות הגופים המוסדיים (ריכוזיות בשוק ההון) הוא מידת הדמיון בין תיקי הנכסים (דרך בעלות משותפת על הנכסים).
- דוח בנק ישראל 2013 – דמיון (גבוה) בין התיקים (נקודת זמן)
- "עדריות בקרב המשקיעים המוסדיים בישראל" (בן חורין ושות', 2014)



■ **הנתח של אחזקות המוסדיים בסך הכמות הצפה עלה מ-25% בשנת 2010 ל-36% בשנת 2020.**

■ **בשל גודלם של תיקי ההשקעה המוסדיים קיימת נטייה להשקעה במניות הגדולות והנזילות יותר בבורסה. נכון ליוני 2020, בממוצע כ-89% מההשקעות של 12 הגופים המוסדיים הגדולים במניות בבורסה בישראל מושקע במניות מדד ת"א 125, לעומת ממוצע של כ-83% לפני כעשור. ממצאים דומים מתקבלים גם ללא נתוני קרנות נאמנות.**

■ **Common Ownership (ביטוח, פנסיה, גמל) – 85% מהמדד ת"א 100 בשנת 2013 – 90% מהמדד ת"א 125 בשנת 2022 (מפגשים של שניים או יותר)**

חלקם של הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי

נכון ליוני 2020, בממוצע עבור הגופים המוסדיים הגדולים, ישנו **מתאם של 0.72** בין משקל המניה במדד ת"א 125 ובין אחוז האחזקה במניה בתיק ההשקעות במדד של גוף מוסדי. כלומר, התפלגות ההשקעה של המוסדיים דומה במידה מסוימת להתפלגות המניות במדד.

יוני 2020: **נתח אחזקות המוסדיים** במניות ת"א 125 מתפלג בין אחוז אחזקה חד ספרתי ועד כ-70% משווי שוק המניה. ברוב החברות אחוז אחזקות המוסדיים נע סביב 20%-40% למניה. לעומת זאת, בשנת 2010 המוסדיים החזיקו עד 30% מנתח המניה הבודדת מתוך מדד ת"א 100 ורוב האחזקות היו סביב 5%-20% משווי שוק המניה.

מרווח (Bid-Ask)	מחזור (מיליוני ₪)	מהירות מחזור	נתון	משתנה מסביר
0.000087	-188,414	-0.00496	מקדם	נתח מוסדיים (פנסיה)
<0.001***	0.0068***	<0.001***	P-value	גמל וביטוח) (%IH)
-0.00007	462,274	0.00499	מקדם	נתח קרנות נאמנות
<0.001***	0.0108**	0.0287**	P-value	(%MFH)
-0.00022	117,449	0.0036	מקדם	אחוז כמות צפה
<0.001***	0.0203**	<0.001***	P-value	(%FF)

← לאחזקות מוסדי השפעה שלילית מובהקת על מהירות המחזור והמרווח במניה נתונה

ב-30 השנים האחרונות השתנו ענפי החיסכון במידה רבה, והיום **שוק החיסכון ארוך הטווח הוא תחרותי**, ברמה גבוהה, בעל מספר שחקנים גדול בהשוואה לגודל עוגת הנכסים המנוהלים, בהשוואה לשווקים אחרים בשוק הישראלי ובהשוואה לשווקים אחרים בעולם.

התפלגות ניהול הנכסים הכללית (קרנות פנסיה, קופות גמל וקופות ביטוח) מראה כי **אין דומיננטיות לחברה אחת** והתפלגות הנכסים היא שוויונית באופן יחסי בין שבעת הגופים המוסדיים הגדולים.

מבחינה של חסמי המעבר על ידי שיעורי הניידות של החוסכים עולה כי **שיעורי הניידות בקרנות הפנסיה וקופות הגמל הם גבוהים** ובמגמת עלייה.

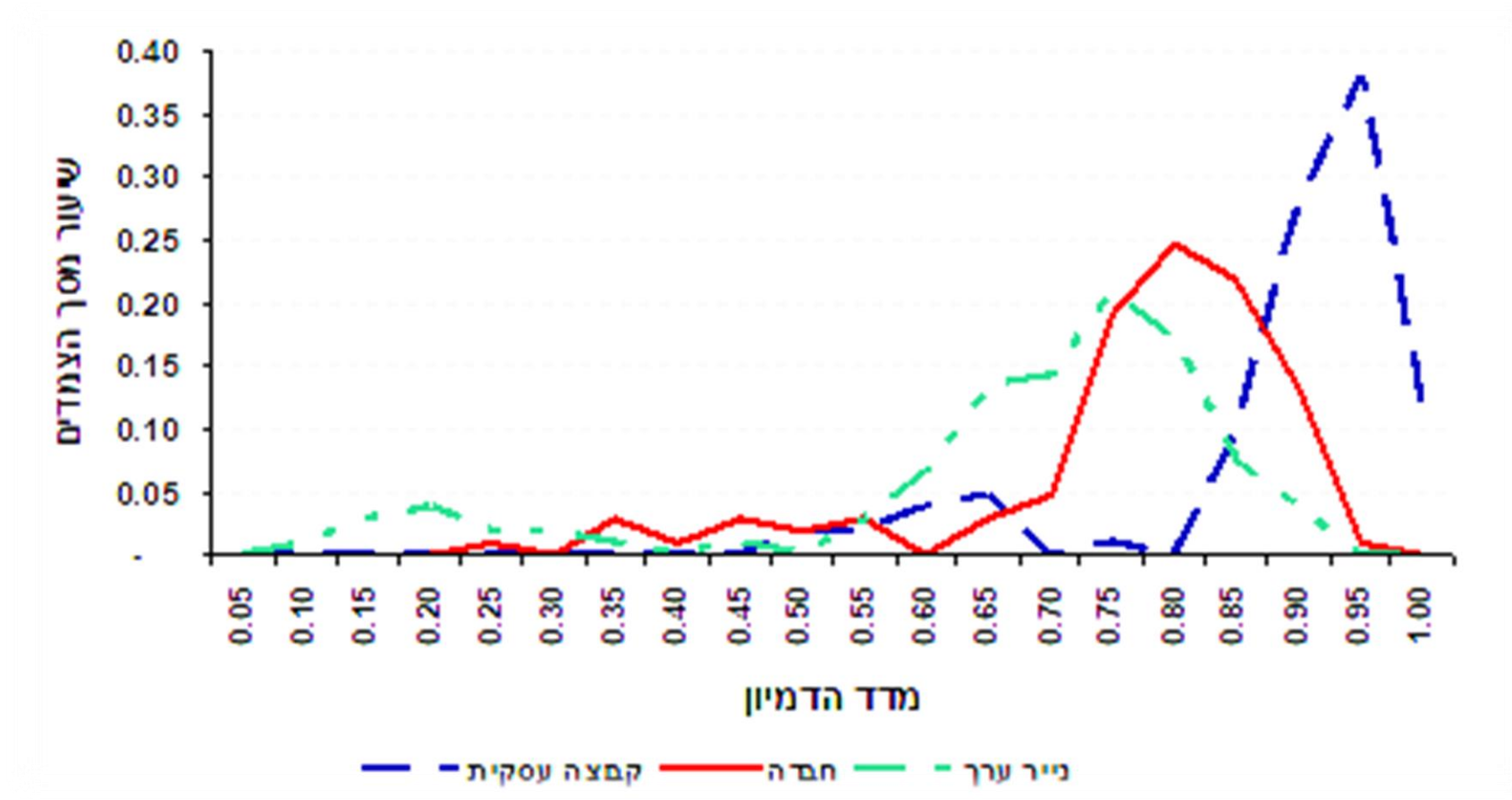
הירידה בדמי הניהול לצד שיעור המעברים הגובר מעידים כי **לצרכנים יש כוח מיקוח וחסמי מעבר נמוכים יחסית** המתבטאים בתחרות על תשואות, במחיר וברמת שירות. כמו כן, עצם קיומה של אפשרות המעבר מגדילה את כוחם של הצרכנים גם ללא ביצוע ניוד הכספים.

בהשוואה בין-לאומית נמצא **שמערכת הפנסיה הישראלית זולה ואמינה**, דבר המצביע גם כן על רמת תחרות גבוהה ועל ריכוזיות נמוכה.

רמת הדמיון בין התיקים המנוהלים (2011)

(דוח בנק ישראל, 2013)

מדד הדמיון (התפלגות)



דמיון בתיקי נכסים ויציבות פיננסית

רמת דמיון גבוהה מעלה את הסיכויים לתנועה סימולטנית ולמימוש הבו-זמני של אותם נכסים פיננסיים בעת חשיפתם לזעזוע נתון (fire sales + downward spirals/cascades).

גם אם בכל תכנית חסכון בנפרד הסיכונים הספציפיים מפוזרים דיים, הדמיון בין תיקי ההשקעות של הגופים המנהלים עלול לגרום להפיכת סיכונים אלו לסיכונים מערכתיים.

התממשות סיכונים אלו בעת משבר עלולה לפגוע בצורה משמעותית בשווקים ובכלל המוסדות הפיננסיים.

- שחיקה במחירי הנכסים.

- אפקט הכנסה שלילי דרך פגיעה בחיסכון.

- שיבוש בשוק האשראי ופגיעה בפעילות הריאלית, במיוחד בתקופות משבר.

הספרות מראה שהחששות אכן מתקיימים: גופים בעלי תיקים דומים נוטים גם לפעול באופן דומה בעתות של לחץ פיננסי.

עדויות אמפיריות לקשר בין רמת תיקים חופפים לתרומה לסיכון מערכתית.

- בנקים בישראל (Kosenko and Michelson, 2022)

- חברות ביטוח בארה"ב (Girardi, 2020)

"כמות חומר נפץ"

רמת דמיון גבוהה בתיקי הנכסים תביא לכך שבאירועי שוק קיצוניים, מכירות נכסים משמעותיות של גוף אחד תשפיע משמעותית על מצבו הפיננסי של גוף אחר, שעלול גם הוא לבצע מכירות בהיקפים גדולים וכן הלאה

"אורך הפתיל"

- דרישות הון מינימליות.
- נכסים ארוכי טווח והתחייבויות קצרות טווח.
- "מבטיחות תשואה".
- שיקולי רווחיות עלולים להיות טריגר לפעולה.
- מעבר מסיבי של חוסכים מקרן אחת לשנייה (כתוצאה, למשל, משינוי זהות בעלים) - הנזלת נכסים רבים בזמן קצר.

בישראל:

- החוסכים נושאים בסיכון.



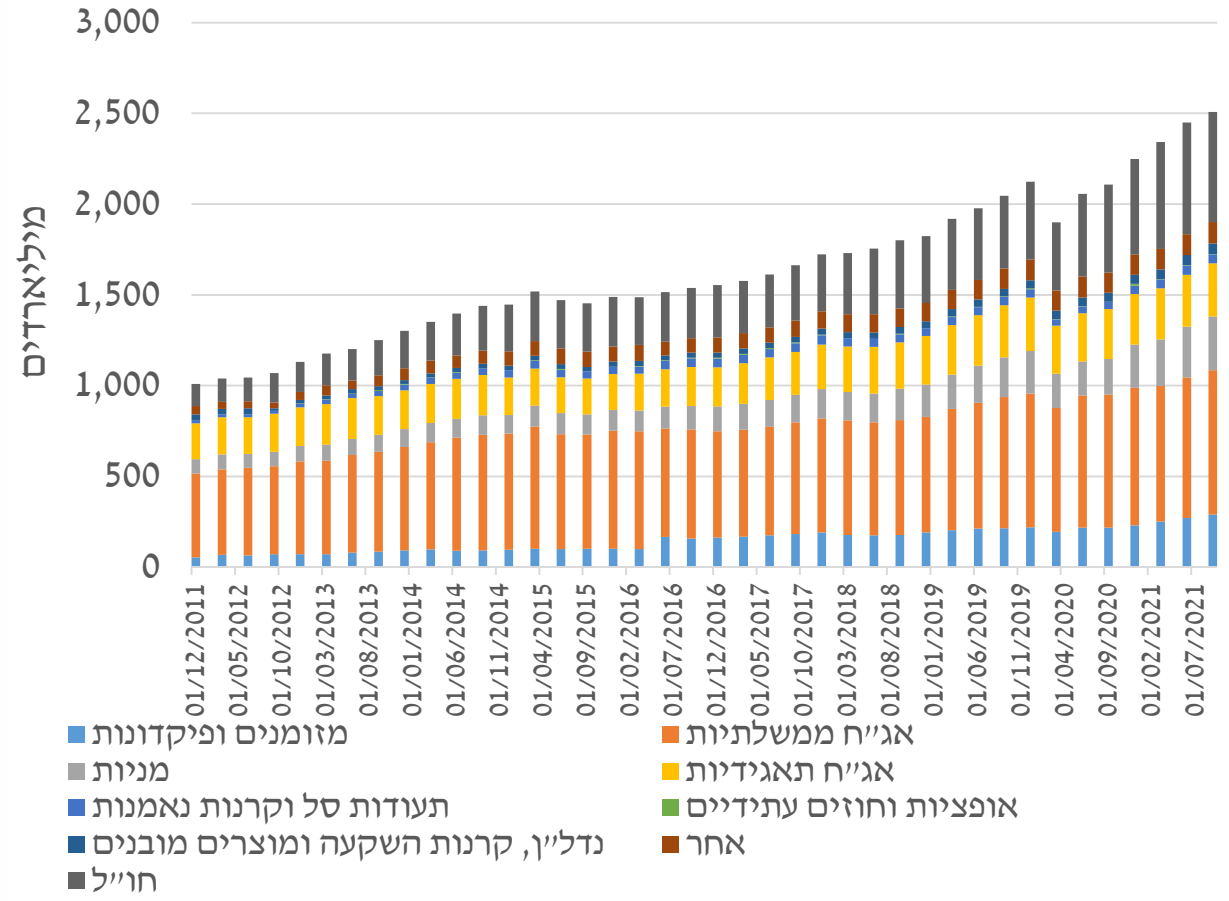
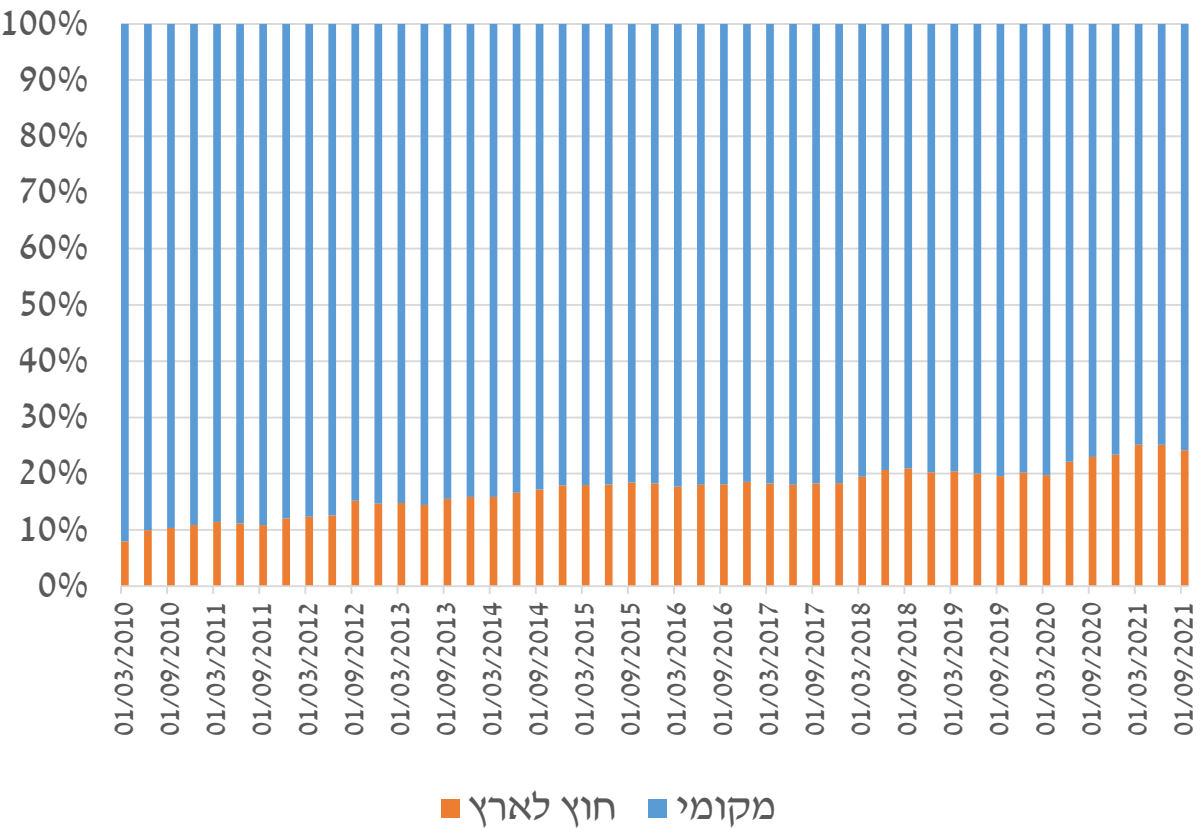


דמיון בתיקי נכסים: ממצאים אמפיריים



נתוני חברת "פרדיקטה" על אחזקות גופים מוסדיים (פנסיה, גמל, ביטוח) ברמה של נכס בודד, 2010-2020.

הרכב תיק הנכסים של הגופים המוסדיים, לפי סוג נייר ערך ומיקום גאוגרפי



■ מקומי ■ חוץ לארץ

- מזומנים ופיקדונות
- מניות
- תעודות סל וקרנות נאמנות
- נדל"ן, קרנות השקעה ומוצרים מובנים
- חו"ל
- אג"ח ממשלתיות
- אג"ח תאגידיות
- אופציות וחוזים עתידיים
- אחר



- מדד Cosine Similarity (CosSim) לדמיון תיקי הנכסים של החברות המנהלות הגדולות
- האינטואיציה: כמו מתאם רגיל, אבל לוקח בחשבון גם את המתאם בגודל האחזקה עצמה

$$CosSim_{i,j} = \frac{\sum_{k=1}^n asset_{k,i} asset_{k,j}}{\sqrt{\sum_{k=1}^n asset_{k,i}^2} \sqrt{\sum_{k=1}^n asset_{k,j}^2}}$$

- $asset_{k,i}$: שיעור של נכס k בסך תיק הנכסים של חברה מנהלת i.
- $asset_{k,j}$: שיעור של נכס k בתיק הנכסים של חברה מנהלת j.
- הסכום של המכפלות מחולק במכפלת הנורמה האוקלידית של כל חברה מנהלת.
- המדד נע בין מינוס 1 ל-1.
- בניגוד למתאם Pearson, המדד משקף לא רק מתאם במדרג האחזקה של כל חברה בנכס אלא גם את המתאם בגודל החשיפה עצמה.
- חישבנו את מדד הדמיון עבור החברות המנהלות האפקטיביות, קרי החברות המנהלות בהן מרוכז כ-90 אחוז ומעלה מהחיסכון בכל ענף.

5 חברות ביטוח, 25 חברות מנהלות של קופות גמל, 10 חברות מנהלות של פנסיה



דמיון בתיקי נכסים: ממצאים אמפיריים

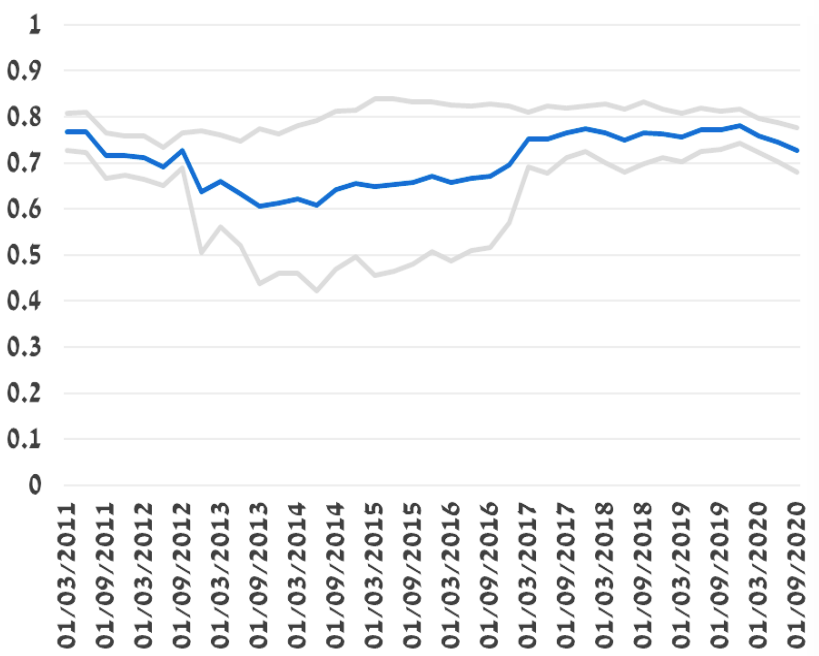
התמקדות בתיק מניות ואג"ח בישראל (25 אחוז מתיק הנכסים~590 מיליארד ש"ח).

המדד מצביע על רמה גבוהה מאוד בכל ענפי החיסכון.

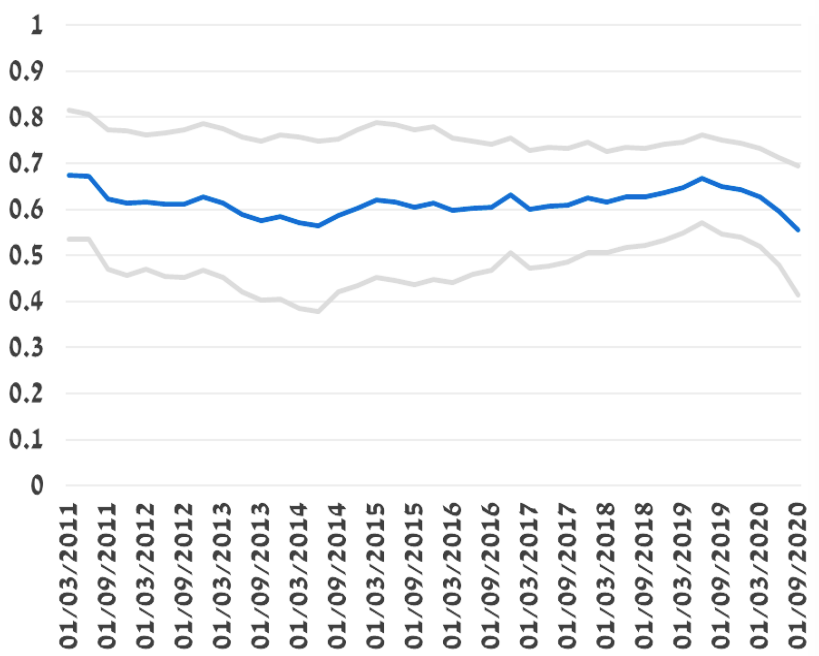
- היות וישנן חברות שמנפיקות יותר מנייר ערך אחד (חברה מדווחת) או משתייכות לקבוצה עסקית, רמת הדמיון המשקפת את הסיכון האמיתי גבוהה אף יותר!

מדד הדמיון: ממוצע +/- סטיית תקן

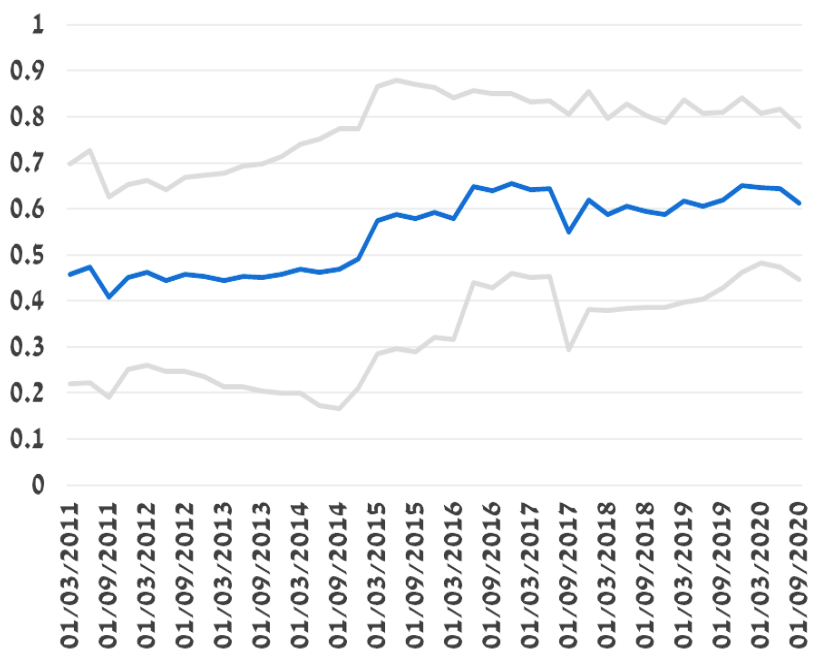
ביטוח



גמל



פנסיה





דמיון בתיקי נכסים: ממצאים אמפיריים



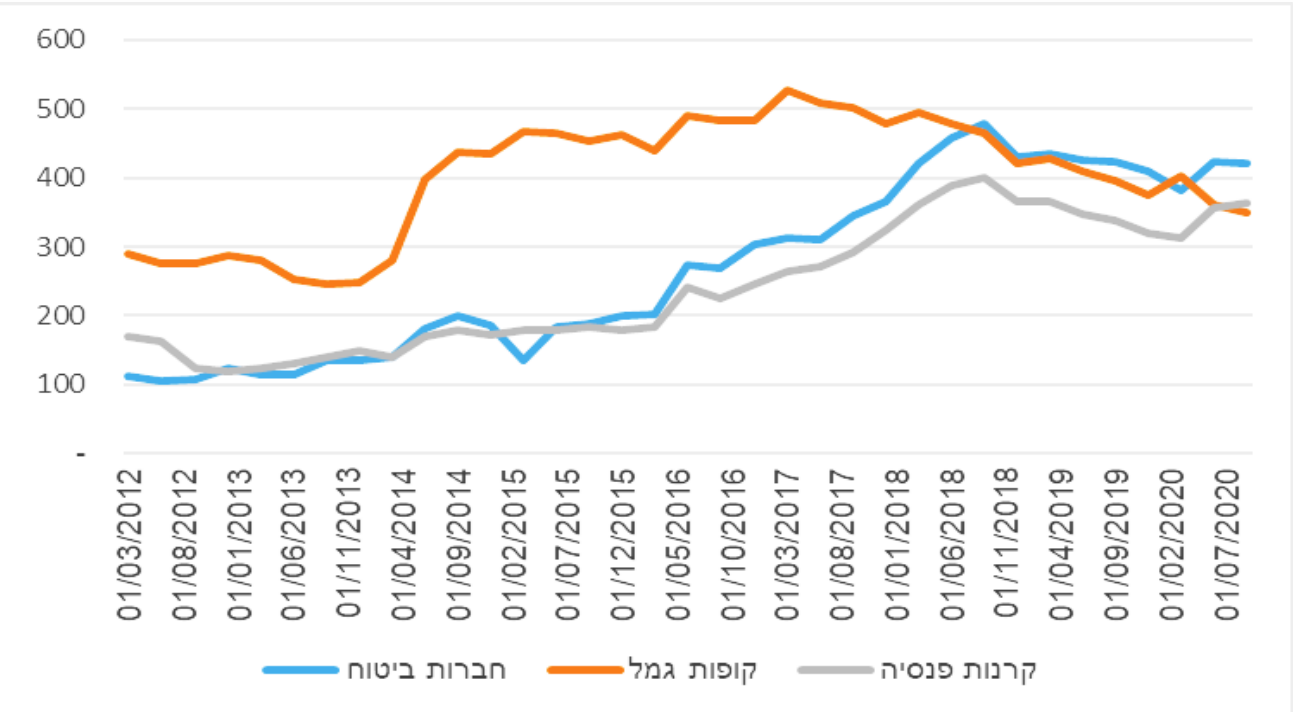
■ יתכן והתוצאה היא אך ורק בשל מיעוט נכסים להשקעה בישראל (דרגות חופש)

■ נבחן את רמת הדמיון בתיק המניות והאג"ח בחו"ל.

• כ-40 אחוז מתיק חו"ל.

■ מספר נכסים (אפקטיבי) עומד על כ-400 בלבד (גם הישראליות בחו"ל), אך נמצא במגמת עלייה.

מספר המניות והאג"ח התאגידיות המרכיבות את חלקו הגדול של התיק בחו"ל





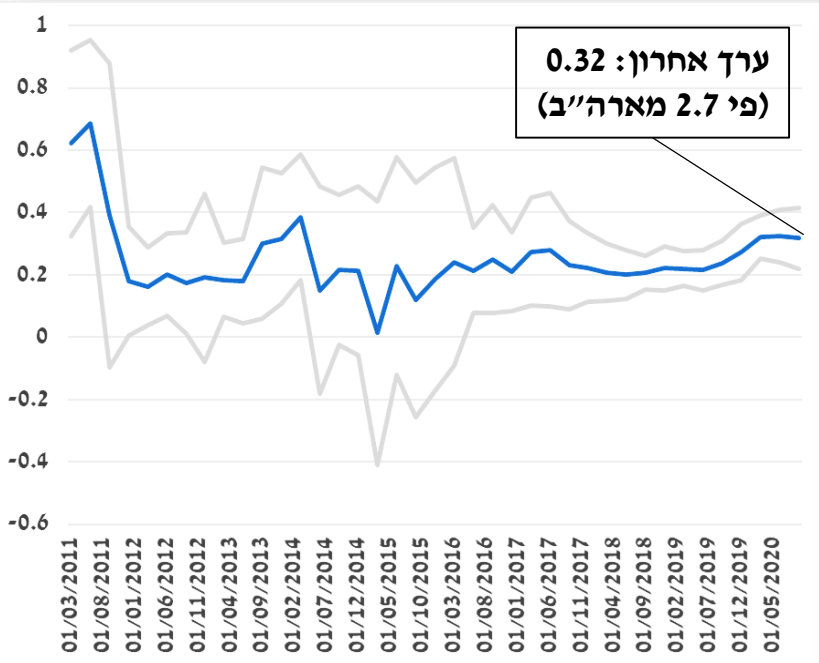
דמיון בתיקי נכסים: ממצאים אמפיריים

רמת הדמיון נמוכה מזו שנמדדת בתיק המקומי (0.2 vs. 0.6-0.8), אך עדיין גבוהה.

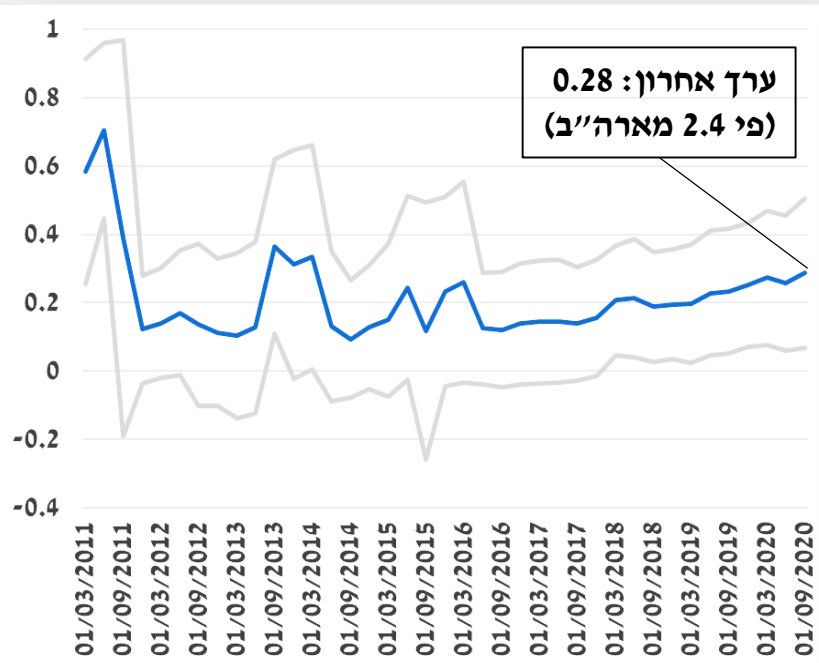
- גופים פיננסיים באנגליה: CosSim=0.01 - 0.07 (Barucca et al., 2018)
- חברות ביטוח בארה"ב: CosSim=0.12 (Girardi et al., 2020)

מדד הדמיון: ממוצע +/- סטיית תקן

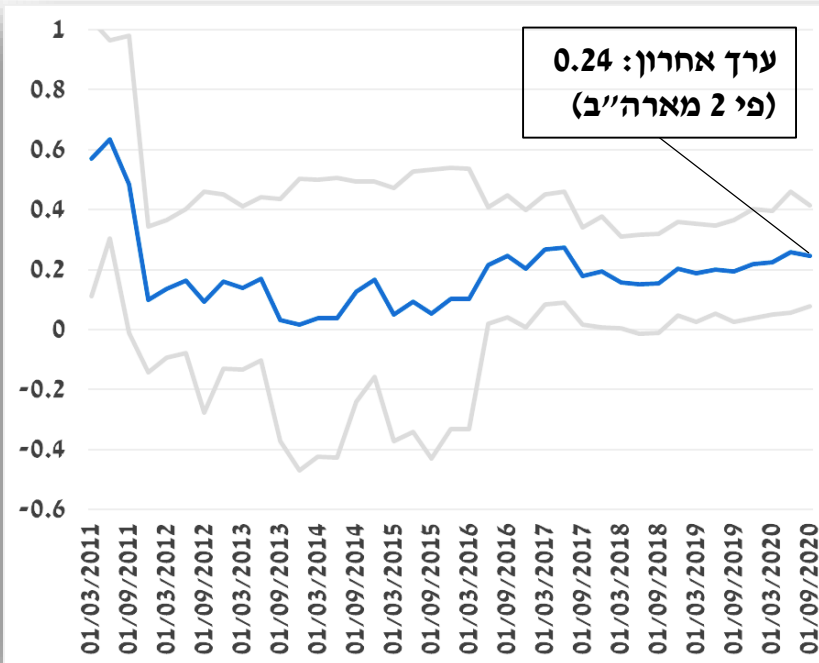
ביטוח



גמל

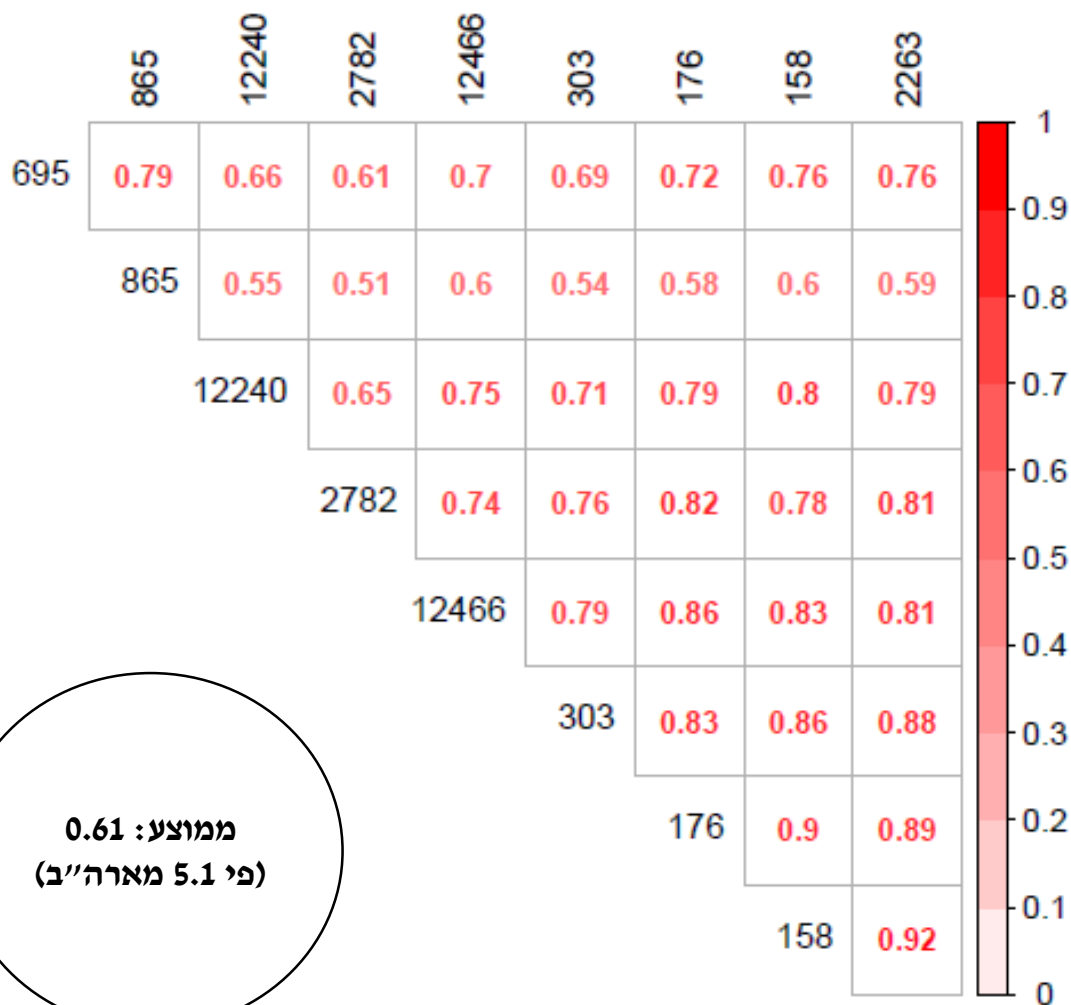


פנסיה

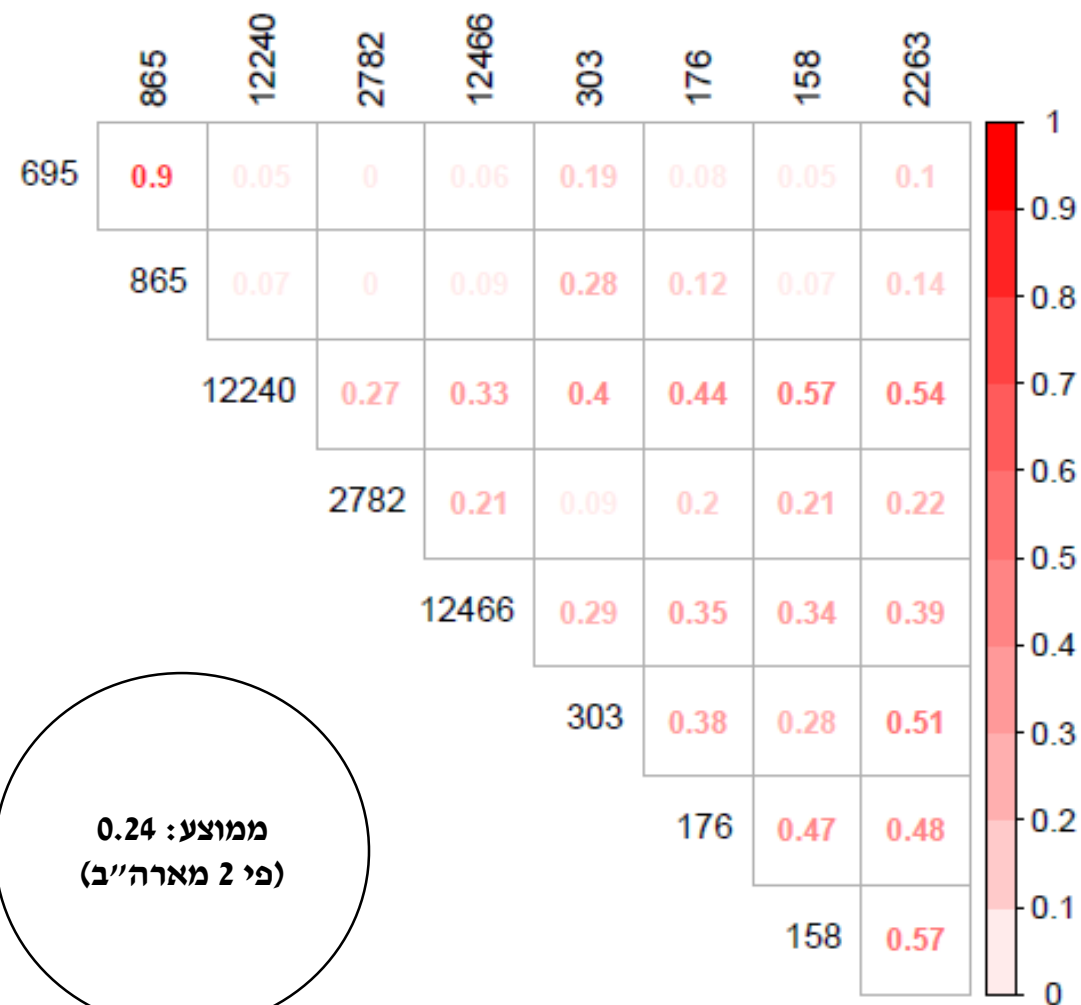


מדד הדמיון בין החברות המנהלות הגדולות בענף הפנסיה, רבעון שלישי 2020 (מניות ואג"ח בלבד)

ישראל

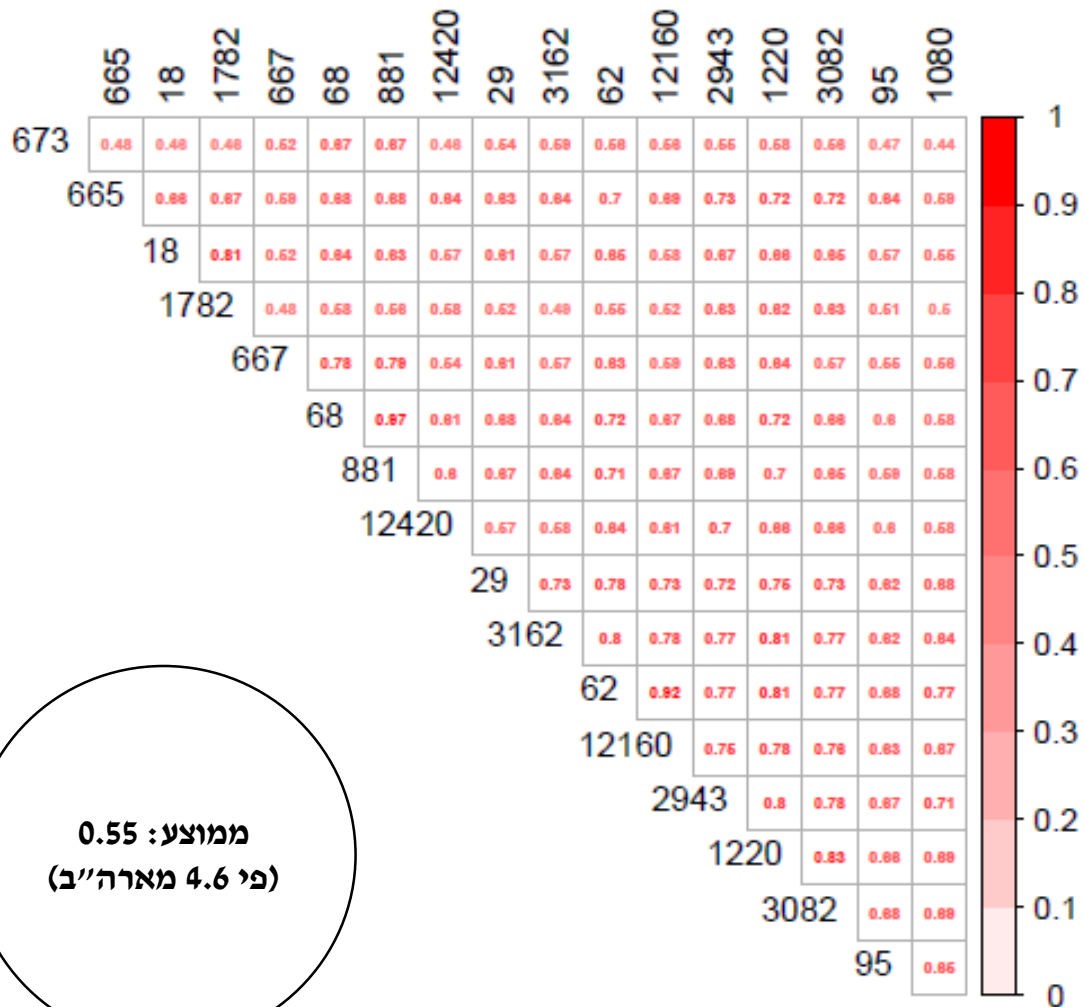


חו"ל



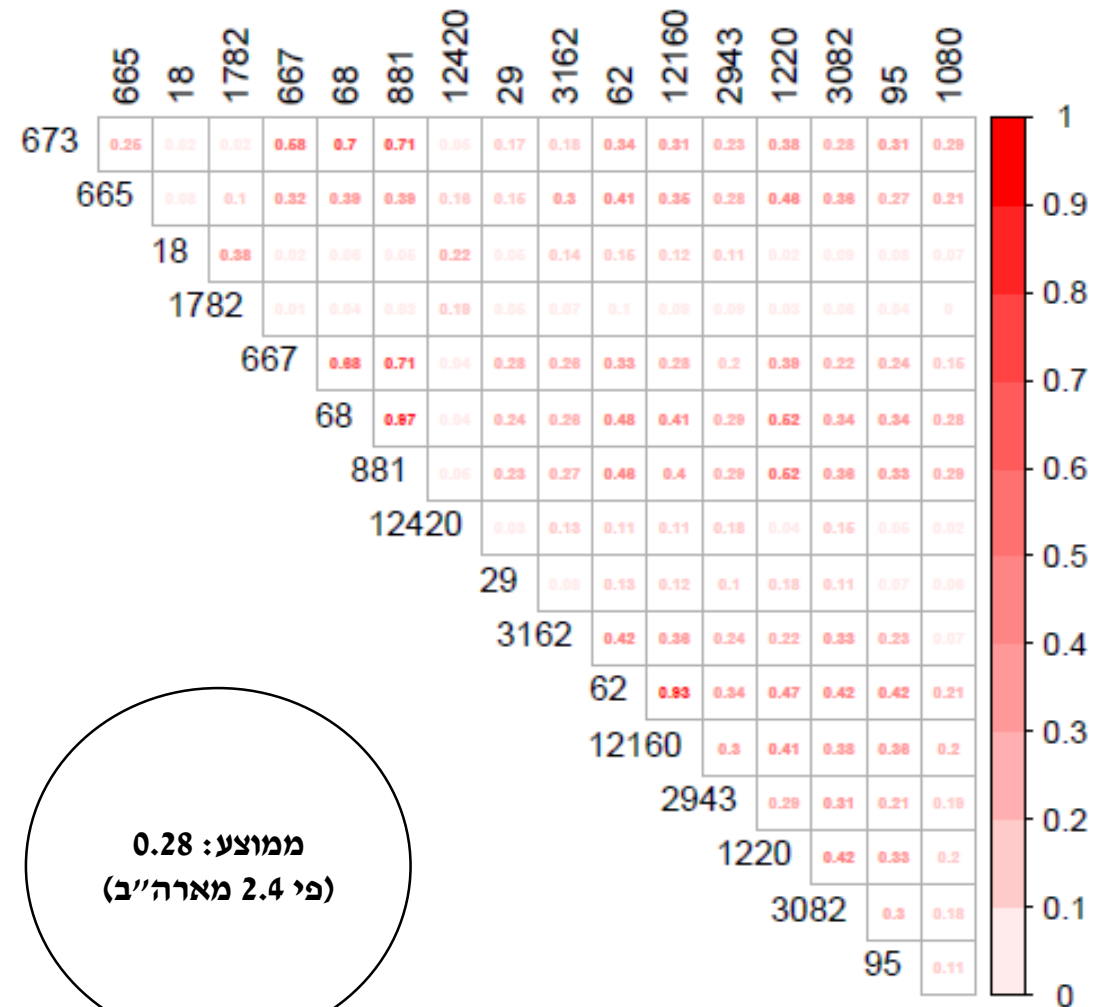
מדד הדמיון בין החברות המנהלות הגדולות בענף הגמל, רבעון שלישי 2020 (מניות ואג"ח בלבד)

ישראל



ממוצע: 0.55
(פי 4.6 מארה"ב)

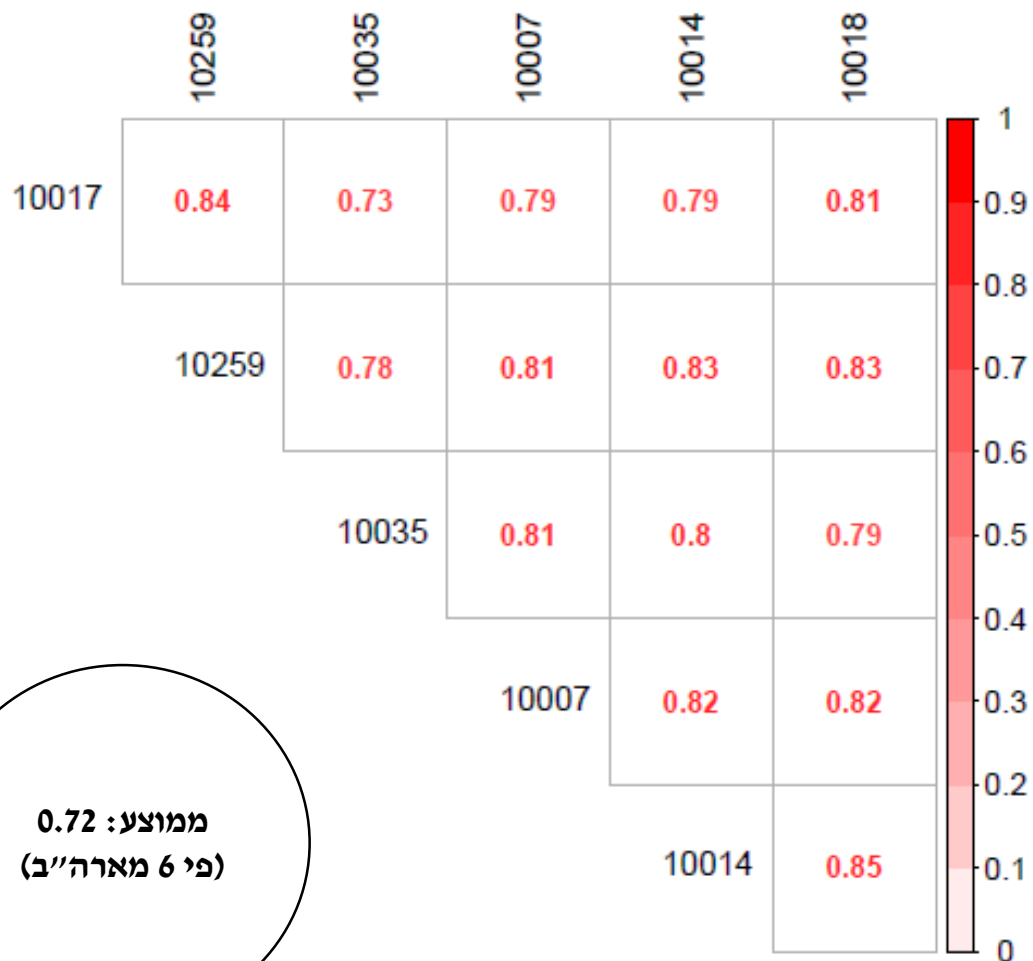
חו"ל



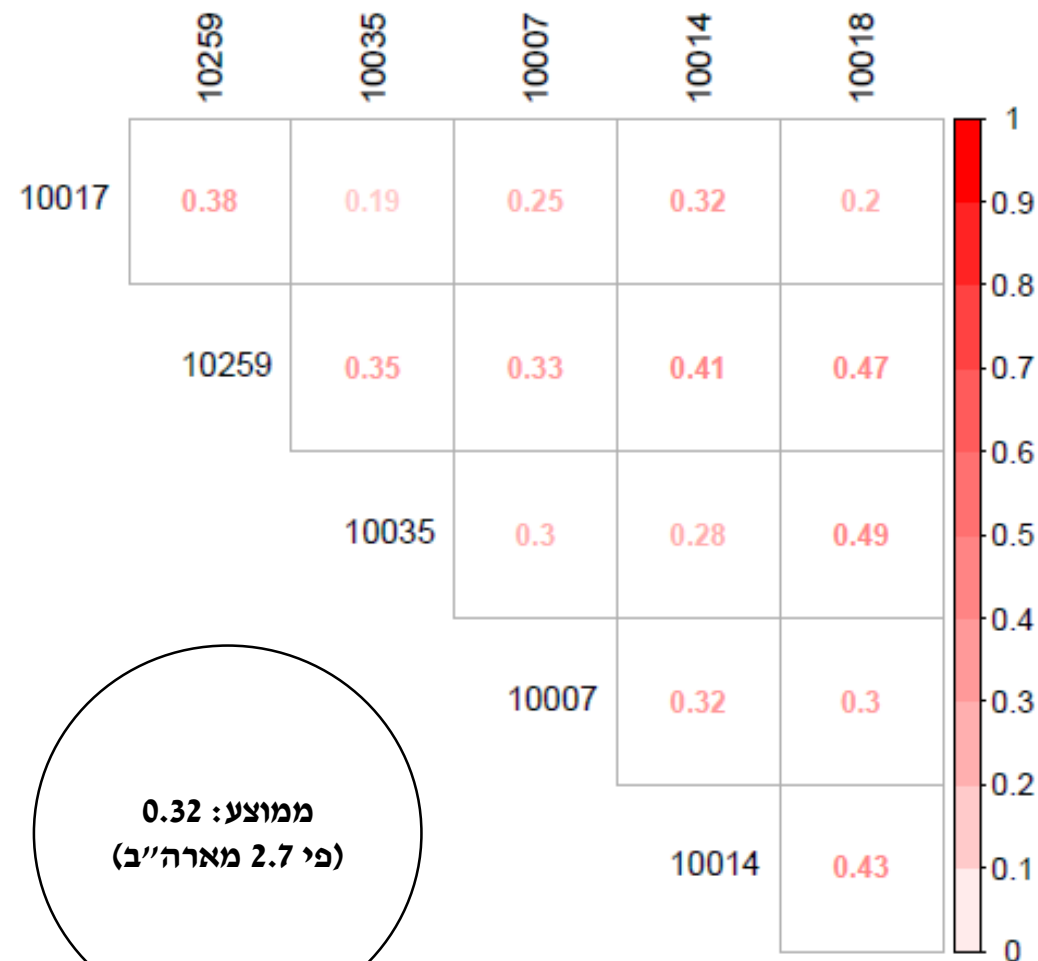
ממוצע: 0.28
(פי 2.4 מארה"ב)

מדד הדמיון בין החברות המנהלות הגדולות בענף הביטוח, רבעון שלישי 2020 (מניות ואג"ח בלבד)

ישראל



חו"ל





■ הסברים אפשריים :

■ מיעוט דרגות חופש בהשקעה (?)

■ רגולציה (כללי השקעה, 2012) (?) – micro vs. macro-prudential

■ שמירה על לקוחות והצמדה ל-Benchmark (לא בולטים לרעה בתשואות) = Consensus

■ חוסר גיוון בדרך קבלת החלטות ההשקעה, הן מבחינת מודלים לניהול סיכונים והן בבחירה של מנהלי השקעות בחו"ל.

■ אישוש לממצא על עדריות במסחר של הגופים המוסדיים (בן חורין, ברזני, קידר-לוי ושרייבר, 2014).



שאלות לדיון

מדיניות השקעה

- מהם הגורמים להיווצרות רמת דמיון גבוהה? מבנה תמריצים? גודל שוק? רגולציה?
- האם המגמות הקיימות הן ברורות קיימא? האם נדרשת התערבות הרגולטור, ואם כן – מאיזו זווית (תחרות, יציבות, ממשל תאגידי)?
- מהן ההשלכות של יציאה מהשוק המקומי?

מבנה הענף

- מהיאהם ישנה כמות אופטימלית של הגופים המנהלים?
- על מה כולם מתחרים בפועל?
- האם ואיך יש לייצר תמריצים למוסדיים על מנת שלא שהשקעותיהם לא יהיו דומות כל כך?
- האם כניסת מוסדיים זרים עשויה לשנות את המצב?

ממשל תאגידי

- מהן ההשלכות של האחזקה הדומה על סוגיות ממשל תאגידי בחברות המוחזקות (אקטיביזם מוסדי)?
- מה הגורמים שפוגעים בממשל תאגידי יעיל? תקרת אחזקות?



תודה **THANK YOU** شُكراً جَزِيلاً