

חומר רקע למפגש דצמבר 2022

"קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"

רקע

חסכוניות הציבור לטווח ארוך בישראל מנוהלים על ידי גופים המוסדיים (חברות ביטוח וחברות מנהלות קרנות פנסיה וקופות גמל) בשלושה ענפים מרכזיים: פנסיה, קופות גמל וביטוחי חיים. החיסכון הפנסיוני בישראל עבר בעשורים האחרונים, תמורות רבות ושינויים רגולטוריים, כאשר ניתן לציין במיוחד את רפורמת בכר ואת רפורמת פנסיה חובה, כטריגרים שהובילו לקפיצה בשיעורי הכספים המנוהלים ע"י הגופים המוסדיים. עלייה זו הגדילה את השפעתם בעיצוב שוק ההון בישראל ובכך ניתן למנות את השפעתם על דפוסי המסחר, הנזילות והאחזקה בנכסים בודדים. בנוסף, כתוצאה מהגידול באחזקותיהם גדל כוחם היחסי בהקצאת ההון בשוק. מגמת הצמיחה הנ"ל צפויה להימשך גם בשנים הבאות. על רקע זאת פורסמו בשנתיים האחרונות עמדות סותרות לכאורה של [רשות ניירות](#) [ערך](#) ושל רשות שוק ההון ([ראה נספח לדו"ח הצוות לבחינת הריכוזיות](#)) בנושא השלכות הריכוזיות של הגופים המוסדיים. הדיון נועד לחדד עד כמה קיימת סתירה כזאת ומהן ההשלכות של הריכוזיות הקיימת והתפתחותה בעתיד.

לאור מגבלת הגודל של השוק הסחיר המקומי, הגופים המוסדיים משקיעים נתח הולך וגדל מהכספים המנוהלים בשווקים זרים. כך בתרשים המצורף מטה, ניתן לראות את השינוי בהיקף שווי השוק של נכסי הגופים המוסדיים אל מול שווי המניות בישראל.

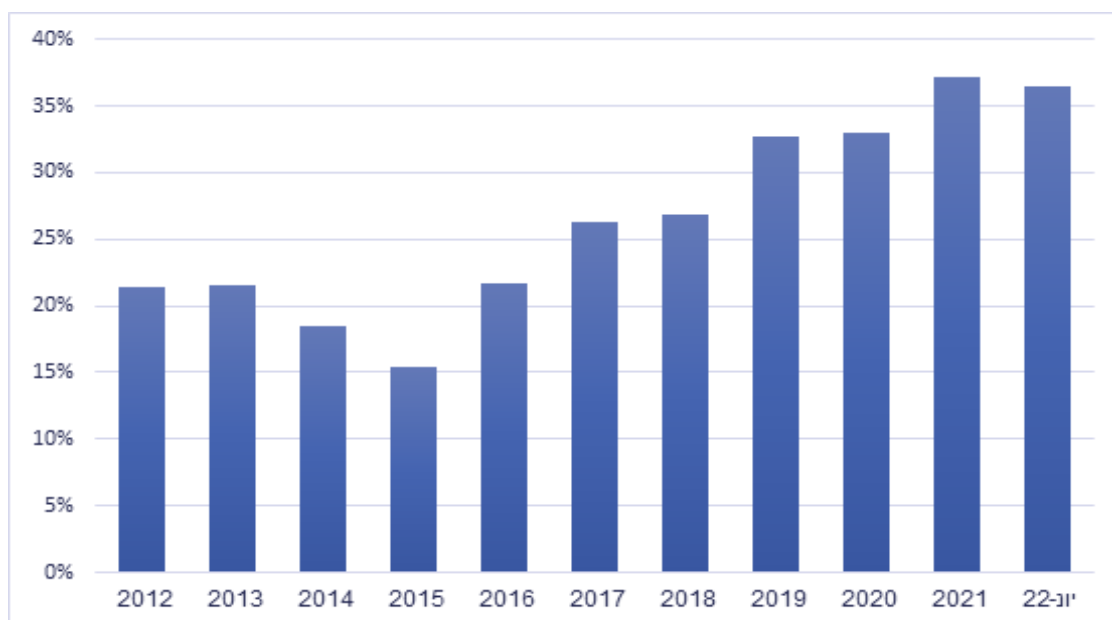
סך הנכסים המנוהלים לטווח ארוך ע"י הגופים המוסדיים בהשוואה לסך שווי החברות בבורסה



גופים מוסדיים כוללים את קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח
מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך

ניתן לראות שהיקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים יותר מהכפיל עצמו ב-12 השנים האחרונות והוא מהווה נכון לסוף 2021 כ-214% מסך שווי החברות בבורסה. חשוב לציין שהסתכלות ברמת השווי שוק יכולה להטעות במידה מסוימת היות והיא מושפעת משינוי בשווי של החברות ושינוי במדדים המובילים.

מאפיין מעניין נוסף הוא ששוק המניות הישראלי מאופיין באחוז גבוה של חברות הנשלטות על ידי בעלי שליטה ושיעור "המניות הצפות" נמוך יותר ביחס לשווקים אחרים בעולם. כתוצאה מכך, שיעור אחזקת הגופים המוסדיים במניות אלו גדול יותר משווקים אחרים. לפיכך, ניתן לראות בתרשים הבא את השינוי בשיעור אחזקת הגופים המוסדיים במניות שאינן בחזקת בעלי השליטה.



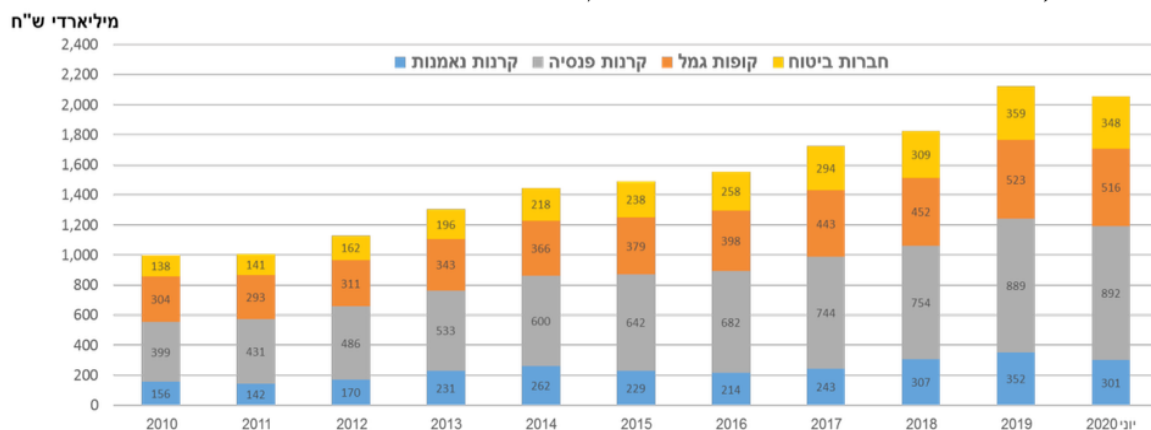
הממצאים מראים כי לאורך זמן המשקיעים המוסדיים הופכים להיות שחקנים בעלי השפעה דומיננטית מאוד בשוק.

רשות ניירות ערך

בהתאם לדוח רשות ניירות ערך מחודש דצמבר 2020 קיימת ריכוזיות גבוהה בענף הביטוח וריכוזיות גדלה בפנסיה. דוח רשות ניירות ערך מפנה זרקור לעוצמת הריכוזיות בשוק המוסדי, בדגש על מספר הגופים המנהלים את נכסי הציבור ארוכי הטווח ובחלוקה הפנימית בין אותם הגופים. בהמשך לכך, מובא ניתוח של נטיית המשקיעים המוסדיים להשקיע במניות שהנפיקו החברות הגדולות, תוך יצירת מתאם גבוה למדדים הבורסאיים וניתוח ההשלכות של גישה זו על שוק ההון. בהתאם לניתוח האמפירי שביצעה רשות ניירות ערך, המשקיעים המוסדיים הופכים לכוח בעל דומיננטיות הולכת

וגוברת בשוק המקומי ובו בזמן, חלקם הולכים להיות ריכוזיים יותר (קרנות הפנסיה) וחלקם מתאפיינים בריכוזיות גבוהה כבר עתה (חברות הביטוח). כמו כן, מצאה רשות ניירות ערך מתאם חיובי מובהק בין היקף החזקתם של המוסדיים (פנסיה, גמל וביטוח) לבין ירידה בנזילות, כפי שמתבטאת במחזור, במהירות המחזור ובמרווחי הציטוט, במניות שהם מחזיקים. לדעת רשות ניירות ערך, תוצאות התפתחויות אלה עשויות לבוא לידי ביטוי בין היתר גם בעליה מלאכותית במחירי נכסים ופגיעה ביכולת לקבוע שווי הוגן. מנגד, לפי דוח רשות ניירות ערך, היקף ההחזקות של קרנות הנאמנות ושל אחוז הכמות הצפה נמצא מתאם חיובי עם עליה בנזילות.

סך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, 2010-2020



דו"ח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות

בשנת 2010 הוקמה הוועדה להגברת התחרות המשק עקב רמת ריכוזיות גבוהה של המשק הישראלי. כתוצאה ממסקנות הוועדה, בשנת 2013 חוקקה ממשלת ישראל את "החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד - 2013" אשר עסק בשינוי מבנה ההחזקות במשק ובטיפול בריכוזיות הכלל משקית. החוק מכיל שלושה פרקים עיקריים:

1. פרק ב - שיקולי ריכוזיות ושיקולי תחרותיות ענפית בהקצאת זכויות.
2. פרק ג - הגבלת השליטה בחברות במבנה פירמידלי.
3. פרק ד - הפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים.

סעיף 39(י) לחוק קובע כי בתום ששת השנים מפרסום החוק יוקם צוות לבחינת יישום הוראות פרק ד' והשפעת יישומן על מידת הריכוזיות במשק. מתוקף סמכות חוק זה, התכנס הצוות בדצמבר 2020. הממצאים הברורים העולים מכינוס וועדה זו, לשאלת הריכוזיות בידי הגופים המוסדיים היא שהדומיננטיות של גופים אלו הולכת וגדלה לאורך זמן. יתרה מכך, ניתן לראות שאחד הגורמים התורמים לגידול בכוחם ובהשפעתם הוא הדמיון בהרכב תיקי ההשקעה שלהם.

הבעיה העיקרית אשר נגרמת מריכוזיות יתר היא הקצאת משאבים לא יעילה של המשק תוך סיכון יציבות השוק. היקף הנכסים המנוהלים על ידי מספר מצומצם של גופים טומן בחובו פוטנציאל ממשי לניגוד אינטרסים וכיוצא בזה הקצאה לא יעילה של המשאבים במשק. לצורך המחשה, נכון לסוף שנת 2021 פועלים בישראל 49 גופים מוסדיים אשר מנהלים כספי ציבור בסכום 2.8 טריליון ש"ח. מתוך גופים אלו, 8 חברות בלבד מנהלות למעלה מ-80% מסך כספי החיסכון של הציבור.

בניתוח השפעת פרק ד' לפקודה העלה הצוות מספר חששות ובעיות אשר הריכוזיות בצורתה הנוכחית עלולה להביא איתה. לאור השליטה של הגופים המוסדיים בכספי הציבור ובנתח השוק שלהם, קיימת אפשרות להטיה של הצבעות באסיפות כלליות, הטיה במינוי דירקטורים חיצוניים בחברות המושקעות בהליך לא שקוף, בחלוקת דיבידנדים מופרזת ועוד.

כתוצאה מעיוותים אלו, העלה הצוות חששות מהותיות לפגיעות בשוק ההון הציבורי שבאה לידי ביטוי בפגיעה בסחירות, בנזילות ובעומק השוק וזאת לאור מספר שחקנים מצומצם בעת הנפקות ובשל שיעור החזקתם הגבוה. מכל ההשוואות עלתה מסקנה דומה - הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים גדולים בעשרות מונים מאותם מדדי השוואה, ונמצאים במגמת עליה מתמדת ובקצב גידול מהיר. לדוגמא, סך הנכסים המנוהלים מהווה כ-200% מהתמ"ג. כלומר הגופים המוסדיים גדולים כמעט פי 2 מהתוצר השנתי של המדינה, וקצב הגידול השנתי שלהם מהיר מקצב גידול התוצר.

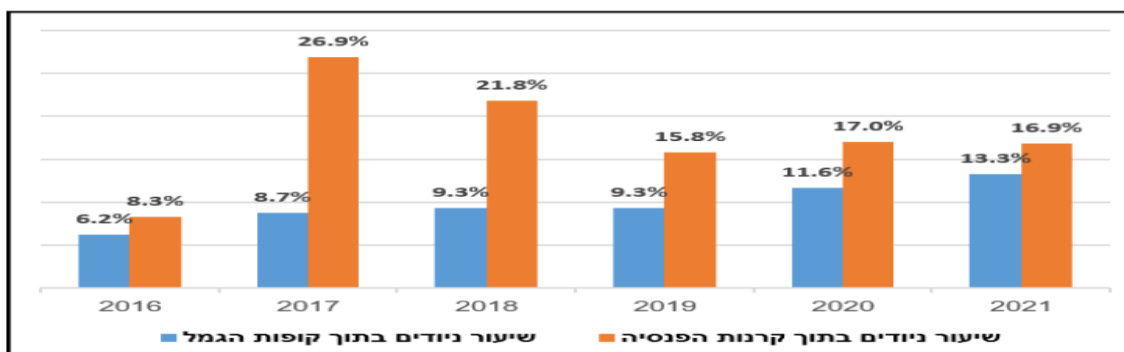
רשות שוק ההון - דעת המיעוט לגבי ריכוזיות הגופים המוסדיים

בעקבות מסקנות הצוות המוצגות לעיל, ראתה לנכון רשות שוק ההון לפרסם את עמדתה במסגרת דעת מיעוט. לדעת רשות שוק ההון, הניתוח של רשות ניירות ערך לפיו התחזקות כוחם של הגופים המוסדיים עלולה להוביל להקצאת מקורות בצורה לא מיטבית אינו נכון. לעמדת רשות שוק ההון, ככל וקיימת תחרות על הצרכן במוצרי החיסכון ארוכי הטווח, הרי שזו מתבטאת גם בתחרות בין הגופים המוסדיים בתחום ההשקעות, שהרי תשואת מסלול ההשקעה משפיעה באופן ישיר על החלטת הצרכן לגבי ביצוע ניווט פוטנציאלי.

לתפיסת הרשות, ניתוח שגוי של הדברים עלול להוביל למסקנות שגויות שיפגעו בשוק ההון הישראלי ואף למיתון היתרונות לגודל המאפיינים את ענף ניהול כספי חסכון ארוך טווח. בנוסף, הרשות תומכת בשכלול ובקידום המסחר בשוק ההון מתוך הבנה כי מרבית כספי חיסכון הציבור חשוף לשוק ההון בעיקר באמצעות השקעות המבוצעות על ידי הגופים המוסדיים. כתוצאה מניתוח מדד ה-CR הרשות מציגה כי חלה התפתחות בתחרות מ-3 החברות הגדולות בכל ענף ל-10-5 חברות. כלומר חברות נוספות הצליחו לגדול ולצמוח בשוק הישראלי בשנים האחרונות. עוד טוענת כי תופעה זו אינה יכולה לקרות בשוק ריכוזי וחסר תחרות. התפתחות התחרות בכל ענף עולה בקנה אחד עם ממצאי רשות שוק ההון על הגידול בעוצמת התחרות על פני אינדיקטורים תחרותיים אחרים וזאת כתוצאה מרפורמות שהונהגו במשרד האוצר וברשות שוק ההון.

יחד עם זאת, יש לקחת בחשבון את מבנה הענף המבוסס על כספים צוברי תשואה בכל שנה יחד עם מכשירי חיסכון אשר מוגבלים בניידותם כתוצאה מהוראות הדין אשר נחקקו באותם ימים. מסיבה זו, הירידה בריכוזיות היא איטית, אולם מדובר במגמה קבועה ומובהקת בעשור האחרון.

לעמדת הרשות, בענפים ריכוזיים ובעלי עוצמת תחרות נמוכה, מתחרה חדש לא היה יכול להגיע לתוצאות אלו. ניתן להשוואות זאת לענפים פיננסיים אחרים כמו ענף הבנקאות או ענף הברוקראז', בו לא הצליחו מתחרים חדשים לקבל נתחי שוק משמעותיים בעשרות השנים האחרונות ולעיתים אף לא קמו מתחרים חדשים כלל. הרשות מגבה את מסקנותיה על פי בחינת אינדיקטורים אשר מודדים את עוצמת התחרות בשוק.



האינדיקטורים כאמור מהווים עדות לעוצמת התחרות הגבוהה בשוק. הירידה בדמי הניהול לצד שיעור הניידים הגובר מעידים כי לצרכן יש כוח מיקוח וחסימי מעבר נמוכים יחסית, המתבטא בתחרות על תשואות, מחיר ורמת השירות. כמו כן, עצם קיומה של אפשרות המעבר מגדילה את כוחו של הצרכן גם ללא ביצוע ניוד הכספים.

ספרות אקדמית (*, **)

המושג דמיון בתיקי השקעות של מוסדיים מתייחס לכך ששני תיקי ההשקעות שונים עשויים להיות באפיונים כלכליים דומים. מחקרים שונים משתמשים במדדים שונים על מנת למדוד את המידה בה קיים דמיון בין שני תיקי השקעות שונים. יחד עם זאת, ניתן לומר כי רק 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). המוסדיים בישראל מחזיקים כ- 50% מתיק נכסי הציבור והם גורם משמעותי המשפיע על הנוזלות בשוק ההון (גילדין, טפר, סבח, פורטג, 2020) וגם נוטלים חלק ביישום ממשל תאגידי (ראו לדוגמה Bebhuk, Cohen, Hirst, McCahery, Sautner, & Starks, 2016), אם כי במידה מוגבלת. לפי המחקר האקדמי, הסיכונים העלולים לנבוע מדמיון בתיקי ההשקעות של גופים מוסדיים הם:

- **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 סימוכין לטענה זו על ידי בחינה של מחירי טיסות של חברות תעופה מתחרות. יחד עם זאת, חוקרים אחרים הגיעו למסקנה שדמיון 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 שהדמיון 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 שנקטו 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 (Wagner, 2011; Kosenko and Michelson, 2022).

(*) נכתב על ידי ד"ר מרים שוורץ-זיו

שאלות לדיון

1. מהי מידת הדמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים ועד כמה הדבר מעיד על בעיית תחרות?
2. כיצד יש לבחון את מידת הריכוזיות בענף חסכון ארוך הטווח? אילו פרמטרים יש להביא בחשבון וכיצד לשלבם- מספר השחקנים, מידת הבידול ביניהם ומידת האינטנסיביות התחרות ביניהם על כספי חוסכים?
3. ניגודי עניינים : האם מידת המעורבות של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי יוצרת חשש לניגודי עניינים לרבות בהקשר של הקצאת משאבים לא יעילה, הצבעות מוטות באסיפות הכלליות, מינוי דירקטורים בהליך לא שקוף ועירוב כספי הנוסטרו המנוהלים בחברות יחד עם האינטרסים של כספי העמיתים המנוהלים בנאמנות
4. האם מאפייני תיק ההשקעות של ציבור החוסכים עלול להביא לסיכון סיסטמי למשק הישראלי והאם פוגע ברמות הסחירות והנזילות של הבורסה הישראלית?
5. האם מידת הדמיון של תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל בפרט ומאפייני ההשקעות של הגופים המוסדיים ככלל, מעלים חשש לחשיפה סיכונים ענפיים מוגברים?
6. ממשל תאגידי – האם מידת המעורבות של הגופים המוסדיים בשוק ההון מעלה צורך לייצר מנגנוני הגנה נוספים לאלו הקיימים כיום (למשל בכל הקשור למעורבות באסיפות כלליות, מינוי דירקטורים חיצוניים וחלוקת דיבידנדים כפי שהציג הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות)?
7. האם מבנה השוק הנוכחי ומאפייניו מעלים חשש המאופיין למצב של ניפוח נכסים סחירים וקביעת השווי ההוגן שלהם כפי שעולה מדוח רשות ניירות ערך?

(**) נספח – ביבליוגרפיה

- Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (2018). The competitive effects of common ownership: Economic foundations and empirical evidence: Reply. Available at SSRN 3044908.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89-102.
- Dennis, P., Gerardi, K., & Schenone, C. (2022). Common ownership does not have anticompetitive effects in the airline industry. *The Journal of Finance*, 77(5), 2765-2798.
- Hadlock, C., & Schwartz-Ziv, M. (2019). Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 4196-4227.
- Gilje, E. P., Gormley, T. A., & Levit, D. (2020). Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives. *Journal of Financial Economics*, 137(1), 152-178.
- J Hadlock, C., & Schwartz-Ziv, M. (2019). Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 4196-4227.
- Koch, A., Panayides, M., & Thomas, S. (2021). Common ownership and competition in product markets. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 109-137.
- Kosenko, K., & Michelson, N. (2022). It takes more than two to tango: Multiple bank lending, asset commonality and risk. *Journal of Financial Stability*, 61, 101040.
- Lewellen, K., & Lowry, M. (2021). Does common ownership really increase firm coordination?. *Journal of Financial Economics*, 141(1), 322-344.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Wagner, W. (2011). Systemic liquidation risk and the diversity–diversification trade-off. *The Journal of Finance*, 66(4), 1141-1175.
- גילדין, א., ספר, ל., סבח, ג., פורטגג, א. (2020). התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל. בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון. המחלקה הכלכלית רשות ניירות ערך.