



רשות ניירות ערך

התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון

אילן גילדין, ליזה טפר, גיא סבח, אפרים פורטגנו

המחלקה הכלכלית
רשות ניירות ערך

דצמבר 2020

הדעות המובאות בנייר זה אינן מייצגות בהכרח את עמדת רשות ניירות ערך
ברצוננו להודות לכלל עובדי המחלקה הכלכלית ובפרט לאריאל סובול ולרהב בן דוד על תרומתם
לעבודה זו

תוכן עניינים

2	תוכן עניינים
3	תקציר מנהלים
4	רקע
4	התפתחויות רגולטוריות בתחום החיסכון לטווח הבינוני-ארוך
8	התפתחות הנכסים המנוהלים
10	חלקם של המשקיעים המוסדיים בשוק המניות בישראל
14	מידת הריכוזיות בקרב הגופים המנהלים כספי ציבור
20	מדדי ריכוזיות ותחרות: CR3, CR5, CR10, הרפינדל-הירשמן (HHI)
24	השוואה בינלאומית
33	ניתוח אחזקות המוסדיים במניות ת"א 125
34	נתח אחזקות המוסדיים משווי השוק של מניה בודדת
35	המתאם בין אחזקות המוסדיים לנזילות
37	סיכום
39	נספח א' – בחינת הריכוזיות לפי סוג הגוף המוסדי
46	נספח ב' – אחזקות המוסדיים במניות לפי ענף השקעה

תקציר מנהלים

אחת התמורות המרכזיות שחלו בעשור האחרון בשוק ההון הישראלי, היא עלייה בשיעור אחזקות המשקיעים המוסדיים בשוק וכפועל יוצא, עלייה בהשפעתם על עיצוב דפוסי המסחר ועל הנזילות בסקטורים שונים ובמניות בודדות. לצד זאת, נמשך הגידול המהיר בהיקף הנכסים המנוהלים על ידם וכתוצאה מכך גדל גם כוחם היחסי בהקצאת ההון במשק.

מגמות אלו, מעלות שאלות הנוגעות להשפעות האפשריות של ההתפתחויות שתוארו על עתיד שוק ההון בישראל. במסמך זה, מובא ניתוח של השפעות אלה, תוך בחינת מספר מאפיינים של המשקיעים המוסדיים ושל אופן השקעתם בשוק המניות והחוב המקומי.

המאפיין הראשון שאליו אנו מפנים זרקור, הוא עוצמת הריכוזיות בשוק המוסדי, בדגש על מספר הגופים המנהלים את נכסי הציבור ארוכי הטווח ובחלוקה הפנימית בין אותם הגופים. ככלל, מגמה של עלייה בריכוזיות יכולה לבוא לידי ביטוי בירידה בנזילות נכסי הבסיס. במחקר שלהלן נבחנה ריכוזיות המשקיעים המוסדיים על פי מספר מדדים מקובלים ובהתאם למספר תתי-חלוקות (גופים שולטים לצד סוג הנכסים המנוהלים) תוך השוואת הממצאים למצב הקיים בכלכלות מפותחות בעולם.

בהמשך לכך, מובא ניתוח של נטיית המשקיעים המוסדיים להשקיע במניות שהנפיקו חברות הגדולות, תוך יצירת מתאם גבוה למדדים הבורסאיים, וכן דיון בהשלכות של גישה זו על שוק ההון. לעניין זה, נערך ניתוח אמפירי שבו נבדקה השפעת האחזקה הגוברת של הגופים המוסדיים על הנזילות במניות אלה. הטענה שנבחנה היא שנזילות המניות נפגעת בשל כך שהמשקיעים המוסדיים הם מטבעם משקיעים לטווח ארוך ונוכח המגמה במסגרתה מתגברת הריכוזיות בענף.

כמכלול, הממצאים מראים שהמשקיעים המוסדיים הופכים לכוח בעל דומיננטיות הולכת וגוברת בשוק המקומי ובו בזמן, חלקם הופכים ריכוזיים יותר (קרנות הפנסיה) וחלקם מתאפיינים בריכוזיות גבוהה כבר עתה (חברות הביטוח). כמו כן, קיים מתאם מובהק בין היקף החזקתם של המוסדיים (פנסיה, גמל וביטוח) ובין ירידה בנזילות, כפי שמתבטאת במחזור, במהירות המחזור ובמרווחי הציטוט, במניות שהם מחזיקים. תוצאות ההתפתחויות הללו עשויות לבוא לידי ביטוי בין היתר גם בעלייה מלאכותית במחירי נכסים ופגיעה ביכולת לקבוע שווי הוגן. מנגד, היקף ההחזקות של קרנות הנאמנות ושל אחוז הכמות הצפה נמצא במתאם חיובי עם עלייה בנזילות.

בסיום המחקר, מוצגים מספר כיווני פעולה העשויים לתרום לשינוי מגמת הגברת הריכוזיות כפי שעולה מממצאי המחקר שלהלן. בין היתר מוצע לפעול לעידוד כניסת משקיעים מוסדיים בינלאומיים כמשקיעים אקטיביים בשוק המניות המקומי, בחינה של הקמת ועדה ציבורית שתדון בהגברת התחרות בדרך של עידוד כניסת משקיעים מוסדיים זרים מובילים לפלחי שוק המנוהלים בלעדית על ידי המשקיעים המוסדיים המקומיים ועידוד הגדלת הכמות הצפה בשוק ההון.

אנו מבקשים להודות לרשות התחרות ולרשות שוק ההון על הערותיהן המועילות למסמך זה, שסייעו בחידוד, העמקה והבהרה של נקודות חשובות במהלך העבודה.

רקע

התפתחויות רגולטוריות בתחום החיסכון לטווח הבינוני-ארוך

במהלך שני העשורים האחרונים דנו מספר ועדות ציבוריות ברפורמות מבניות שונות בשוק ההון שנועדו, בין היתר, להביא להפחתת הריכוזיות ולהגברת התחרות בין הגופים המנהלים את חסכוניות הציבור. נסקור את המלצותיהן והשלכותיהן של הוועדות העיקריות שהשפיעו על עיצובו של תחום החיסכון לטווח הבינוני-ארוך בשני העשורים האחרונים.

בתחילת שנות האלפיים השחקנים המרכזיים בשוק ההון הישראלי היו הבנקים, ואלה חלשו כמעט על כל מקורות המימון במשק על ידי קבלת פיקדונות הציבור וניהול כספי קופות הגמל.¹ באמצעות כספים אלו שלטו הבנקים על רוב הקצאת האשראי למשקי הבית ולעסקים. לא רק שלא היה קיים גוף מחוץ למערכת הבנקאות ששימש גורם משמעותי במתן האשראי, אלא שגם בתוך המערכת הבנקאית התחרות הייתה מצומצמת לשני הבנקים הגדולים (הפועלים ולאומי).² נוסף על כך, בשל מגוון העיסוקים של הבנקים – קבלת פקדונות, מתן הלוואות, ניהול תיק הנכסים של הציבור והנפקת חוב ומניות של חברות מסחריות – התפתח חשש לניגוד עניינים ולניצול ידע, שהתבטא בחשש להשקעת כספי החוסכים בצורה שאינה מיטבית להם, תוך הקצאת מקורות שאינה יעילה ברמה המשקית.

ועדת בכר

בספטמבר 2004 הוגש **דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון**.³ בראשות הצוות עמד ד"ר יוסי בכר, והדוח כלל המלצות שנועדו להביא להפחתת הריכוזיות בשוק ההון ולצמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים בשוק ההון הישראלי. ניגודי עניינים אלו נבעו מכך שהבנקים עסקו במגוון פעילויות כמתווכים פיננסיים, שכללו הן עסקי בנקאות "קלאסית" (קבלת פקדונות ומתן אשראי) והן פעולות חיתום, ייעוץ השקעות וניהול נכסים ("בנקאות אוניברסלית"). אחת ההמלצות המרכזיות הייתה **להעביר את ניהול כספי קופות הגמל וקרנות הנאמנות מידי הבנקים**. המטרה של ההמלצות בדוח שנועדו להגביר את התחרותיות הייתה להקטין את בעיית הריכוזיות בהקצאת האשראי בשוק ההון, לאפשר חלופות לבנקים בשוק מתן האשראי ולהביא לשכלול התחרות על מתן שירותי חיסכון לטווח הארוך.

קבוצה נוספת של המלצות ("המלצות הסדרה") נועדה להביא **להסדרה כוללת של ניהול קופות הגמל וקרנות הפנסיה ולהסדרת מערך הפיקוח על הניהול שלהן ועל הייעוץ הפנסיוני**.⁴ ועדת בכר ביקשה לטפל בבעיות הקיימות בפיקוח על שוק ההון בישראל, וביניהן היעדר מסגרת חוקית מקיפה לפעילותן של קופות הגמל, בעיות בחוק הייעוץ וביזור רשויות הפיקוח, אשר יצרו לעיתים עיוותים בשוק ההון. במסגרת ההמלצות להביא לאיחוד וסטנדרטיזציה של עבודת הפיקוח על שוק החיסכון הפנסיוני על כל מוצריו, הומלץ לחוקק חוק קופות גמל שיסדיר את כללי הפיקוח והאכיפה לגביהן

¹ בסוף שנת 2003 ניהלו הבנקים כ-87% מקופות הגמל (165 מיליארדי ₪), כ-90% מקרנות הנאמנות (75 מיליארדי ₪), 678 מיליארדי ₪ פיקדונות הציבור וכ-76% מהאשראי לציבור (566 מיליארדי ₪); **דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון**, ירושלים 2004.

² בסוף שנת 2003 ניהלו בנק לאומי ובנק הפועלים 60% מפיקדונות הציבור במערכת הבנקאית ו-63% מהאשראי לציבור שנתנו הבנקים.

³ **דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון**

⁴ **דו"ח ועדת בכר**

"(חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005"⁵). המלצות ועדת בכר בנוגע לייעוץ, שיווק ותגמול יועצים הוסדרו במסגרת "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), תשס"ה-2005"⁶. החוק קובע בין היתר כי לא יינתן רישיון יועץ פיננסי לתאגיד בנקאי אם הוא מחזיק במבטח, בחברה מנהלת או בקרן להשקעות משותפות בנאמנות (בהתאם לשיעורים המופיעים בחוק).

רפורמה בשוק החיסכון הפנסיוני

בשנת 2008 בוצעו שני שינויים רגולטוריים בתחום החיסכון הפנסיוני בעלי השפעה מהותית על שוק החיסכון ועל רמת התחרותיות. השינוי המקיף הראשון הוא **צו הרחבה לפנסיה חובה**, הקובע חובה להפרשה פנסיונית עבור כלל אוכלוסיית השכירים בארץ (משנת 2017 חובה גם לעצמאים). חוק זה יצר מאגר חיסכון ענק שלא היה קיים בעבר, ובעקבותיו כספים רבים יותר מופנים לשוק ההון והאשראי החוץ בנקאי.⁷

השינוי המקיף השני שהוחל הוא "תיקון מס' 3 (תשס"ח-2008) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005", **המשווה את תנאי המס בין המוצרים הפנסיוניים השונים ומאפשר מעבר בין שלושת המוצרים** (קרן פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח) בצורה חופשית יותר.⁸ בהינתן השוואת תנאי המס בוטלה האפשרות של משיכה הונית ובוטלה הטבת המס לחיסכון לטווח בינוני. בכך נעלם היתרון היחסי של קופות הגמל כמוצר הוני לטווח בינוני-ארוך. לפני התיקון היה ניתן למשוך כספים מקופות הגמל לאחר 15 שנה בצורה הונית ללא מיסוי. לאחר השינוי, משיכה כזאת גוררת מיסוי גבוה. בשינוי זה החליטה המדינה למעשה לתמרץ את החיסכון ארוך הטווח.

ועדת חודק

הוועדה הוקמה בשנת 2009 בעקבות המשבר הפיננסי, והגישה את המלצותיה בשנת 2010. **ועדת חודק קבעה נהלים להשקעות באג"ח קונצרניות, הכוללים בין השאר חובת אנליזה בידי הגוף המוסדי טרם ביצוע ההשקעה וקביעת התניות חוזיות מינימליות ומומלצות.**⁹ מלבד אלו, המלצות הוועדה כללו דרישות דיווח טרום ההשקעה, חובות בדבר מדיניות השקעות וניהול סיכונים וחובות דיווח לאורך חיי ההשקעה. עם זאת, לצד ההסדרה והטיפול בבעיה אחת יצרה ועדת חודק עיוות אחר בשוק האשראי בישראל, שכן כל הדרישות תקפות לאג"ח בישראל בלבד, ואילו ביתר אפיקי האשראי, כגון ההלוואות הפרטיות/המאותאמות ואג"ח קונצרניות בחו"ל לא הוחמרו הנהלים.¹⁰ ואכן, מאז שנת 2010 ישנה עלייה חדה בהיקף ההלוואות הפרטיות שניתנו על ידי הגופים המוסדיים. **התוצאה היא שהגופים המוסדיים מגדילים את תיק האשראי הלא סחיר בהיקף הולך וגדל.**¹¹

⁵ [חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים \(קופות גמל\)](#).

⁶ [חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים \(ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים\)](#); שם החוק שונה בשנת 2011 על מנת שיכלול את מערכת הסליקה הפנסיונית: "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק בייעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני) תשס"ה-2005".

⁷ [צו הרחבה לפנסיה חובה](#).

⁸ [חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים \(קופות גמל\)](#).

⁹ [שלוש שנים ליישום המלצות "ועדת חודק"](#).

¹⁰ הסדר אישי שבו בעל החברה מקבל הלוואה ישירה מאחד הגופים המוסדיים.

¹¹ ביוני 2019 הסתכם היקף ההלוואות הפרטיות ב-120 מיליארדי ₪, כ-7% מסך נכסי המוסדיים. לעומת זאת, בתחילת העשור סך היקף ההלוואות הפרטיות שניתנו על ידי הגופים המוסדיים היה פחות מ-13 מיליארדי ₪, אשר היוו כ-2% בלבד מסך נכסיהם.

דמי ניהול

לפי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), 2012 שפרסם אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון, מוגבלים דמי הניהול המרביים שקופות יכולות לגבות מחשבון ביטוח פנסיוני. כלומר, **חל איסור לגבות דמי ניהול מעל התקרה המקסימלית שנקבעה בחוק. גובה התקרה משתנה לפי סוג החיסכון הפנסיוני**. ההוראה תקפה מאז 2013, ואינה תקפה לגבי תוכניות ביטוח מנהלים או חסכונות פנסיוניים אחרים שנפתחו לפני כן.^{12, 13}

הוועדה לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות במשק

בשנת 2013 נחקק החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, המכונה "חוק הריכוזיות". החוק נחקק בעקבות מסקנות עבודתה של הוועדה לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות במשק, שפורסמו במרץ 2012. על פי דוח הוועדה, המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות על-ענפית יתרה בהשוואה לשווקים אחרים בעולם. ריכוזיות זאת מתבטאת בין השאר בתופעה שמספר אנשים מצומצם שולט במספר רב של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק. השליטה הריכוזית הושגה, בין היתר, על ידי שימוש במבנה שליטה פירמידלי.

בהמשך למסקנותיה אלו קבעה הוועדה כי המבנה הריכוזי של המשק עשוי להשפיע על התמריצים לפעילות, על התחרות במשק ועל הסיכונים שבו, ולכן יש בו כדי לפגוע באיתנות המערכת הפיננסית, בתחרות, בציבור החוסכים, בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי איגרות החוב. הפגיעה במשקיעים יכולה להתרחש באמצעות הפרדה בין האינטרס הכלכלי לאמצעי השליטה (Decoupling), ופגיעה זו יכולה לבוא לידי ביטוי בתיעול נכסים אל בעל השליטה, בהקצאה לא יעילה של משאבים ובירידה באיכות ההנהלה. הפגיעה בתחרות יכולה להתרחש בשל ממשק מרובה שווקים (Multimarket contact). הפגיעה ביציבות יכולה לקרות עקב העלייה בפוטנציאל לסיכון מערכתי (סיסטמי). נוכח זאת המליצה הוועדה לפעול בשלושה מישורים, שעל בסיסם נקבעו דרישות החוק:¹⁴

1. הסדרת חלוקת נכסי הציבור באופן שימנע פגיעה בתחרות ופחית את הריכוזיות;

2. הפרדת השליטה בנכסים פיננסיים משמעותיים ונכסים ריאליים משמעותיים;

3. הגבלה על פעילותן של קבוצות הבנויות כפירמידה.

שינויי החקיקה שנעשו כוונו ישירות לשינוי מבנה האחזקות במשק. ואולם, נוסף לשינויים בחקיקה היו גורמים נוספים שהשפיעו על התפתחות מבנה האחזקות במשק בשנים האחרונות. להרחבה ראו מסמך "התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010-2018", שפורסם על ידי המחלקה הכלכלית ביולי 2019.¹⁵

ועדת גולדשמידט ויישומה

באפריל 2014 הוגש לממונה על שוק ההון דוח ועדת גולדשמידט – הוועדה לבחינת אופן השקעת

¹² בקרנות פנסיה ניתן לגבות עד 0.5% מהסכום הכולל שנצבר בחיסכון ועד 6% מסך ההפקדות החודשיות; בביטוחי המנהלים ובקופות הגמל ניתן לגבות עד 1.05% מהחיסכון הצבור ועד 4% מההפקדות.

¹³ [תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים \(קופות גמל\) \(דמי ניהול\)](#).

¹⁴ [חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות](#).

¹⁵ [התפתחות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010-2018](#)

משקיעים מוסדיים בהלוואות פרטיות / מותאמות (Tailor made). ועדה זו בחנה את ההסדרה הקיימת לעניין זה במסגרת הוראות החוזרים והנהלים של אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, והמליצה על השלמות והרחבות על מנת להתמודד עם הסיכונים הכרוכים בהשקעה באפיק זה ולהקטין אותם.¹⁶ בתחילת שנת 2015 פרסם אגף שוק ההון מספר טיוטות חוזרים בנושא מתן הלוואות מותאמות, המעגנות את המלצות ועדת גולדשמידט.

בינואר 2018 פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון עדכון פרק 4, "ניהול נכסי אשראי וחוב", שמתייחס בין היתר למדיניות מתן הלוואות מותאמות ולניהולן התקין על ידי גוף מוסדי.¹⁷ לפי התקנות שפורסמו, גוף מוסדי חייב לגלות לציבור את פרטי הסכם ההלוואה ואת פרטי המלווה כגון אלו: האם מדובר בעסקת קונסורציום, מספר נייר הערך, המספר ברשם של המנפיק, הדירוג, תאריך הרכישה, המח"מ, סוג המטבע, שיעור הריבית הממוצע, התשואה לפדיון, הערך הנקוב, השער, השווי ההוגן, השיעור מנכסי אפיק ההשקעה, השיעור מנכסי ההשקעה. רמת פירוט זו דומה לרמת הפירוט לגבי אג"ח קונצרניות, אם כי בעניין זה מדובר בשערוך ולא בנתוני שוק.

קרנות ברירת מחדל

בחודש מרץ 2016 פורסם החוזר "הוראות לעניין בחירת קופת גמל"¹⁸. בחוזר נקבע כי הממונה על שוק ההון יבחר שתי קרנות פנסיה שיהיו ברירת מחדל לעובדים. הפרמטר לבחירת הקרנות היה דמי ניהול נמוכים. במהלך שנת 2018 נערך הליך תחרותי חדש, ובמסגרתו נקבעו ארבע קרנות פנסיה נבחרות. כניסת הקרנות הנבחרות הגדילה את התחרותיות בשוק הפנסיה, הגבירה את כוח המיקוח של החוסכים והשפיעה על רמת המחירים.

¹⁶ הודעה לעיתונות: ד"ר אמנון גולדשמידט הגיש לממונה על שוק ההון, דורית סלינגר, את דוח הוועדה לבחינת אופן השקעת גופים מוסדיים בהלוואות מותאמות

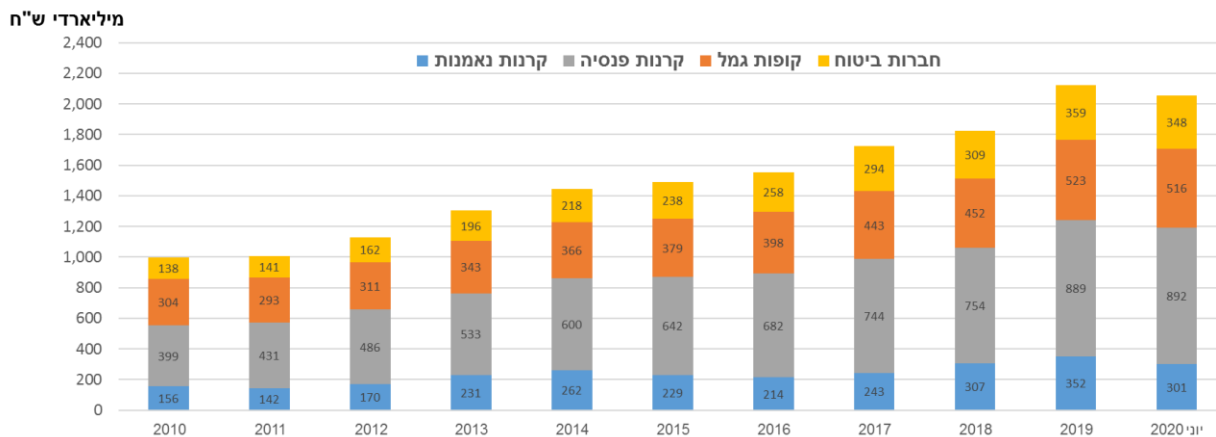
¹⁷ ניהול נכסי השקעה

¹⁸ הוראות לעניין בחירת קופת גמל - תיקון

התפתחות הנכסים המנוהלים

הגופים המוסדיים, קרי קופות הגמל, קרנות הפנסיה, חברות הביטוח וקרנות הנאמנות, מנהלים עבור הציבור את החסכונות לטווח ארוך (החיסכון הפנסיוני) ולטווח בינוני (קרנות הנאמנות). כתוצאה מהרחבת פנסיית החובה בשנת 2008, שהביאה לגידול קשיח בהפרשות לפנסיה ולעלויות בשווי נכסים, שבאו עם הגאות בשווקים לאחר משבר 2008, חל בעשור האחרון גידול ניכר בהיקף הנכסים שמנהלים הגופים המוסדיים. בתרשים 1 ניתן לראות כי **היקף הנכסים הוכפל במהלך העשור האחרון, ועומד על כשני טריליון ש"ח.**

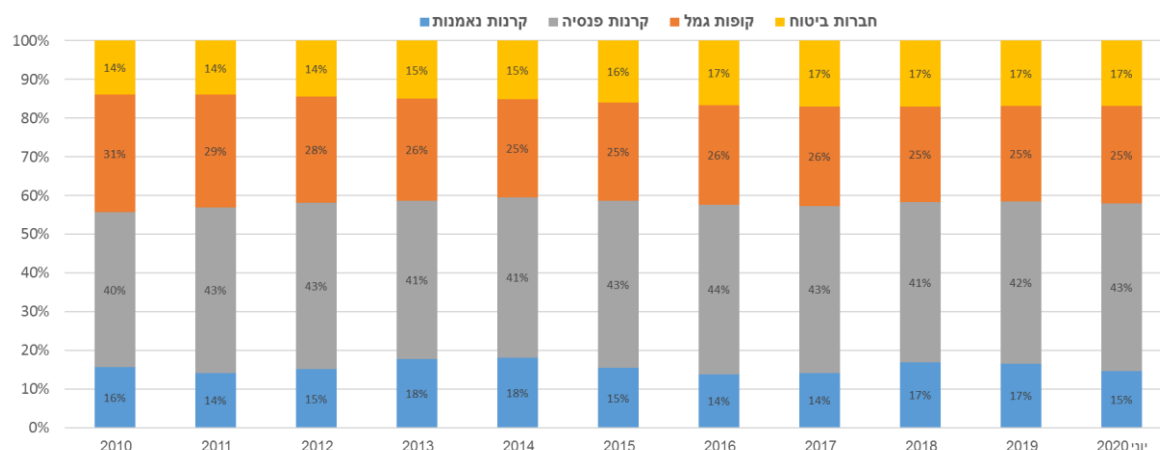
תרשים 1: סך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, 2010-2020¹⁹



מרבית הכספים מנוהלים ע"י קרנות הפנסיה (כ-900 מיליון ₪, ששיעורם 43%). כפי שניתן לראות בתרשים 2, במהלך השנים לא התרחש שינוי ניכר בהתפלגות ההשקעות בין הענפים, מלבד ירידה בנתחן של קופות הגמל לטובת קרנות הפנסיה ופוליסות הביטוח. תהליך זה התקיים ככל הנראה לאור השוואת תנאי המיסוי והקלת המעבר בין המוצרים השונים ב-2008. החיסכון לטווח הבינוני באמצעות קרנות הנאמנות עומד על כ-15% מסך הכספים המנוהלים ע"י הגופים המוסדיים, נתח שנשאר ברמה יציבה יחסית לאורך העשור.

¹⁹ על פי נתוני "פרדיקטה", הכוללים קרנות סל מסוף שנת 2018, ואינם כוללים נתוני השקעות של פוליסות ביטוח חיים "מבטיחות תשואה" ואת כספי הנוסטרו של החברות.

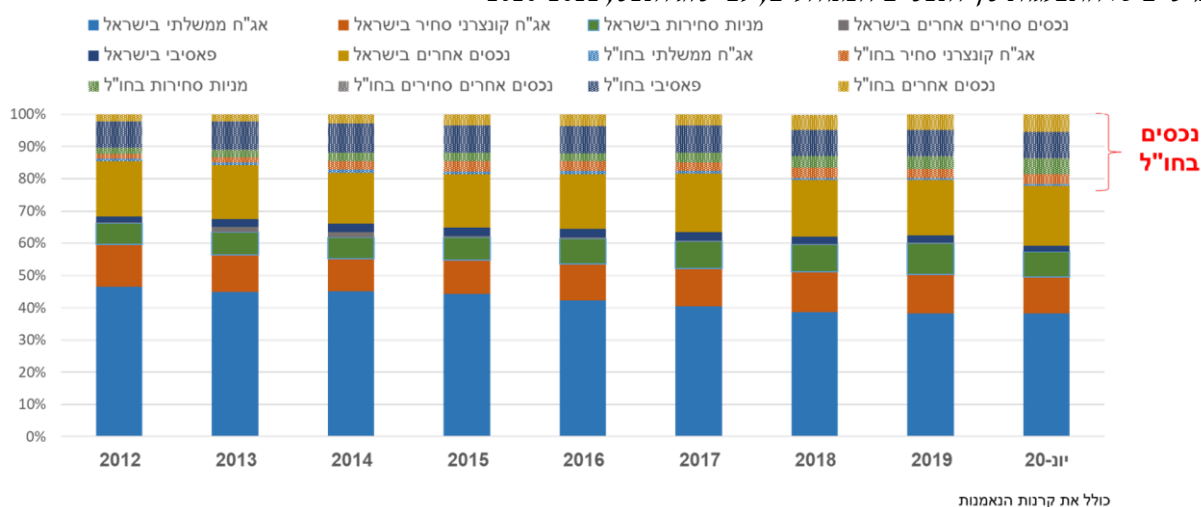
תרשים 2: התפלגות סך הנכסים המנוהלים, לפי סוג מוסדי, 2010-2020



עלייה כה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים משמעותה הזרמה של כספים רבים לשווקים הפיננסיים, ועשויה לדרוש התאמות בתמהיל הנכסים של הציבור, כמו גם העמקת המומחיות של הגורמים המנהלים במגוון של פלחי שוק בישראל ומחוצה לה.

הגידול בהיקף הנכסים בא לידי ביטוי בכל סוגי הנכסים שבהם משקיעים הגופים המוסדיים. על פי תרשים 3, אין שינוי משמעותי בתמהיל הנכסים לאורך התקופה. עם זאת, בדיקה מדוקדקת יותר מעלה מספר מגמות. ראשית, הנתח של האג"ח הממשלתיות הן הצמודות והן השקליות (ובהן האג"ח המיועדות) ירד באופן ניכר – מ-46.5% בשנת 2012 ל-38% ביוני 2020. מגמה זו מתיישבת עם המגמה הפיסקאלית של ירידה ביחס החוב הממשלתי לתוצר בישראל לאורך העשור האחרון. מנגד, ניתן לראות כי ישנה סטגנציה יחסית באפיק המנייתי בישראל, שנתחו עלה בצורה מינורית באותה תקופה מ-6.8% ל-7.8%, עלייה משמעותית יותר התרחשה באפיק הנכסים המושקעים בחו"ל, שעלה באותה תקופה מ-14.6% ל-22%. כלומר, חלק ניכר מהגידול בנכסים הופנה להשקעות בחו"ל. המגמה האחרונה שאפשר לציין, והיא באה לידי ביטוי בעיקר בחציו השני של העשור, הינה הגידול בהיקף הנכסים הלא-סחירים בתיקים המנוהלים. עיקרה של מגמה זו, שהיא כלל-עולמית, הוא השקעות בנדל"ן ובקרנות השקעה פרטיות, והנכסים הנרכשים מצויים הן בישראל והן בחו"ל.

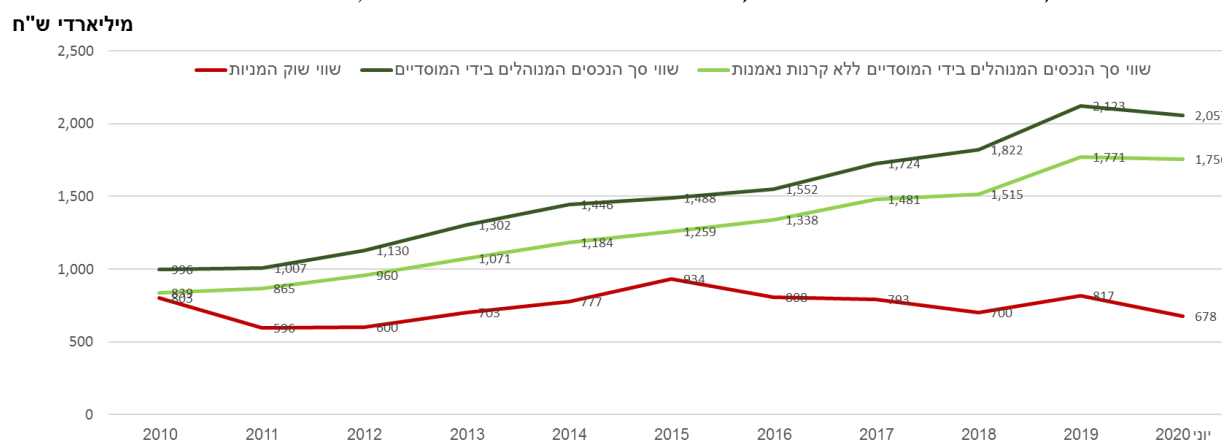
תרשים 3: התפלגות סך הנכסים המנוהלים, לפי סוג הנכס, 2012-2020



חלקם של המשקיעים המוסדיים בשוק המניות בישראל

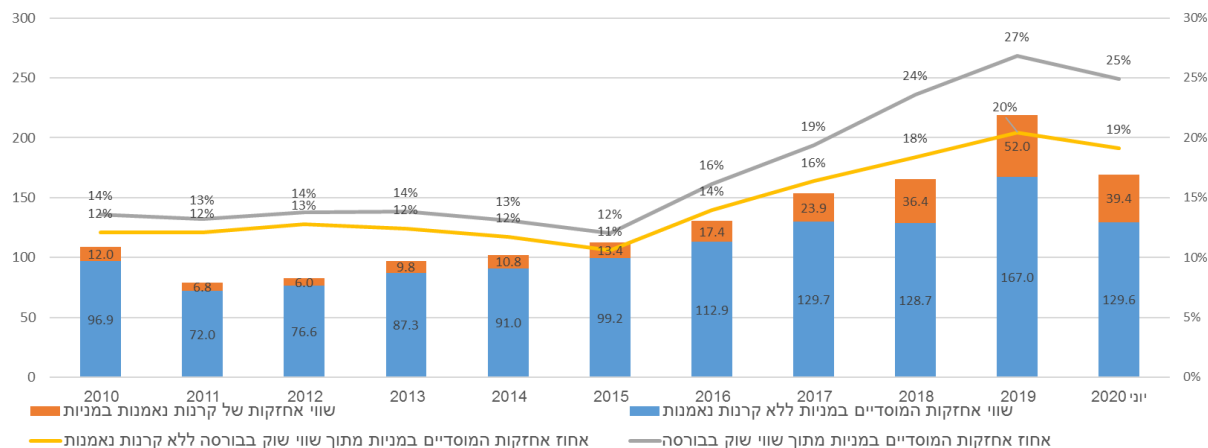
אחת הסיבות לגידול היחסי בהשקעה בנכסים בחו"ל הינה גודלו המוגבל יחסית של שוק ההון הישראלי. כך למשל, בתרשים 4 המתאר את השינוי בנכסי המוסדיים לעומת השינוי בסך שווי שוק המניות בבורסה, ניתן לראות כי במקביל להכפלת היקף הנכסים המנוהלים מטריליון אחד לשני טריליון ₪, שווי שוק המניות בישראל נותר ברמות דומות ונע סביב 700 מיליארד ₪. בסוף התקופה הנסקרת הוא אף נמוך בכ-16% מכפי שהיה בסוף שנת 2010. חשוב לציין כי ההסתכלות ברמת סך שווי השוק מטעה במידה מסוימת, שכן בתקופה זו חלה עלייה בערך של מרבית החברות בבורסה ובמדדים המובילים. שווי השוק הכולל מושפע משמעותית גם מירידה ניכרת בשוויין של חברות גדולות במהלך העשור (כדוגמת טבע) וכן מרישום חברות חדשות למסחר וממחיקה של חברות מהמסחר (ובכללן חברות דואליות גדולות).

תרשים 4: שווי שוק המניות בבורסה מול שווי סך הנכסים המנוהלים בידי המוסדיים, 2010-2020



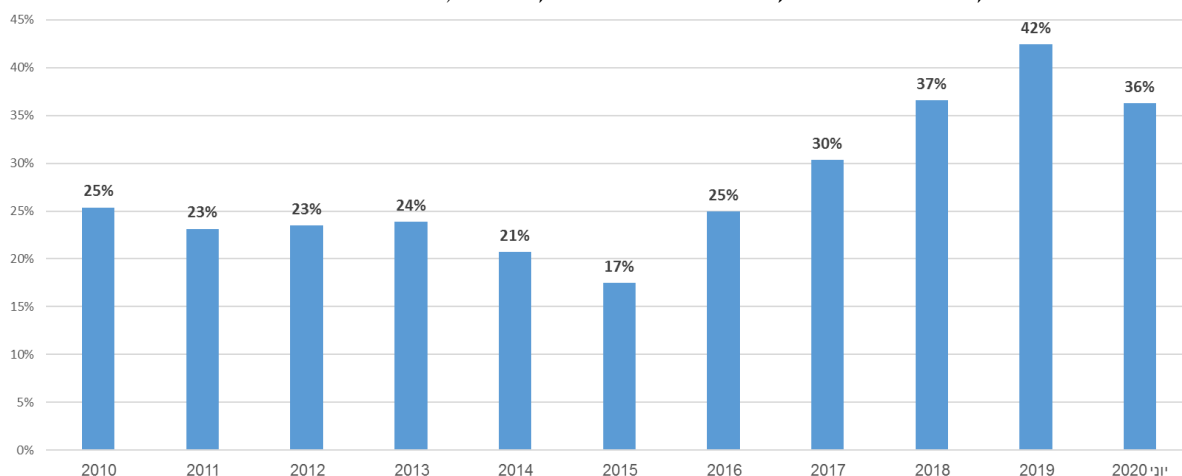
על אף ההבדלים הברורים בין המגמות שתוארו לעיל, חלק ניכר מהכספים המנוהלים על ידי המוסדיים המשיכו לזרום לשוק המניות בישראל. זאת בין היתר על חשבון בעלי השליטה, שנתחם היחסי ירד לאורך העשור מ-67% ל-60%. מצב זה הביא לגידול משמעותי בחלקם של הגופים המוסדיים בשוק המניות. תרשים 5 מתאר את חלקם של המוסדיים משוק המניות. כפי שניתן לראות, חלקם של המוסדיים בשוק המניות לא השתנה באופן ניכר עד שנת 2015, אך מאז הוכפל חלקם מ-12% ל-25% נכון ליוני 2020. עלייה זו נובעת משתי מגמות הפוכות – ירידה של כ-27% בשווי שוק המניות בת"א מאז נקודת השיא בשנת 2015, שתוארה לעיל, ולעומתה עלייה של כ-50% בסך האחזקות של הגופים המוסדיים במניות בישראל, שהסתכמו לשווי של 170 מיליארד ₪ ביוני 2020. מגמה זו מתמתנת אם גורעים מסך אחזקותיהם את שווי הנכסים המנוהלים ע"י קרנות הנאמנות. חלקם של המוסדיים ללא קרנות הנאמנות מתוך שווי שוק המניות עלה מכ-11% בשנת 2015 ל-19% נכון ליוני 2020.

תרשים 5: שווי האחזקות של הגופים המוסדיים במניות בבורסה בישראל, 2010-2020



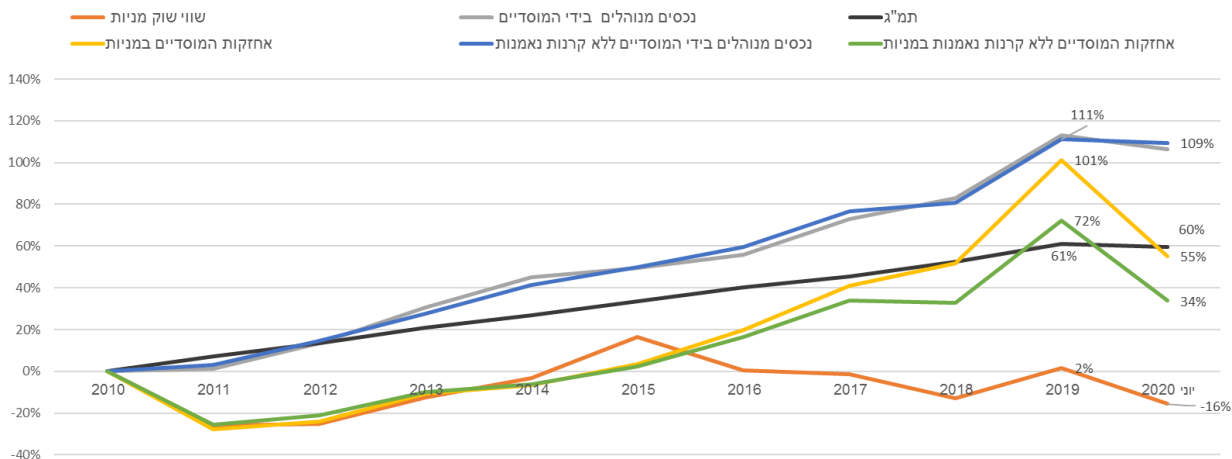
הואיל ושוק המניות בישראל עדיין מאופיין באחוז גבוה יחסית של חברות הנשלטות על ידי בעלי שליטה ואחוז נמוך יחסית של כמות צפה בהשוואה עולמית, שיעור אחזקות המוסדיים מתוך הכמות הצפה משמעותי בהרבה. נתחם של אחזקות המוסדיים מסך הכמות הצפה עלה מ-25% בשנת 2010 ל-36% בשנת 2020.

תרשים 6: אחוז אחזקות המוסדיים מתוך הכמות הצפה של שוק המניות, 2010-2020



לסיכום, תרשים 7 מתאר את השינוי המצטבר בכל אחד מהפרמטרים שתוארו לעיל, ולצורך השוואה כולל גם את קצב הצמיחה הנומינלי בתמ"ג. ניתן לראות כי נכסי המוסדיים צמחו יותר גם ביחס לתמ"ג, שצמח ב-60% לאורך התקופה הנסקרת, אינדיקטור המספק מדד ייחוס לקצב הצבירה הגבוה של נכסים פיננסיים על ידי הציבור בעשור האחרון.

תרשים 7: שיעורי צמיחה מצטברת, 2010-2020



השלכות אפשריות

לעלייה בחלקם של הגופים המוסדיים בשוק המניות עשויות להיות השלכות משמעותיות על שוק ההון. מחד מדובר בגופים גדולים בעלי משאבים, שיש ביכולתם להשקיע את התשומות הנדרשות בניית חברות ובהערכת השפעתם של מהלכים עסקיים שונים בחברות שבהן הם משקיעים. כמו כן, השקעתם מתבצעת לרוב מתוך ראייה ארוכת טווח. בהתאם לכך, ככל שגופים אלה תופסים נתח נכבד יותר מהשוק כך גדלה גם יכולת ההשפעה שלהם על האסטרטגיה העסקית של החברות, על סטנדרטים של ממשל תאגידי ועל המדיניות שברצונם לקדם בנושאים שונים (כמו למשל אחריות תאגידית בנושאי איכות הסביבה). מחקר משנת 2006 המתבסס על מידע שנאסף מ-23 מדינות OECD בין השנים 1982-2000 מצא שקיים היזון חוזר חיובי בין צמיחת שוק המניות ובין התפתחות עסקיהם של המשקיעים המוסדיים. על פי המחקר, משקיעים מוסדיים יוצרים סביבה שעוזרת לפיתוח שוק המניות, ושוק מניות מפותח תורם להתפתחותם של המשקיעים המוסדיים.²⁰

מנגד, הגופים המוסדיים, בהיותם משקיעים לטווח ארוך, מבצעים שינויים פחות תכופים בהרכב התיק ומחזיקים בנכסים לאורך זמן (Buy and Hold). המשמעות הינה כי הסחורה המוחזקת על ידם אינה מחליפה ידיים באופן תדיר, ולמעשה מצמצמת את כמות המניות הזמינה למסחר, כך שנוצר מעין קיטון מלאכותי בכמות הצפה (שאחזקות הגופים המוסדיים הן חלק ממנה), מה שבתורו צפוי להביא לירידה בנזילות בנכסים אלה. מחקרים רבים שנעשו בנושא הסיקו שקיים קשר מובהק בין הכמות הצפה לבין מידת הנזילות. כך למשל, מאמר שפורסם בשנת 2016²¹ בחן קשר זה לפי מספר מדדי נזילות ב-55 מדינות (מפותחות ומתפתחות), ומצא כי למניות עם כמות צפה גדולה יותר קיימת נזילות גבוהה יותר בכל רמות הפיתוח הכלכלי והאזורים הגיאוגרפיים. מחקר נוסף משנת 2018²² בחן את הקשר בין הכמות הצפה לנזילות על בסיס נתוני המדד הראשי

²⁰ G. Aras & A. Muslumov, "Institutional Investors and Stock Market Development: A Causality Study", *ISE Review*, Vol. 29 (2005), pp. 1-14.

²¹ Xiaoya (Sara) Ding, Yang Ni & Ligang Zhong, "Free float and market liquidity around the world", *Journal of empirical finance*, Vol. 38A (2016), pp. 236-257.

²² Ghaith El-Nader, "Does stock ownership impact liquidity and dividends?", *Investment Management and Financial Innovations*, 15(3) (2018).

של בורסת לונדון (FTSE 100) בשנים 2002-2016, ומצא קשר חיובי בין הכמות הצפה לבין הנזילות. כמו כן, אותו מחקר מצא מתאם בין גידול באחזקות של משקיעים מוסדיים ובין נזילות נמוכה יותר. ירידה בנזילות פוגמת ביעילות השוק ולרוב בעלת מתאם גם עם עלייה בתנודתיות. עם זאת, לאחזקה לטווח ארוך, יחד עם המשכיות ברכישות של המוסדיים, צפויה גם השפעה ממתנת על התנודתיות במחירי הנכסים.

השפעה נוספת עשויה להיות עלייה במחירי הנכסים שאינה נובעת מגורמים פונדמנטליים בתמחור החברות עצמן. בעוד היצע הנכסים מצטמצם בשל רכישתם לטווח ארוך ע"י המוסדיים, היקף הנכסים המנוהלים ממשיך לצמוח, ולכן הביקוש לנכסים אלה ממשיך לעלות (בהנחה שהתפלגות הנכסים המנוהלים לא משתנה והשוק אינו גדל באופן דומה לגידול בביקוש המוסדי). מחקר ישן יחסית, שבחן את ההשפעה של העלייה באחזקות המוסדיים הגדולים בשנות ה-80 וה-90 (שהכפילו את השקעתם במניות באותה תקופה) על מחירי המניות, טען כי עלייה זו, שגרמה לעלייה בביקוש למניות גדולות וירידה בביקוש למניות קטנות, עשויה להסביר כ-50% מהעלייה במחירן של המניות הגדולות ביחס למניות הקטנות.²³

מאפיין נוסף של השוק שעשוי להעצים את ההשפעות שתוארו לעיל הינו מידת הריכוזיות בשוק המוסדי, כלומר כמה גופים מנהלים את נכסי הציבור וכיצד הנכסים מתחלקים ביניהם. ככל שהריכוזיות נמוכה יותר כך ניהול הכספים ייצג מגוון רחב יותר של דעות, מה שצפוי לתרום לנזילות ולתמחור ההוגן בשוק. על מאפיין זה נפרט בפרק הבא.

מבחינה נוספת, ככל שההשקעות מתמקדות בחברות מסוימות, ההשפעה על מניותיהן צפויה להיות משמעותית יותר. בהתאם לכך, ננתח יותר לעומק את השקעותיהם של הגופים המוסדיים במניות ת"א 125, ונבחן אם ישנו קשר בין נוכחותם של הגופים המוסדיים ומידת הריכוזיות של אחזקותיהם לבין מידת הנזילות במניות אלה.

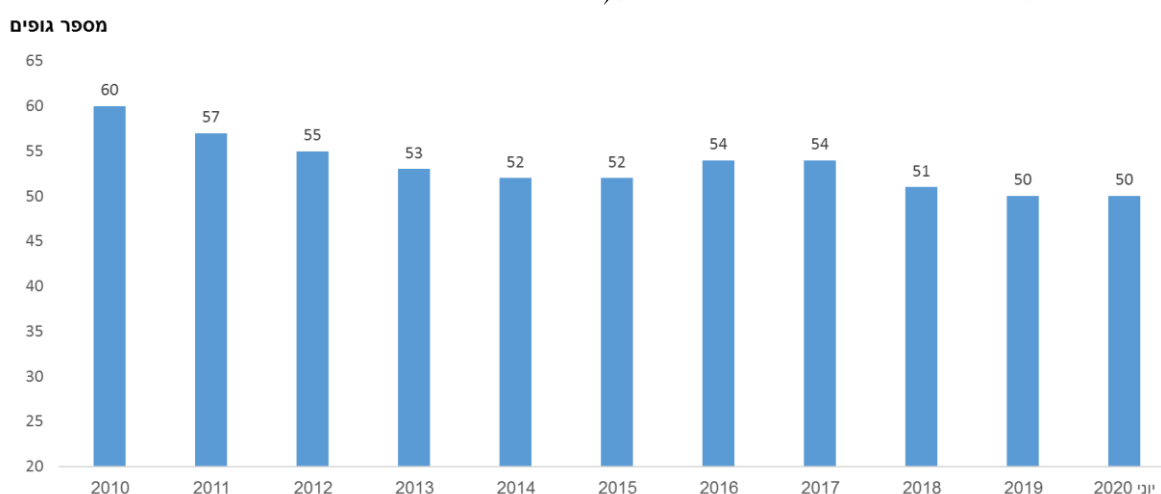
²³ Paul A. Gompers & Andrew Metrick, "Institutional Investors and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1 (Feb. 2001), pp. 229-259.

מידת הריכוזיות בקרב הגופים המנהלים כספי ציבור

משמעות נוכחותם הגוברת של הגופים המוסדיים בשוק המניות מתעצמת ככל ששוק זה ריכוזי יותר. כלומר, ככל שישנם מספר שחקנים מצומצם יותר המנהלים נתח משמעותי יותר מנכסי הציבור כך מתעצמת השפעתם על השוק. השפעה זו יכולה להיות במגוון תחומים: מידת התנודתיות והנזילות בנכסים אלה, יכולתם של תאגידים להנפיק בשוק תחרותי, תמחור ההנפקות, השפעת הגופים המוסדיים על ממשל תאגידי וכן על מדיניות התאגידים בהתנהלותם העסקית ועוד.

על פי נתוני יוני 2020, 51 תאגידים²⁴ שולטים בניהול כספי הציבור בישראל (חיסכון בינוני-ארוך טווח, ללא חלוקה לפי הגוף המוסדי המנהל), לעומת 60 תאגידים בתחילת העשור. כלומר, מספר התאגידים השולטים ירד בכ-17% במהלך התקופה.

תרשים 8: מספר הגופים השולטים בניהול כספי הציבור, 2010-2020



מרביתם של תאגידים אלה הם גופים קטנים יחסית, המאגדים נכסים של ארגונים מקצועיים או תאגידים ספציפיים, וחלקם מנוהלים ע"י הגופים המוסדיים הגדולים יותר.

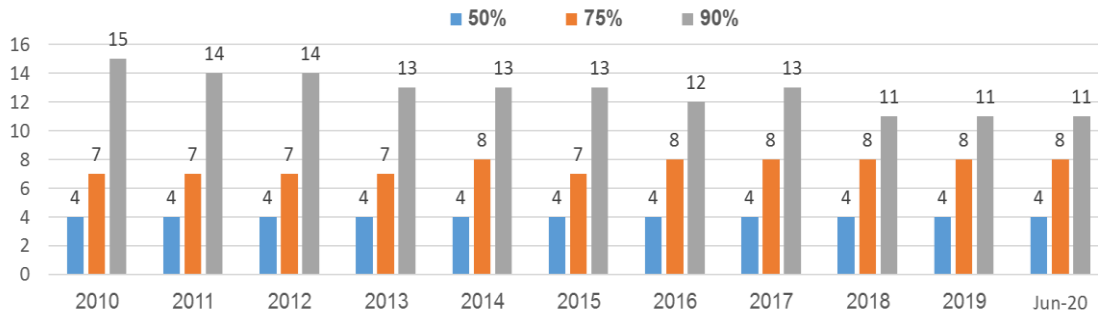
נכון ליוני 2020, 11 תאגידים (22% מסך הגופים השולטים) מרכזים 90% מהנכסים המנוהלים, וזאת לעומת 15 תאגידים (25% מסך הגופים השולטים) בתחילת העשור. מתוך זה, 8 תאגידים (16% מסך הגופים) מרכזים כ-75% מסך הנכסים המנוהלים, ומתוכם 4 תאגידים (8% מסך הגופים) מרכזים 50% מהנכסים. כמו כן, אותם 15 גופים שניהלו כ-90% מהנכסים בתחילת העשור מנהלים כיום 93% מהנכסים.

בתרשים הבא ניתן לראות שמספר הגופים המרכזים 50% מסך הנכסים המנוהלים נשאר דומה במהלך התקופה. לעומת זאת, מספר התאגידים המרכזים 90% מהנכסים ירד מ-15 ל-11.

²⁴ אשר זוהו שמית על ידי "פרדיקטה".

תרשים 9: התפלגות מספר הגופים השולטים שאחוז הנכסים המנוהלים על ידם עולה על רף של כ-50%, כ-75% וכ-90% מסך כספי הציבור המנוהלים, 2010-2020

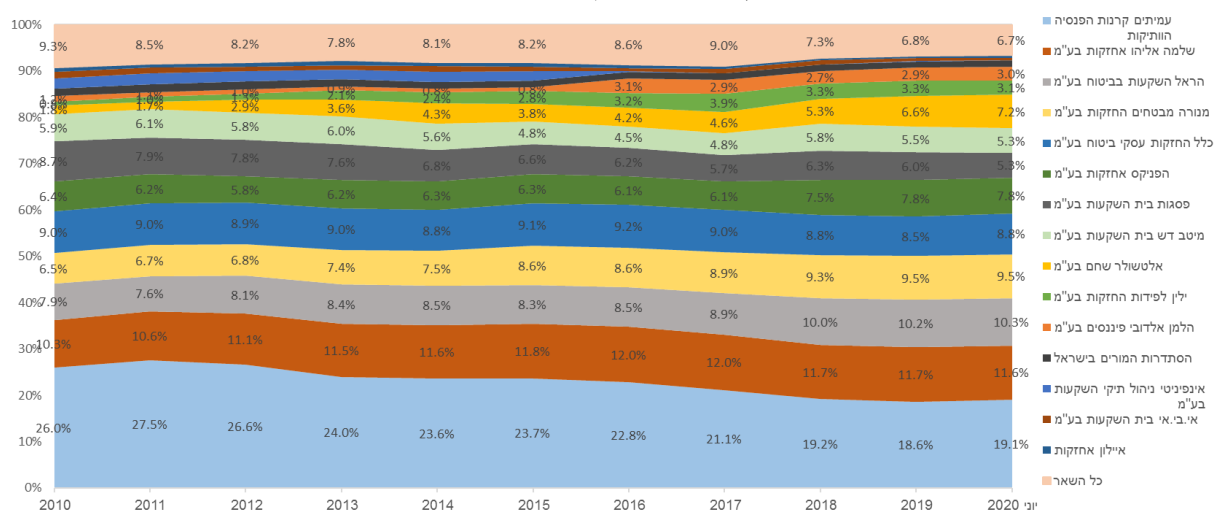
אחוז מסך הגופים השולטים



תופעה זו מועצמת כאשר הבחינה מתבצעת ללא הנתונים של הגוף המוסדי הגדול ביותר במשק – "עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות" (להלן: "עמיתים").²⁵ בחינה ללא גוף זה מתבקשת לאור היותו גוף שהוקם מטעם המדינה ואינו פתוח לעמיתים חדשים, כלומר אינו מהווה תחרות עבור יתר הגופים. ללא גוף זה, נכון לסוף יוני 2020, 11 גופים (22% מסך הגופים) מרכזים 90% מסך הנכסים המנוהלים של הציבור, לעומת 17 גופים (29% מסך הגופים) בשנת 2010.

²⁵ נכון ליוני 2020, שווי הנכסים המנוהלים על ידי "עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות" הינו כ-393 מיליארד ₪. "עמיתים" הינו גוף מאוחד בבעלות ממשלתית המנהל את שמונה קרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר: מבטחים, קרן הגמלאות המרכזית, מקפת, קופת הפנסיה לעובדי הדסה, קרן פועלי בניין, קרן פועלים חקלאיים, קרן גמלאות של חברי אגד וקרן נתיב. (בשנת 2003 החל יישום הסדר קרנות הפנסיה הוותיקות, אשר נקבע בחוק כתוכנית להבראת כלכלת ישראל. ההסדר נועד להביא את הקרנות לאיזון, באופן שיבטיח את יכולתן לממש את זכויות הפנסיה של עמיתיהן. כדי להביא לאיזון האקטוארי של הקרנות כאמור, התחייבה המדינה בחוק להזרמת סיוע ממשלתי לקרנות בהיקף של כ-78 מיליארדי ש"ח (בערכי 2003), בפריסה על פני שנות ההסדר. הקמתו של הגוף המאוחד החלה בשנת 2004 והושלמה בשנת 2008. "עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות" היא קרן סגורה ואינה מגייסת עמיתים חדשים. ובכך, דרך ניהול ההשקעות של "עמיתים" שונה בתכלית מכל הגופים הפנסיוניים האחרים בישראל, שמתמקדים בעיקר בהנבת תשואות לשנה הקרובה. "עמיתים" מנהלת תשואות לטווח הארוך, באמצעות קביעת תשואת מטרה מחייבת או באמצעות הדרישה להתאים נכסים להתחייבויות.

תרשים 10: שיעור הנכסים המנוהלים לפי גוף פיננסי שולט, 2010-2020



תרשים 10 לעיל מראה את השינויים בכל אחד מהגופים. ניתן לראות כי על פי רוב נתחם של הגופים הגדולים יחסית גדל לאורך התקופה. זאת בעיקר על חשבונם של "עמיתים", שנתחם ירד באופן טבעי במהלך התקופה מ-26% ל-19% בשל היותם קרן סגורה לעמיתים חדשים, וכן על חשבון מרבית הגופים הקטנים יותר. בלוח 1 מצוינים השינויים ב-15 הגופים הגדולים במהלך העשור.

לוח 1: השינויים בנתוני הגופים הפיננסיים השולטים המנהלים כ-90% מהחיסכון הבינוני-ארוך טווח של

הציבור בין סוף 2010 ליוני 2020

שם גוף שולט מנהל	סוף 2010	יוני 2020	שווי נכסים מנוהלים, מיליארדי ש"ח	אחוז מסך נכסי הציבור המנוהלים	סוף 2010	יוני 2020	דירוג לפי גודל
עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות	258.5	393.0	26.0%	19.1%	1	1	סוף 2010
שלמה אליהו אחזקות בע"מ	102.2	238.6	10.3%	11.6%	2	2	יוני 2020
כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	89.9	180.9	9.0%	8.8%	3	3	סוף 2010
פסגות בית השקעות בע"מ	86.4	109.9	8.7%	5.3%	4	4	יוני 2020
הראל השקעות בביטוח בע"מ	78.9	211.0	7.9%	10.3%	5	5	סוף 2010
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	64.9	194.5	6.5%	9.5%	6	6	יוני 2020
הפניקס אחזקות בע"מ	63.6	159.5	6.4%	7.8%	7	7	סוף 2010
מיטב דש בית השקעות בע"מ	59.2	108.9	5.9%	5.3%	8	8	יוני 2020
אינפיניטי ניהול תיקי השקעות בע"מ	22.2	1.2	2.2%	0.1%	9	9	סוף 2010
אלטשולר שחם בע"מ	18.1	148.0	1.8%	7.2%	10	10	יוני 2020
הסתדרות המורים בישראל	15.7	27.0	1.6%	1.3%	11	11	סוף 2010
אי.ב.א. בית השקעות בע"מ	13.8	11.1	1.4%	0.5%	12	12	יוני 2020
הלמן אלדובי פיננסים בע"מ	12.2	62.2	1.2%	3.0%	13	13	סוף 2010
איילון אחזקות	9.3	10.1	0.9%	0.5%	14	14	יוני 2020
ילין לפידות החזקות בע"מ	8.0	63.2	0.8%	3.1%	15	15	סוף 2010
סה"כ	903.1	1,919	90.7%	93.3%			

לוח 2 מסכם את הסיבות לשינויים שחלו בנתח שוק הנכסים של 18 הגופים המנהלים הגדולים ואת שינויי מדרג הגודל של כל אחד מהם במהלך העשור האחרון.²⁶

לוח 2: מספר הגופים המנהלים על פי השינויים במדרג הגודל בעשור האחרון

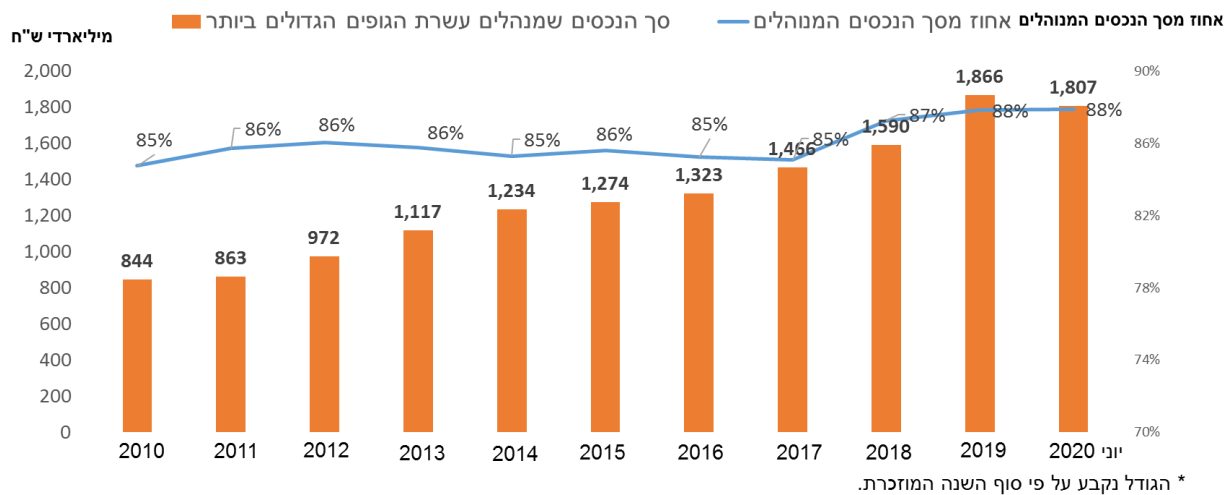
²⁶ הלוח כולל את כל התאגידים שניהלו כ-90% מכספי הציבור בסוף 2010 או ביוני 2020, כולל אלו שנכנסו בעקבות החרגת נתונים של עמיתים.

מספר הגופים הפיננסיים	השינוי במדרג במהלך העשור ²⁷	סיבות עיקריות לשינוי המדרג
4	ירידה משמעותית	אסטרטגיה ממשלתית ("עמיתים"), חוסר התרחבות מעבר לגידול הטבעי, מכירת חלק מהפעילות
3	ירידה	
7	סה"כ גופים שירדו	
3	עלייה משמעותית	רכישות ומיזוגים, התרחבות לתחומים נוספים, גידול בפעילות ללא אירועים מהותיים
5	עלייה	
8	סה"כ גופים שעלו	
3	רמת מדרג דומה	רכישות ומיזוגים, גידול טבעי
18	סה"כ גופים פיננסיים	

לסיכום התוצאות, שבעה משקיעים מוסדיים ירדו במדרג, בעיקר בשל חוסר התרחבות או מכירת חלקים מהפעילות. מצד שני, שמונה גופים עלו במדרג, בעיקר בשל התרחבות עסקית ורכישות ומיזוגים. שלושה תאגידים פיננסיים שמרו על יציבות מדרג הגודל במהלך העשור. מנקודת מבט נוספת, נכון ליוני 2020, עשרת הגופים הגדולים ביותר מנהלים כ-807,1 מיליארד ₪, ששיעורם 88% מסך הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים. לעומת זאת, בתחילת העשור עשרת הגופים הגדולים ניהלו 85% (840 מיליארדי ₪) מסך החיסכון לטווח בינוני-ארוך של הציבור. כלומר, חלה עלייה מסוימת בנתח אחזקותיהם של עשרת הגופים הגדולים.

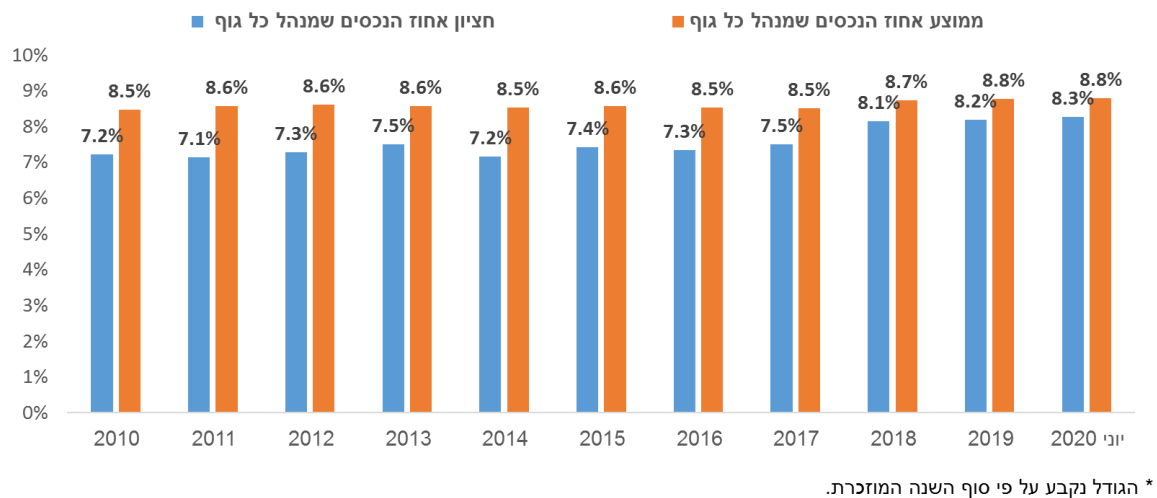
²⁷ "ירידה משמעותית" / "עלייה משמעותית" – שינוי של יותר משתי רמות מדרג; "ירידה" / "עלייה" – שינוי של שתי רמות מדרג; "רמת מדרג דומה" – ללא שינוי או שינוי של רמת מדרג אחת בלבד.

תרשים 11: היקף הנכסים המנוהלים על ידי עשרת הגופים הגדולים ביותר, 2010-2020*



בממוצע כל אחד מבין עשרת הגופים הגדולים מנהל 8.8% מסך הנכסים המנוהלים, לעומת 8.5% ב-2010. כלומר, נראה שהגופים הפכו להיות יותר הומוגניים מבחינת היקף הנכסים המנוהלים. הטענה נתמכת גם על ידי ערכו של החציון, ששיעורו 8.3% ביוני 2020 לעומת 7.2% ב-2010.

תרשים 12: ממוצע וחציון של אחוז הנכסים המנוהלים על ידי כל אחד מבין עשרת הגופים השולטים הגדולים ביותר, 2010-2020*



גם במקרה זה העלייה בנתח הנכסים המנוהלים על ידי עשרת הגופים הופכת להיות משמעותית יותר כשהחישוב מתבצע ללא "עמיתים". נכון לסוף יוני 2020 שווי סך הנכסים המנוהלים על ידי עשרת הגופים הגדולים מסתכם בכ- 1,477 מיליארדי ש"ח ומהווה 89% מסך נכסי המוסדיים, לעומת 82% (600 מיליארד ש"ח) בתחילת העשור.

לסיכומו של חלק זה ניתן לראות כי על אף העלייה המשמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים,

שתוארה בפרקים הקודמים, חלה ירידה מסוימת במספר הגופים המנהלים כספים אלה, ומרבית הנכסים מתרכזים בידי מספר מצומצם יותר של גופים. גופים אלה הופכים להיות יותר ויותר דומיננטיים בשוק והומוגניים בינם לבין עצמם בהיקף הנכסים המנוהלים. לפיכך, ככל שמגמות אלה יימשכו כך תגדל מידת הריכוזיות בשוק זה.

לניתוח ברמת סוג הגוף המוסדי ראו נספח א'.

לצורך העמקת בחינת מידת הריכוזיות בגופים המוסדיים, בפרק הבא יחושבו מדדי הריכוזיות המקובלים בפרקטיקה המקצועית, וזאת לאורך העשור באחרון.

מדדי ריכוזיות ותחרות: CR3, CR5, CR10, הרפינדל-הירשמן (HHI)

להגדרתו של ביין, ריכוזיות היא פונקציה של מספר החברות והנתח האינדיבידואלי של כל אחת מהן בייצור הכולל בשוק במהלך תקופת זמן מסוימת.²⁸ לפי טירול, מדדי הריכוזיות הם כלי כלכלי המשקף את רמת הריכוזיות בענף או בשוק כולו.²⁹ מאחר שרמת הריכוזיות בענף מצביעה על רמת התחרות, ריכוזיות גבוהה מצביעה בדרך כלל על תחרות מועטה. הריכוזיות בענף החיסכון הפנסיוני נמדדת בדרך כלל באמצעות מספר מדדים:

1. CR3 – הבודק את נתח השוק של שלושת הגופים הגדולים;
2. CR5 – הבודק את נתח השוק של חמשת הגופים הגדולים;
3. CR10 – הבודק את נתח השוק של עשרת הגופים הגדולים.

החישוב של מקדמי הריכוזיות מתבסס על סכמת נתח השוק של מספר גופים פיננסיים גדולים בענף:

$$CR_n = \sum_{i=1}^n s_i$$

- s_i מבטא את נתח השוק (מתוך סך הנכסים/פרמיות/הפקדות) של חברה i בענף שבו פועלות n חברות. במקרה של תחרות מושלמת, המקדם יהיה נמוך יותר ככל שמספר החברות הפועלות בענף גבוה יותר. במילים אחרות, ככל שהמקדם נמוך יותר כך רמת הריכוזיות נמוכה יותר. החיסרון הבולט של המדדים האלו טמון בכך שהם לא משקפים את תרומתן של החברות הקטנות בענף, שכן הם מדגישים רק את החברות הגדולות ביותר.
4. הרפינדל-הירשמן (HHI) – סכום ריבועי נתחי השוק של כל הגופים בענף:

$$HHI = s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + \dots + s_n^2$$

S_n מייצג את נתח השוק של חברה n בתור כמספר שלם (אחוז) ולא כשבר עשרוני. לדוגמה, שתי חברות הפועלות בענף והן בעלות נתח שוק של 30% ו-70% בהתאמה. במקרה זה $HHI = 70^2 + 30^2 = 5,800$. כשחברה אחת שולטת בענף (100% מהשוק) הערך המרבי הוא 10,000. לעומת זאת, אם אלפי חברות בעלות נתח נמוך פועלות בשוק, ערכו של HHI נמוך מאוד, והדבר מצביע על תחרות מושלמת. ניתן אפוא להגדיר את השווקים, בין היתר, לפי ערכי מדד HHI:³⁰

- 1) ערך מדד הנמוך מ-1,000 מצביע על שוק ריכוזי במידה מועטה (slightly concentrated).
- 2) ערך מדד בין 1,000 לבין 1,800 מצביע על שוק ריכוזי במידה בינונית (moderately concentrated).
- 3) ערך מדד מעל 1,800 מצביע על שוק ריכוזי במידה גבוהה (highly concentrated).

חשוב לציין שלפי הגדרות אחרות השוק ריכוזי במידה מועטה עד 1,500, הריכוזיות בינונית כשהערך עד 2,500 והריכוזיות גבוהה בשווקים בעלי ערך הגבוה מ-2,500. לכן אנו מציינים את רמות המדד

²⁸ J. Bain, *Barriers to New Competition*, Cambridge 1956.

²⁹ J. Tirole, *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge 1988.

³⁰ S.T. Call & W.L. Hulanin, *Microeconomics*, 1983 Belmont, California: Wadsworth Publishing, pp. 314-315.

לצורך ההמחשה בלבד, ללא ניסיון לקבוע את רמת התחרות בשוק. היתרון של מדד HHI על פני שאר מדדי הריכוזיות נעוץ בכך שהוא מביא בחשבון את נתחי השוק של כל החברות הפועלות בענף, והוא רגיש לשונות בנתחי השוק בין החברות: ככל שהשונות גבוהה יותר כך ערכו של HHI גבוה יותר. החיסרון הבולט שלו טמון בכך שאינו לוקח בחשבון את המאפיינים היחודיים של השוק, אלא מהווה כלי טכני פשטני. חישוב מדדי הריכוזיות בשוק ניהול כספי הציבור התבצע ביחס לסך הנכסים של כל גוף המרכז את ניהול הכספים, הן ברמה הכוללת והן לפי סוג החיסכון (גמל, פנסיה, ביטוח, קרנות נאמנות). בעת בחינת הממצאים נתרכזו בסקירת **המגמות והשינויים** שהתרחשו במהלך העשור האחרון.

לוח 3 : מדדי ריכוזיות ותחרות בשנים 2010-2020

מדד ריכוזיות ותחרות – CR3												
פירוש תוצאות המדד	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	יוני-20	
קרנות נאמנות	51%	53%	51%	48%	41%	38%	37%	36%	45%	45%	46%	ירידה בריכוזיות
קופות הגמל	43%	41%	40%	38%	37%	36%	36%	37%	39%	41%	43%	ללא שינוי משמעותי
ביטוח מנהלים	75%	74%	74%	74%	73%	72%	72%	71%	70%	69%	70%	ירידה בריכוזיות
קרנות הפנסיה	80%	79%	78%	77%	76%	75%	73%	71%	70%	69%	68%	ירידה בריכוזיות
קרנות הפנסיה ללא "עמיתים..."	57%	57%	58%	60%	60%	60%	60%	60%	61%	60%	58%	ללא שינוי משמעותי
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו)	45%	47%	47%	44%	44%	45%	44%	42%	41%	41%	41%	ירידה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו) ללא "עמיתים..."	38%	38%	38%	38%	38%	38%	39%	38%	38%	39%	39%	ללא שינוי משמעותי
מדד ריכוזיות ותחרות – CR5												
פירוש תוצאות המדד	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	יוני-20	
קרנות נאמנות	72%	77%	72%	68%	64%	60%	58%	54%	65%	66%	69%	ירידה קטנה בריכוזיות
קופות הגמל	56%	55%	54%	53%	53%	53%	52%	54%	56%	57%	58%	ללא שינוי משמעותי
ביטוח מנהלים	96%	96%	96%	97%	96%	96%	96%	95%	95%	94%	94%	ללא שינוי משמעותי
קרנות הפנסיה	90%	90%	89%	88%	88%	88%	87%	87%	87%	86%	85%	ירידה בריכוזיות
קרנות הפנסיה ללא "עמיתים..."	80%	81%	82%	83%	83%	83%	84%	84%	85%	84%	83%	עלייה קטנה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו)	62%	63%	62%	60%	60%	61%	61%	60%	59%	59%	59%	ירידה קטנה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו) ללא "עמיתים..."	57%	58%	58%	58%	56%	57%	57%	57%	59%	59%	59%	ללא שינוי משמעותי
מדד ריכוזיות ותחרות – CR10												
פירוש תוצאות המדד	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	יוני-20	
קרנות נאמנות	93%	94%	94%	92%	91%	91%	88%	84%	91%	93%	94%	ללא שינוי משמעותי
קופות הגמל	79%	79%	78%	80%	80%	81%	82%	84%	86%	86%	87%	עלייה בריכוזיות
ביטוח מנהלים	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	ללא שינוי משמעותי
קרנות הפנסיה	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	100%	99%	99%	ללא שינוי משמעותי
קרנות הפנסיה ללא "עמיתים..."	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	100%	100%	100%	ללא שינוי משמעותי
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו)	85%	86%	86%	86%	85%	86%	85%	85%	87%	88%	88%	עלייה קטנה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו) ללא "עמיתים..."	82%	83%	83%	84%	84%	84%	84%	85%	88%	89%	89%	עלייה בריכוזיות
מדד ריכוזיות ותחרות – Herfindahl-Hirschman HHI												
פירוש תוצאות המדד	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	יוני-20	
קרנות נאמנות	1,227	1,305	1,240	1,125	1,019	963	893	834	1,065	1,093	1,156	ירידה בריכוזיות
קופות הגמל	786	763	748	737	724	730	727	775	839	935	976	עלייה בריכוזיות
ביטוח מנהלים	2,317	2,324	2,369	2,335	2,293	2,246	2,224	2,173	2,147	2,122	2,116	ירידה בריכוזיות
קרנות הפנסיה	4,390	4,323	4,034	3,706	3,528	3,332	3,059	2,823	2,630	2,494	2,446	ירידה בריכוזיות
קרנות הפנסיה ללא "עמיתים..."	1,499	1,508	1,524	1,569	1,577	1,589	1,616	1,633	1,695	1,662	1,610	עלייה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו)	1,138	1,213	1,173	1,076	1,051	1,060	1,031	976	951	948	966	ירידה בריכוזיות
סה"כ גופים פיננסיים שולטים (כל הזרועות יחדיו) ללא "עמיתים..."	848	867	867	868	846	858	859	851	894	908	918	עלייה בריכוזיות

המסקנות העיקריות העולות מניתוח מדדי הריכוזיות

בטרם יפורטו המסקנות חשוב להדגיש כי מלבד קרנות הנאמנות מדובר במוצרים תחליפיים, המנוהלים לרוב ע"י אותם הגופים. לכן הבחינה הרלוונטית ביותר לענייננו הינה בחינת סך הגופים הפיננסיים.

- ברמה של כלל הגופים הפיננסיים השולטים בניהול כספי הציבור במשק (ללא נתוני "עמיתים") ניתן לראות, שלא חל שינוי משמעותי בנתח השוק של שלושת וחמשת הגופים הגדולים ביותר. לעומת זאת, חלה עלייה בריכוזיות הנכסים בידי עשרת הגופים הגדולים, שמשמעה ירידה בתחרות הכוללת. חשוב לציין שערכי מדד HHI שהתקבלו (סביב 1,000) עשויים להצביע על כך שהשוק המנהל את כספי הציבור בישראל נמצא בגבול שבין שוק ריכוזי במידה מועטה לבין שוק ריכוזי במידה בינונית. כמובן, לא ניתן לקבוע זאת בוודאות ללא בחינתם לעומק של פרמטרים נוספים המאפיינים את השוק.

- ענפי קופות הגמל וקרנות הנאמנות פחות ריכוזיים ויותר תחרותיים מענפי הביטוח והפנסיה.³¹
- חלק מהמדדים מצביעים על עלייה בריכוזיות וירידה בתחרות בענף הפנסיה (ללא נתוני "עמיתים"). תוצאות אלו מוסברות על ידי ירידה משמעותית במספר החברות הפועלות בענף.
- לעומת זאת, בענף הביטוח המדדים CR3 ו-HHI מצביעים על ירידת נתח השוק של הגופים הגדולים ביותר ועלייה בתחרות, אך חשוב לציין שמספר הגופים הפועלים בענף הזה אינו עולה על עשרה.
- בענף הגמל המדדים CR3 ו-CR5 לא מצביעים על שינוי משמעותי בנתח השוק של הגופים הגדולים ביותר. למרות זאת, מדדים CR10 ו-HHI מראים על עלייה בריכוזיות בענף זה.
- כמו כן, כל המדדים מצביעים על ירידה קטנה בריכוזיות ועלייה בתחרות בענף קרנות הנאמנות.

³¹ נתון זה מושפע מכך שישנו מספר רב של קופות גמל קטנות המאגדות נכסים של ארגונים מקצועיים או תאגידים ספציפיים, וחלקן מנוהלות ע"י הגופים המוסדיים הגדולים יותר. בהתאם לכך, נראה כי הריכוזיות בפועל בתחום הגמל גבוהה יותר.

השוואה בינלאומית קרנות פנסיה

במהלך העשור האחרון שווי הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הפנסיה הישראליות יותר מהוכפל על פי נתוני יוני 2020, שווי הנכסים הכולל עומד על כ-900 מיליארדי ₪ (כ-257 מיליארד דולר) (כ-43% מסך כספי הציבור המנוהלים וכ-64% מהתמ"ג). בממוצע קצב הגידול השנתי הינו כ-13%. אם נוסיף לכך את נתוני קופות הגמל, אשר במידה רבה משמשים מוצר תחליפי לקרנות הפנסיה, נקבל כי מדובר בשווי כולל של כ-1.4 טריליון ₪ ובקצב גידול שנתי ממוצע של כ-10%.

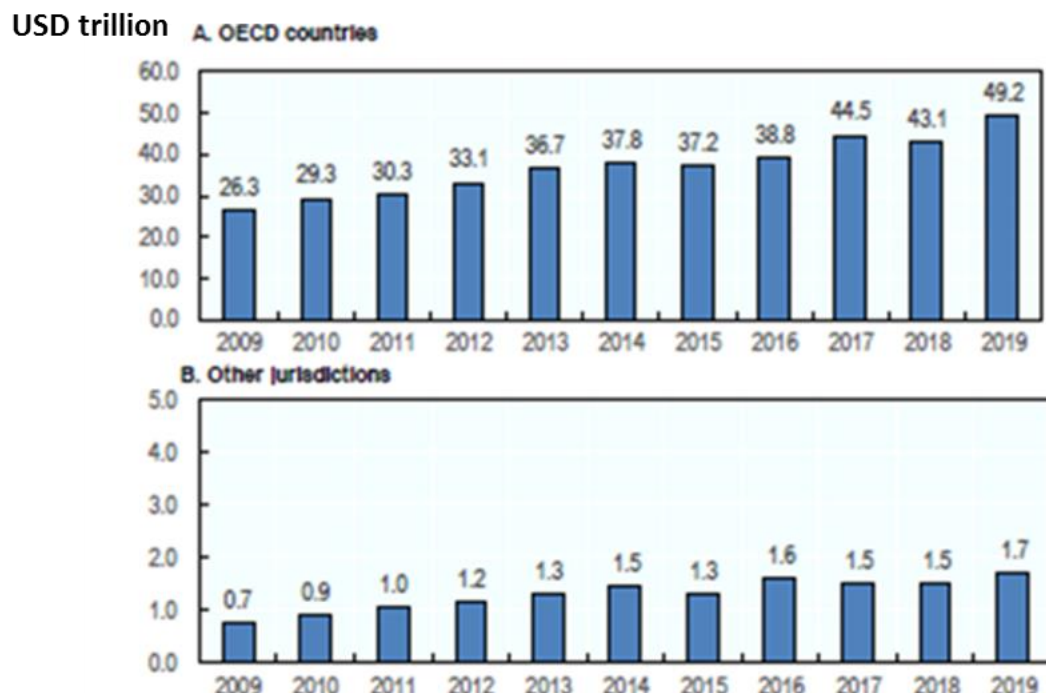
המגמה בישראל אינה שונה מהמגמה העולמית, אך נראה כי קצב הגידול גבוה יותר. למרות הצמיחה הגלובלית הנמוכה, הנמשכת מאז המשבר הכלכלי הגדול של 2008-2009 וזאת עוד טרם למשבר הקורונה נכון לסוף שנת 2019 שווי סך הנכסים הפנסיוניים בעולם עומד על כ-51 טריליון דולר, כאשר מדינות ה-OECD צברו כ-49 טריליון דולר (מתוכם קרנות פנסיה צברו כ-32 טריליון דולר). הנכסים הפנסיוניים כאחוז מהתמ"ג הכולל של המדינות בארגון נכון לשנת 2019 עומדים על כ-32.77% (נכסי קרנות הפנסיה מהווים כ-60% מהתמ"ג). במהלך העשור האחרון ממוצע קצב הגידול השנתי של סך הנכסים הפנסיוניים של אירגון ה-OECD הינו כ-9% ושל קרנות הפנסיה כ-7.3%³³.

כ-82% מכספי הפנסיה בעולם מתרכזים בשבע מדינות: ארה"ב, יפן, בריטניה, אוסטרליה, קנדה, הולנד ושווייץ. לצורך ההשוואה נציין שנתח כספי הפנסיה בישראל מסך החיסכון הפנסיוני העולמי הינו כ-0.5%, וזאת בדומה לנתח התוצר הישראלי מהתוצר הגלובלי.

³² [OECD GDP Statistics](#)

³³ OECD, "Pension Markets in Focus", 2020

תרשים 13: סך הנכסים הפנסיוניים המנוהלים בעולם (קרנות פנסיה ומכשירי פנסיה אחרים), 2009-2019³⁴



במדינות המפותחות שנבדקו קיים פיזור רחב מבחינת היקף הנכסים הצבורים של קרנות הפנסיה מתוך התוצר. נתחם של נכסי הקרנות מהתוצר עולה על 100% באוסטרליה, שווייץ, ובריטניה; בקנדה וארה"ב מדובר בכ- 80-90% מהתוצר (אך בארה"ב 120% אם מביאים בחשבון את נתוני קופות הגמל בניהול אישי - IRAs); בישראל ודנמרק בסביבות ה-50-60% מהתוצר (בדומה לאחוז סך היקף הנכסים של קרנות הפנסיה מהתמ"ג הכולל של המדינות בארגון נכון לשנת 2019, כ-60.1%). כלומר, ניתן להסיק שגודלו של שוק הפנסיה בישראל **דומה באופן יחסי** לשווקים מפותחים בעולם. לעומת זאת, קצב הגידול השנתי של הענף הפנסיוני ביחס לתוצר בישראל **גבוה יותר** לעומת שאר המדינות שנבחרו.³⁵

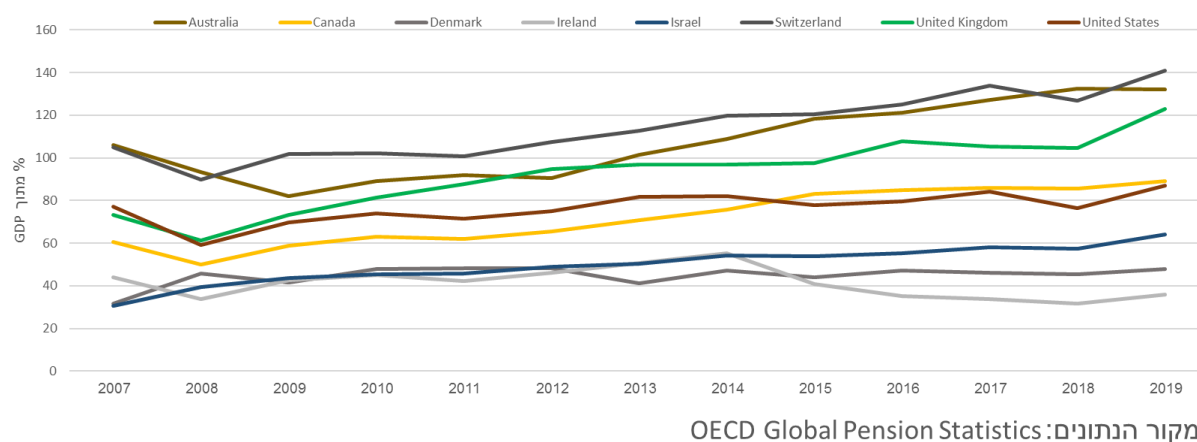
³⁴ OECD, "Pension Markets in Focus", 2020

מכשירי פנסיה אחרים: פנסיה תקציבית, חברות ביטוח פנסיוניות ותוכניות פנסיוניות אחרות.

³⁵ OECD Pension Funds in Figures

חשוב לציין שהמסגרת הרגולטורית אשר חלה על ענף הפנסיה שונה בין המדינות והיא בעלת השפעה מהותית על גודלו ועל מאפייניו של שוק זה בכל מדינה.

תרשים 14: הנכסים המנוהלים בקרנות הפנסיה מתוך התמ"ג במדינות נבחרות, 2019-2007



על פי ממצאי סקר של³⁶ Thinking Ahead Institute לשנת 2020, המקיף 22 מדינות המנהלות בקרנות הפנסיה כ-46.7 טריליון דולר (כ-92% מכספי הפנסיה בעולם), 300 קרנות מרכזות כ-44% מסך הנכסים. מתוך אלו, 20 קרנות מנהלות כ-18% מסך כספי הפנסיה. בתרשים 15 ניתן לראות שלא חל שינוי בנתונים אלו בחמש השנים האחרונות.

תרשים 15: שיעורי הריכוז של הנכסים הפנסיוניים בעולם, 2014-2018



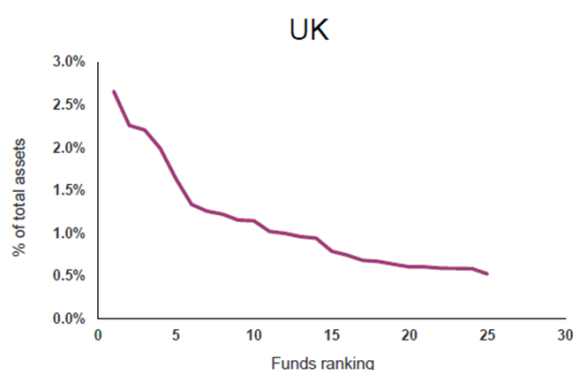
³⁶ The Annual Pension & Investments", Thinking Ahead Institute world 300 Analysis, 2020"
[Global Pension Assets Study – 2020](#)

עשר חברות ניהול הפנסיה הגדולות ביותר במדינות נבחרות

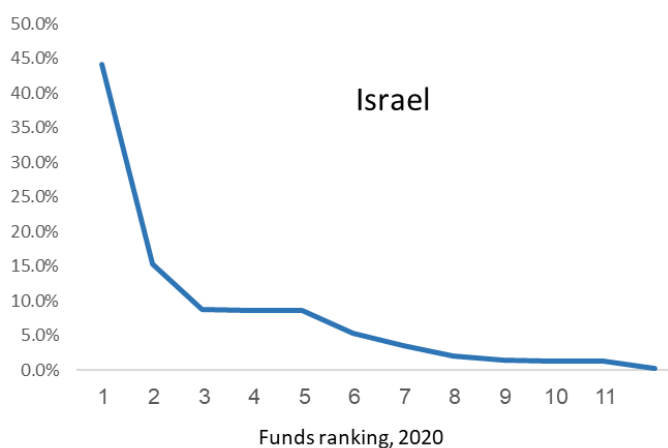
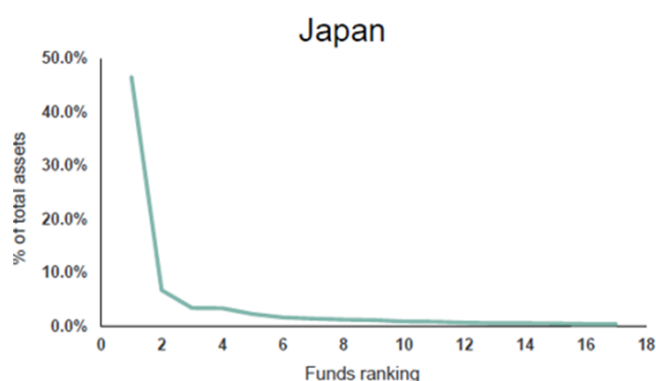
הסקר של Thinking Ahead Institute לשנת 2020 מראה עוד, שעשר קרנות הפנסיה הגדולות ביותר ביפן מנהלות כ-66.4% מסך הנכסים המנוהלים באפיק זה (ומתוך אלו, כ-45% מהנכסים מנוהלים על ידי קרן הפנסיה הממשלתית). לעומת זאת, בבריטניה עשר קרנות הפנסיה הגדולות מנהלות כ-16% מסך הנכסים המנוהלים.

חשוב לחזור ולציין שנכון ליוני 2020 בישראל קיימות 12 חברות ניהול פנסיה בלבד. שש חברות מנהלות כ-90% מסך הנכסים (ומתוך אלו, 44% מהנכסים מנוהלים על ידי "עמיתים"). ללא נתוני "עמיתים", חמש חברות ניהול פנסיה מנהלות כ-83% מסך נכסי הענף.

תרשים 16: הגודל היחסי של קרנות פנסיה בבריטניה (2019), ביפן (2019) ובישראל (2020)



Source: Thinking Ahead Institute and secondary sources



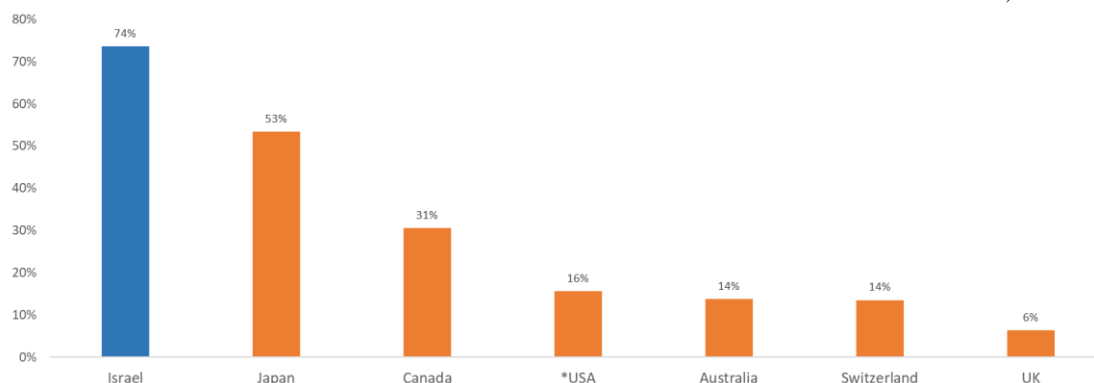
חברות ניהול הפנסיה הגדולות ביותר

על פי נתוני סוף שנת 2019, **קרנות הפנסיה הציבוריות** הגדולות ביותר בעולם הן Social Security Trust Fund (המנהלת כ-2.9 טריליון דולר, כ-13% מסך החיסכון הפנסיוני בארה"ב) ו-Government Pension Investment (המנהלת כ-1.45 טריליון דולר, כ-44.6% מסך החיסכון הפנסיוני ביפן).³⁷

מתוך **קרנות הפנסיה הפרטיות**, הקרן הגדולה ביותר בעולם (נכון לסוף 2019) היא ABP Federal Retirement Thrift Savings Fund בארה"ב, המנהלת כ-0.6 טריליון דולר (כ-2% מסך החיסכון הפנסיוני בארה"ב). אחריה מדורגת ABP Civil Servants המנהלת כ-0.52 טריליון דולר (יותר משליש מסך החיסכון הפנסיוני במדינה). אחריה הקרן California Public Employees (0.38) טריליון דולר, כ-1% מסך החיסכון הפנסיוני בארה"ב).

בתרשים 17 ניתן לראות שבישראל וביפן שלוש קרנות הפנסיה הגדולות ביותר מהוות נתח משמעותי מאוד (יותר ממחצית) מסך החיסכון הפנסיוני. כלומר, השוק מאופיין בריכוזיות גדולה יחסית. בקנדה שלוש קרנות תופסות כשליש מהשוק הפנסיוני במדינה. לעומת זאת, בבריטניה, שווייץ, אוסטרליה וארה"ב נתח השוק של שלוש קרנות הפנסיה הגדולות אינו עולה על 15% מסך החיסכון הפנסיוני במדינה. כלומר, על פניו מדובר בשווקים פחות ריכוזיים.

תרשים 17: נתח השוק של שלוש קרנות הפנסיה הגדולות ביותר במדינה (TOP3) מתוך סך החיסכון הפנסיוני, 2016



הערה: ללא נתוני "עמיתים" קרנות הפנסיה הוותיקות בע"מ נתח שוק של 3 קרנות פנסיה הינו 61%.

* החיסכון הפנסיוני כולל את נתוני IRAs. מקור הנתונים: OECD, "Systemic Aspects of Pension Funds and the Role of Supervision", Beetsma et al, 2016.

מדינות נוספות – כגון נורווגיה, סין, דרום קוריאה וסינגפור – מאופיינות בריכוזיות גבוהה בנכסים הפנסיוניים.³⁸ בכל המדינות האלו קרן פנסיה אחת היא המנהלת את רוב (יותר מ-60%) כספי הציבור באפיק זה. במדינות אלו, מלבד סין, התרומה היחסית של קרן אחת בודדת לכלכלת המדינה משמעותית מאוד, ובכך קיים פוטנציאל גדול להיווצרותו של סיכון סיסטמי. בתקופה המקבילה בישראל (סוף 2016) ניהלה "עמיתים" 92 מיליארדי דולר, כ-52% מכספי

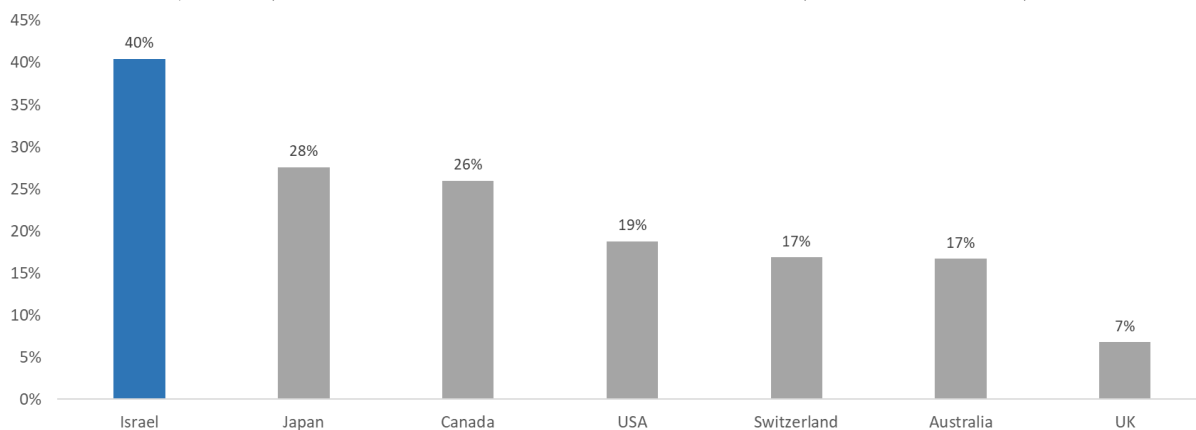
³⁷ [Global Pension Assets Study – 2020](#)

³⁸ R. Beetsma, S. Vos, & Ch. Wanningen, "Systemic Aspects of Pension Funds and the Role of Supervision", *CESifo Forum* 2016.

הפנסיה (היחס לתמ"ג 27%). בגרעית נתוני "עמיתים", קרן הפנסיה הגדולה ביותר היא "מנורה מבטחים פנסיה בע"מ", המנהלת נכסים בסך של כ-23 מיליארדי דולר (27% מסך כספי הפנסיה, כ-7% מהתמ"ג).

הבחינה של יחס סך הנכסים של שלוש קרנות הפנסיה הגדולות במדינה מתוך התמ"ג מראה שבישראל³⁹ יחס זה **גבוה יחסית** (כ-40% מהתמ"ג) בהשוואה לשאר המדינות שנבחרו. ביפן וקנדה היחס נע סביב 30%, באוסטרליה, שווייץ וארה"ב כ-17%-19% ובבריטניה כ-7% בלבד. לעומת זאת, בגרעית נתוני "עמיתים" נכסי שלוש קרנות הפנסיה הגדולות בישראל הם כ-16% מהתמ"ג.

תרשים 18: יחס סך הנכסים של שלוש קרנות הפנסיה הגדולות ביותר במדינה (TOP3) מתוך התמ"ג, 2016



הערה: בישראל כולל את נתוני "עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות בע"מ"

מקור הנתונים: OECD, "Systemic Aspects of Pension Funds and the Role of Supervision", Beetsma et al, 2016

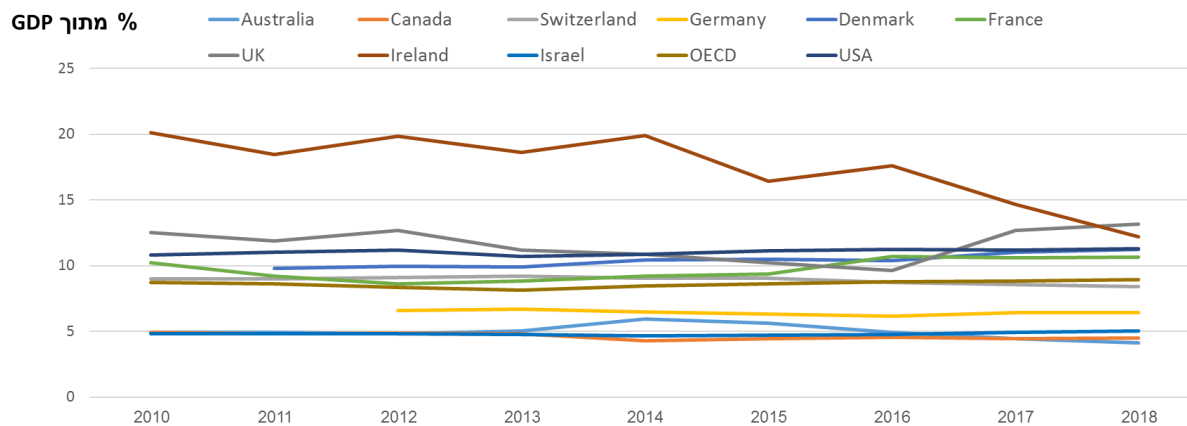
חברות ביטוח

בשנת 2017 הסתכמו הנכסים הציבוריים בחברות הביטוח במדינות OECD בכ-27.8 טריליון דולר, שהם 47.5% מהתמ"ג הכולל במדינות הארגון.⁴⁰ נכון ליוני 2020, סך הנכסים המנוהלים בחברות ביטוח בישראל מסתכמים בכ-348 מיליארדי ₪ (100 מיליארדי דולר), והיחס לתמ"ג עומד על כ-25%. בעשור האחרון קצב הגידול השנתי הממוצע הוא כ-16%. כדי להציג את החשיבות היחסית של ענף הביטוח לכלכלה המקומית נהוג להשתמש באינדיקטור "הוצאות הביטוח" (Insurance spending), אשר מוגדר כיחס בין היקף הפרמיות הישירות ברוטו לתמ"ג. בישראל סך היקף הפרמיות של חברות ביטוח חיים הוא כ-5% מהתמ"ג, נתון הדומה לזה שנמצא באוסטרליה וקנדה, אך נמוך יותר בהשוואה לשאר המדינות שנבחרו (כ-9% סה"כ במדינות ה-OECD). כלומר, גודלו של שוק הביטוח בישראל ביחס לכלכלה המקומית קטן בהשוואה למדינות מפותחות אחרות.

תרשים 19: היקף הפרמיות של חברות הביטוח מתוך התמ"ג במדינות נבחרות, 2010-2018

³⁹ הנתונים כוללים את נתוני "עמיתים".

⁴⁰ OECD, "Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds", 2019 [Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds](#).



מקור הנתונים: OECD Data <https://data.oecd.org/insurance/insurance-spending.htm>

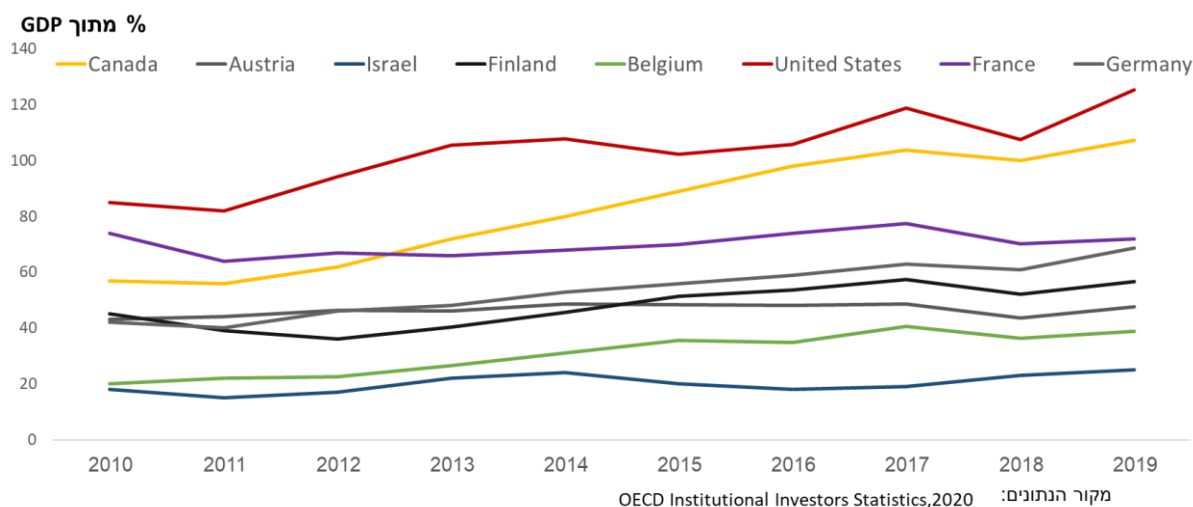
קרנות הנאמנות

היחס של הנכסים המנוהלים בקרנות נאמנות מתוך התמ"ג שונה בין המדינות המפותחות. בארה"ב ובקנדה יחס זה הינו כ-100%; בצרפת, שווייץ, בריטניה וגרמניה היחס הוא בין 60% ל-80% מהתמ"ג.

בישראל היקפו של ענף קרנות הנאמנות ביחס לתמ"ג נמוך יותר בהשוואה לשאר המדינות המפותחות שנבדקו. נכון ליוני 2020, סך הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות הינם 301 מיליארדי ₪ (כ-87 מיליארד דולר), שהם כ-22% מהתמ"ג. כלומר, היקפו של השוק המוסדי לטווח הבינוני ביחס לתמ"ג נמוך יותר לעומת המדינות המפותחות שנבדקו.

ניתן כמו כן לראות שבשראל קיימת סטגנציה בשנים האחרונות בשווי קרנות הנאמנות ביחס לתמ"ג. הסבר אפשרי לכך שלא מתרחש גידול משמעותי יותר וישראל נותרת עם שיעור נמוך יחסית של השקעות בקרנות נאמנות ביחס לתמ"ג בהשוואה למדינות אחרות בעולם, הוא התפתחותם של מכשירי חיסכון נוספים לטווח בינוני במשק הישראלי - פוליסות חיסכון וקופות גמל להשקעה.

תרשים 20: הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות ביחס לתמ"ג במדינות נבחרות, 2010-2019



חברת Allianz Global Investors היא חברת ניהול הקרנות הגדולה באירופה ומנהלת כ-1.5 טריליון אירו. השנייה בגודלה, Black Rock, מנהלת כ-0.8 טריליון אירו. נכון לשנת 2019 סך הנכסים המנוהלים על ידי תעשיית הקרנות בארה"ב מסתכם ב-21.3 טריליון דולר, כ-64% מסך הנכסים מנוהלים על ידי עשרת הגופים הפיננסיים הגדולים ביותר. כמו כן, 53% מסך הנכסים של תעשיית הקרנות בארה"ב מנוהלים על ידי חמישה גופים פיננסיים בלבד. ניתן לראות שאחוז הנכסים המנוהלים על ידי כמות קטנה של קרנות נאמנות **עלה בארה"ב** במהלך 2015-2019.

תרשים 21: אחוז סך הנכסים של תעשיית הקרנות בארה"ב המנוהלים על ידי מספר גופים פיננסיים⁴¹

FIGURE 2.14

Share of Mutual Fund and ETF Assets at the Largest Fund Complexes
Percentage of total net assets of mutual funds and ETFs, year-end

	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
Largest 5 complexes	35	42	45	47	50	51	53
Largest 10 complexes	46	55	56	58	60	61	64
Largest 25 complexes	67	74	75	76	77	79	80

Note: Data include only mutual funds and ETFs registered under the Investment Company Act of 1940.

⁴¹ [Trends and activities in the investment company industry](#), Investment Company Fact Book

במחקר של פררה ורמוס⁴² שבחן תחרות וריכוזיות בענף הקרנות ב-27 מדינות בעולם (כ-50,000 קרנות נאמנות) נמצא, **שתעשיית קרנות הנאמנות נוטה להיות ריכוזית למדי ברוב המדינות במדגם**: חמש חברות ניהול במדינה מרכזות בממוצע כ-60% מהנכסים בענף הקרנות. כן נמצא שהמדינות שבהן תקף המשפט המקובל (Common law) ובהן מהירות מחזור גבוהה בשוק המניות מתאפיינות ברמת ריכוזיות נמוכה בתעשיית הקרנות. כמו כן, רמת התחרותיות גבוהה יותר במדינות שבהן קיים סטנדרט גבוה של מוסדות משפטיים וכלכליים ובהן הרגולציה נוקשה פחות. **בענף הקרנות בישראל חמישה גופים (28% מסך הגופים הפועלים בענף) מנהלים כ-69% מסך הנכסים המנוהלים בענף קרנות הנאמנות וקרנות הסל (מתוכם, שלושה גופים מנהלים כ-46% מסך הנכסים)**. ממצאי הריכוזיות והתחרות לגבי שוק הקרנות הישראלי דומים לממצאי מחקרם של פררה ורמוס לגבי ענף הקרנות בעולם.

סיכום ההשוואה הבינלאומית

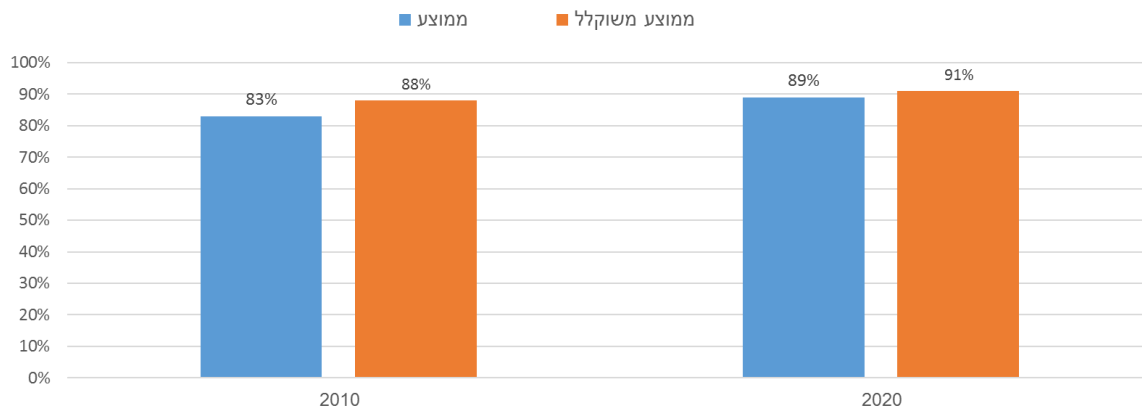
היקפו של שוק הפנסיה בישראל ביחס לגודלה של הכלכלה המקומית אינו שונה מהיקפו במדינות ה-OECD, אך בעשור האחרון קצב הגידול שלו גבוה יותר. רמת הריכוזיות בענף הפנסיה בישראל גבוהה יחסית ודומה לזאת המאפיינת את יפן, נורווגיה, סין, דרום קוריאה וסינגפור. לעומת זאת, היקפו של השוק המוסדי לטווח הבינוני (קרנות הנאמנות) ביחס לתמ"ג נמוך יותר מהיקפו במדינות המפותחות שנבדקו. כמו כן, רמת הריכוזיות בענף קרנות הנאמנות בישראל אינה שונה ממדינות אחרות בעולם.

⁴² M. Ferreira & S. Ramos, "Mutual Fund Industry Competition and Concentration: International Evidence", January 1, 2009. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343096>

ניתוח אחזקות המוסדיים במניות ת"א 125

בשל גודלם של תיקי ההשקעה המוסדיים נוטים הגופים המוסדיים להשקיע במניות הגדולות והנזילות יותר בבורסה. לפי נתוני יוני 2020, בממוצע כ-89% מההשקעות של 12 הגופים המוסדיים הגדולים במניות בבורסה בישראל הן במניות מדד ת"א 125, לעומת ממוצע של כ-83% לפני כעשור. ממצאים דומים מתקבלים גם ללא נתוני קרנות הנאמנות.

תרשים 22: אחוז אחזקות המוסדיים במניות מדד ת"א 125 / ת"א 100 מתוך סך האחזקות במניות בבורסה בישראל, סוף 2010 ויוני 2020



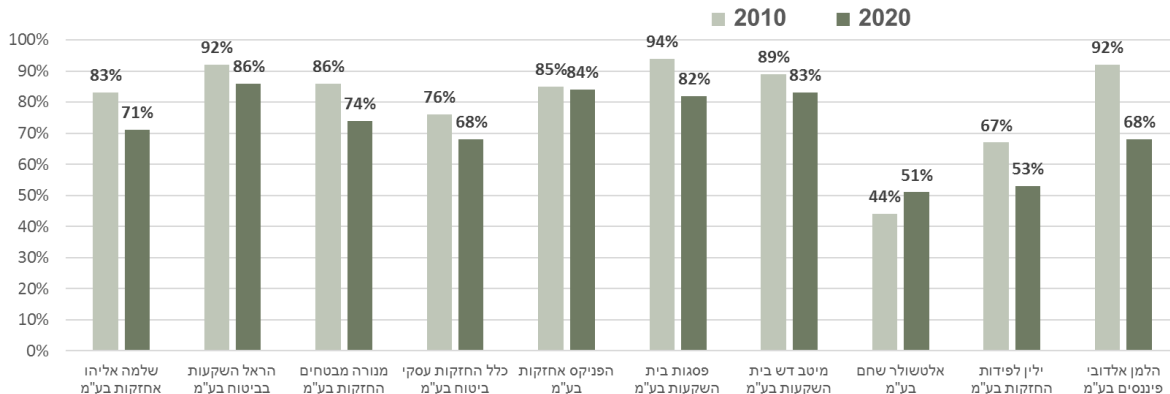
נכון ליוני 2020, הגופים המוסדיים הגדולים מחזיקים כ-23% (כל המוסדיים 26%) מתוך שווי השוק וכ-34% (כל המוסדיים 37%) מתוך הכמות הצפה של מניות מדד ת"א 125, לעומת אחזקה של כ-10% בלבד משווי השוק בשנת 2010. כלומר, נתחם של המוסדיים הוכפל בעשור האחרון. כמו כן, הם מחזיקים כ-20% מתוך שווי השוק של 20 המניות הגדולות ביותר במדד, לעומת כ-10% בשנת 2010.

עדות נוספת לאופן השקעת הגופים המוסדיים עולה מהמתאם בין האופן שבו מתחלק התיק המנייתי שלהם במניות ת"א 125 לבין משקולותיהן של המניות במדד. על פי נתוני יוני 2020, בממוצע עבור הגופים המוסדיים הגדולים ביותר, נמצא מתאם מובהק של 72% בין משקל המניה במדד ת"א 125 ובין אחוז האחזקה במניה בתיק ההשקעות של גוף מוסדי. כלומר, התפלגות ההשקעה של המוסדיים בתיק דומה במידה מסוימת להתפלגות המניות במדד ת"א 125. בסוף שנת 2010 עמד מתאם זה על כ-76%. כלומר, המתאם ירד במעט במהלך העשור, אך ערכו נותר גבוה גם היום.⁴³

כמו כן, התקבלה שונות ניכרת במתאמים בין הגופים השונים (מבין הגופים הגדולים), באופן שהם נעים בין 50% ל-90%: בשני גופים המתאם הוא סביב 50%; מרביתם סביב 80%; ואחד במתאם של 86%.

⁴³ ממצאים דומים מתקבלים גם בעת בחינת המתאמים עבור משקיעים מוסדיים ללא קרנות נאמנות. בשנת 2020 היה המתאם הכולל 69%, לעומת 77% בראשית העשור.

תרשים 23: המתאם בין משקל המניה במדד ת"א 100/ת"א 125 לבין אחוז האחזקה במניה בתיק ההשקעות של גוף מוסדי, לפי גוף שולט, סוף 2010 ויוני 2020



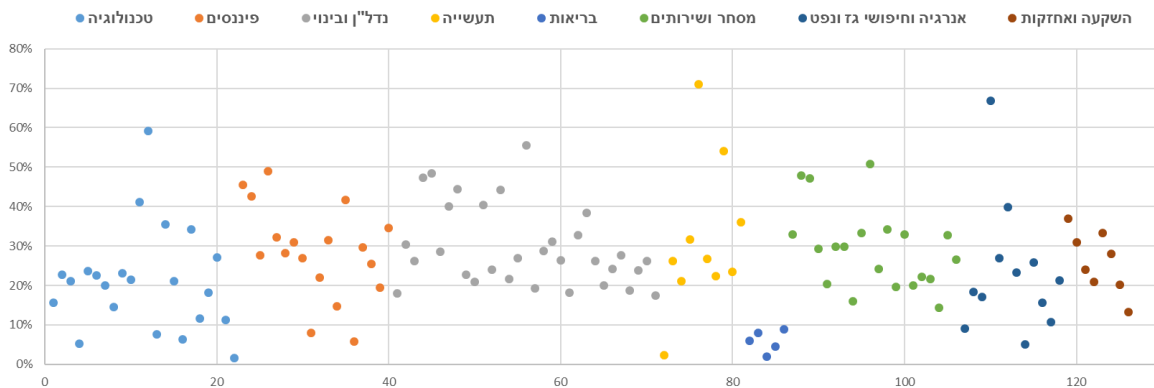
ערכי המתאמים שהתקבלו לכל גוף מוסדי שולט מובהקים ברמת המובהקות עד 1%

נתח אחזקות המוסדיים משווי השוק של מניה בודדת

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 של מניה בודדת השייכת למדד ת"א 100, ורוב האחזקות היו סביב 5%-20% משווי השוק של המניה.

לא ניתן להצביע על ענף מסוים שבו נתח אחזקות המוסדיים במניה בודדת גבוה או שונה משאר הענפים. להרחבה על אחזקות המוסדיים לפי ענפי השקעות ראו נספח ב'.

תרשים 24: פיזור נתח אחזקות המוסדיים⁴⁴ מתוך שווי השוק של מניה השייכת למדד ת"א 125, יוני 2020



מניות בתוך הענף ממוינות לפי הגודל (סדר יורד)

סדר הצגת הענפים נקבע לפי גודלו הכולל במדד ת"א 125 (סדר יורד)

נכון ליוני 2020 ישנן 24 מניות במדד ת"א 125 שבהן אחוז אחזקות המוסדיים⁴⁵ עולה על 35% משווי השוק שלהן. כמו כן, ב-27 חברות קיים גוף מוסדי אחד המחזיק יותר מ-10% משווי שוק המניה. לעומת זאת, בשנת 2010 היו שמונה חברות במדד ת"א 100 שבהן סך נתח אחזקות המוסדיים עלה על 25% משווי שוק המניה.

⁴⁴ 12 הגופים המוסדיים הגדולים.

⁴⁵ כנ"ל.

המתאם בין אחזקות המוסדיים לנזילות

ניתוח הנתונים לעיל תומך בהנחה שהגופים המוסדיים בוחרים מראש להשקיע במניות הגדולות יותר, שהן גם לרוב הנזילות יותר. עם זאת, נרצה לבחון מהי ההשפעה של האחזקה הגוברת של הגופים המוסדיים על הנזילות במניות אלה. הטענה הנבחנת הינה שככל שישנה נוכחות משמעותית יותר של מוסדיים במניה נפגעת בה יותר מידת הנזילות. זאת לאור העובדה שהמוסדיים הינם משקיעים לטווח ארוך, שאחזקותיהם בניירות לאורך זמן מצמצמות בפועל את הכמות הצפה בניירות אלה.⁴⁶ לצורך בחינת טענה זו בוצעה הרגרסיה המתוארת להלן.

משתנים מסבירים

1. נתח אחזקות המוסדיים (פנסיה גמל וביטוח) (%IH) – נתח שווי השוק המוחזק ע"י קרנות הפנסיה, הגמל והביטוח, בכל אחת ממניות ת"א 125 (או ת"א 100) בשנים 2010-2019.
2. נתח אחזקות קרנות הנאמנות (%MFH) – נתח שווי השוק המוחזק ע"י קרנות הנאמנות, בכל אחת ממניות ת"א 125 (או ת"א 100) בשנים 2010-2019.
3. אחוז הכמות הצפה (%FF) – אחוז הכמות הצפה (נתח המניות שאינן מוחזקות ע"י בעלי עניין – הנתון אינו כולל את אחזקות המוסדיים המנוהלות עבור הציבור) בכל אחת ממניות ת"א 125 (או ת"א 100) בשנים 2010-2019.

משתנים מוסברים

1. מחזור – המחזור היומי הממוצע בשנה במיליוני ₪.
2. מהירות המחזור (Turnover Ratio) – מהירות המחזור היומית הממוצעת בכל שנה. המספר מחושב ע"י חלוקת המחזור היומי בשווי השוק של אותו הנייר.
3. מרווח ציטוט (Bid-Ask Spread) – המרווח הממוצע בין מחיר הקנייה למחיר המכירה בשכבה הראשונה בספר הפקודות לפי דגימה כל חמש דקות.

מודל הרגרסיה

לצורך חישוב המתאם בחרנו להשתמש ברגרסיית panel data עם Two way fixed effects עבור כל מניה ושנה. מודל זה מאפשר ניטרול של כל ההבדלים בין החברות מלבד המשתנים המסבירים, ככל שהם קבועים לאורך השנים, וכן של הבדלים בין השנים, הקבועים על פני החברות, כמו שינויים בריבית ובסביבה הרגולטורית.

$$y_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \%IH_{i,t} + \beta_2 * \%MFH_{i,t} + \beta_3 * \%FF_{i,t} + \Lambda_i + \Lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

כאשר $y_{i,t}$ הוא הערך המוסבר עבור החברה i בשנה t , Λ_i הוא איברי fixed effects עבור מניה i – Λ_t הוא איברי fixed effects עבור שנה t .

⁴⁶ נציין כי טיעון מסוג זה חל על כל אוכלוסיית משקיעים לטווח ארוך, ובכללם משקיעים מוסדיים.

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

*** מובהק ברמה של 99%, ** מובהק ברמה של 95%, * מובהק ברמה של 90%

הרצת המודל עבור כל סוג מוסדי בנפרד העלתה תוצאות דומות, כאשר חברות הביטוח קיבלו מקדמים דומים אך עם רמת מובהקות נמוכה יותר (ברמה של 90%).

ניתוח התוצאות

תוצאות הניתוח מצביעות על כך שבניטרול ההבדלים שתוארו לעיל, ישנו קשר שלילי מובהק בין נתח אחזקות המוסדיים במניה לבין המחזור ומהירות המחזור וקשר חיובי מובהק אל מול מרווחי הציטוט (ככל שהמרווח גבוה יותר כך הוא מצביע על נזילות נמוכה יותר). כלומר, ככל שישנה אחזקה גבוהה יותר של מוסדיים, כך שלשת הפרמטרים מצביעים על מידת נזילות נמוכה יותר. מנגד, התקבלה תמונה הפוכה עם מקדמים דומים ומובהקים בין נתח אחזקות קרנות הנאמנות לבין שלשת הפרמטרים. כלומר, ככל שיש החזקה גבוהה יותר של קרנות הנאמנות, שלשת הפרמטרים מצביעים על מידת נזילות גבוהה יותר.

בדומה לספרות המחקרית בנושא, נמצא גם כי ככל שאחוז הכמות הצפה גדולה יותר, שלשת הפרמטרים מצביעים על מידת נזילות גבוהה יותר.

יצויין כי בדיקה זו אינה מבחינה בין המנהלים השונים ובין המאפיינים השונים של כל סוגי הקופות ונועדה לבחון את הטענה הרחבה לגבי השפעת נתח החזקות המוסדיים על רמות הנזילות במניות.

סיכום

במסגרת מחקר זה ניתחנו את ההתפתחויות שהתרחשו בעשור האחרון בשוק ההון הישראלי, בדגש על מעורבותם של המשקיעים המוסדיים: היקף הנכסים של הגופים המוסדיים הוכפל, ואילו גודלו של שוק המניות נשאר ברמה דומה. כיום מסתכמות אחזקותיהם של הגופים המוסדיים ל-25% משווי השוק הכולל.

לעלייה בחלקם של המשקיעים המוסדיים בשוק המניות עשויות להיות השלכות משמעותיות, המתוארות בספרות האקדמית. בין היתר, צפויה ירידה בנזילות כתוצאה מאסטרטגיית השקעה לטווח ארוך, שמטבעה דינמית ברמה פחותה (Buy and Hold), וצפויה עלייה במחירי הנכסים, שנובעת מאי-ההתאמה בין ההיצע, שנשאר קבוע יחסית, ובין הביקוש הגדל. הניתוח האמפירי התמקד בבחינת שני אספקטים של המשקיעים המוסדיים עצמם ואופן השקעתם בשוק ההון, שעשויים להעצים את ההשפעות שתוארו לעיל.

האספקט הראשון הינו **מידת הריכוזיות בקרב הגופים המנהלים**, קרי כמה משקיעים מוסדיים מנהלים את נכסי הציבור ומהי החלוקה הפנימית ביניהם. לדוגמה, אם ניתוח הריכוזיות מראה שהריכוזיות נמוכה, נוכל לומר שמגוון הדעות הגדול יחסית של שחקנים רלוונטיים מעלה תרומה חיובית לנזילות ולמנגנון מציאת התמחור ההוגן. בהקשר זה ערכנו השוואה בינלאומית, ובה ניסינו מתוך הנתונים הזמינים לזהות מגמות הנוגעות להיקף ולאופן הניהול של חסכונות ארוכי טווח בעולם המערבי. כלל הממצאים מניתוח הריכוזיות העלו את הנקודות הבאות:

- ברמה של **כלל הגופים הפיננסיים** השולטים בניהול כספי הציבור במשק (ללא נתוני "עמיתים") ניתן לראות, **שלא חל שינוי משמעותי** בתקופה הנמדדת בנתח השוק של שלושת וחמשת הגופים הגדולים ביותר. לעומת זאת, חלה **עלייה בריכוזיות** הנכסים בידי עשרת הגופים הגדולים, ובצמוד לכך **ירידה בתחרות הכוללת**.
- בענף **הפנסיה** בישראל חלק מהמדדים מצביעים על **עלייה בריכוזיות וירידה בתחרות**. מצב זה מוסבר על ידי ירידה משמעותית במספר החברות הפועלות בענף.
- לעומת זאת, בענף **הביטוח** מדדי HHI, CR3 ו-CR5 מצביעים על **ירידת נתח השוק** של הגופים הגדולים ביותר **ועלייה בתחרות**. עם זאת, חשוב לציין שמספר הגופים הפועלים בענף זה אינו עולה על עשרה.
- ענפי קופות הגמל וקרנות הנאמנות פחות ריכוזיים ויותר תחרותיים מענפי הביטוח והפנסיה. כמו כן, כל המדדים מצביעים על **ירידה בריכוזיות ועלייה בתחרות** שחלה בענף **קרנות הנאמנות**.
- היקפו של **שוק הפנסיה** בישראל ביחס לגודלה של הכלכלה המקומית **אינו שונה ממדינות ה-OECD**, אך בעשור האחרון הוא מתאפיין בקצב גידול גבוה יותר.
- **רמת הריכוזיות בענף הפנסיה בישראל גבוהה יחסית**, ודומה לזאת המאפיינת את יפן, נורווגיה, סין, דרום קוריאה וסינגפור.
- היקפו של השוק המוסדי לטווח בינוני נמוך לעומת מדינות מפותחות שנבדקו, ואילו **רמת הריכוזיות בענף קרנות הנאמנות בישראל אינה שונה ממדינות אחרות בעולם**.

האספקט השני שבו התמקדנו הוא **ההשלכות הניתנות לכימות מתוך נטיית הגופים המוסדיים להשקיע יותר במניות הגדולות**. על נטייה זו ניתן לקבל עדות הן מתוך העובדה כי 89% מהשקעתם מתמקדת במניות ת"א 125 והן מתוך חישוב המתאם בין האופן שבו מתחלק התיק המנייתי של אותם גופים במניות ת"א 125 לבין משקולות המדד. על פי נתונים עדכניים חושב **מתאם מובהק של 72%** בין משקל המניה במדד ת"א 125 ובין אחוז האחזקה במניה בתיק ההשקעות של גוף מוסדי. על דרך הניתוח האמפירי בחנו מהי ההשפעה של האחזקה הגוברת של הגופים המוסדיים על הנזילות במניות אלה. תוצאות הניתוח מצביעות על כך **שישנו קשר שלילי מובהק** בין נתח אחזקות המוסדיים (פנסיה, גמל וביטוח) במניה לבין המחזור ומהירות המחזור **וקשר חיובי מובהק** אל מול מרווחי הציטוט (ככל שהמרווח גבוה יותר כך הוא מצביע על נזילות נמוכה יותר). כלומר, **ככל שישנה אחזקה גבוהה יותר של מוסדיים, כך שלושת הפרמטרים מצביעים על מידת נזילות נמוכה יותר**. ממצאים הפוכים התקבלו ביחס להחזקות של קרנות הנאמנות וביחס לכמות הצפה (ככל שהם גבוהים יותר כך הנזילות גבוהה יותר).

כמכלול, הממצאים מראים שהמשקיעים המוסדיים נעשים כוח דומיננטי הולך וגדל בשוק המקומי, ובו בזמן הם נהיים ריכוזיים יותר (קרנות הפנסיה) או מתאפיינים בריכוזיות גבוהה כבר עתה (חברות הביטוח). כמו כן, קיים מתאם בין אופן השקעתם של אותם המשקיעים (התמקדות בחברות הגדולות) ובין הקטנת המחזור ומהירות המחזור במניות שהם רוכשים.

המלצות לכיווני פעולה

הממצאים שתוארו במחקר לעיל התמקדו בעשור האחרון, אך המגמות המוזכרות ובראשן הגידול בהיקף האחזקות של המשקיעים המוסדיים ביחס לשווי השוק המקומי, הנתח היחסי שתופסים המשקיעים המוסדיים משווי השוק וההשפעות הנובעות מכך הן בעלות פוטנציאל להמשך התעצמות גם בעשור הבא. המשמעויות הנובעות מכך תוארו בחלקן במחקר זה ובהן ירידה בנזילות, עלייה מלאכותית במחירי נכסים, פגיעה ביכולת לקבוע שווי הוגן ועוד. ניתן להצביע על כיווני פעולה אחדים העשויים לשנות מגמות אלו.

- עידוד כניסתם של משקיעים מוסדיים בינלאומיים כמשקיעים אקטיביים בשוק המניות המקומי כמנוע נוסף לנזילות, לתמחור נכסים ולהשקעה במגוון רחב יותר של מניות.
- בחינה הקמת ועדה ציבורית שתדון בהכנסת תחרות מצד משקיעים מוסדיים זרים מובילים לפלחי שוק המנוהלים בלעדית ע"י הגופים המוסדיים המקומיים, דוגמת ניהול כספים פנסיוניים, וזאת לצורך חשיפת החוסך הישראלי למגוון רחב יותר של מנהלי השקעות, סגנונות ואפיקי השקעה.
- עידוד הגדלת הכמות הצפה בשוק ההון המקומי והקטנה נוספת של נתח בעלי השליטה בחברות הנסחרות.
- עידוד הקמה של משקיעים מוסדיים נוספים (הגנת ינוקא).
- עידוד עשיית שוק על ידי הבנקים בישראל והבאת עושי שוק נוספים בינלאומיים.

נספח א' – בחינת הריכוזיות לפי סוג הגוף המוסדי

פילוח הגופים השולטים (מעודכן ליוני 2020)

ביטוחי מנהלים:⁴⁷ שמונה חברות פועלות בענף, והן שולטות על ניהול של כ-348 מיליארדי ₪ (17% מסך כספי הציבור). בדומה, בסוף שנת 2010 פעלו תשע חברות והן שלטו על כ-140 מיליארדי ₪ (כ-14% מסך כספי הציבור).

קופות גמל:⁴⁸ 36 חברות פועלות בענף, והן מנהלות כ-516 מיליארדי ₪ (25% מסך כספי הציבור). לעומת זאת, בתחילת העשור פעלו 46 חברות והן ניהלו כ-300 מיליארדי ₪ (כ-31% מסך כספי הציבור). כלומר, מספר קופות גמל הצטמצם במהלך העשור.

קרנות פנסיה:⁴⁹ 12 חברות שולטות על ניהולן, והן מנהלות כ-892 מיליארדי ₪ (כ-43% מסך כספי הציבור). לעומת זאת, בתחילת העשור שלטו 16 חברות על ניהולן בסכום של כ-400 מיליארדי ₪ (כ-40% מסך כספי הציבור). כמו כן, בגריעת נתוני "עמיתים", קרנות הפנסיה מנהלות כ-30% מכספי הציבור, לעומת כ-19% בלבד לפני כעשור (כלומר, נתח השוק של "עמיתים" בתוך ענף הפנסיה היה הרבה יותר משמעותי בתחילת העשור לעומת המצב היום).⁵⁰

קרנות נאמנות וקרנות סל:⁵¹ 18 חברות פועלות, והן מנהלות 301 מיליארדי ₪ (כ-15% מכספי הציבור). זאת ללא שינוי מהותי מתחילת העשור, אז 22 חברות שלטו על ניהול קרנות בסך של כ-160 מיליארדי ₪ (כ-16% מכספי הציבור).

חשוב לציין שגוף שולט אחד עשוי לשלוט על משקיעים מוסדיים בענפים שונים (גמל, פנסיה, ביטוח, קרנות נאמנות), ובמקרה כזה ייחשב בכל קטגוריה רלוונטית.

⁴⁷ לפי גוף שולט. כלומר, אם שתי חברות ביטוח או יותר פועלות תחת גוף שולט אחד, לצורך הניתוח החברה תיחשב פעם אחת בלבד.

⁴⁸ כנ"ל.

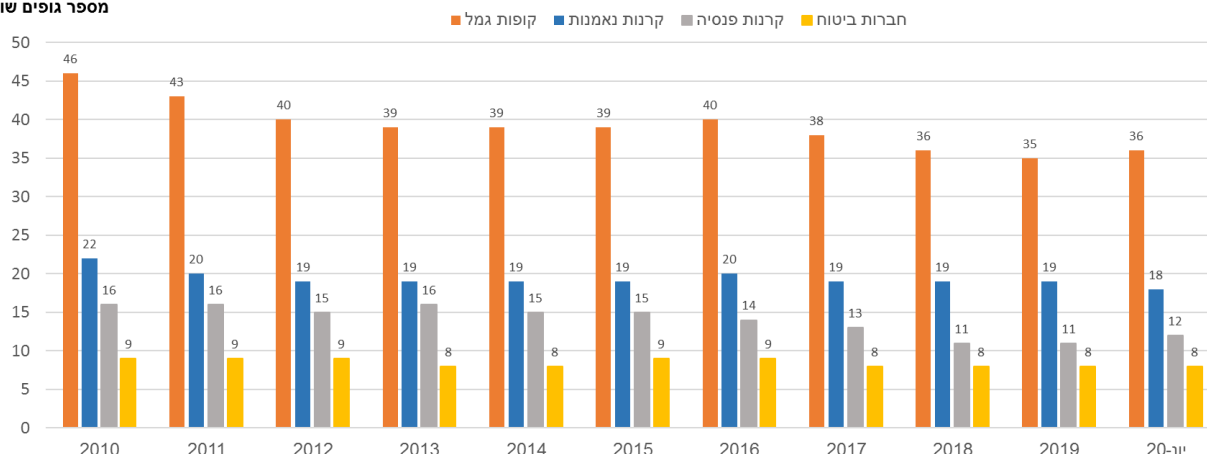
⁴⁹ כנ"ל.

⁵⁰ המצב נובע מהעובדה ש"עמיתים" היא קרן פנסיה הסגורה לעמיתים חדשים.

⁵¹ לפי גוף שולט. כלומר, אם שני מנהלי קרנות או יותר פועלים תחת גוף שולט אחד, לצורך הניתוח החברה תיחשב פעם אחת בלבד.

תרשים 25: התפלגות מספר הגופים השולטים לפי סוג גוף מוסדי, 2010-2020

מספר גופים שולטים



פילוח ממוצע גודל הנכסים מראה שקרנות הפנסיה הם הגופים הגדולים ביותר (ממוצע הנכסים מסתכם (2020) ל- 74 מיליארד ₪ לעומת 25 מיליארד ₪ בתחילת העשור). נכסי חברות הביטוח הינם בממוצע כ-43 מיליארדי ₪ (לעומת כ-15 מיליארד ₪ בסוף 2010). כמו כן, נכסי קופות הגמל וקרנות נאמנות לגוף שולט הם בממוצע 14-17 מיליארדי ₪.

במהלך העשור ערכו של הגודל הממוצע כאחוז מסך הנכסים המנוהלים בקרנות הפנסיה גדל מ-6% ל-8%. לעומת זאת, בחברות הביטוח ערכו נשאר כ-13%. בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל נשאר הגודל הממוצע ברמה דומה, 35.6% ו-2.6% בהתאמה.

בחינת חציון גודל הנכסים לחברה שולטת מנהלת ממזערת את השפעתם של נתוני הקיצון. הנתונים מראים שכיום היקף הנכסים המנוהלים של כחצי מחברות הפנסיה גבוה מ-39 מיליארד ₪ לכל גוף (כ-6 מיליארד ₪ נכון לסוף 2010). נתחו של הנתון החציוני מסך הנכסים המנוהלים עלה מ-2% ל-4.4% לאורך העשור. כלומר, במהלך העשור הצטמצם מספר החברות השולטות על ניהול קרנות הפנסיה וגודלן עלה.

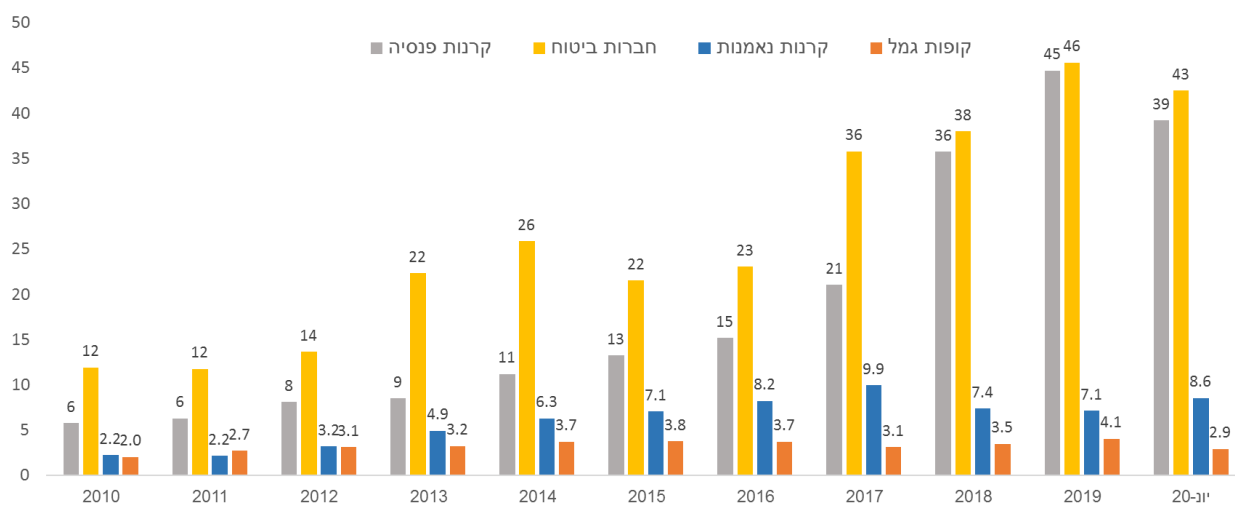
היקף הנכסים המנוהלים של כחצי מחברות הביטוח גבוה מ-43 מיליארד ₪ לכל גוף (כ-12 מיליארד ₪ בסוף 2010). נתחו של הנתון החציוני מסך הנכסים המנוהלים עלה מ-9% ל-12% לאורך העשור. ניתן לראות שחברות הביטוח הן הגופים הריכוזיים ביותר. כלומר, מעט חברות שולטות על ניהול כספי הציבור באפיק זה (הנתון יציב לאורך העשור).

בענף קופות הגמל היקף הנכסים המנוהלים של כחצי מחברות ניהול קופות הגמל גבוה מ-3 מיליארד ₪ לכל גוף. נתחו של הנתון החציוני מסך הנכסים המנוהלים הינו כ-0.5% והשיעור יציב במהלך התקופה. כלומר, מספר חברות המנהלות קופות גמל הצטמצם במהלך העשור, אך בכל זאת מספר גדול יחסית של חברות קטנות יחסית שולטות על ניהול כספי הציבור באפיק זה.

בדומה לכך, היקף הנכסים המנוהלים של כחצי מגופים השולטים על קרנות הנאמנות גבוה מכ-9 מיליארד ₪ לכל גוף (בסוף 2010 – גבוה מכ-2 מיליארד ₪; ישנה תנודתיות בנתון במהלך התקופה). נתחו של הנתון החציוני מסך הנכסים המנוהלים נשאר ברמה של כ-2%-3%, חוץ מעלייה זמנית בשנים 2015-2017. ניתן להסיק שבמהלך העשור הכמות והגודל היחסי של הגופים השולטים על ניהול קרנות הנאמנות נשארו ברמה דומה, אף שנצפתה עלייה בשנים 2015-2017.

תרשים 26: חציון גודל הנכסים לגוף שולט לפי סוג הגוף המוסדי, 2010-2020

מיליארדי ש"ח

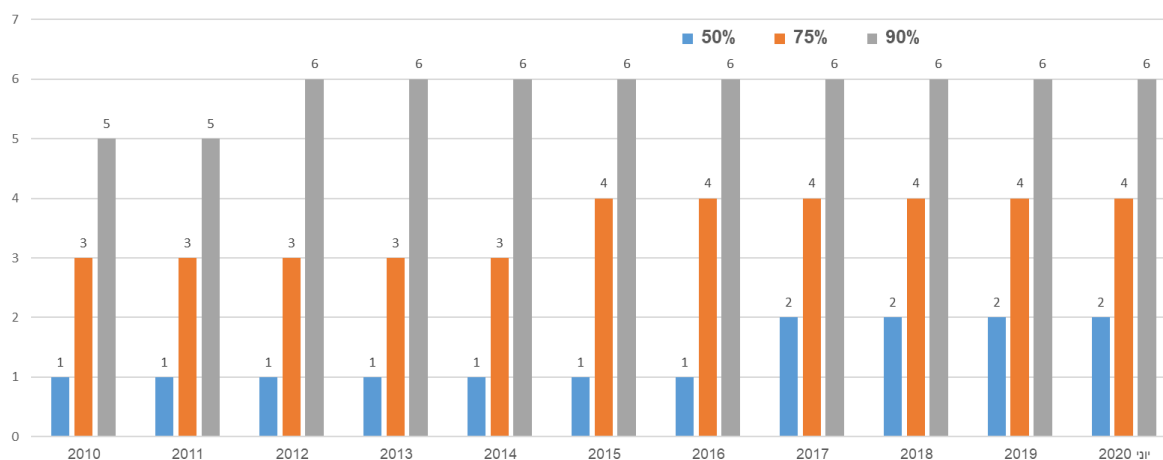


קרנות פנסיה

כיום בענף הפנסיה שישה גופים שולטים (50% מסך הגופים השולטים בענף) מרכזים ניהול של כ-90% מכספי הציבור באפיק זה. לעומת זאת, לפני כעשור חמישה גופים שולטים שניהלו כ-90% מהכספים היו בשיעור של 31% מסך הגופים השולטים בענף.

תרשים 28: התפלגות מספר הגופים השולטים על ניהול קרנות הפנסיה שאחוז הנכסים המנוהלים על ידן עולה על רף של כ- 50%, כ- 75% וכ- 90% מסך כספי הציבור המנוהלים על ידי חברות הפנסיה, 2010-2020

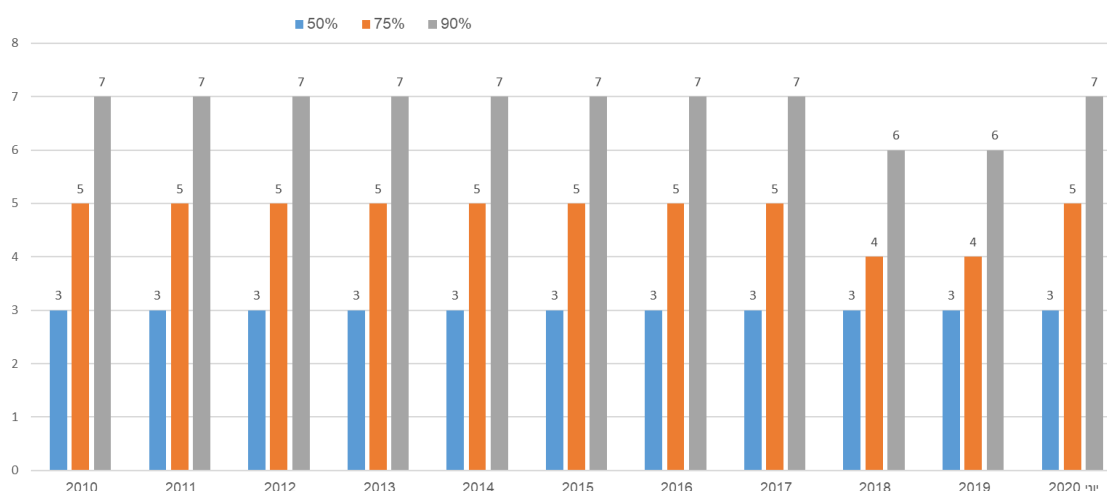
מס' גופים מנהלים



כפי שכבר תואר למעלה, בענף הפנסיה ישנה השפעה גדולה של "עמיתים" על ניתוח הנתונים. בחינת הריכוזיות בענף ללא הנתונים של קרן הפנסיה הגדולה ביותר במשק מראה שכיום שבעה גופים שולטים (שהם 64% מסך הגופים השולטים בענף) מרכזים ניהול של כ- 90% מהכספים. גם בתחילת העשור שבעה גופים (ששיעורם היה 47% מכלל הגופים השולטים בענף) ניהלו כ- 90% מסך כספי הפנסיה. כמו כן, חמישה גופים שולטים על ניהול של כ- 75% מהכספים, ומתוכם שלושה גופים מרכזים ניהול של כ- 50% מהכספים. מספר הגופים ירד בכ- 25% במהלך העשור.

תרשים 29: התפלגות מספר הגופים השולטים על חברות ניהול קרנות הפנסיה (ללא "עמיתים") שאחוז הנכסים המנוהלים על ידן עולה על רף של כ- 50%, כ- 75% וכ- 90% מסך כספי הציבור המנוהלים על ידי חברות הפנסיה, 2010-2020

מס' גופים מנהלים

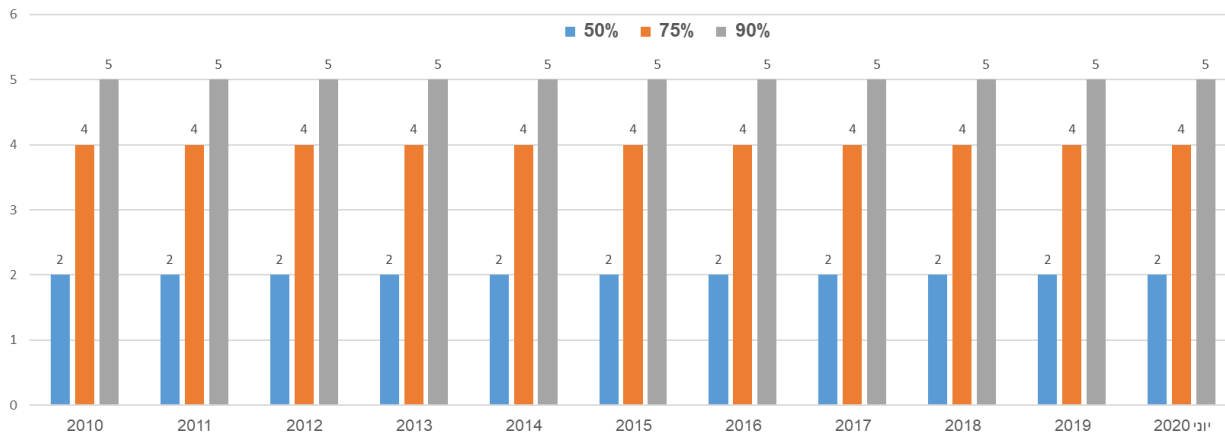


חברות ביטוח

חמישה גופים (63% מסך הגופים בתחום) מרכזים כיום ניהול של כ-90% מכספי ביטוח מנהלים. מתוכם, ארבעה תאגידיים מרכזים כ-75% מהכספים. מספר הגופים השולטים לא השתנה באופן משמעותי במהלך העשור. ניתן להסיק שרמת הריכוזיות בענף אומנם גבוהה, אבל רמתה נשארה יציבה.

תרשים 30 : התפלגות מספר הגופים השולטים על חברות הביטוח שאחוז הנכסים המנוהלים על ידן עולה על רף של כ- 50%, כ- 75% וכ- 90% מסך כספי הציבור המנוהלים על ידי חברות הביטוח, 2010-2020

מס' גופים מנהלים

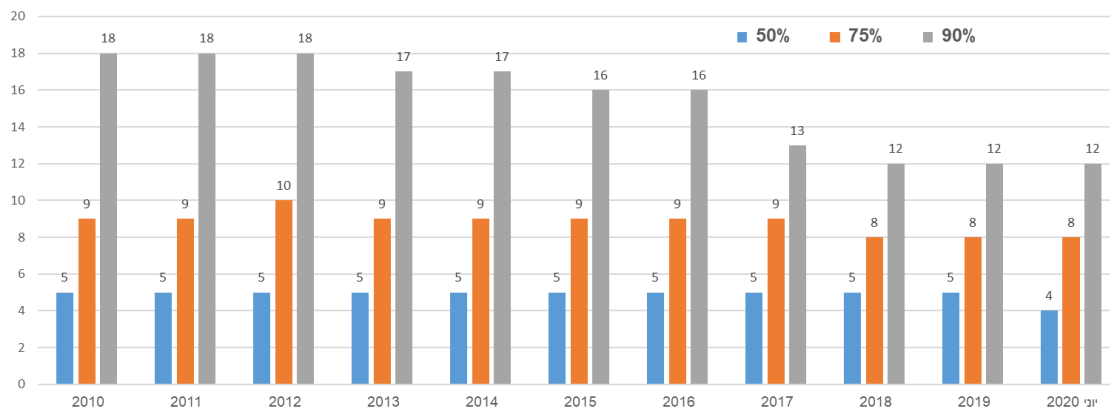


קופות גמל

בענף ניהול קופות הגמל ישנם קרוב ל-40 גופים שולטים, ומתוכם 12 גופים (שליש מסך הגופים השולטים בענף) מרכזים ניהול של כ-90% מכספי הציבור באפיק זה (מתוכם שמונה גופים מרכזים ניהול של כ-75% מהכספים). **הנתונים מצביעים על כך שבמהלך העשור חלה עלייה מסוימת ברמת הריכוזיות בענף קופות הגמל, אך היא נמצאת ברמה נמוכה יותר מזאת המאפיינת את ענפי הפנסיה והביטוח.**

תרשים 31 : התפלגות מספר הגופים השולטים על חברות ניהול קופות הגמל שאחוז הנכסים המנוהלים על ידן עולה על רף של כ-50%, כ-75% וכ-90% מסך כספי הציבור המנוהלים על ידי קופות הגמל, 2010-2020

מס' גופים מנהלים



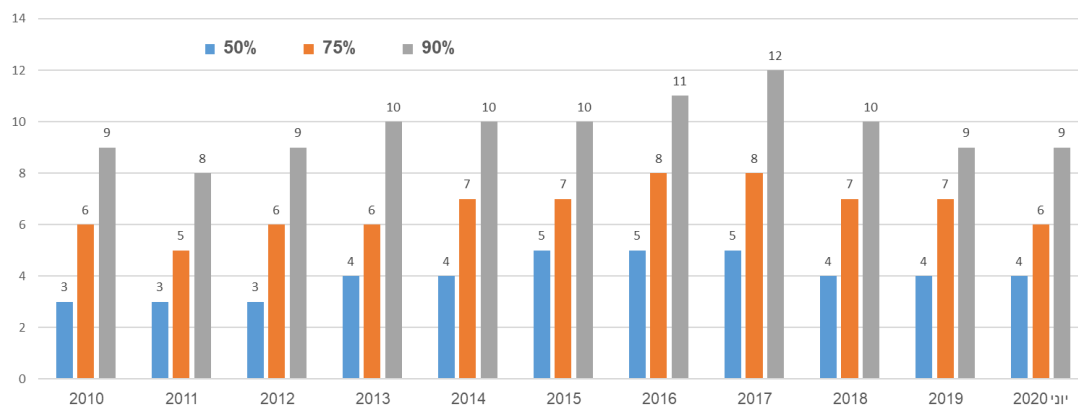
קרנות נאמנות

תשעה גופים השולטים בענף ניהול קרנות הנאמנות (כמחצית מהמנהלים) מרכזים כ-90% מנכסי הענף (מתוכם, שישה גופים מנהלים כ-75% מהכספים). הנתונים דומים במהותם לאלו שהיו בתחילת העשור. כלומר, ניתן להסיק **שהיום רמת הריכוזיות בענף הקרנות אינה שונה** מזאת שהיתה בסוף שנת 2010. למרות זאת, הנתונים מצביעים על כך שבשנים 2013-2017 שיעור גבוה יותר מהגופים ריכוז כ-90% מהנכסים. כלומר, בשנים אלו הענף התאפיין בפיזור נכסים רחב יותר.

תרשים 32 : התפלגות מספר הגופים השולטים על חברות ניהול קרנות נאמנות שאחוז הנכסים המנוהלים על ידן עולה על רף של כ-50%, כ-75% וכ-90% מסך כספי הציבור המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות,

2020-2010

מס' גופים מנהלים

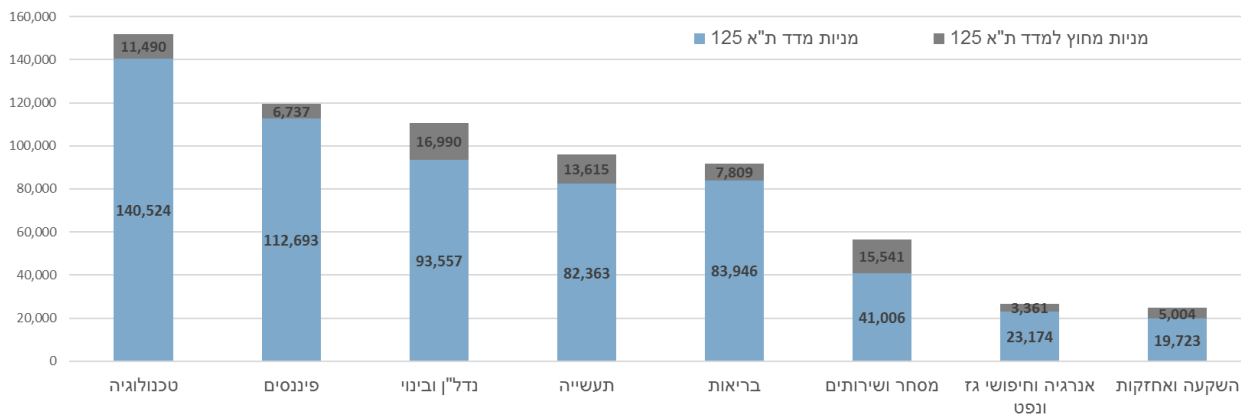


נספח ב' – אחזקות המוסדיים במניות לפי ענף השקעה

מניות מדד ת"א 125 מהוות כ-29% ממספר המניות בבורסה ו-88% מסך שווי שוק המניות. בדומה לכך, בשנת 2010 מניות מדד ת"א 100 היוו כ-17% מסך מספר המניות בבורסה ו-87% מסך שווי שוק המניות.

תרשים 33: התפלגות שווי שוק* המניות בבורסה לפי ענפים, יוני 2020

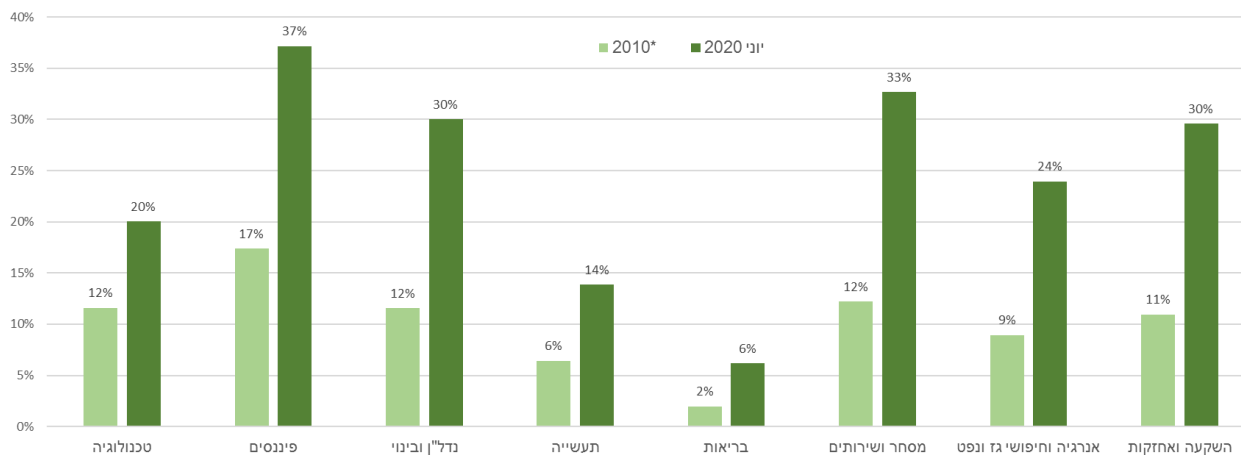
מיליוני ש"ח



* נכון לסוף יוני 2020

לפי נתוני יוני 2020, 12 משקיעים מוסדיים גדולים מחזיקים ב-23% משווי השוק של המניות הנכללות במדד ת"א 125 (ללא אחזקות בקרנות סל), לעומת 10% בסוף שנת 2010. במהלך העשור הגדילו הגופים המוסדיים את אחזקותיהם בכל ענפי הבורסה וכיום הם מחזיקים כשליש משווי המניות בענפים כגון פיננסים, נדל"ן ובינוי, מסחר ושירותים והשקעה ואחזקות.

תרשים 34: אחוז אחזקות המוסדיים מתוך שווי שוק המניות, לפי ענפים, סוף 2010 ויוני 2020



* מתוך שווי שוק המניות הנכללות במדד ת"א 100

כפי שניתן לראות מממצאי הלוח הבא, נכון ליוני 2020 (בדומה לשנת 2010) כל גוף שולט⁵² מחזיק בממוצע כ-80% ממספר המניות ששייכות למדד ת"א 125 בענף מסוים. לעומת זאת, קיים שוני בנתח האחזקות של גוף מוסדי מתוך שווי שוק המניות בענף. על פי נתוני שנת 2020, גוף מוסדי גדול מחזיק בממוצע כ-1% משווי שוק המניות בענף התעשייה (המרב 2.6% מהענף), 1.7% בענף הטכנולוגיה (המרב 3.4%) וכן כ-2.5% מהענפים, כגון נדל"ן ובינוי (המרב 5%), השקעה ואחזקות (המרב 4.8%), מסחר ושירותים (המרב 4.6%). נתח האחזקות הגדול ביותר לגוף מוסדי הוא בממוצע כ-3% ושיעור זה נמצא בענף הפיננסי (המרב 5.3%).

בשנת 2010 נתח האחזקות לגוף מוסדי היה נמוך יותר (1.7%-0.2%). כלומר, במהלך העשור בממוצע כל גוף מוסדי גדול הגדיל בערך פי שניים את נתח אחזקותיו בכל ענף במניות מדד ת"א 125.

לוח 4: בחינת אחזקות המוסדיים לפי גוף שולט בענפים שונים בבורסה

מקסימום בין הגופים השולטים		ממוצע לגוף שולט		
2020	2010	2020	2010	
מניות מדד ת"א 125	מניות מדד ת"א 100	מניות מדד ת"א 125	מניות מדד ת"א 100	
טכנולוגיה				
		78%	70%	אחוז ממספר המניות
3.40%	2.40%	1.70%	1.20%	אחוז משווי השוק
פיננסים				
		85%	86%	אחוז ממספר המניות
5.30%	3.30%	3.10%	1.70%	אחוז משווי השוק
נדל"ן ובינוי				
		87%	76%	אחוז ממספר המניות
5.00%	3.20%	2.5%	1.2%	אחוז משווי השוק
תעשייה				
		82%	89%	אחוז ממספר המניות
2.60%	1.40%	1.20%	0.60%	אחוז משווי השוק
בריאות				
		68%	62%	אחוז ממספר המניות
1.30%	0.50%	0.50%	0.20%	אחוז משווי השוק
מסחר ושירותים				
		80%	83%	אחוז ממספר המניות
4.60%	2.70%	2.70%	1.20%	אחוז משווי השוק
אנרגיה וחפשי גז ונפט				
		80%	81%	אחוז ממספר המניות
2.90%	2.30%	2.00%	0.90%	אחוז משווי השוק
השקעה ואחזקות				
		84%	90%	אחוז ממספר המניות
4.80%	2.90%	2.50%	1.10%	אחוז משווי השוק

⁵² מבין הגופים המוסדיים הגדולים.