

תקציר מנהלים

שדרוג ישראל לשוק מפותח והשפעתו על השקעות זרים בבורסה

עדי חכמון

עמיתת קורת – מכון מילקן

על אודות תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לסטודנטים ישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת – מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאחר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתובת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותן פרופ' גלן יאגו, מנהל המרכז הישראלי של מכון מילקן ומנהל קבוצת המחקר במימון מכון מילקן בקליפורניה.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא בתפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי. התוכנית ממומנת על ידי קרן קורת וקרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל ומנוהלת על ידי מכון מילקן.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.kmifellows.org



תקציר מנהלים

בעשור האחרון צועד שוק ההון הישראלי קדימה ומיישר קו עם המשקים המפותחים בעולם. שכלולו של שוק ההון הישראלי ופתיחותו לשווקים העולמיים הביאו שורה של ארגונים וחברות מדדים לסווג את ישראל כמשק מפותח. ביוני 2009 הצטרפה אליהם גם חברת המדדים העולמית MSCI, שהודיעה כי ישראל עוברת מממד המשקים המתעוררים (Emerging Markets Index) לממד המדינות המפותחות (World Index). החלטה זו של MSCI התקבלה בעקבות התפתחותו ופתיחותו של שוק ההון הישראלי ולאחר שנה של התייעצויות עם פעילים בשוק ההון.

עם המעבר לממד המדינות המפותחות נפתח בפני המשק הישראלי מאגר גדול של משקיעים, שנמנעו עד עתה מלהשקיע בישראל בשל דירוגה כשוק מתעורר. עם זאת המעבר יביא עמו גל של יציאת משקיעים המרכזים את השקעתם במשקים מתעוררים. האתגר הגדול שעומד עכשיו בפני הבורסה הישראלית, הוא הגדלת ההשקעות הזרות החדשות תוך בלימה ככל הניתן של יציאת המשקיעים הזרים הנוכחיים.

על פניו נראה כי מעבר לסטטוס של מדינה מפותחת הוא מהלך חיובי למשק, אך בחינת הדברים מקרוב מעלה מספר בעיות שעלינו להביא בחשבון בהערכתנו את השפעת המעבר על מצבת ההשקעות הזרות בבורסה הישראלית:

- בעקבות המעבר לממד המדינות המפותחות ישתנה גם חלקה היחסי של ישראל במדד. חלקה של ישראל במדד המשקים המתעוררים עומד על 2.87%, ואילו במדד המדינות המפותחות יעמוד משקלה על כ-0.37% בלבד. מניית טבע, הנסחרת גם בוול סטריט, מהווה 50% מהמדד הישראלי. האחוז הנמוך של ישראל במדד וחלקה הנכבד של טבע יכול להביא משקיע, החפץ להשקיע בישראל ומעוניין לצמצם ככל הניתן את הצורך באנליזות ואסטרטגיות, להשקיע רק בטבע דרך בורסת ניו יורק. בדרך זו חסך לעצמו המשקיע הן סיקור של חברות ישראליות נוספות והן פוזיציה שהיה צריך להעמיד בגין השקעתו בשקלים. מכאן עולה חשש, שבעקבות השדרוג תקטן משמעותית מצבת ההשקעות הזרות בבורסה הישראלית.
- אופן ההשקעה במשקים המפותחים שונה מאופן ההשקעה במשקים המתעוררים. בהכללה, קרנות שמשקיעות בשווקים מתעוררים בוחרות את השקעתן לפי מדינות, ואילו ההשקעה במשקים מפותחים היא יותר סקטוריאלי. בעבר התחרו חברות ישראליות בינן לבין עצמן על משקיעים; לאחר הכניסה למדד המשקים המפותחים יהיה עליהן להתמודד על לב המשקיעים עם חברות מהסקטור שלהן הפזורות ברחבי הגלובוס. תחרות זו מציבה אתגר כמותי ואיכותי בפני החברות הישראליות. לאחר השדרוג, ההתמודדות על ההשקעות תהיה מול מספר רב של חברות גדולות, הנסחרות במדינות המפותחות בחוד החנית של הכלכלה העולמית.
- המשקולת היחסית של כל מדינה במדדי MSCI נקבעת לפי סך הכמות הצפה (Free Float). שיעור הכמות הצפה בישראל נמוך משמעותית משאר המדינות המפותחות בעולם, ולכן המשקולת של ישראל במדד MSCI נמוכה יחסית לשווי השוק של החברות הנסחרות בה. לצד ההשפעה על המשקולת של ישראל במדדים השונים, לשיעור הנמוך של כמות צפה יש השפעות שליליות נוספות. מחקרים העוסקים בממשל תאגידי מראים, שריכוזיות יתר ואופי אחזקת הבעלות בחברות ציבוריות מגבילים את הנזילות והיעילות של שוק ההון, ומקטינים את התחרותיות התאגידית. בתחרות על תשומת לבם של משקיעים בינלאומיים, שיעור נמוך של כמות צפה הוא נקודת תורפה משמעותית.



- שוק ההון הישראלי מאופיין ברמות נזילות נמוכות. פרמטר הנזילות הוא קריטי בעבור משקיעים בבואם לבחור השקעה. כבר היום ישנם משקיעים זרים המדירים את רגליהם מהשקעה בישראל בשל רמת הנזילות הנמוכה. המעבר למדד המדינות המפותחות מעלה את רף המשקיעים גם בנוגע לרמות הנזילות הנדרשות. מכאן שיותר משקיעים ידירו את רגליהם מהשקעה במניות ישראליות, אם המצב לא ישתנה.
 - שתי מדינות עברו את השדרוג לפני ישראל – יוון (2001) ופורטוגל (1997). בעקבות המעבר סבלו שוקי ההון של מדינות אלה ממשבר קצר טווח, אך בטווח הארוך ניכרה בהם התאוששות. לפי דוגמאות אלה, עלינו להביא בחשבון אפשרות של משבר פיננסי בטווח הקצר ולהיערך בהתאם.
 - כניסה למגרש המשחקים של המדינות המפותחות מביאה עמה סטנדרטים חדשים. עם זה המסחר בבורסה הישראלית מתנהל בימים אחרים משאר שוקי העולם, שפת הדיווח המחייבת את החברות היא עברית והמטבע שבו מתנהל המסחר הוא השקל – כל אלה מעמידים את המשק הישראלי בנקודת פתיחה בעייתית ויכולים להוות חסם לכניסת משקיעים זרים.
 - יש מקום לדאגה לגבי כמות הכסף הזר שיושקע בבורסה בישראל בעקבות המעבר למדד המדינות המפותחות. יחד עם זאת, אחד המאפיינים הבולטים של המשבר הפוקד את כלכלת העולם הוא יציאה מהשקעה במשקים מתעוררים. ייתכן אפוא שתזמון השדרוג מוצלח ושהשדרוג יהיה צעד חיובי עבור המשק הישראלי.
 - בבואנו להעריך את ההשפעה השלילית שיכולה להיות למעבר למדד המדינות המפותחות, עלינו לכמת את סך הכסף הפוטנציאלי הצפוי לצאת מישראל כתוצאה מהשדרוג. בנוסף, חשוב לדעת מהו מקורו העיקרי של הכסף הזר המושקע בישראל ובאיזה אופן הוא מתפלג. להלן עיקרי הממצאים:
 - מניתוח על בסיס נתונים של בנק ישראל ונתונים המתפרסמים על ידי תומסון, עולה כי סך הכסף הנמצא בסכנת יציאה מגבולות הארץ בעקבות השדרוג עומד על 19.2 מיליארד שקל בקירוב (סכום זה מהווה 4.69% משווי שוק המניות של הבורסה, שעמד בינואר 2009 על 405 מיליארד שקל).
 - מנתוני בנק ישראל עולה כי חלקה של ארצות הברית בהחזקות במניות ישראליות עומד על יותר מ-60%, וחלקה של בריטניה עומד על 18% בקירוב. יתר המדינות מחזיקות (כל אחת) באחוזים בודדים או אף בפחות מזה.
 - בבורסה הישראלית נסחרות כ-600 חברות, אך רק מעטות זוכות להשקעות מצד משקיעים זרים. מנתוני בנק ישראל עולה, כי כ-55% מההשקעות הזרות בארץ מרוכזות ב-2 חברות בלבד; יותר מ-70% מהשקעות הזרים מרוכזות ב-4 החברות הגדולות; ו-10 החברות המועדפות על המשקיעים הזרים מרוכזות כ-93% מהשקעות הזרים בארץ.
- על מנת למנף את השדרוג נדרשת עבודה מאומצת של כל הגורמים במשק, הן מהמגזר הציבורי והן מהמגזר הפרטי. לא ניתן להצביע על צעד נכון ביותר או חשוב ביותר – אין פתרונות קסם. עם זאת מחקר זה מצביע על צעדים מספר שיש לנקוט. צעדים אלה, כמכלול, יכולים לגרום לשינוי ולהפוך את השדרוג למקפצה בעבור המשק הישראלי. טבלה 1 מסכמת את עיקרי ההמלצות. מחקר מורחב על השפעת שדרוג של ישראל למשק מפותח, שנעשה בשיתוף צוות מכון מילקן בארצות הברית, זמין באנגלית באתר www.milkeninstitute.org וכולל מספר צעדים מומלצים נוספים.



טבלה 1: הצעדים הנדרשים למינוף השדרוג והשפעתם על שוק ההון

מזעור אי-הסימטריה במידע כלפי משקיעים זרים	הקטנת הריכוזיות	הגברת הנזילות	הגדלת שווי השוק	הגדלת הכמות הצפה	
x	✓	✓	x	✓	העלאת רף הכניסה בנוגע לכמות הצפה במדדי הבורסה המובילים
x	✓	✓	✓	✓	עידוד בעלי עניין להקטין אחזקות על מנת לעמוד בדרישות הכניסה למדדי MSCI
✓	x	x	✓	x	התאמת ימי המסחר לימים הנהוגים בעולם (ב'–ר')
✓	x	x	x	x	התרת פרסום דו"ח לא מחייב משפטית בשפה האנגלית
x	x	✓	✓	✓	עבודת שיווק תוך הכוונה למוסדות יהודיים ("השקעה חברתית")
x	✓	✓	✓	x	שכלול שוק ההון, הנפקת מוצרים על המדדים המובילים, הנפקת אופציות על מניות, מסחר בשורט ועוד
✓	x	x	✓	x	התאמת מועדי דיווח שנתיים ורבעוניים לאלה הנהוגים בעולם

FELLOWS | KORET
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן
בית מילקן, רחוב תל חי 13
ירושלים, 97102

info@kmifellows.org
www.kmifellows.org