

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

תוכן עניינים

1.....	תקציר מנהלים
4.....	מבוא
4.....	השדרוג הצפוי
5.....	מאפייני שוק ההון הישראלי ומאפייני ההשקעה במשקים מפותחים
5.....	אחוז גבוה למניית טבע
6.....	סגנון ההשקעה הסקטוריאלי במשקים המפותחים
7.....	שיעור כמות צפה נמוך
10.....	רמות נמוכות של נזילות
11.....	ימי מסחר שונים, שפת דיווח שונה ומסחר בשקלים
12.....	ממצאים אמפיריים משדרוגים של מדינות אחרות
13.....	יוון
15.....	פורטוגל
17.....	היקף הכסף ה"מאונדקס" בישראל והפונציאל לבעיה כתוצאה מהשדרוג
18.....	ניתוח כמותי
19.....	ממצאים
21.....	המלצות
22.....	המלצה 1: עבודת שיווק
24.....	המלצה 2: העלאת הכמות הצפה
25.....	המלצה 3: העלאת מספר החברות השייכות למדד הישראלי של MSCI
27.....	המלצה 4: התאמת השוק המקומי לזירה הבינלאומית
29.....	נספח: המדינות המפותחות והמשקים המתעוררים
30.....	ביבליוגרפיה
31.....	הערות סיום



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 בממד המשקים המתעוררים עומד על 2.87%, ואילו בממד המדינות המפותחות יעמוד משקלה על כ-0.37% בלבד. מניית טבע, הנסחרת גם בוול סטריט, מהווה 50% מהמדד הישראלי. האחוז הנמוך של ישראל בממד 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 לממד 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



מבוא

ב-15 ליוני 2009 הודיעה MSCI (Morgan Stanley Capital Indices) על שדרוגה של ישראל ממשק מתעורר למשק מפותח. במבט ראשון נראה כי מהלך כזה ייטיב עם המשק הישראלי בכלל ועם שוק ההון בישראל בפרט, אך ירידה לפרטים מעלה כמה שאלות מדאגות. מהלך כזה מעלה את קרנה של ישראל ומציב אותה בשורה אחת עם המדינות החזקות והמפותחות בעולם. עם זאת ייתכן שהמעמד החדש והאטרקטיבי יביא דווקא לירידה משמעותית בהיקף ההשקעות הזרות בבורסה הישראלית. יוון, המדינה האחרונה שעברה ממדד המשקים המתעוררים למדד המדינות המפותחות, חוותה משבר כלכלי לא פשוט לאחר המעבר. כמו יוון גם ישראל היא מדינה קטנה, וחלקה במדד המדינות המפותחות צפוי להיות קטן מחצי אחוז; זאת לעומת חלקה במדד המשקים המתעוררים, שעמד על כ-2.87%. אף שרמת המוכנות של שוק ההון הישראלי למהלך טובה מזו של יוון, לא מן הנמנע שגם השוק הישראלי יחווה משבר בעקבות השדרוג.

מחקר זה מחולק לשלושה חלקים: החלק הראשון יציג את הבעיה שבפניה ניצב המשק הישראלי ואת הגורמים העיקריים להיווצרותה. החלק השני יציג את מצבת ההשקעות הזרות בבורסה בתל אביב. חלק זה מתבסס על ניתוח כמותי לנתונים תוך איפיון אופי השקעת הזרים בחברות הישראליות וכולל הערכה של סכומי הכסף הצפויים לצאת מהבורסה הישראלית בעקבות שינוי הדירוג. החלק השלישי יציג המלצות להתמודדות עם שינוי הדירוג, ביניהן המלצות להגדלת הכמות הצפה ומדדים אחרים הקובעים את המשקל של ישראל במדדי MSCI, ולפיכך משפיעים ישירות על השקעות פסיביות, והמלצות לתוכנית שיווק שמטרתן לעודד את המשקיעים האקטיביים.

השדרוג הצפוי

ביוני 2008 הודיעה MSCI על תחילת התהליך לבחינת שוק ההון הישראלי כמועמד לשדרוג לסטטוס של שוק מפותח. לצד ישראל הועמדו לשדרוג דומה גם טייוואן וקוריאה. במשך כשנה ניהלה MSCI התייעצויות עם פעילים בשוק ההון כדי להחליט אם אכן יתרחש השדרוג. ב-15 ביוני 2009 הודיעה MSCI כי ישראל צפויה לעבור לסטטוס של מדינה מפותחת, וכי השינוי יתרחש בפועל כשנה מיום ההודעה. לגבי קוריאה וטייוואן התקבלה החלטה להשהות לעת עתה את השדרוג.

חברת MSCI אינה חברת המדדים הראשונה שהחליטה לסווג את ישראל כמשק מפותח. בספטמבר 2007 הודיעה חברת FTSE (The Financial Times Stock Exchange) על כוונתה לשדרג את ישראל לסטטוס של מדינה מפותחת, וביוני 2008 התרחש בפועל השדרוג הזה. נוסף על כך, גם מדדי Dow Jones ומדדי Russell מסווגים את ישראל כמשק מפותח, עוד מיום השקתם בשנת 2007.

מדדי MSCI הם המובילים בעולם, אחריהם עוקבים רוב המשקיעים ואליהם הם משווים את תשואות התיקים שלהם (Benchmark). מלבד השימוש בהם כ-Benchmark מהווים מדדי MSCI גם אבן שואבת לכסף פסיבי רב. קרנות רבות עוקבות באופן פסיבי אחר המדדים שמפרסמת MSCI ומתאימות את השקעתן למשקולות המדד הרלוונטי. המשקולות של ישראל במדד המדינות המפותחות תעמוד על כ-0.37% בלבד, בעוד שבמדד המשקים המתעוררים עמד חלקה על 2.87%. מכאן שהמעבר למדד המשקים המפותחים של MSCI יכול להיות בעל השפעה ניכרת על מצבת ההשקעות הזרות בישראל וכי לאור השפעתה הרבה של MSCI, נראה כי החלטתה על שדרוג המשק הישראלי למעמד של משק מפותח היא המשמעותית והחשובה ביותר.



טבלה 2 מציגה את סכומי הכסף העוקבים אחרי מדדי MSCI.

טבלה 2: סכומי הכסף העוקבים אחרי מדדי MSCI (במיליארדי דולר)¹

ישראל	הסכום	סגנון ההשקעה	השוק	סך הכול
1.29	45	פסיבי	שווקים מתעוררים	
4.59	160	אקטיבי	שווקים מתעוררים	5.88
4.1	487	פסיבי	שווקים מפותחים	
2.89	740	אקטיבי	שווקים מפותחים	6.99

מקור: מריל לינץ'. ראו הערת סיום מספר 1.

עם המעבר למדד המדינות המפותחות, נפתח בפני המשק הישראלי מאגר חדש וגדול של משקיעים, שנמנעו עד עתה מלהשקיע בישראל בשל דירוגה כשוק מתעורר. עם זאת יביא עמו המעבר גל של יציאת משקיעים, שמרכזים את השקעתם במשקים מתעוררים. האתגר הגדול העומד עכשיו בפני הבורסה הישראלית, הוא הגדלת ההשקעות הזרות החדשות תוך בלימה ככל הניתן של יציאת המשקיעים הזרים הנוכחיים. שמירה על מאזן חיובי במצבת ההשקעות הזרות בבורסה הישראלית מסתמנת כבעייתית מכמה סיבות שיפורטו להלן.

מאפייני שוק ההון הישראלי ומאפייני ההשקעה במשקים מפותחים

אחוז גבוה למניית טבע

חלקה של ישראל במדד המדינות המפותחות יעמוד על כ-0.37% בלבד. חברת MSCI מפרסמת, מלבד המדד עצמו, גם את הרכב המדד הפנימי של כל מדינה. ההרכב מתעדכן כל יום ומשתנה בכפוף לשערי המניות ולאחוז הכמות הצפה של החברות. שווי השוק של טבע עומד על יותר מ-160 מיליארד שקל (נכון למאי 2009) וחלקה של טבע במדד בימים כתיקונם עומד על כ-50% מהמדד הישראלי.

בקירים בשוק ההון חלוקים בדעתם בנוגע למידת הבעייתיות של האחוז הגבוה של טבע במדד. אחדים טוענים כי גם אם סך הכסף הזר המושקע בחברות ישראליות יגדל בעקבות השדרוג, ייתכן שהנהנית הבלעדית תהיה חברת טבע. לדידם, ללא טבע, חלקה של ישראל במדד עומד על כ-0.19% בלבד, אחוז קטן שאינו מצדיק סיקור חברות ישראליות אחרות על ידי האנליסטים. לעומתם יש המודאגים קצת פחות. מרואיינים אלו טוענים כי המדדים הפנימיים של MSCI אינם משמשים את המשקיעים, ואלה אינם עוקבים אחריהם. לטענתם, המשקיעים הזרים בוחרים לרוב כארבע-חמש חברות ישראליות, ובהן הם משקיעים ללא כל התייחסות למשקלן במדד. מכאן שמשקלה הגדול של טבע במדד אינו צריך להיות מקור לדאגה.

גם בהנחה שהמשקיעים אינם עוקבים אחר המשקולות של המדד הפנימי שמפרסמת MSCI, קשה להתעלם מהעובדה שהוצאת חברת טבע מהמדד משאירה את ישראל עם משקל נמוך ביותר במדד. נכון להיום, כ-85% מהמסחר בטבע מתרחש מחוץ לגבולות ישראל, ויש חשש כי בעקבות השדרוג אחוז זה יעלה. האחוז הנמוך של ישראל במדד, וחלקה הנכבד



של טבע במדד הישראלי, יכולים 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 בשקל. מכאן, גם בהנחה שהמשקיעים אינם עוקבים אחר הממד הפנימי, גודלה של טבע והעובדה שהיא נסחרת בארצות הברית מהווים בעיה שיש לתת עליה את הדעת, בבואנו לבחון את היקף ההשקעות הזרות הצפוי לצאת ולהיכנס בעקבות השדרוג.

סגנון ההשקעה הסקטוריאלי במשקים המפותחים

אופן ההשקעה במשקים המפותחים שונה מאופן ההשקעה במשקים המתעוררים. בהכללה, קרנות שמשקיעות בשווקים מתעוררים בוחרות את השקעתן לפי מדינות, וההשקעה במשקים מפותחים היא יותר סקטוריאלית. מרבית ההשקעות במשקים מתעוררים הן של קרנות המתמקדות בשווקים אלה. הקרנות מחליטות, לפי מדד מסוים, מה יהיה אחוז ההשקעה בכל מדינה, ולאחר מכן בוחרות בכל מדינה כמה חברות אשר לדידן מייצגות את השוק המקומי ומהוות השקעה טובה. לעומת זאת מרבית ההשקעות במשקים המפותחים הן של קרנות המתמקדות בסקטורים מסוימים.

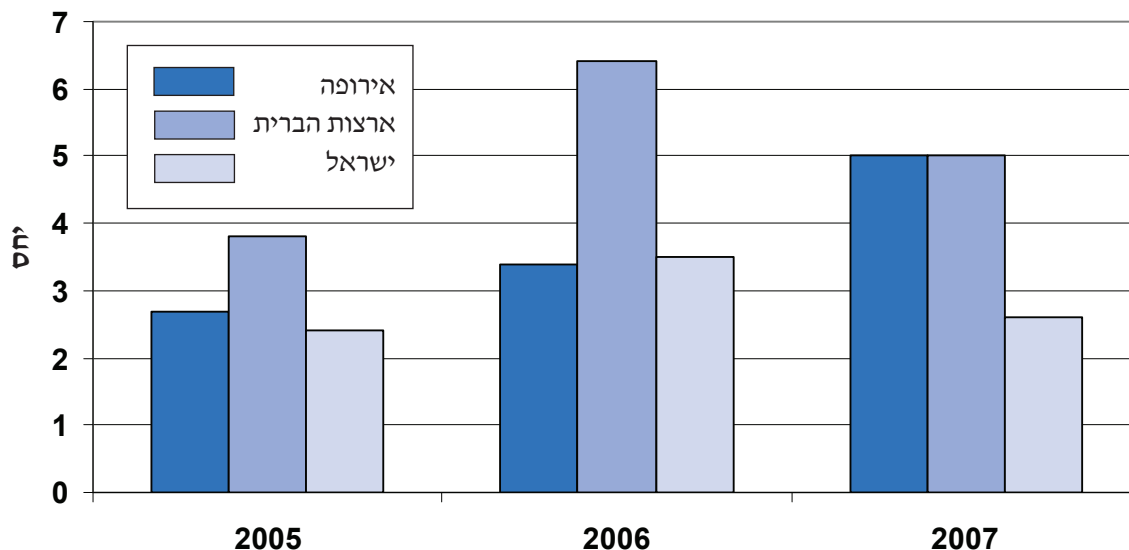
אם בעבר חברות ישראליות התחרו רק בינן לבין עצמן על המשקיעים, לאחר הכניסה למדד המשקים המפותחים יהיה עליהן להתמודד על לב המשקיעים מול חברות מהסקטור שלהן הפזורות ברחבי הגלובוס. תחרות זו מציבה בפני החברות הישראליות הן אתגר כמותי והן אתגר איכותי. לאחר השדרוג ההתמודדות על השקעות תהיה מול מספר רב של חברות, והמתמודדות הפוטנציאליות יהיו חברות גדולות יותר הנסחרות במדינות המפותחות שהן חוד החנית של הכלכלה העולמית. בנוסף, קיים חשש כי "חברות ללא סקטור", דוגמת חברות אחזקות, תישארנה ללא השקעות זרות.

אופי ההשקעה השונה בין המדינות המפותחות למתעוררות מציב קושי טכני וקושי מהותי. הקושי הטכני קשור לסקירת האנליסטים של בתי ההשקעות הזרים: בשווקים המתעוררים הסקירה וההשקעה נעשות לפי מדינה, ובמשקים המפותחים לרוב לא נעשה סיקור לפי מדינה וכל חברה משויכת לאנליסט של ענף מסוים. יש חשש כי דרך סיקור זו תגרום לגריעה בהיקף הסיקור של החברות הישראליות. הבעיה המהותית קשורה להרכב החברות הישראליות. בכיר בקרן השקעות ישראלית מסביר: "במניות הישראליות, מלבד טבע ואולי עוד אחת-שתיים, אין מספיק נפח מסחר. נפח קטן מביא לנזילות נמוכה של המניות. משקיעים הפועלים לפי סקטורים לא ינסו אפילו לבחון חברות בעלות נזילות נמוכה. כאשר משקיע קונה מניות, הוא רוצה לדעת שביום שהוא ירצה למכור אותן הוא יוכל, במהלך תקופת זמן סבירה, לעשות זאת. לצערי, רוב החברות הישראליות לא מספיק גדולות ונזילות".

נוספת לבעיית נפחי המסחר גם בעיית הגיוון. בכיר בבית השקעות זר מסביר: "מבחינה סקטוריאלית אין מספיק עומק שוק. בכל סקטור יש לנו חברה אחת שיכולה לעניין משקיעים זרים. הענף היחיד המזוהה עם ישראל הוא ענף הטכנולוגיה". ענף ההייטק ידוע בתור סקטור רווחי התורם רבות לכלכלה הישראלית, הודות למגזר המחקר והפיתוח (מו"פ) המפותח, אך נראה כי בישראל לא ממשים את הפוטנציאל הרב הגלום בענף זה. מרבית חברות ההייטק הישראליות מעדיפות לעשות אקזיט בשלבים מוקדמים, בטרם הבשילה החברה והתפתחה.² תרשים 1 מציג את היחס בין ה-Pre-money valuation (שווי החברה לפני גיוס ההון) לבין הכסף שהושקע בה טרם הגיוס.



תרשים 1: יחס בין שווי החברות לפני גיוס ההון לבין סך ההשקעה בהן טרם הגיוס



מקור: Analysis by Applied Economics Ltd. using data from Dow Jones Venture Source (E&Y).

כפי שעולה מהתרשים, התשואה על הייטק בישראל נמוכה מזו שבאירופה ובארצות הברית. "אקזיט" מאוחר יותר של חברות ישראליות יכול לתרום רבות לצמיחה בישראל בכלל, ולמגזר התעשייתי ושוק ההון הישראלי בפרט. הישארותן של החברות בישראל והמשך פיתוח המוצרים בגבולות הארץ, יביאו לפיתוח התעשייה ולגיוסי הון דרך הבורסה. משקיעים מחוץ לארץ מודאגים מכך שישאר אינה מצליחה ליהנות במידה מספקת ממגזר המו"פ המפותח שלה ומעניקה את הרווחים למדינות אחרות.

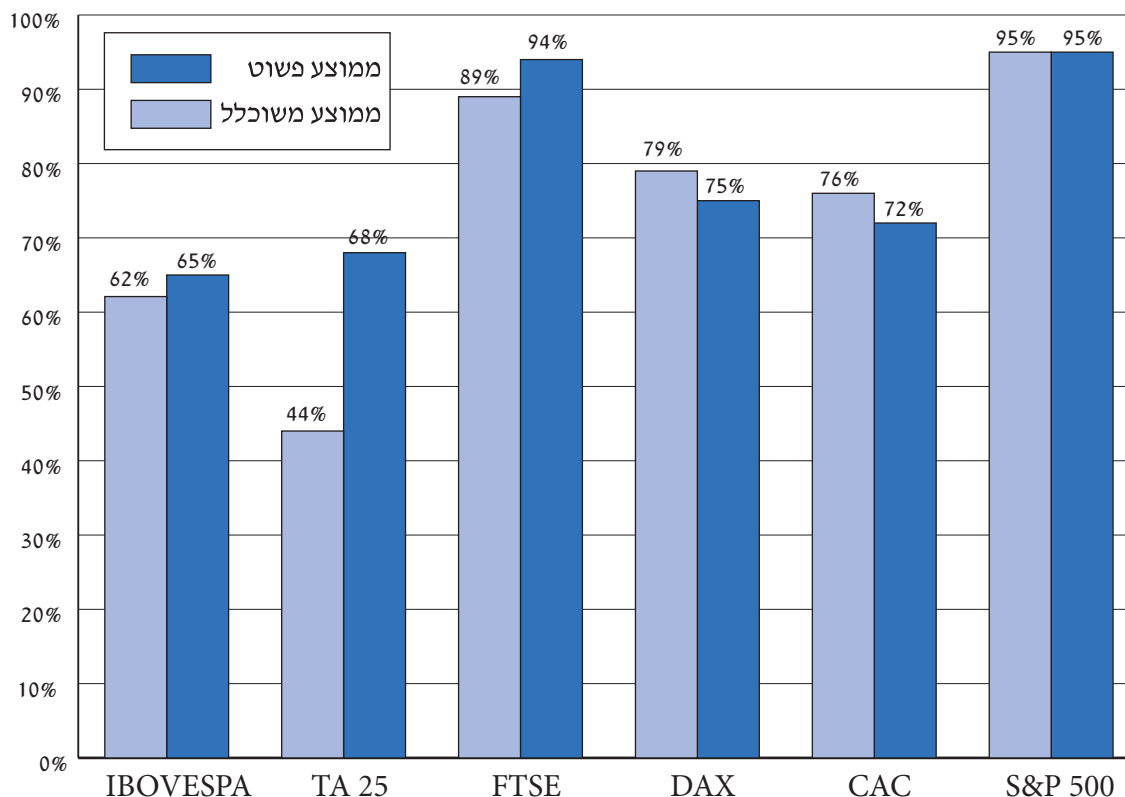
שיעור כמות צפה נמוך

המשקולות היחסיות של כל מדינה במדדי MSCI נקבעות לפי סך הכמות הצפה³ (Free Float). הכמות הצפה מבטאת את סך המניות העומדות למסחר ולכן היא הפרמטר שבו משתמשים רוב המדדים לקביעת משקולות יחסיות. שיעור הכמות הצפה בישראל נמוך בהרבה 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 הכמות הצפה יש השפעות שליליות נוספות. מחקרים העוסקים בממשל תאגידי מראים, שריכוזיות היתר ואופי אחזקת הבעלות בחברות הציבוריות 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 של המשק הישראלי. נכון למאי 2009, שיעור החזקות הציבור בבורסה של תל אביב עמד על 58%. ניתוח הנתונים מעלה שללא מניית "טבע" – שהיא בעלת שווי שוק של כ-142 מיליארד שקל, ונהנית משיעור החזקות ציבור של כ-91% – צונח שיעור החזקות הציבור הכולל בצורה דרמטית, ל-44% בלבד. שיטה נוספת לחישוב היא בעזרת ממוצע פשוט. בשיטה זו מחושב שיעור החזקות הציבור עבור כל חברה בנפרד. ממוצע זה מנטרל את השפעתן של החברות הגדולות ונותן משקל זהה לכל חברה. לפי חישוב זה, שיעור החזקות הציבור עומד על כ-30% בלבד.



סקירת המצב ברחבי העולם מעלה, שאחוזי החזקות הציבור בישראל הם נמוכים ביותר בהשוואה למצב בבורסות העולם. לצורך ההשוואה נבחנו אחוזי החזקות הציבור במדדים המובילים בחמש בורסות מרכזיות בעולם: ארצות הברית – S&P; צרפת – CAC; גרמניה – DAX; בריטניה – FTSE; וברזיל – IBOVESPA. תרשים 2 ממחיש את מצב החזקות הציבור בישראל לעומת הנעשה בעולם.

תרשים 2: אחוזי החזקות הציבור במדדים המובילים בבורסות העולם (ינואר 2009)



מקור: בלומברג ואתר הבורסה לניירות ערך.

ניתן לראות שאחוזי החזקות הציבור במדד תל אביב 25 נמוך משמעותית מאחוזי החזקות הציבור בשאר המדדים המרכזיים בעולם. אחוז החזקות הציבור במדד תל אביב 25 הוא 68%, אך אחוז זה אינו מעיד על המצב בפועל מכיוון שהוא מושפע באופן מכריע מגודלה של "טבע" ומאחוזי החזקות הציבור הגבוהים בה. על מנת למתן את השפעתה של חברת טבע נעשה גם ממוצע פשוט של כל אחד מהמדדים. הממוצע הפשוט מעצים את הפערים בין ישראל לבורסות העולם, ומציב את ישראל במקום האחרון מבין המדינות שנבדקו.

שוק ההון הישראלי ידוע בריכוזיות יתר. לראיה, שווי השוק של 10 החברות הגדולות בבורסה הישראלית מהווה יותר מ-60% משווי השוק הכולל הנסחר בבורסה. בחינת הריכוזיות בעזרת פרמטר של החזקות הציבור מקצינה את התמונה. 10 החברות הגדולות בישראל מרכזות כמעט 80% מסך החזקות הציבור בבורסה הישראלית. נראה אפוא שהנתונים היבשים של החזקות הציבור בישראל אינם מייצגים את המצב בפועל. המשק הישראלי הוא ריכוזי ומאופיין בצורת פירמידה. קיימים בו קשרי עסקים בין חברות רבות המחזיקות זו במניותיה של זו, ומכאן שאחוזי המניות העומדות למסחר נמוך אף יותר



ממה שמראים המספרים למעלה. לדברי אסטרטג ראשי בבית השקעות: "מה שמעניין את המשקיעים זה כמה סחורה נגישה יש להם. אבל בכל מה שקשור לכמות הצפה, חשוב ביותר שהרגולטור יידע לשקף אותה בצורה הטובה ביותר. על הרגולטור לוודא כי דרך החישוב של הכמות הצפה משקפת את המציאות".

התחזיות מעריכות כי ישראל תדורג במדד המדינות המפותחות במקום ה-17, עם משקולת של כ-0.37%⁴. כאמור, לשיעור הכמות הצפה יש השפעה על הדירוג והמשקולת של כל מדינה במדד. חישוב משקולת שווי השוק של ישראל, מותאם לשיעור הכמות הצפה של ארצות הברית, מעלה את ישראל למקום ה-14 עם משקולת של 0.68%. חשוב לציין ששיעור הכמות הצפה בארצות הברית הוא הגבוה בעולם, ולכן 0.68% היא המשקולת המקסימלית אליה יכולה ישראל להגיע עם שינויים בכמות הצפה בלבד. טבלה 3 מתארת את השינויים הפוטנציאליים במבנה המדד בעקבות שינוי מקסימלי בשיעור הכמות הצפה בישראל.

טבלה 3: סימולציה של המשקולות של ישראל בעקבות שינוי בכמות

סימולציית משקולות עם הפוטנציאל המקסימלי של הכמות הצפה				סימולציית משקולות עם הכמות הצפה הנוכחית			
משקולת	שווי שוק מותאם לכמות צפה (במיליוני דולר)	דירוג	מדינה	משקולת (באחוזים)	שווי שוק מותאם לכמות צפה (במיליוני דולר)	דירוג	מדינה
49.41	7,435,048	1	ארה"ב	49.57	7,435,048	1	ארה"ב
12.28	1,847,390	2	יפן	12.32	1,847,390	2	יפן
9.12	1,371,570	3	אנגליה	9.14	1,371,570	3	אנגליה
4.78	718,558	4	צרפת	4.79	718,558	4	צרפת
3.99	599,959	5	קנדה	4.00	599,959	5	קנדה
3.87	581,816	6	שוויץ	3.88	581,816	6	שוויץ
3.69	555,900	7	גרמניה	3.71	555,900	7	גרמניה
2.71	407,080	8	אוסטרליה	2.71	407,080	8	אוסטרליה
1.94	291,159	9	ספרד	1.94	291,159	9	ספרד
1.65	248,306	10	איטליה	1.66	248,306	10	איטליה
1.13	170,678	11	הולנד	1.14	170,678	11	הולנד
1.00	150,847	12	הונג קונג	1.01	150,847	12	הונג קונג
0.87	130,786	13	שוודיה	0.87	130,786	13	שוודיה
0.68	102,558	14	ישראל	0.62	92,702	14	פינלנד
0.62	92,702	15	פינלנד	0.52	77,913	15	סינגפור



0.52	77,913	16	סינגפור	0.41	61,753	16	דנמרק
0.41	61,753	17	דנמרק	0.37	56,156	17	ישראל
0.35	52,703	18	בלגיה	0.35	52,703	18	בלגיה
0.31	46,224	19	נורבגיה	0.31	46,224	19	נורבגיה
0.21	31,704	20	יוון	0.21	31,704	20	יוון
0.16	23,940	21	פורטוגל	0.16	23,940	21	פורטוגל
0.14	20,736	22	אוסטריה	0.14	20,736	22	אוסטריה
0.13	20,291	23	אירלנד	0.14	20,291	23	אירלנד
0.04	6,561	24	ניו זילנד	0.04	6,561	24	ניו זילנד

מקור: סימולציית מכון מילקן על בסיס מתודולוגיית MSCI ומסמך מדדי MSCI מיינואר 2009.

רמות נמוכות של נזילות

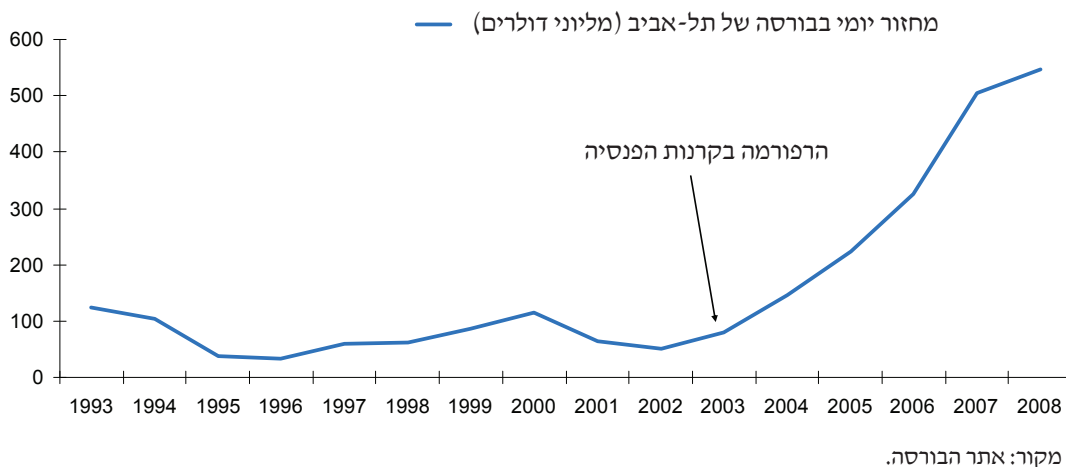
הנזילות היא נדבך קריטי בשווקים הפיננסיים. ללא אפשרות לסחור במניות בצורה רציפה, אין לשווקים הפיננסיים זכות קיום.⁵ מכאן שרמה מינימלית של נזילות היא קריטית להתרחבותו והעמקתו של שוק ההון. נזילות גבוהה מיטיבה עם השחקנים בשוק ההון ומעלה את יעילות השוק. נזילות מוגדרת כהסתברות למכור נכס פיננסי באופן המהיר ביותר תוך הפסד ערך מינימלי של הנכס, בכל זמן בתוך שעות המסחר. רמת הנזילות של נכס פיננסי משפיעה באופן חיובי על מחירו, ככל שנכס נזיל יותר כך נצפה כי מחירו יהיה נמוך יותר.⁶ אם כך שוק ההון הישראלי, המאופיין ברמות נזילות נמוכות, משלם על כך מחיר כבד.

נוסף על הפגיעה ביעילות השוק, רמות הנזילות הנמוכות גורמות לכך שמשקיעים זרים יימנעו מהשקעה בישראל. לדברי אנליסט בבית השקעות: "בישראל יש בעיה קריטית של נזילות. לא מעט משקיעים שאני עובד אתם סירבו להיכנס להשקעה בישראל בשל בעיה זו. הדיווח על מספר המניות העומדות למסחר הוא רק כביכול. בפועל המספרים נמוכים יותר והבעיה חמורה מכפי שנראה [על פני השטח]". המעבר למדד המדינות המפותחות מעלה את הרף גם בנוגע לרמות הנזילות הנדרשות. קיים חשש שמשקיעים רבים יימנעו מהשקעה במניות ישראליות, אם המצב לא ישתנה.

בשנת 2003, במסגרת הרפורמה בקרנות הפנסיה, הוסרו המגבלות על הקרנות בכל הנוגע להשקעה במניות ובאגרות חוב. גם לאחר הסרת המגבלות, קרנות הפנסיה לא "נכנסו בכל הכוח" להשקעה במניות ובאגרות חוב של חברות. למרות זאת תרם צעד זה להעלאת היקפי המסחר בבורסה בתל אביב. תרשים 3 מתאר את רמות הנזילות בבורסה בתל אביב בין השנים 1993–2008.



תרשים 3: רמות נזילות בבורסה של תל אביב



לאחרונה, בעקבות המשבר בשוק ההון, נשמעים קולות האומרים שיש להשיב את המגבלות על קרנות הפנסיה ולחזור למסלול של איגרות חוב ייעודיות. הגבלת קרנות הפנסיה בהשקעה במניות ובאיגרות חוב תוריד משמעותית את היקפי המסחר והנזילות בבורסה של תל אביב. גם כיום, לאחר הרפורמה בקרנות הפנסיה, רמת הנזילות בישראל עודה נמוכה ומהווה חסם לכניסת כסף זר לישראל, בייחוד לאחר השדרוג. אם אכן יוחזרו המגבלות, רמות הנזילות ירדו, וסך הכסף הזר שייכנס לישראל בעקבות השדרוג יקטן.

ימי מסחר שונים, שפת דיווח שונה ומסחר בשקלים

כניסה למגרש המשחקים של המדינות המפותחות מביאה עמה סטנדרטים חדשים, אך המסחר בבורסה הישראלית מתנהל בימים אחרים משאר העולם, שפת הדיווח המחייבת את החברות בישראל היא עברית, והמטבע שבו מתנהל המסחר הוא השקל. שלוש עובדות אלו מעמידות את המשק הישראלי בנקודת פתיחה שעשויה להוות חסם לכניסת משקיעים זרים.

ימי המסחר: ברוב בורסות העולם, ובכל המדינות השייכות למדד המדינות המפותחות, ימי השבוע שבהם מתקיים המסחר הם ב'–ו' וב'–ר'. בבורסה של תל אביב, לעומת זאת, ימי המסחר הם א'–ה'. הפרשי השעות עם ארצות הברית אף מעצימים את בעיית החפיפה. כאשר ביום חמישי מסתיים המסחר בבורסת אחד העם, בורסת וול סטריט רק פקחה את עיניה. מכאן שהמשקיעים האמריקנים יאלצו לחכות יותר מארבעה ימים (עד יום שני בבוקר) כדי להגיב להתרחשויות של יום חמישי בחברות הנסחרות בבורסה הישראלית.

אנליסט בכיר בבית השקעות זר מסביר: "כיוון שבישראל מתנהל מסחר ביום ראשון, למשקיעים הישראלים יש יכולת להגיב להודעות של חברות או לשינויים שקורים בשוק במהלך סוף השבוע. לעומתם, המשקיעים הזרים הם פחות 'בעניינים' בימים אלה. מצב זה מעמיד את המשקיעים הזרים בחיסרון מול המשקיעים המקומיים. לדעתי יהיה קשה לגייס משקיעים חדשים, כיוון שהם ירגישו שלמקומיים יש יתרון יחסי על פניהם. בנוסף, העובדה שלא מתנהל כאן מסחר ביום שישי אינה מאפשרת לשוק להגיב לאירועים שקורים ביום חמישי. נוצרת תחושה של 'משחק לא הוגן'". שותף בכיר בבית השקעות בישראל מצטרף לדבריו: "אין ספק שעלינו להתאים את עצמנו למסחר הבינלאומי. נוצר מצב אבסורדי, שבו משקיע זר למעשה אינו עוקב אחר ההשקעות שלו מיום חמישי ועד יום שני בבוקר".



ישראל אינה המדינה היחידה שעומדת בפני בעיה מסוג זה. בשנת 2007 שינתה כוויות את ימי המנוחה שלה לשישי ושבת על מנת להתאים אותם לימי המנוחה הנהוגים בסוריה, מצרים, קטאר, בחריין ואיחוד האמירויות הערביות. מטרתה העיקרית של כווית בשינוי ימי המנוחה, הייתה להתאים את ימי המסחר שלה לימים הנהוגים במדינות שאתן היא מקיימת קשרים כלכליים.⁷

שפת הדיווח: שפת הדיווח המחייבת את החברות הישראליות היא עברית. החברות רשאיות לפרסם דו"חות גם בשפות נוספות, אך אין מגבלה על תאריך הפרסום או על טיב הפרסום. החברות יכולות להחליט איזה הודעות הן מתרגמות ואיזה לא. לפי תקנות הרשות לניירות ערך, אם החליטה חברה לתרגם את הדו"ח שלה, הדו"ח המתורגם מחייב גם הוא מבחינה משפטית. בשל כך מלאכת התרגום היא קשה, ארוכה ומייגעת. כחלק מהצעדים לעידוד רישום של חברות ישראליות, הרשומות בבורסות בארצות הברית, להירשם גם בבורסת אחד העם (רישום כפול), ננקטו צעדים מקלים בנוגע לשפת הדיווח ומבנה הדיווח. חוק ניירות ערך בעניין הרישום הכפול מאפשר לחברות, הנסחרות בבורסות המרכזיות בארצות הברית ורוצות להירשם למסחר גם בארץ, לעשות זאת בהתבסס על הדיווח בארצות הברית ולדווח למשקיעים בארץ את אותם הדיווחים הנדרשים מהן בארצות הברית, ובכך לעמוד בדרישות הדיווח על פי חוק ניירות ערך.

רבים מהפעילים בשוק ההון גורסים, שעל הרשות לשנות את שפת הדיווח המחייבת את כלל החברות – מעברית לאנגלית. לדברי סימון בראון מהרשות לניירות ערך: "שינוי שפת הדיווח הוא בעייתי. מטרתה הראשית של הרשות היא הגנה על המשקיעים המקומיים, ולכן דיווח בשפה המקומית הכרחי. אפשר אולי לשקול לחייב דיווח בשתי שפות".⁸ מנהלת קשרי משקיעים בחברה מובילה בישראל מוסיפה: "דרישה מחברות ישראליות, שמתפקדות בעברית, לדווח סימולטנית בעברית ובאנגלית, יכולה לפגוע בהן". כמה מרואיינים העלו הצעה שיכולה לפשר בין הצדדים. לדידם, על הרשות לאפשר לחברות לפרסם דו"ח מקוצר ומתורגם שאינו מחייב מבחינה משפטית. על תקציר זה תתנוסס אזהרה באותיות קידוש לבנה, שתבהיר שהגרסה המחייבת היא הגרסה העברית. בדרך זו תקל הבורסה על החברות ותשחררן מהעבודה הקשה של תרגום מחייב מבחינה משפטית, וכך גם תעודד חברות נוספות לתרגם את הדו"חות שלהן לאנגלית.

מסחר בשקלים: רוב המשקיעים הזרים בארץ הם אמריקנים, והרוב המוחלט של האחרים הם אירופים. מכיוון שהמסחר בארץ מתבצע בשקלים, משקיעים שרוצים להשקיע בבורסה הישראלית חייבים להעמיד פוזיציה כנגד ההשקעה בשקל. לדברי אנליסט בכיר בבית השקעות זר: "האפשרות לסחור בדולרים הייתה מפשטת למשקיעים זרים את ההשקעה ומביאה עוד משקיעים". והוא מוסיף: "ברור שאם חברה היא טובה, יקנו אותה גם בשקלים. עם זאת משקיעים זרים יעדיפו לקנות בדולרים. ייתכן שבשוליים יימנעו משקיעים זרים מלקנות חברות ישראליות, בשל המסחר בשקלים". רונית הראל בן-זאב, סמנכ"ל הבורסה, מציינת כי מסחר בדולרים בלבד אינו עומד על הפרק, אך ייתכן שאפשר לשקול להוסיף מסחר בדולרים. לדידה, הוספת מסחר בדולרים תגרור עלויות רבות, וייתכן שההשקעה לא תחזיר את עצמה. שותף בכיר בחברה לקשרי משקיעים אומר: "מסחר בדולרים יכול לסייע, אך הוא בהחלט לא קריטי. להערכתי, פתיחת מסחר גם בדולרים יכולה למשוך לכאן שחקנים פחות מתוחכמים, שנמנעים מלהשקיע במטבעות זרים".

ממצאים אמפיריים משדרוגים של מדינות אחרות

חברות הדירוג שואפות שהאינדקסים שלהן ישקפו בצורה הטובה ביותר את מבנה השוק בפועל. לשם כך הן עוקבות אחר הנועה במשקים ובחברות, ובהתאם לכך משנות את המשקולות ואת מבנה המדדים. שינויים במדדים גרמו בעבר לא אחת



לתגובות לא רציונליות של השוק, שהתבטאו בביקושים חריגים.⁹ על מנת למנוע מקרים של תנודתיות והשפעות חריגות, מקפידות חברות הדירוג לערוך את השינויים במדדים בהדרגה, תוך עדכון הציבור. לדוגמה, חברת MSCI מודיעה תחילה כי מדינה מסוימת נמצאת תחת בחינה והיא מועמדת לשינוי דירוג. בהליך זה, האורך לרוב כשנה, מבצעת MSCI התייעצויות עם משקיעים זרים, ובמהלך התקופה מכריזה MSCI על תאריך היעד שבו תפורסם החלטתה. יום ההכרזה אינו התחנה הסופית, רק כשנה לאחר ההכרזה מתבצע השדרוג בפועל. הליך זה אמור למתן ככל שניתן את השפעת המעבר על זרמי ההון, אך כפי שנראה בהמשך, עדיין ניכרים שינויים חריגים בזרמי השקעות ההון בתקופות שלפני ואחרי המעבר. מעבר ממדד המשקים המתעוררים למדד המשקים המפותחים של חברת MSCI התרחש פעמיים בלבד עד כה: יוני ב-2001 ופברואר ב-1997. שתי תצפיות אינן יכולות להעמיד כלל, אך הן מספקות מידע חיוני שניתן ללמוד ממנו על השפעה פוטנציאלית על המשק הישראלי. להלן אבדוק את זרם השקעות ההון למדינות הללו, ואתמקד בתקופה שלפני ואחרי המעבר. אתייחס גם לאירועים נוספים שקרו במהלך התקופה, על מנת שאוכל לנתח בצורה הטובה ביותר את השפעת המעבר על זרמי ההון.

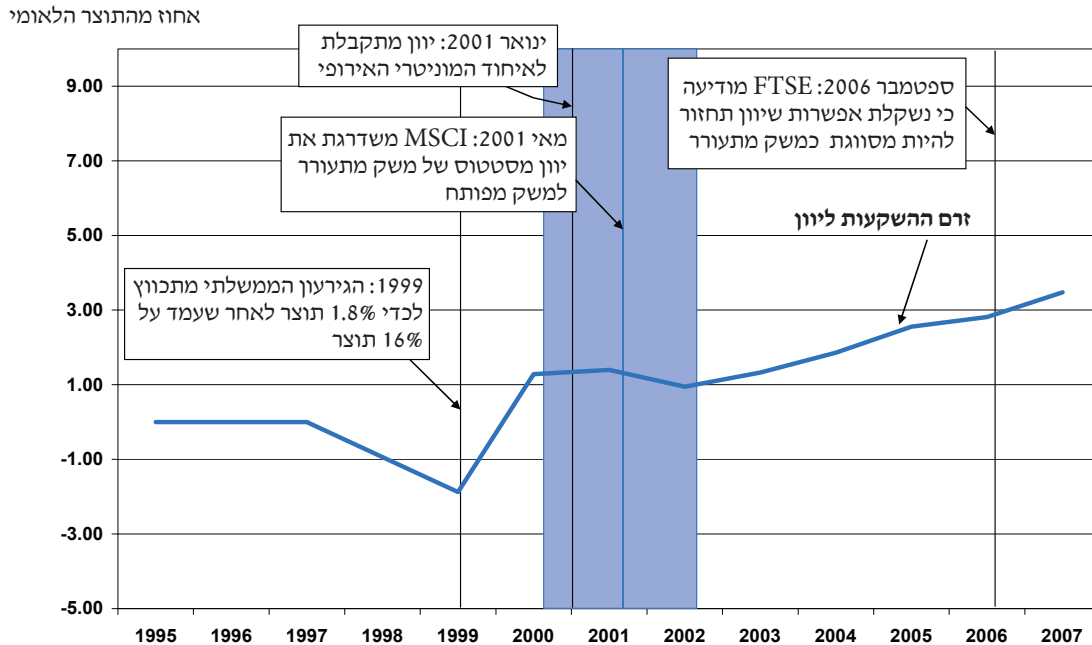
יוון

בשנת 2001 עברה יוון ממדד המשקים המתעוררים למדד המדינות המפותחות. בניגוד לציפיות האופטימיות, המעבר לא עלה יפה והשפעתו על המשק היווני הייתה שלילית. על השפעתו השלילית של השדרוג ניתן ללמוד מההודעה שפרסם הבנק המרכזי של יוון בשנת 2002: "לשדרוג של שוק ההון היווני ממשק מתעורר למשק מפותח הייתה השפעה שלילית על התפתחותו של שוק ההון, במיוחד בתקופה שבין סוף מאי לאמצע יולי 2001. בעקבות השדרוג, משקיעים מוסדיים זרים שהשקיעו ביוון ומשקיעים בעיקר במשקים מתעוררים, ארגנו מחדש את תיק הנכסים שלהם תוך הפחתת החזקות במניות יוניות. במקביל, משקיעים מוסדיים של המשקים המפותחים השקיעו ברמה מאוד מוגבלת בשוק היווני, לפחות בהתחלה. טענה זו מוכחת במאזן התשלומים של יוון, נכון למאי 2001, שם ניתן לראות זרמים שליליים (בנטו) של כספי קרנות זרות ביוון".

בדו"ח שפרסם בית ההשקעות מריל לינץ' מובא סיכום קצר של ההשפעות השליליות שהיו לשדרוג על המשק היווני:

- **מחירי המניות:** מחירי המניות ביוון צנחו ב-30% מהיום שבו עברה יוון למדד המדינות המפותחות (31.05.01) ועד תחילת ספטמבר 2001. לצורך השוואה, המדד העולמי של MSCI ומדד S&P ירדו באותה תקופה ב-15%.
- **נפחי מסחר:** נפחי המסחר בבורסת יוון ירדו בכ-30% בשנה שלאחר השדרוג, וחזרו לרמתם רק כשנתיים מאוחר יותר.
- **גיוס הון:** גיוסי ההון צנחו ב-80% בשנת 2001. את הממצא זה מייחסים בעיקר להאטה הגלובלית שהייתה בשנה זו. רק בשנת 2005 חזרו רמות הגיוסים לרמה שלפני 2001.
- **תנודתיות:** לפי מחקר שפרסם הבנק המרכזי של יוון, נצפתה תנודתיות חריגה בתקופה שלאחר השדרוג. מנתונים אלה עולה, שההשפעה קצרת הטווח של שינוי הדירוג על המשק היווני הייתה שלילית. הקרנות הזרות המשקיעות בעיקר במשקים מתעוררים, מיהרו למכור את אחזקותיהן בחברות היווניות, והקרנות המשקיעות במשקים מפותחים לא מיהרו להשקיע בשוק היווני. ואולם ניתוח של זרמי ההון במשק היווני בשנים הבאות, בראייה ארוכת טווח, מעלה תמונה פחות פסימית. תרשים 4 מתאר את זרמי ההשקעות ביוון כאחוז מהתוצר הגולמי בשנים 1995–2007.

תרשים 4: זרמי השקעות הון ביוון בשנים 1995–2007



אפשר לראות שלאחר ירידה בזרמי השקעות ההון בשנים 2001–2002, ניכרת בשנים שלאחר מכן התאוששות של השוק היווני. למרות זאת הודיעה חברת המדדים FTSE בשנת 2006, שהחליטה לבחון אפשרות להעביר את יוון חזרה למדד המשקים המתעוררים. תקופת הבחינה אמורה הייתה לארוך כשלוש שנים (עד מרץ 2009), עד ההחלטה אם להשאיר את יוון במדד המדינות המפותחות או להעבירה למדד המשקים המתעוררים (לעת עתה נשארה יוון ברשימת המתנה, והיא נמצאת תחת פיקוח עד לקבלת ההחלטה הסופית). באפריל 2008 הודיעה FTSE כי היא עושה מאמצים – עם בורסת אתונה (ATHEX) – להמשיך התקדמותו של המשק היווני, כדי למנוע את המעבר חזרה למדד המשקים המתעוררים. למרות הודעתה של FTSE משנת 2006, ניתן לראות כי בשנים שלאחר ההודעה ניכרת עלייה מתמדת בזרמי ההון לשוק היווני, ואלה הגיעו לפסגה בשנת 2007¹⁰ ועמדו על כ-3.47% מהתוצר הגולמי.

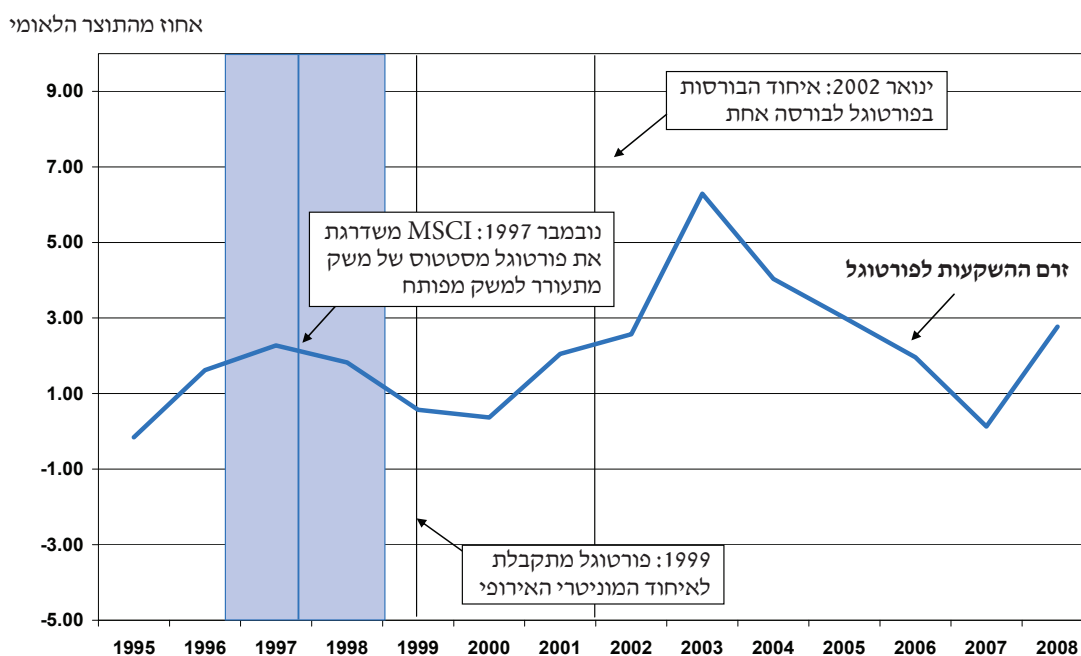
לסיכום, המעבר למדד המדינות המפותחות לא היטיב עם יוון בטווח הקצר. שערי המניות צנחו, היקפי המסחר ירדו ונצפתה תנודתיות רבה בשוק ההון היווני. באשר לטווח הארוך, נראה שהמומחים חלוקים בדעותיהם. במחקר שהתפרסם בבנק ישראל (רייס ומבורך, 2008) נכתב, שבכל הפרמטרים שנבדקו לא ניתן להצביע על השפעה שלילית שהייתה למעבר למדד המדינות המפותחות על שוק ההון היווני. לעומתם יש הטוענים, שעד היום לא הצליח המשק היווני להתאושש מהמעבר. לדידם יוון לא הצליחה להתברג אף באחת מהקטגוריות של המשקיעים הזרים: מדינות אירופה, מדינות מפותחות או משקים מתעוררים.



פורטוגל

בשנת 1997 עברה פורטוגל ממדד המשקים המתעוררים למדד המדינות המפותחות. בשנים שקדמו לשדרוג, מאז תחילת שנות התשעים, בוצעו בשוק ההון בפורטוגל שלל רפורמות והפרטות של בנקים, שהיו תחת שליטה ממשלתית. כתוצאה מהתפתחות שוק ההון הפורטוגלי, ניכרה עלייה מתמדת בזרמי השקעות הון לפורטוגל. בשנת 1996, שנה לפני השדרוג, הגיעו זרמי ההון לשיא זמני של 2% מהתוצר הגולמי. בשנים הבאות חלה ירידה מתמדת בשיעור זרמי ההון, ובשנת 2000 הוא הגיע לשפל של 0.5% מהתוצר. תרשים 5 מתאר את זרמי ההשקעות בפורטוגל כאחוז מהתוצר הגולמי בשנים 1995–2008.

תרשים 5: זרמי השקעות הון בפורטוגל בשנים 1995–2008



מקור: Milken Institute, International Monetary Fund.

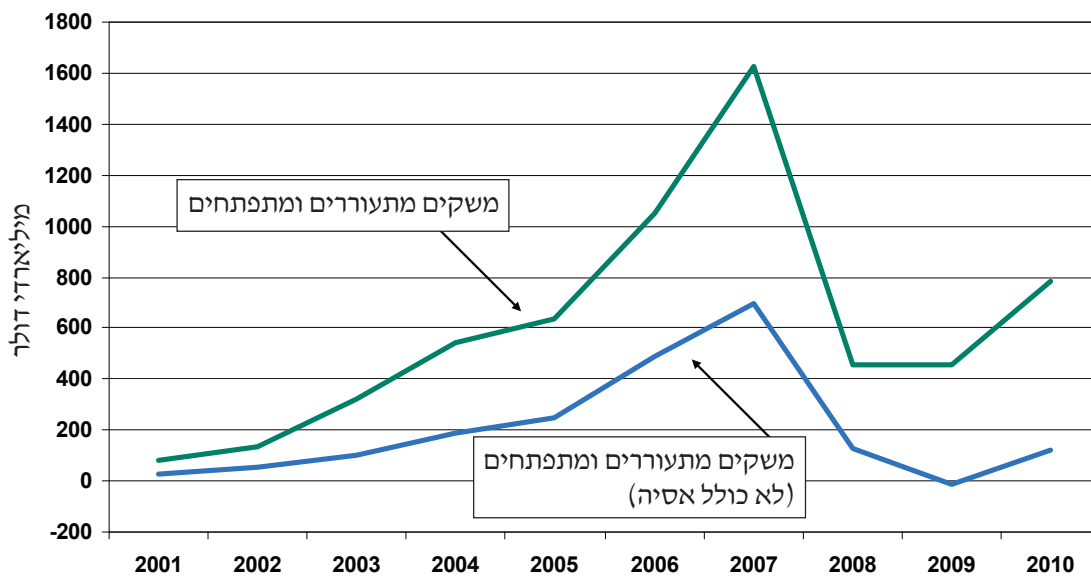
מאמצע שנת 1997 ועד אמצע שנת 2000 חלה ירידה מתמדת בשיעור זרמי ההון לשוק הפורטוגלי, כתוצאה ממעברה של פורטוגל למדד המדינות המפותחות, שהביא לירידה במשקולת שלה במדד (כפי שראינו גם בשוק היווני, מעבר למדד המדינות המפותחות יכול להיות בעל השפעות שליליות על שוק ההון המקומי). בשנת 1999 הצטרפה פורטוגל לאיחוד המוניטרי האירופי. להצטרפות זאת הייתה השפעה חיובית על זרמי ההון בשוק הפורטוגלי, כפי שעולה מתרשים 5 לעיל. החל ביום ההצטרפות ניתן לראות התמתנות בירידת שיעור זרמי ההון לפורטוגל, ובהמשך אף ניתן לראות שינוי מגמה. משנת 2002 ניתן לראות עלייה חדה בשיעור זרמי ההון בפורטוגל. שינוי זה ניתן לזקוף לאיחודן של בורסת ליסבון ובורסת אופרטו לבורסה אחת, ה-Euronext Lisbon Stock Exchange. בשנת 2003 חזר השוק הפורטוגלי למגמה השלילית, כתוצאה מירידה בביקושים המקומיים והחיצוניים בעקבות המיתון שחוותה ארצות הברית בשנים 2001–2002. בשנים האחרונות נחשבת פורטוגל לכלכלה החלשה ביותר באירופה. באפריל 2007 נכתב באקונומיסט ש"פורטוגל היא האיש החולה החדש של אירופה".¹¹ ואולם נראה כי מאמצע שנת 2007 החל השוק הפורטוגלי לגלות סימני התאוששות, ומאז ניכרת עלייה מתמדת בשיעור זרמי ההון לפורטוגל.



לסיכום שתי הדוגמאות, בעקבות המעבר לדירוג המדינות המפותחות סבלו גם יוון וגם פורטוגל משוק שלילי בטווח הקצר. אך בטווח הארוך יותר, שני שווקים אלה מראים התאוששות ונראה שהשדרוג היטיב עמם. חשוב לציין שבשווקים הללו לא נעשו הכנות מספיקות לפני השדרוג ובעקבותיו. ייתכן שצעדים נכונים יכלו למנף את המעבר, ולהפוך את השדרוג לאירוע חיובי וטוב הרבה יותר למשק המקומי.

הסיבות שהוצגו לעיל מציירות תמונה מדאיגה לגבי כמות הכסף הזר שיושקע בבורסה בישראל בעקבות המעבר למדד המדינות המפותחות. אך אל לנו להתעלם מהמשבר הפוקד בימים אלה את כלכלת העולם. אחד המאפיינים הבולטים של המשבר הנוכחי הוא יציאה מהשקעות במשקים מתעוררים. כידוע, משקיעים יסכימו להשקיע בנכסים מסוכנים אם מובטחת להם תשואה גבוהה יותר על ההשקעה. הירידה החדה במחירי המניות במשקים המפותחים, תוך עלייה ברמת הסיכון בהשקעה בשווקים מתעוררים, הפכה את השווקים המתעוררים לפחות אטרקטיביים. תרשים 6 מציג את זרמי ההון למשקים המתעוררים בין השנים 2001–2010.

תרשים 6: זרמי השקעות הון פרטיות לשווקים המתעוררים והמתפתחים



מקור: World Economic Outlook (IMF), April 2009 (נתוני 2009 ו-2010 הם על סמך אומדן).

לפי נתוני קרן המטבע הבינלאומית (IMF), בתקופה שלפני המיתון של 2001 שיעור השקעות ההון מתוך סך ההשקעות בשווקים המתעוררים עמד על כ-30%. בשנת 2007, עם תחילתו של משבר הסאבפריים (subprime), ירד שיעור זה ל-24%¹² הכלכלן נוריאל רוביני טוען, שאחת ההשפעות החזקות ביותר של המשבר על השווקים היא יציאתן של השקעות הון מהשווקים המתעוררים. לדבריו, בשנת 2009 יגיע סך השקעות ההון הפרטיות בשווקים המתעוררים רק ל-50% מרמתן בשנת 2007.¹³ בשל יציאתם של המשקיעים הזרים מהמשקים המתעוררים, ייתכן שהמעבר של ישראל למדד המשקים המפותחים מגיע בזמן הנכון.

אלמנט נוסף שיש להביא בחשבון, בהערכת ההשפעה הפוטנציאלית של המעבר על מצבת השקעות הזרים בארץ, הוא ירידת קרנם של המדדים בעיני ציבור המשקיעים. לדברי בכירים בשוק ההון הישראלי והאמריקני, הטלטלה שעבר שוק



ההון העולמי וכישלונן של מדינות רבות בהתמודדות עם המשבר, הפכו את המדדים לפחות רלוונטיים, כיוון שהם אינם מספיקים להתאים את עצמם למציאות המשתנה. לבסוף, ייתכן שבתוך המשבר הגדול שחווה השוק העולמי, שדרוגה של ישראל יהפוך לאירוע זניח למדי, והשפעתו על המשקיעים תהיה קטנה.

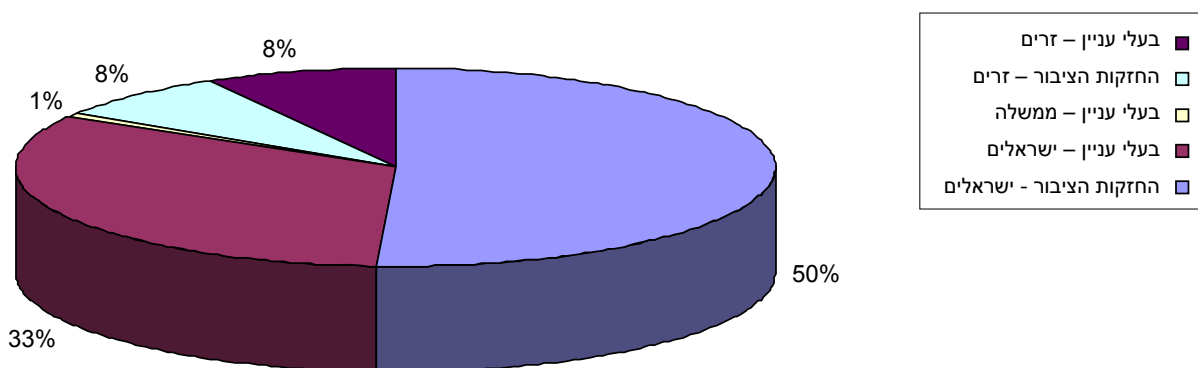
לסיכום, מעברה של ישראל למדד המשקים המפותחים טומן בחובו פוטנציאל להגדלת מצבת ההשקעות הזרות בארץ, הן בשל הגדלת "מאגר המשקיעים הפוטנציאליים" והן בשל מאפייניו של המשבר הנוכחי. עם זאת לאורך הדרך קיימות בעיות שיש להתגבר עליהן. אם יתממשו התחזיות הפסימיות, אנו צפויים לראות ירידות חדות בביקושים למניות ישראליות רבות. ירידות אלה יביאו אתן ירידות שערים, והן עלולות להביא לירידות חדות במדד תל אביב 25. בסעיף הבא אנתח את מבנה שוק ההון ואת אופי השקעות הזרים בארץ, על מנת לאמוד את הסכומים העשויים לעזוב את גבולות הארץ בעקבות השדרוג.

היקף הכסף ה"מאונדקס" בישראל והפוטנציאל לבעיה כתוצאה מהשדרוג

על מנת להעריך את ההשפעה השלילית שיכולה לנבוע מהמעבר למדד המדינות המפותחות, יש לכמת את סך הכסף הפוטנציאלי הצפוי לצאת מישראל כתוצאה מהשדרוג. פרק זה עוסק בהערכת כמות הכסף הצפויה לצאת מהארץ בעקבות השדרוג ללא התייחסות לכמות הכסף הצפויה להיכנס. מטרת הפרק הינה להעריך מהו גודל האפקט הפוטנציאלי של המעבר למדד המדינות המפותחות על שוק ההון הישראלי.

סך השווי הפיננסי של המניות בבורסה של תל אביב מוערך, נכון לינואר 2009, ב-405 מיליארד שקל בקירוב. לצורך השוואה, התוצר המקומי הגולמי בשנת 2008 עמד על 715 מיליארד שקל בקירוב. שווי החזקות הזרים עומד על 67 מיליארד שקל בקירוב.¹⁴ מתוך המניות המוחזקות על ידי משקיעים זרים, כ-50% מוחזקות על ידי בעלי עניין. כלומר, סך החזקות של משקיעים זרים הוא 33 מיליארד שקל בקירוב. התפלגות החזקות במניות בבורסה הישראלית מוצגת בתרשים 7.

תרשים 7: התפלגות החזקות בבורסה הישראלית



מקור: אתר הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

כפי שניתן לראות מתרשים 7, אחוז החזקות הזרים מסך שווי השוק בבורסה הישראלית עומד על 16%. אחוז החזקות ציבור הזרים מסך הכמות הצפה עומד גם הוא על 16%. על מנת להעריך את כמות הכסף העשויה לצאת מישראל בעקבות השדרוג, עלינו להבחין בין המשקיעים השונים. ישנן קרנות המשקיעות בחברות ישראליות בשל היותה של ישראל משק



מתעורר. אלו הן קרנות המשקיעות בעיקר במשקים המתעוררים, בין אם בהשקעה פסיבית – צמודות למדד מסוים; ובין אם בהשקעה אקטיבית – בענף או בסקטור מסוים, תוך ניסיון לנצח את המדד שאליו הן משוות את ביצועיהן. כסף שמקורו במשקיעים הללו (להלן "כסף מאונדקס") נמצא בסיכון גבוה ליציאה מהחברות הנסחרות בבורסה הישראלית בעקבות השדרוג. בנוסף, הנחתי ששאר הכסף – שמקורו בקרנות המשקיעות בענפים מסוימים, בקרנות גלובליות, בקרנות גידור ועוד – לא ייצא מגבולות הארץ בעקבות השדרוג.

בניסיון להעריך את אחוז "הכסף המאונדקס" בבורסה, ביקשתי מאנליסטים בבתי ההשקעות הזרים להעריך, איזה אחוז מהכסף הזר המושקע בישראל ומנוהל על ידי בית ההשקעות שלהם הוא "כסף מאונדקס". ההערכה השמרנית ביותר גרסה כי יותר מ-50% מהשקעות הזרות נובעות מהיותה של ישראל משק מתעורר. ההערכה הקיצונית ביותר גרסה, שכמעט 90% מהשקעות הזרים בישראל הן "כסף מאונדקס".

שאלה חשובה לא פחות היא מה יעשו המשקיעים הזרים בעקבות השדרוג בדגש על קרנות המשקיעות בעיקר בשווקים מתעוררים. גם התשובה לשאלה זו אינה חד-משמעית. מנהלת מחלקת קשרי משקיעים בחברה מובילה בישראל מספרת: "לאחרונה ערכתי סבב שיחות עם כ-70 משקיעים. רובם ככולם אמרו שימשיכו להשקיע בישראל כמשק מתעורר, גם אם יתרחש השדרוג". לעומתה מציג אנליסט בכיר בבית השקעות גדול ממצאים פחות אופטימיים: "חזרתי לפני כמה ימים מארצות הברית, שם ערכתי סבב אצל כ-60 משקיעים. כל המשקיעים אמרו שבכוונתם להוציא את הכסף אם וכאשר יתרחש השדרוג. אף אחד מהמשקיעים לא הביע התעניינות בהשקעה בישראל בתור משק מפותח, זה פשוט לא מעניין אותם". נראה אפוא שהמומחים חלוקים בדעותיהם בנוגע לכסף הנמצא בסכנת יציאה מהארץ, ובנוגע להסתברות שהוא אכן יעזוב את גבולות ישראל. על מנת לקבל הערכה ניטרלית יותר ערכתי ניתוח כמותי לנתונים ממאגרי תומסון-רויטרס (Thomson ONE Ownership, Thomson Financial, and Thomson ONE Banker) והוצלבו עם נתוני בנק ישראל.

ניתוח כמותי

מאגר המידע של תומסון הוא מאגר המידע הזמין והאמין ביותר הקיים כיום. יחד עם זאת, חשוב לציין כי המידע הוא בעייתי וחלקי. הנתונים בתומסון מקורם רק בקרנות החייבות בדיווח בארצות הברית, ולכן הדיווח חסר ואינו אחיד מבחינת מועד הדיווח. הנתונים נכונים ליום הדיווח של הקרנות; העדכניים ביותר נכונים לאוקטובר 2008 והישנים ביותר נכונים לדצמבר 2007. הנתונים מתייחסים רק להשקעות של קרנות נאמנות. הבעיתיות והחלקיות של הנתונים הללו עלו לא אחת בשיחות שניהלתי עם בכירים בחברות ישראליות. בהיעדר מסד נתונים חלופי אמין יותר, נסמכות גם החברות עצמן על מאגר נתונים זה. גם אני מצאתי לנכון לעשות שימוש בנתונים אלה, תוך עבודה נוספת המטייבת את המידע הקיים, על מנת לקבל אמת מידה של אופי המשקיעים הזרים. ניתן להניח כי חוק המספרים הגדולים עובד כאן, ולכן גם מדגם חלקי ומוגבל יכול לשפוך אור על אופי ההשקעה של כלל המשקיעים הזרים בישראל.

על מנת לנתח את אופי השקעות הזרים הוצאתי ממאגר המידע של תומסון קובץ המתאר את אחזקות המשקיעים הזרים במדד תל אביב 25. הקובץ מתאר את אחזקות הזרים בכל חברה וחברה, והניתוח נעשה עבור כל חברה בנפרד. ההחלטה להתמקד במדד תל אביב 25 באה בעקבות נתונים שהתקבלו מבנק ישראל ויוצגו בהמשך. מנתוני הבנק עולה, שרובו המכריע של הכסף הזר מושקע בחברות המדד.

מיון המשקיעים נעשה לפי אופי השקעתם. השאלה המרכזית שעמדה מול עיני הייתה אם הקרן משקיעה בחברות הישראליות מתוקף היותן נסחרות במשק מתעורר, או שמא ההשקעה נעשתה מסיבות אחרות. לצורך כך היה עלי לבדוק



אם הקרן משקיעה בעיקר במשקים מתעוררים, או שמא זו קרן שמשקיעה בסקטור מסוים, מדד מסוים (שאינו מדד משקים מתעוררים) או קרן גלובלית. אפיון החברות נעשה בצורה הזו: תומסון מתייג את המשקיעים לפי סגנון ההשקעה. קרן נאמנות שתויגה על ידי תומסון כ-Emerging Market תויגה על ידי כ"קרן מאונדקסט", קרן שבשמה היה מצוין כי היא משקיעה במשקים מתעוררים תויגה גם היא כ"קרן מאונדקסט". על מנת לאפיין את יתר הקרנות עשיתי חיפוש פרטני מקיף ברשת האינטרנט ובחנתי את אסטרטגיית ההשקעה עבור כל קרן וקרן. אם האסטרטגיה התגלתה כממוקדת שווקים מתעוררים – הקרן תויגה כ"קרן מאונדקסט"; אם לא – היא תויגה כ"קרן לא מאונדקסט".

לפי נתוני תומסון, שווי החזקות קרנות הנאמנות הזרות במדד תל אביב 25 עומד על 4.5 מיליארד דולר בקירוב. באימות נתוני תומסון עם נתוני בנק ישראל, עולה שתומסון מצליח לתפוס כ-20% עד 65% מסך החזקות הזרים¹⁵ במדד תל אביב 25, ובממוצע, הנתונים בתומסון מהווים כ-57% מסך ההשקעות של הזרים בארץ. סידור החברות הישראליות לפי היקף השקעת הזרים בהן, לפי נתוני בנק ישראל ונתוני תומסון, מציג תמונה דומה אף שלא זהה. בנוסף, מידת ריכוזיות ההשקעות הזרות המשתקפת מנתוני תומסון דומה לזו שמשתקפת מנתוני הבורסה ומנתוני בנק ישראל. מכל הנאמר לעיל, ומשיחות עם בכירים בחברות הישראליות, ניתן לומר שהנתונים של תומסון יכולים לשקף במידה נאותה את השקעות הזרים בשוק ההון הישראלי.

ממצאים

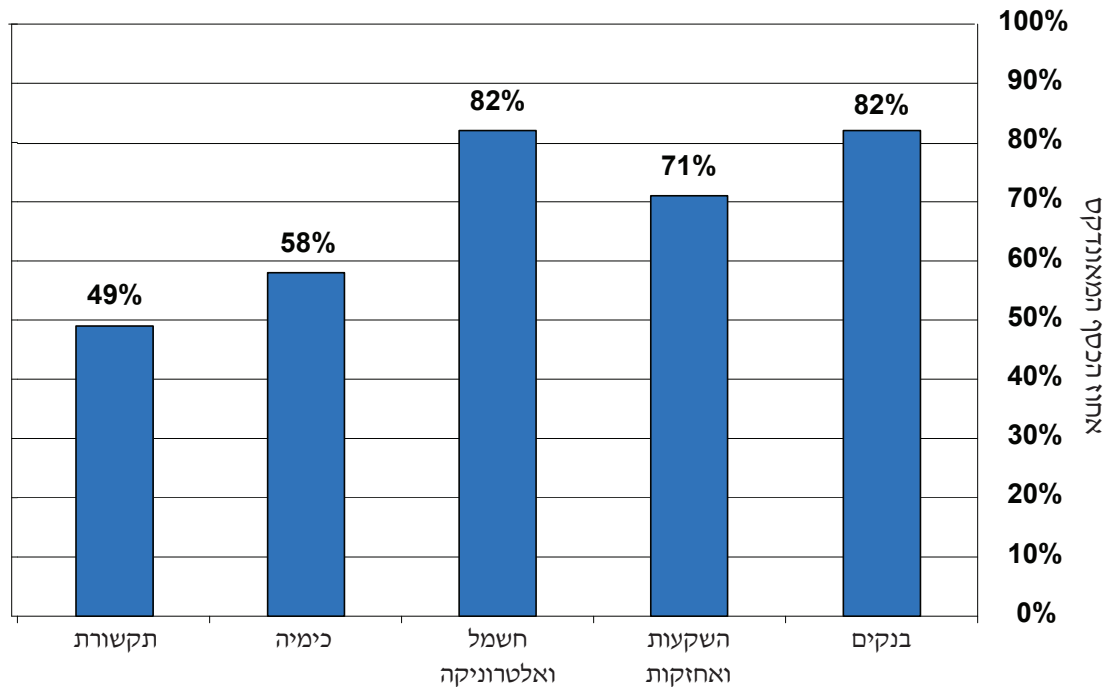
לפי נתונים של בנק ישראל, סך החזקות הזרים במדד תל אביב 25 – לא כולל החזקות של בעלי עניין – עומד על 31 מיליארד שקל בקירוב. מניתוח נתוני תומסון עולה, שבממוצע משוקלל, אחוז "הכסף המאונדקסט" עומד על 62%. מכאן שסך הכסף הנמצא בסכנת יציאה מגבולות הארץ, בעקבות השדרוג, עומד על 19.2 מיליארד שקל בקירוב. סכום זה הוא כ-4.69% משווי השוק המניות של הבורסה, שעמד על 405 מיליארד שקל בינואר 2009. חשוב לציין שזהו החסם העליון של הכסף הזר הנמצא בסכנה. בניתוח שנעשה לא הבדלתי בין חברות הדירוג השונות. ייתכן שחלק מהמשקיעים לא עוקבים אחר מדד MSCI למשקים מתעוררים. אך מכיוון שרובו המכריע של ציבור המשקיעים עוקב אחר מדד MSCI, וכיוון שההנחה הרווחת היא ששדרוגה של מדינת ישראל למשק מפותח על ידי MSCI יגרור אחריו שדרוגים על ידי יתר החברות, החלטתי להכליל בהגדרת "כסף מאונדקסט" כל כסף שמושקע בישראל בשל היותה משק מתעורר, בלי קשר למדד שאחריו עוקבת הקרן. בנוסף, ניתן להניח כי אחוז "הכסף המאונדקסט" – בראיה כללית של כל הכסף הזר ולא רק של קרנות הנאמנות – הוא נמוך יותר. הנחה זו מסתמכת על הנחה קודמת לה, שקרנות הגידור המשקיעות בארץ לא תוצאנה את כספן בעקבות השדרוג. בבדיקה שעשיתי, מצאתי שאין בידי המוסדות נתונים על אחוז ההשקעות של קרנות הגידור מתוך סך השקעות הזרים, ולכן אין ביכולתי לתת הערכה מדויקת יותר על אחוז "הכסף המאונדקסט".

פילוח לפי ענפים

פילוח הנתונים לפי ענפים מרכזיים מעלה, שהענפים "המאונדקסים" ביותר הם הבנקים והחשמל והאלקטרוניקה. לעומתם, ענף התקשורת הוא בעל אחוז הכסף המאונדקסט הנמוך ביותר. נראה כי המשקיעים הזרים, המשקיעים במשקים מתעוררים, נוטים לראות במניות הבנקים והאלקטרוניקה "מייצגות שוק", ומכאן האחוז הגבוה של "הכסף המאונדקסט" בענפים אלה.



תרשים 8: אחוז הכסף המאונדקס במדד המעו"ף לפי ענפים



מקור: עיבוד של נתונים מאתר תומסון.

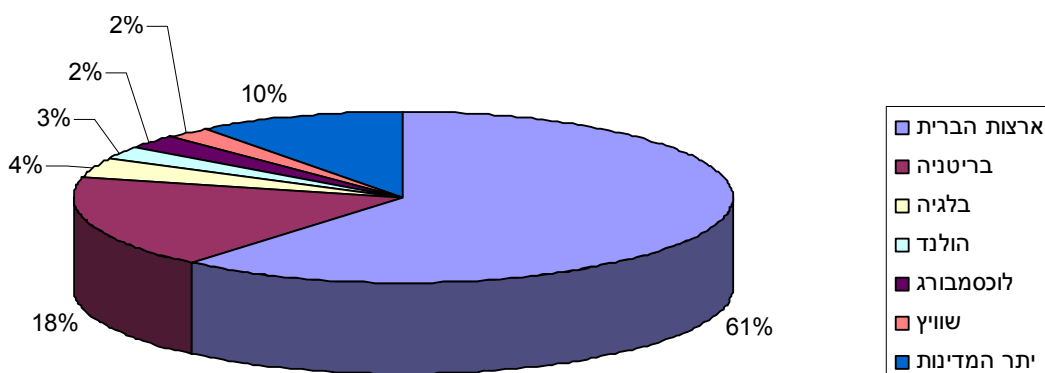
התפלגות מקור הכסף לפי מדינות

נקודה נוספת שיש לתת עליה את הדעת היא מקורו הגיאוגרפי של הכסף הזר המושקע במניות ישראליות. יש לכך חשיבות משתי סיבות. האחת, מידע על מקור הכסף יאפשר לבורסה ולחברות לרכז מאמצים במקומות הנכונים על מנת לבלום ככל הניתן את יציאת הכסף הזר מהארץ, ולגייס מאותן מדינות משקיעים חדשים המשקיעים במשקים מפותחים. השנייה, המידע עשוי לשפוך אור על נקודות החולשה של החברות הישראליות ממבט גלובלי, וייתכן שיביא את הבורסה ואת החברות הישראליות לפתיחת "חזית חדשה" במדינות שאינן מכירות מספיק את המשק הישראלי.

מנתוני בנק ישראל עולה, שחלקה של ארצות הברית בהחזקות במניות ישראליות (מתוך כלל ההחזקות הזרות) עומד על יותר מ-60%. חלקה של בריטניה עומד על 18% בקירוב. יתר המדינות מחזיקות אחוזים בודדים או אף פחות מכך. תרשים 9 מתאר את התפלגות מקור ההשקעות במניות הישראליות.



תרשים 9: התפלגות מקור ההשקעות במניות הישראליות



מקור: בנק ישראל.

ריכוזיות ההשקעות

בחינת ריכוזיות ההשקעה בחברות הישראליות מצד משקיעים זרים, מעלה ביתר שאת את סוגיית הריכוזיות במשק הישראלי. בבורסה הישראלית נסחרות כ-600 חברות, אך רק מעטות זוכות להשקעות של משקיעים זרים. מנתוני בנק ישראל עולה, ש-55% מההשקעות הזרות בארץ מרוכזות בשתי חברות בלבד, יותר מ-70% מההשקעות הזרים מרוכזות ב-4 החברות הגדולות, ו-10 החברות המועדפות על המשקיעים הזרים מרוכזות כ-93% מההשקעות הזרים בארץ. חשוב לזכור ש-4 מתוך החברות הללו הן חברות דואליות (נסחרות בשתי בורסות), ועל כן תמונת המצב המוצגת כאן מתייחסת רק להשקעות דרך בורסת אחד העם, ולא לכלל השקעות הזרים. סביר להניח שבעיית הריכוזיות הייתה מתעצמת לו התייחסתי לכלל השקעות הזרים בחברות הישראליות (כלומר, גם להשקעות בחברות הדואליות באמצעות בורסות מחוץ לישראל). ריכוזיות השקעות הזרים בבורסה הישראלית מביאה לכך, שגורל ההשקעות הזרות תלוי בביצועיהן של מספר מצומצם ביותר של חברות. כפי שצוין לעיל, ישנו חשש שלאחר השדרוג תתעצם ריכוזיות השקעות הזרים.

לסיכום, לפי ניתוח נתוני תומסון ותוך שימוש בנתוני בנק ישראל והבורסה, סך הכסף הנמצא בסכנת יציאה מהארץ בעקבות השדרוג עומד על 19.2 מיליארד שקל בקירוב. רובו המכריע של הכסף הזר המושקע בארץ מקורו בארצות הברית ובבריטניה, והכסף הזר מרוכז במניותיהן של מספר מצומצם של חברות.

המלצות

שדרוג הצפוי של ישראל, ממשק מתעורר למשק מפותח, מסתמן כבעייתי אם יתפוס את המשק הישראלי לא מוכן. לאור המגמות העולמיות בעקבות המשבר הכלכלי, ייתכן שאפשר יהיה להפוך את השדרוג למהלך טוב וחיובי למשק. לשם כך יש לבצע עבודות שיווק והכנה מסיביות. המשק הישראלי הוכיח את עצמו כיציב ומפותח, אך ישראל נכנסת כעת למגרש של השחקנים הגדולים, ועל החברות הישראליות והבורסה הישראלית לנהוג בהתאם. נראה שתהליך מכירת המניות הישראליות על ידי הקרנות המשקיעות במשקים מתעוררים יימשך על פני זמן. מכאן שגם צעדים שיינקטו לאחר הודעת השדרוג, יוכלו לעזור לשוק הישראלי להתמודד עם המעבר ולהכין את הקרקע לבואן של הקרנות המשקיעות במשקים מפותחים. זאת ועוד, מרבית ההמלצות יכולות להיטיב עם המשק בלי כל קשר לשדרוג המתקרב. להלן כמה המלצות לקובעי המדיניות ולחברות הישראליות הנסחרות בבורסה של תל אביב.



המלצה 1: עבודת שיווק

נראה כי שם המשחק בימים אלה הוא "שיווק". חברות רבות מחזרות אחרי המשקיעים. בימים אלה של משבר אשראי, התחרות על כספם של המשקיעים נעשית קשה ביותר. עד לפרוץ המשבר הראה המשק הישראלי ביצועים מרשימים ביותר, הן מבחינת שווי השוק והסחירות בבורסה הישראלית והן מבחינת רמת התוצר ונתוני מאקרו נוספים. למשק הישראלי יש במה להתגאות, ולכן עבודת שיווק נכונה יכולה להשיג תוצאות מצוינות. בימים אלה של חוסר ודאות כלכלית ויציאה מסיבית מהשקעות במדינות המתפתחות, ניתן למנף מהלך זה לטובת המשק הישראלי.

עבודת השיווק צריכה להיעשות בכמה מישורים. לדברי ראש מחלקת קשרי משקיעים בחברה מובילה בישראל: "יש להקדים תרופה למכה. על הבורסה ועל החברות לאתר משקיעים גלובליים או משקיעים של שווקים מפותחים פוטנציאליים, ולארגן עבורם כנסים תוך הצגת החברות הישראליות. ניתן לאתר את המשקיעים הפוטנציאליים תוך למידה של הבורסות הדומות לנו בהיקפים ובאופי. עלינו לבחון מי הן הקרנות המשקיעות שם ולנסות לעניין אותן בהשקעה בחברות ישראליות". אנליסט בכיר בבית השקעות זר מצטרף לדברים אלה: "על הבורסה לחנך את השוק העולמי, שברובו לא מכיר מספיק את המשק הישראלי. עבודת השיווק צריכה להיעשות בכל הדרכים האפשריות. לצורך העניין, הבורסה של דובאי משדרת בלונדון פרסומות בטלוויזיה. למדינת ישראל יש מה להציע ומה להראות, ועליה לעשות זאת".

עבודת השיווק או "חינוך המשקיעים" חשובים במיוחד במדינה כמו ישראל. המשקיעים החדשים שיגיעו לכאן אינם מכירים את השוק הישראלי ואת המצב הביטחוני והפוליטי. כל אירוע פוליטי, מדיני או ביטחוני עלול להביא לתנודתיות רבה באחזקותיהם, כתוצאה מחשש לחוסנה של המערכת הפיננסית. חשוב להסביר למשקיעים, שהמשק הישראלי אינו מגיב לכל אירוע ביטחוני או פוליטי כזה או אחר. על מנת שעבודת השיווק תיעשה בצורה הטובה והיעילה ביותר, חייבת להיעשות עבודת הכנה. יש להכין ניתוח שוק מקיף של כלל הבורסות בעולם. על הניתוח לבחון את הטרנדים החדשים בשוק ההון ולמקם את ישראל במפה הפיננסית העולמית.

עבודת השיווק צריכה לכוון את מאמציה לקרנות ולמשקיעים הנכונים, אך השאלה מיהם המשקיעים הפוטנציאליים שאליהם יש לכוון את המאמצים שנויה במחלוקת. אחדים סבורים, שבמשק הישראלי יכולים למצוא עניין רק משקיעים קטנים ובינוניים, שכן בעבור המשקיעים הגדולים ישראל היא טיפה בים, והם לא יטרחו לסקר אותה ולהשקיע בה. לעומתם, יש הסבורים כי על הבורסה הישראלית לכוון דווקא אל המשקיעים הגדולים. לטענתם, הבורסה הישראלית צריכה לצאת מהנישה ולהתחיל לשחק במגרש של המשקיעים גדולים. נראה כי הדרך הטובה ביותר להבין מיהם המשקיעים הפוטנציאליים היא לבחון מדינות כמו יוון, סינגפור וטורקיה, הדומות לישראל מבחינת היקף השוק והן חברות במדד המדינות המפותחות. בעזרת סקירה של בורסות אלה, תוך למידה מיהם המשקיעים הזרים בהן ומהו אופי השקעתם, נוכל להבין מיהם המשקיעים הזרים הפוטנציאליים בחברות הישראליות ולכוון את המאמצים למקומות הנכונים.

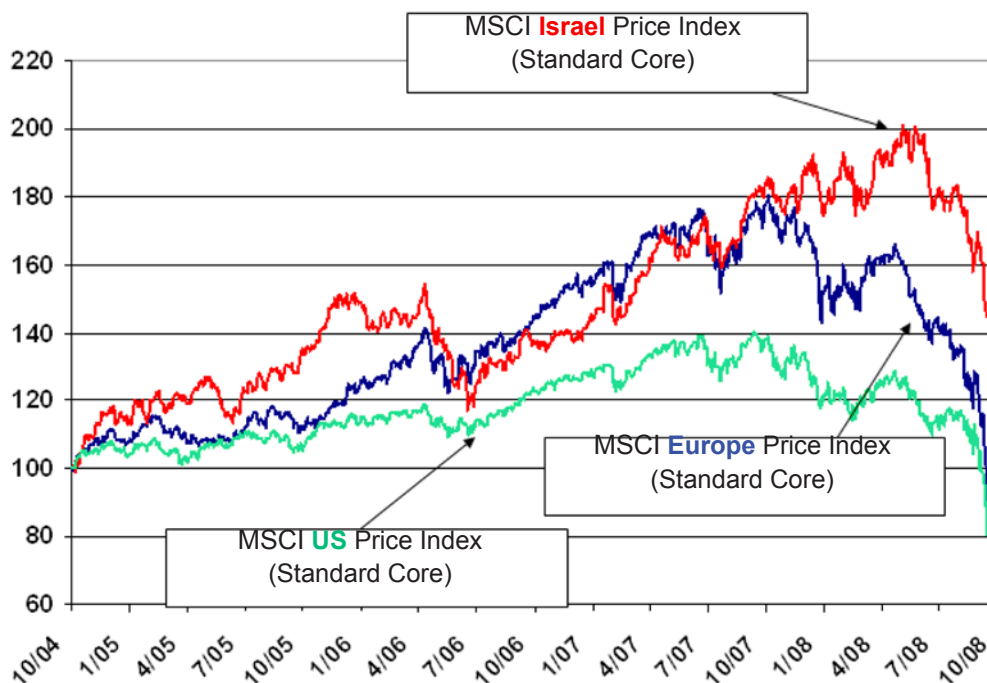
השקעות מצד יהדות התפוצות

נקודה שעלתה לא אחת לדיון בהקשרים אלה, היא עידוד השקעות בישראל מצד יהדות התפוצות. שילוב שיקולים לאומיים או פילנתרופיים בהחלטות השקעה בקרב יהדות העולם, עשוי ליצור הבדל משמעותי בהיקף הפעילות בבורסה המקומית. לדברי אנליסט בכיר בבית השקעות זר: "יהודים וישראלים נמצאים כמעט בכל בתי ההשקעות בניו יורק ובלונדון, בין אם בתור אנליסטים, בין אם בתור מנהלי תיקים ובין אם בתור מנהלים בכירים. הימצאותם של יהודים וישראלים בצמתים החשובים הללו בשוק ההון תגרום לכך שישראל לא 'תרד מהמפה' מהר כל כך. זה היתרון של השוק הישראלי על פני שאר



המשקים שעברו את השדרוג". מחקר שפרסם אגף שוק ההון במשרד האוצר סקר את סוגיית ההשקעה החברתית של משקיעים מוסדיים (שיפנבאואר, 2008). המחקר מצביע על כך, שהיקף ההשקעות החברתיות בשנים האחרונות עולה בקצב מתמיד מעבר לשיעור הגידול של היקף הנכסים הכללי. בין השנים 1999 – 2005 גדל היקף ההשקעות החברתיות בעשרות אחוזים. מטרתה של ההשקעה החברתית, Socially Responsible Investments (SRI), היא לגרוף רווחים כלכליים תוך עשייה שנותנת ביטוי לערכים חברתיים, סביבתיים ומוסריים. תרשים 10 מתאר את ביצועי מדד MSCI הישראלי, לעומת המדדים האחרים.

תרשים 10: ביצועי המניות הישראליות בשנים 2004–2008



מקור: MSCI.

כפי שניתן לראות מתרשים 10, המשק הישראלי הפגין ביצועים יפים גם בהשוואה למדדי אירופה וארצות הברית. ארגון יהודי שהיה משקיע חלק מכספו במדד הישראלי, בהתאם לעקרונות ההשקעה של SRI, השקעתו הייתה מניבה תשואות יפות לצד היותה בעלת אופי חברתי – עידוד המשק הישראלי. מכאן שיש מקום לעבודת שיווק אצל משקיעים יהודים, בין אם הם בעלי קרנות או ארגונים יהודים המשקיעים את כספם בשוק ההון. החברות הישראליות והבורסה הישראלית צריכות לרכב על גל ההשקעות החברתיות, שתופס תאוצה בשנים האחרונות, ולנצל את היתרון היחסי של השקעה בישראל על פני השקעות האחרות.

חיזוק הקשרים בין החברות למשקיעים הזרים

על החברות הישראליות לחזק את קשריהן עם המשקיעים הזרים, ואל להן להסתמך על עבודתה של הבורסה הישראלית בלבד. כאמור, יש הבדל גדול בין אופי ההשקעה במשקים מתעוררים לאופי ההשקעה במדינות המפותחות. אופי



ההשקעה במשקים מתעוררים הוא אזורי, ואופי ההשקעה במשקים מפותחים הוא סקטוריאלי. אם לפני השדרוג התחרו החברות הישראליות בין לבין עצמן על ליבם של המשקיעים הזרים, כעת יהיה עליהן להתחרות מול חברות רבות וגדולות ברחבי העולם. כללי המשחק החדשים והמתמודדים החדשים מחייבים את החברות לנקוט צעדים, שיעמידו אותן בעיני המשקיעים בנקודת יתרון.

צעד חשוב לחיזוק הקשרים עם המשקיעים הזרים הוא האצת פעילות מחלקות ה-IR (Investor Relation) בתוך החברות. מחלקות אלה אחראיות על שימור הקשר בין החברות לבין המשקיעים (והמשקיעים הפוטנציאליים) שלהן. השדרוג המתקרב, ואתו התחרות הקשה על כספם של המשקיעים, מחייבים את החברות להגדיל ולשדרג את מחלקות ה-IR. על מנת לקיים קשר טוב ורציף עם המשקיעים, על החברות למקם את מחלקות ה-IR במרכז הפיננסי העולמי – ניו יורק – ולהעמיד בראש המחלקה אנשי מקצוע מהשורה הראשונה. לדברי אנליסט בכיר בבית השקעות, חשוב שאנשים מתוך החברה הם שינהלו את הפעילות מול המשקיעים: "חברה שמעוניינת לעורר עניין בקרב המשקיעים חייבת להקים מחלקת IR משלה, ולמקם אותה בארצות הברית. תהיה זו טעות מצד החברה לשכור חברה חיצונית שתעשה בשבילה את העבודה הזו, משקיעים סולדים מהחברות [החיצוניות] הללו". בשלב הראשון, על מחלקות ה-IR לאתר את המשקיעים הפוטנציאליים ואת המתחרים הפוטנציאליים. בהמשך, עליהן לארגן כנסים למשקיעים ולהגיע לכנסים שמארגנים אותם משקיעים פוטנציאליים.

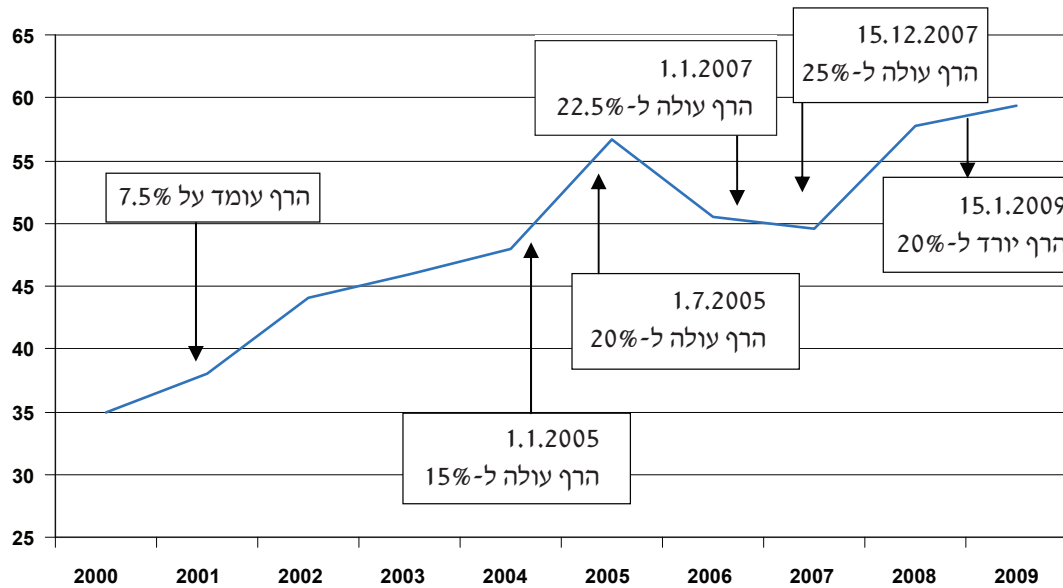
המלצה 2: העלאת הכמות הצפה

אחוז הכמות הצפה בישראל נמוך בהרבה מאחוז הכמות הצפה ברחבי העולם. לאחוז הכמות הצפה השפעה ישירה על המשקולות של ישראל במדדי MSCI. בנוסף, האחוזים הנמוכים של הכמות הצפה משפיעים לרעה על תפקודו היעיל של שוק ההון בישראל, וגורמים לבעיית נזילות. זאת ועוד, משקיעים רבים נמנעים מלהשקיע בחברות ישראליות בשל האחוז הנמוך של הכמות הצפה בהן.

לאורך השנים נקטה הנהלת הבורסה כמה צעדים על מנת לעודד את החברות להגדיל את אחוז הכמות הצפה. אחד הכלים העיקריים שעומד לרשות הבורסה הוא העלאת השיעור המינימלי הנדרש מחברה על מנת שתוכל להיכלל במדדים המובילים. משנת 2000 ועד שנת 2008 עלה בהתמדה שיעור החזקות הציבור המינימלי שהציבה הבורסה. בתחילת שנת 2009 הודיעה הבורסה כי בהוראת שעה, בעקבות המשבר שפקד את השווקים, יורדים שיעורי החזקות הציבור המינימליים מ-25% ל-20%. שינויים שחלו בשנים האחרונות בתנאי הסף לכניסה למדד המעו"ף, מומחשים בתרשים 11.



תרשים 11: שיעור אחזקות הציבור בישראל בשנים 2000–2009



מקור: אתר הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

מלבד העלאת רף הכניסה למדדים, שינתה הבורסה את מתודולוגית חישוב המדדים. בעבר ניתן המשקל לכל חברה במדד בהתאם לשווי השוק היחסי שלה. בדצמבר 2007 הודיע דירקטוריון הבורסה, שהפרמטר הקובע את משקלה של כל חברה במדד יהיה, מפברואר 2008, סך הכמות הצפה שלה. צעד זה נועד לעודד את החברות להעלות את שיעור החזקות הציבור, ולהדגיש את חשיבות העניין. כפי שניתן לראות מתרשים 11, לצעדים שנקטה הבורסה הייתה השפעה ברורה על אחוזי הכמות הצפה. על הבורסה להמשיך במגמה זו של העלאת רף הכניסה ולנקוט צעדים נוספים שיעודדו את בעלי השליטה בחברות להעלות את אחוזי הכמות הצפה.

המלצה 3: העלאת מספר החברות השייכות למדד הישראלי של MSCI

חברת MSCI בודקת כמה קריטריונים בבואה להחליט אילו חברות ייכנסו למדדים שלה. נזילות נמוכה, כמות צפה נמוכה ושווי שוק נמוך, מורידים את הסיכוי של חברה להיכנס למדדי MSCI. נכון למועד כתיבת מחקר זה, על מנת להיכלל במדד, שווי השוק של החברה צריך לעמוד לפחות על 135 מיליון דולר, ולפחות 50% מסכום זה צריך להיות סחורה צפה. נכון לאפריל 2009, ישנן 55 חברות ישראליות העומדות בקריטריונים אלה. סך הכמות הצפה של החברות הללו הוא 63.9 מיליארד דולר. קיימות עוד 23 חברות ישראליות – שסך שווי השוק שלהן עומד על 5.8 מיליארד דולר, וסך הכמות הצפה שלהן עומד על 1.05 מיליארד דולר – שאינן נכללות במדד הישראלי, כיוון שאינן עומדות בקריטריון של הכמות הצפה. טבלה 4 להלן מציגה רשימה של החברות הללו. עבור כל חברה חושבו האחוזים שעל בעלי העניין למכור, על מנת שהחברה תעמוד בקריטריונים של MSCI ותוכל להיות חלק מהמדד הישראלי. מתוך 23 החברות ישנן 9 שקרובות במיוחד לקריטריונים של MSCI, ושינוי קטן יחסית בכמות הצפה יוכל להכניס אותן למדד. טבלה 4 מציגה את הממצאים עבור כל חברה.



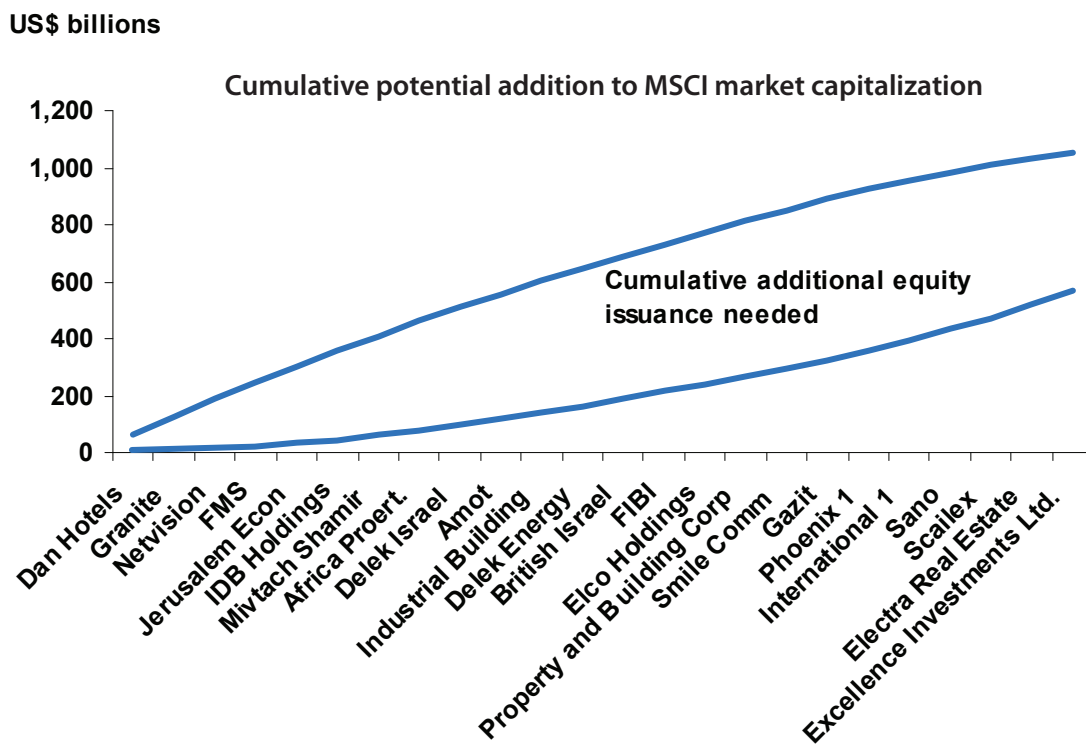
טבלה 4: השינויים הנדרשים בהחזקות בעלי עניין

שינוי מתבקש על מנת להיכלל במדד							
שינוי מתבקש (באחוזים)	שינוי מתבקש (במיליוני דולרים)	שווי כמות צפה (בדולרים)	שווי שוק (בשקלים)	כמות צפה (באחוזים)	בעלי עניין (באחוזים)	שווי שוק (בשקלים)	חברה
0.50	2.3	65.21	493.1	13.20	86.80	1,972	מלונות דן
1.90	4.9	62.56	253.73	24.70	75.30	1,015	גרניט
2.20	11.9	55.6	543.08	10.20	89.80	2,172	אי. די. בי
2.20	5.2	62.33	234.57	26.60	73.40	938	נטוויז'ן
5.10	9.2	58.26	181.08	32.20	67.80	724	פי.אם.אס
5.50	19.4	48.12	353.81	13.60	86.40	1,415	דלק ישראל
5.50	11.6	55.85	210.54	26.50	73.50	842	כלכלית ירושלים
5.70	21.7	45.78	382.76	12.00	88.00	1,531	מבני תעשייה
5.90	23.7	43.8	400.61	10.90	89.10	1,602	דלק אנרגיה
10.70	16.9	50.63	158.21	32.00	68.00	633	אפריקה נכסים
10.80	16.8	50.69	156.13	32.50	67.50	625	מבטח שמיר
10.80	20.8	46.68	193.07	24.20	75.80	772	אמות
11.10	27.2	40.26	245.55	16.40	83.60	982	נכסים ובינוי
12.70	25.6	41.89	201.3	20.80	79.20	805	פיבי
13.10	36.9	30.55	281.57	10.90	89.10	1,126	בינלאומי 1
14.00	24.1	43.39	172.63	25.10	74.90	691	בריטיש ישראל
17.40	29.7	37.82	170.43	22.20	77.80	682	פניקס
17.70	29.4	38.14	165.78	23.00	77.00	663	גזית
18.40	26.4	41.05	143.36	28.60	71.40	573	אלקו החזקות
18.80	28.6	38.89	151.87	25.60	74.40	607	סמייל תקשורת 012
20.20	40.7	26.76	201.38	13.30	86.70	806	סקיילקס
20.70	40.2	27.26	194.8	14.00	86.00	779	סנו
32.30	47.7	19.76	147.96	13.40	86.60	592	אלקטרה נדל"ן בע"מ



במבחן רגישות שנערך במסגרת הרחבת מחקר זה על ידי מכון מילקן, נמצא ששינויים מינוריים יחסית בכמות הצפה בחברות המצוינות בטבלה 4, ובייחוד בתשע החברות המודגשות, יכולים להעלות בצורה נאה את שווי השוק הישראלי כפי שהוא נמדד על ידי חברת MSCI, ובכך להביא לעליית המשקולת של ישראל. תרשים 12 מתאר את השינויים הנדרשים בכל חברה ואת התוספת הפוטנציאלית של שינויים אלה על שווי השוק של ישראל, כפי שהם נמדדים על ידי MSCI. מומלץ לחברות הללו לבחון את הממצאים ולשקול את הצעדים הנדרשים. בנוסף, מומלץ לרגולטורים הנוגעים לדבר לשקול תמריצים, שיעודדו את החברות להגדיל את אחזקות הציבור במניותיהן.

תרשים 12: השינוי הפוטנציאלי בשווי השוק של ישראל במדדי MSCI



מקור: אתר הבורסה ו-MSCI Barra.

המלצה 4: התאמת השוק המקומי לזירה הבינלאומית

השדרוג המתקרב ביבא עמו, כך יש לקוות, משקיעים חדשים. משקיעים פוטנציאליים אלה משקיעים בעיקר במדינות המפותחות, ועל כן הם רגילים לסטנדרטים הבינלאומיים. על הרגולטורים וקובעי המדיניות לעשות אפוא ככל שביכולתם, על מנת להתאים את השוק המקומי לזירה הבינלאומית. להלן כמה צעדים שיש לנקוט בניסיון להתאים את השוק לסטנדרטים העולמיים.

שינוי ימי המסחר: ימי המסחר בבורסות ברחבי העולם הם ב'–ו', ואילו בבורסה הישראלית ימי המסחר הם א'–ה'. בעקבות כך נאלצים לעתים המשקיעים הזרים להמתין יותר מארבעה ימים עד שיוכלו להגיב להתרחשויות שקרו בחברות הישראליות. זאת ועוד, הבורסה הישראלית אינה יכולה להגיב להתרחשויות בבורסות העולם בימי חמישי ושישי, והמשקיעים נאלצים להמתין עד יום ראשון. לבסוף, ימי המסחר השונים מציבים קשיים אדמיניסטרטיביים בפני זרים



המשקיעים בבורסת אחד העם, ובפני ישראלים המשקיעים בבורסות העולם. על מנת להקל על המשקיעים הזרים, וכדי לא ליצור יתרון יחסי למשקיעים המקומיים, יש להתאים את ימי המסחר בישראל לימי המסחר הנהוגים בבורסות העולם.

התאמת שפת הדיווח: שפת הדיווח היחידה המחייבת את החברות הישראליות היא העברית. החברות יכולות אמנם לדווח גם בשפות נוספות, אך כיום הדיווח בשפות אחרות מחייב מבחינה משפטית כמו הדיווח בעברית, ולכן הכנתו דורשת מהחברות עבודה רבה ומדויקת. שינוי שפת הדיווח המחייבת מעברית לאנגלית אינו עומד על הפרק, מכיוון שמטרת הדיווחים היא בראש ובראשונה הגנה על הצרכן המקומי. אולם במצב הנוכחי, חברות רבות נמנעות מלפרסם דיווחים באנגלית ומשקיעים זרים נמנעים מלהשקיע בחברות הללו. חיוב לדווח באנגלית ובעברית יהיה בעייתי אף הוא, שכן חברות ישראליות רבות אינן זוכות לסיקור בינלאומי ואינן מעניינות משקיעים זרים, ותרגום לאנגלית יהיה עבורן טורח רב ללא שכר בצדו. על מנת להקל על החברות הרוצות לדווח באנגלית, בלי לפגוע במשקיע הישראלי או בחברות שאינן מעוניינות בתרגום דו"חותיהן לאנגלית, יש לאפשר לחברות להנפיק נוסח מקוצר ומתורגם של הדו"חות. נוסח זה לא יהיה מחייב מבחינה משפטית. כך תיחסך מהחברות שמתרגמות את הדו"חות עבודה קשה, ואולי חברות נוספות יחלו לתרגם את דו"חותיהן לאנגלית.

התאמת מועדי הדיווחים: מועד הנפקת הדו"חות השנתיים והרבעוניים בישראל אינו תואם לנעשה בעולם. ברחבי העולם מחויבות החברות להנפיק את הדו"חות השנתיים שלהן לא יאוחר מחודשיים מתום השנה ו-35 יום מתום הרבעון. לעומת זאת בישראל, על החברות להנפיק דו"ח שנתי לא יאוחר מ-3 חודשים מתום השנה, וחודשיים מתום הרבעון. מראית העין של עיכוב בהנפקת הדוחות מעמידה את החברות הישראליות באור שלילי בעיני המשקיעים הזרים. שינוי מועדי פרסום הדו"חות והתאמתם לנעשה בעולם יעמידו את החברות הישראליות בנקודת פתיחה טובה יותר בתחרות מול חברות ברחבי הגלובוס. מובן שגם היום יכולות החברות להקדים את הנפקת דוחותיהן, אך שינוי החוק לא יותיר להן בררה אחרת. פתרון נוסף הוא מתן אפשרות לחברות לפרסם דו"ח מוקדם ולא סופי בטרם פרסום הדו"ח המלא.

שכלול שוק ההון בישראל: שוק ההון הישראלי עדיין אינו מפותח דיו בהשוואה לבורסות במדינות המפותחות, ולכן אינו אטרקטיבי עבור משקיעים זרים רבים. צעד חשוב במשיכת משקיעים חדשים הוא הפיכת הבורסה הישראלית למשוכללת, ובעקבות זה לאטרקטיבית. שכלול שוק ההון הישראלי יוכל לעזור בפתרון בעיה מרכזית של חברות ישראליות – הנזילות. על הבורסה לאפשר מסחר בשורט, להנפיק אופציות נוספות על חברות ישראליות, להשיק תעודות סל לפי סקטורים ולהנפיק מכשירים נוספים על תל אביב 25, תוך שיתוף פעולה עם גופים זרים.

תחזוק וחיזוק 'החומות הסיניות': תפקודו היעיל של שוק ההון תלוי הרבה ביכולת האכיפה מול ניגודי אינטרסים אפשריים של פעילים בשוק ההון. על הרגולטורים למגר כל מערכת יחסים בעייתית המתקיימת בין יועצים למנהלי תיקים, בין אנליסטים למנפיקים.

מטרת ההמלצות האלה היא לעודד משקיעים זרים להשקיע בחברות הנסחרות בבורסה הישראלית. משיכת משקיעים זרים לבורסה הישראלית היא אינטרס משותף של גופי הרגולציה והפיקוח, ושל החברות הציבוריות הישראליות. כדי להצמיד את ישראל קדימה על כל הנוגעים בדבר לשתף פעולה, הן מבחינה תקציבית והן מבחינה מחקרית, ולקדם הצעות חוק אם יעלה הצורך בזה. יש מקום לשקול הקצאת תקציב ייעודי לשיווק ופרסום מצד כל בעלי העניין.



נספח: המדינות המפותחות והמשקים המתעוררים

המדינות החברות במדד המשקים המתעוררים MSCI Emerging Markets Index	המדינות החברות במדד המדינות המפותחות MSCI World Index
אינדונזיה	אוסטרליה
ארגנטינה	אוסטריה
ברזיל	איטליה
דרום אפריקה	אירלנד
הודו	ארצות הברית
הונגריה	בלגיה
טורקיה	בריטניה
טייוואן	גרמניה
ישראל	דנמרק
מלזיה	הולנד
מצרים	הונג קונג
מקסיקו	יוון
מרוקו	יפן
סין	נורבגיה
פולין	ניו זילנד
הפיליפינים	סינגפור
פקיסטאן	ספרד
פרו	פורטוגל
צ'ילה	פינלנד
צ'כיה	צרפת
קולומביה	קנדה
קוריאה	שוודיה
רוסיה	שווייץ
תאילנד	



בינליוגרפיה

- "A new sick man of Europe". 2007. *The Economist*, April 14.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. 2006. "Stock and Bond Liquidity and Its Effect on Prices and Financial Policies", *Financial Markets and Portfolio Management* 20(1): 19–32.
- Economides, N. 1993. "How to Enhance Market Liquidity", working paper, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics.
- Garry, M., & Goetzmann, W. N. 1986. "Does Delisting from the S & P 500 Affect Stock Price?", *Financial Analysts Journal* 42: 64–69.
- Global Financial Stability Report. April 2009. *International Monetary Fund*.
- Gueta, M. 2007. "Public Debate in Kuwait Following Switch to Friday-Saturday Weekend", *MEMRI Inquiry and Analysis* 383, August 31.
- Hau, H., Massa M. & Peress J. 2005. "Do Demand Curves for Curriencies Slope Down? Evidence from the MSCI Global Index Change", *CERP Discussion Papers*: 4862
- Israel, H., Gloldberg, M. 2009. "MSCI decision today: goodbye EM; Hello DM?. Bank of America", *Merrill Lynch*, June 15.
- Slavatico, M. & Hamzaoglu, T. 2009. "2009: The Year Ahead", *Bank of Amrica, Merrill Lynch*, January 12.
- Wolf, J. & Kaplan, D. 2009. "Israel Equity Strategy", *Barclays Capital*, February 17.
- Yago, G. 2006. "Financing Ideas: The Role of Capital Markets and R&D in Bridging Israel's Growth Gap", *Milken Institute*, September.
- רייס, ש' ומבורך, נ'. 2008. "צירופה האפשרי של ישראל לארגון OECD וצירוף אפשרי לרשימת המדינות המפותחות של MSCI – השלכות על תנועות הון", בנק ישראל מחלקת המחקר, אוגוסט.
- שיפנבאואר, ל'. 2008. "אחריות חברתית בהשקעות של גופים מוסדיים", אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, פברואר.



הערות סיום

- 1 הנתונים על הכסף הפסיבי נלקחו מדו"ח של מריל לינץ: MSCI decision today: goodbye EM; Hello DM? (June 2009). הנתונים על הכסף האקטיבי הם אומדן בלבד, נכון לנובמבר 2008. ניתוח הנתונים של מריל לינץ נעשה לפי משקולת של 3.2% לישראל במדד המדינות המפותחות (DM) ומשקולת של 0.33% במדד המדינות המתעוררות (EM).
- 2 G. Yago. 2006. "Financing Ideas: The Role of Capital Markets and R&D in Bridging Israel's Growth Gap", *Milken Institute paper presented at the Merage Foundation, Israel, September 4-5*
- 3 הכמות הצפה מוגדרת כסך החזקות הציבור ללא בעלי עניין (בעל עניין מוגדר כמשקיע המחזיק ביותר מ-5% ממניות החברה).
- 4 ראו הודעת הבהרה לאחר הכרזת השדרוג מה-17 ביוני 2009: http://www.msci.com/webapp/index_ann/DocGet?pub_key=oHZaucWjkr%3D
- 5 N. Economides. 1993. "How to Enhance Market Liquidity", working paper, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics
- 6 Y. Amihud & H. Mendelson. 2006. "Stock and Bond Liquidity and Its Effect on Prices and Financial Policies", *Financial Markets and Portfolio Management* 20(1): 19-32
- 7 M. Gueta. 2007. "Public Debate in Kuwait Following Switch to Friday-Saturday Weekend", *MEMRI Inquiry and Analysis* 383, August 31
- 8 סימון בראון, דברים במעבדה שנערכה בנושא השדרוג הצפוי בבורסת תל אביב, 10.11.08.
- 9 H. Hau, M. Massa & J. Peress. 2005. "Do Demand Curves for Currencies Slope Down? Evidence from the MSCI Global Index Change", *CERP Discussion Papers*: 4862
- 10 הנתונים על אודות שנת 2008 אינם קיימים במלואם, אלא רק עבור המחצית הראשונה. בהשפעת המשבר העולמי, גם ביוון נצפו ירידות בזרמי ההון בשנת 2008.
- 11 "A new sick man of Europe", *The Economist*, April 14 2007
- 12 International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, April 2009
- 13 N. Roubini. 2009. "Reversal of Capital Flows in the Emerging World", *RGE Monitor*, March 18
- 14 לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.
- 15 לא כולל החזקות של בעלי עניין.

FELLOWS | KORET
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

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

info@kmifellows.org
www.kmifellows.org