

## פקודה קטנה - סחירות גדולה

רובי גולדנברג וחיים אביצור

### תקציר

ב-1 בדצמבר 1999 הוקטן באופן משמעותי גודל מזערי של פקודה למסחר הרציף. גודל הפקודה הוקטן מכ-32,000 ש"ח לכ-11,000 ש"ח במניות הכלולות במדד ת"א-100 ולכ-2,500 ש"ח במניות היתר.

בבדיקה שנערכה לגבי השפעת ההנחיות החדשות על המסחר, נמצא כי:

- \* שופרה סחירות ניירות הערך בעלי הסחירות הבינונית והנמוכה.
- \* פקודות ועסקאות עברו ממסחר הפתיחה למסחר הרציף. במילים אחרות, חלק ניכר מהמשקיעים ניצלו את האפשרות החדשה שעמדה בפניהם, לבחור בין שלבי המסחר, והעדיפו לסחור בשלב הרציף.
- \* חל גידול במספר הפקודות ובמספר העסקאות.

### מבוא

אחת ממטרותיה העיקריות של כל שיטת מסחר הינה לאפשר סחירות גבוהה בניירות הערך. סחירות גבוהה תורמת להשגת מחיר הוגן למוכר ולקונה, להוצאות עסקה נמוכות ולהפחתת התנודתיות שעשויה להיגרם מביקוש או היצע מקרי בשערים חריגים.

מחקרים שנעשו מצביעים על קשר חיובי בין שיפור בסחירות ובין ערכם של ניירות ערך(1).

המעבר לרצף, באוגוסט 1997, היה בבחינת מהפיכה בשיטת המסחר בתל-אביב שכן לראשונה התאפשר בבורסה מסחר רציף, סימולטני וממוחשב.

רצף הינה "אוטוטרדת מסחר" המאפשרת ביצוע, בזמני, של נפח עסקאות גדול. המסחר ברצף הגדיל באופן בולט את סחירותם של ניירות הערך הסחירים שבעבר התנהלה בכבדות ב"שבילי העפר" של הכר"ם והמשתנים. עם זאת, לא ניכר שיפור בולט בסחירות ניירות הערך הפחות סחירים(2).

בעזרת הניסיון שנצבר הבורסה "מכווננת", מעת לעת, את כללי המסחר במטרה לשפר את הסחירות. לאחרונה החליט דירקטוריון הבורסה על שלושה תיקונים בכללי המסחר, ששיפרו את סחירות הניירות הפחות סחירים:

- א. הקטנת גודל מזערי של פקודה לשלב הרציף - תיקון שהוא נושא מאמר זה.
- ב. הפרדת מועד מסחר הפתיחה במניות מדד ת"א-100 מיתר המניות וההמירים - תיקון שהופעל ב-15 בינואר 2000 ומטרתו לאפשר הקצאת "משאבי מסחר" גדולים יותר למניות היתר.

- 
1. Amihud, Mendelson and Lauterbach, "Market Microstructure and securities values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange", Journal of Financial Economics, 45, 1997, 365-395. (1)
  2. ברנר, אלדור והאוזר, "מחיר אי נזילות של אופציות", רשות ניירות ערך, 1999.
  3. Kalay, Wei and Wohl, "Continuous Trading or Call Auctions: Revealed Preferences of Investors at TASE", Working Paper, 1999, Tel-Aviv University. (2)

ג. הגדלת תנודת השער המירבית במסחר הפתיחה ל-20% (במקום 10% כיום).

תיקון זה נדרש, בין היתר, הואיל ובניירות הפחות סחירים לא ניתן להגיע, לעתים, לשער "הנכון" (בתנודה הגדולה מ-10%) בשלב הרציף (בו תנודת השער היא בלתי מוגבלת) עקב מגבלת גודל מזערי של פקודה. התיקון טרם אושר ע"י רשות ניירות ערך.

### גודל מזערי של פקודה

גודל מזערי של פקודה הינו כמות ניירות הערך המזערית שמשקיע רשאי להגיש למסחר הרציף. כמות קטנה מזו ניתן להגיש רק למסחר הפתיחה והנעילה. החל מה-1 בדצמבר 1999, גודל מזערי של פקודה במניות הכלולות במדד ת"א-100 עומד על כ-11,000 ש"ח וגודל פקודה למניות היתר עומד על כ-2,500 ש"ח. אלמלא התיקון, היה גודלה המזערי של פקודה כ-32,000 ש"ח, בכל המניות.

ככל שגודל מזערי של פקודה גדול יותר, פוחת מספר המשקיעים המשתתפים במסחר הרציף שכן אלה נאלצים, בלית ברירה, להגיש פקודותיהם למסחר הפתיחה ולנעילה, דבר הפוגע בסחירות ניירות הערך.

### 4. הבדיקה

#### א. המטרה

לבדוק האם ובאיזו מידה השפיעה גודלה המזערי של פקודה על:

- (1) סחירות ניירות הערך, בפרט על הפחות סחירים מביניהם.
- (2) התנהגות המשקיעים, כפי שבאה לידי ביטוי בהעדפתם בין שלבי הפתיחה והרציף.

#### ב. השיטה

##### (1) סחירות

השינוי בסחירות נבדק באמצעות שני מדדי סחירות מקובלים:

\* מחזור מסחר יומי ממוצע.

\* שיעור "ימי-מחזור-אפס".

"ימי-מחזור-אפס" הם ימים בהם לא בוצעה כל עסקה בנייר הערך.

##### (2) התפלגות המסחר בין שלבי הפתיחה והרציף

השינוי בהתפלגות המסחר בין שני השלבים נבדק באמצעות:

\* חישוב חלקו היחסי של המחזור בכל אחד משלבי המסחר.

\* חישוב חלקן היחסי של הפקודות (תמורה כספית) שהוגשו לכל אחד מהשלבים, מתוך סה"כ הפקודות שהוגשו בתקופה הנבדקת.

לשם בדיקת התפלגות העסקאות ומחזורי המסחר, חולקו כל המניות הנסחרות בבורסה ל-10 עשירונים, עפ"י התמורה הכספית של המחזור היומי הממוצע בהן, וההתפלגות כאמור נבדקה במהלך החודש שקדם לתיקון ההנחיות (נובמבר 1999) ובמהלך החודש שאחריו (דצמבר 1999).

בדיקת התפלגות הפקודות בוצעה במתכונת דומה, אלא שנידגמו 5 ימי מסחר בנובמבר 1999 ו-5 ימי מסחר בדצמבר 1999.

א. שיפור בסחירות ניירות הערך, בפרט בפחות סחירים

(1) גידול במחזורי המסחר  
בלוח 1 שלהלן מפורטת התפלגות המסחר, בנובמבר ודצמבר, 1999:

**לוח 1**

השינוי ב-%	מחזור יומי ממוצע למניה (אלפי ש"ח)		העשירון
	דצמבר 99	נובמבר 99	
-3.6%	4,640.4	4,816.5	1
21.0%	577.1	477.1	2
22.2%	218.7	178.9	3
37.3%	102.6	74.7	4
46.9%	54.2	36.9	5
45.1%	25.4	17.5	6
63.4%	13.4	8.2	7
83.8%	6.8	3.7	8
107.6%	2.7	1.3	9
300.0%	0.4	0.1	10

בתשע העשירונים, 2 עד 10, מחזור המסחר היומי הממוצע של מניה בעשירון גדל בשיעורים שבין 20% ועד 300%. ככל שהעשירון נמוך יותר, דהיינו מכיל ניירות פחות סחירים, כך גדול יותר שיעור הגידול במחזור.

ירידה במחזור נצפתה רק בעשירון הראשון בו כלולות 68 המניות הסחירות ביותר בבורסה אך זו קשורה, כנראה, בהיות נובמבר חודש פקיעה של הנגזרים על מדד ת"א-25. כידוע, בחודשי פקיעה יש גידול "עונתי" במחזורים במניות ת"א-25 אשר כולן, כמובן, נמצאות בעשירון הראשון.

(2) פחת שיעור ימי-מחזור-אפס

בלוח 2 שלהלן מפורטת התפלגות ימי-מחזור-אפס לפי עשירונים והשינוי שחל במדד זה, בהשוואה בין נובמבר ודצמבר:

**לוח 2**

%	דצמבר 1999			נובמבר 1999			עשירון
	% ימי מחזור אפס	ימי מחזור אפס	ימי מסחר (*)	% ימי מחזור אפס	ימי מחזור אפס	ימי מסחר (*)	
-100%	0.0%	0	1,491	0.1%	2	1,488	1
-36%	1.1%	16	1,509	1.6%	25	1,517	2
-13%	7.1%	108	1,518	8.2%	124	1,518	3
-44%	10.7%	162	1,518	19.1%	285	1,496	4
-37%	21.9%	333	1,518	35.0%	523	1,496	5
-17%	36.5%	554	1,518	43.9%	656	1,496	6
-31%	40.6%	617	1,518	58.7%	868	1,479	7
-17%	56.4%	843	1,496	67.9%	1,016	1,496	8
-11%	71.1%	1,051	1,478	79.6%	1,162	1,460	9
-9%	86.1%	951	1,104	94.2%	1,057	1,122	10

(\*) ימי מסחר - כסוים הימים בהם ניתן היה לסחור בבורסה, בכל אחד מניירות הערך שבעשירון.

מנתוני הלוח עולה כי:

(א) חלה ירידה משמעותית בשיעור ימי-מחזור-אפס, דהיינו חל שיפור בסחירות. השיפור הבולט ביותר היה בעשירון הרביעי - ירידה של 44% בשיעור ימי-מחזור-אפס.

(ב) בשני העשירונים האחרונים (9 ו-10) שיעור הירידה בימי-מחזור-אפס הינו הנמוך ביותר, כ-10%. הסבר אפשרי לממצא זה הינו שגודל מזערי של פקודה, אף שהוקטן לאחרונה, עדיין גדול מדי עבור קבוצת ניירות זו.

הסבר אחר יכול להיות נעוץ בהערכה כי המניות הפחות סחירות, כמעט ו"אינן מעניינות" את רוב ציבור המשקיעים ולפיכך אין בתיקונים שהבורסה ביצעה בכללי המסחר כדי ליצור עניין ממשי במניות, אשר יביא לשיפור בסחירותן.

(3) פחת באופן ניכר מספר המניות שלא בוצעה בהן אף עסקה במשך כל החודש

עדות נוספת לשיפור הסחירות, העולה גם היא ממדד ימי-מחזור-אפס, היא הממצא לפיו בדצמבר היו רק 5 מניות שבמשך כל החודש לא בוצעה בהן, ולו עסקה אחת, לעומת 25 מניות, בנובמבר.

ב. העדפת המסחר הרציף על פני מסחר הפתיחה

(1) כמפורט בלוח 3 שלהלן, חלה ירידה בשיעור העסקאות שבוצעו בפתיחה ועליה בשיעור העסקאות שבוצעו ברציף, דהיינו מעבר של עסקאות מהפתיחה לרציף. עוצמת התופעה חזקה יותר ככל שניירות הערך סחירים פחות.

כמו כן, מהלוח עולה כי חלקו של המסחר הרציף (בדצמבר) בעשירונים 1 עד 8 הינו דומה, בין 88% לבין 82%, וזאת בשונה מהמצב הקודם (בנובמבר) בו ירד באופן בולט חלקו של המסחר בשלב הרציף ככל שנייר הערך היה סחיר פחות, מ-85% בעשירון הראשון ועד כ-60% בעשירון ה-8. יתכן שהקטנה נוספת של פקודה לשלב המסחר הרציף היה מעמיד את חלקו של המסחר הרציף בשני העשירונים האחרונים על שיעורים דומים.

**לוח 3**

עשירון	משקל העסקאות במסחר הרציף		משקל העסקאות במסחר הפתיחה		שינוי
	דצמבר 99	נובמבר 99	דצמבר 99	נובמבר 99	
1	87.5%	84.9%	8.2%	11.4%	3.1%
2	87.7%	85.5%	8.4%	10.7%	2.6%
3	87.8%	82.6%	9.4%	14.1%	6.3%
4	85.8%	79.1%	11.5%	17.4%	8.5%
5	86.2%	77.4%	11.5%	18.3%	11.4%
6	85.7%	75.1%	13.0%	21.6%	14.1%
7	82.5%	70.8%	16.5%	23.6%	16.5%
8	83.2%	59.9%	15.0%	35.6%	38.9%
9	76.3%	45.1%	20.3%	45.4%	69.2%
10	74.2%	17.0%	24.4%	81.1%	336.5%
<b>ממוצע (*)</b>	87.4%	84.7%	8.4%	11.6%	3.2%

(\*) ממוצע משוקלל בתמורה הכספית הממוצעת של מחזור המסחר בעשירון.

(2) כמפורט בלוח 4 שלהלן, בדצמבר עלה שיעור מספר הפקודות שהוגשו למסחר הרציף, מתוך כל הפקודות, בכ-19%, בהשוואה לנובמבר, ושיעור מספר הפקודות שהוגשו למסחר הפתיחה והנעילה ירד בהתאם.

#### לוח 4

שיעור השינוי	השינוי	דצמבר 1999		נובמבר 1999		שלב מסחר
		%	מספר הפקודות (*)	%	מספר הפקודות (*)	
-22.4%	-2,633	32.6%	11,013	42.1%	13,646	פתיחה
19.4%+	+ 4,262	65.0%	21,914	54.4%	17,652	רציף
-32.0%	-334	2.4%	808	3.5%	1,142	נעילה
4.0%+	+ 1,295	100.0%	33,735	100.0%	32,440	סה"כ

(\* ממוצע יומי.)

מניתוח לוח 4 עולה כי אין מדובר ב"נדידה" בלבד של פקודות מהפתיחה ומהנעילה לרציף, אלא שלהקטנת גודלה המזערי של פקודה היה ערך מוסף בכך שבממוצע תרם השינוי לתוספת של כ-1,300 פקודות שאלמלא השינוי, לא ניתן היה להגישן למסחר הרציף. במילים אחרות, משקיעים מגלים העדפה להשתתף במסחר הרציף וברגע שהכללים אפשרו זאת, חלקם עברו מהפתיחה לרציף. בנוסף באו "משקיעים קטנים" חדשים לסחור בשלב הרציף.

#### 6. מסקנות

- א. הקטנת גודל פקודה מזערי לשלב המסחר הרציף הביאה לשיפור הסחירות, בפרט בניירות הערך הפחות סחירים.
- ב. הציבור מעדיף את המסחר הרציף על פני מסחר הפתיחה. חלק מהפקודות הקטנות הוגשו בעבר לפתיחה בלית ברירה ולא מתוך בחירה, שכן לא ניתן היה להגיש פקודות קטנות למסחר הרציף. הקטנת גודלה המזערי של פקודה יצרה הזדמנות חדשה למשקיעים הקטנים להשתתף במסחר הרציף. הזדמנות זו מנוצלת היטב על-ידם, לא רק באמצעות העדפת השלב הרציף על הפתיחה אלא באמצעות תוספת פקודות והשתתפות פעילה בשלב הרציף.

#### הערה

אף שמדובר בתוצאות בדיקה ראשונית שיתכן ואינה עומדת בקריטריונים של "תקינות סטטיסטית", הרי שעוצמת ההבדלים בין תוצאות דצמבר לעומת נובמבר, מצביעה על מובהקות הממצאים.