

## הירידה במשקל הבנקים הגדולים במסחר במניות

*Tase תל אביב*

רקע

נתוני שנות ה-90 מצביעים על ירידה מתמשכת במשקל הבנקים הגדולים והבינוניים במסחר בבורסה ועליה מקבילה במשקל הבנקים הקטנים וחברי הבורסה שאינם בנקים. בעוד שבגאות של 1992 עד 1994 ביצעו חמשת הבנקים הגדולים והבינוניים (להלן ה"גדולים") כ-70% מהמסחר במניות הרי בחצי השנה הראשון של 1999 ירד משקלם לכ-55% בלבד ואילו חברי הבורסה האחרים (להלן ה"קטנים") עלו מכ-30% ל-45% מהמסחר. המסחר במניות מהווה פעילות אחת, מרכזית, של תעשיות ניירות הערך אך לצידה פעולות נוספות רבות כגון מסחר באיגרות חוב ובנכסים נגזרים, חיתום, ניהול תיקים, יעוץ השקעות ועוד.<sup>(1)</sup> עם זאת, לדעתי המגמה של ירידת משקל הגדולים במסחר במניות מאפיינת גם את הפעילויות אחרות והיא תוצאה של התגברות התחרות בתעשיית ניירות הערך בשנים האחרונות. יתר על כן, סביר להניח כי הירידה בחלקם של הגדולים בערכים המוספים הנוצרים בתעשיית ניירות הערך אף גדולה מירידת חלקם במסחר שכן בין הפעילויות, שהגדולים הפסידו לקטנים, בולטים ניהול תיקי השקעות וחיתום, שהן הפעולות הרווחיות ביותר. התגברות התחרות הביאה לירידת עמלות, לירידה במשקל הגדולים ולירידה ברווחיות תעשיית ניירות הערך בכללותה. בהמשך דברי אדון במספר שאלות הנובעות מהתיזה דלעיל ובהשלכות העתידיות של התגברות התחרות על תעשיית ניירות הערך.

## האם הירידה במשקל הגדולים היא מגמה מתמשכת או שמא היא תופעה מחזורית?

הנתונים שבלוח אמנם מצביעים על ירידה ברורה במשקל הגדולים בשנים האחרונות אולם יש הטוענים כי הירידה מבטאת, במידה רבה, את הירידה בפעילות בשוק המניות מאז המשבר של 1994. הטענה מתבססת על כי גם בתחילת 1999 "הציבור", דהיינו המשקיעים הקטנים, עדיין לא חזר למניות ולכן משקל הגדולים - המשרתים את הציבור - ירד בהתמדה במחצית השניה של שנות ה-90. לעומת זאת, הקטנים שעיקר פעילותם עבור משקיעים מוסדיים (כולל מחוץ לארץ) או משקיעים פרטיים גדולים נפגעו פחות ומשקלם במסחר עלה.<sup>(2)</sup>

(1) הנתונים על המסחר באיגרות חוב מצביעים אף הם על הירידה במשקל הגדולים אך מפאת קוצר היריעה לא נדון בהם.

(2) מסיבות סטטיסטיות שונות הנתונים לתקופה שלפני 1992 אינם ברי השוואה לאלה שבלוח ולכן אין אפשרות לבנות סידרה אורכת טווח.

יש אמת רבה בהצבעה על השפעת המחזוריות בבורסה על חלקם של הגדולים. אולם תחושת, מהסתכלות במספרים ובשטח, כי נתוני הלוח מצביעים על מגמת ירידה בחלקם של הגדולים ולא רק על תופעה מחזורית.

תמונה דומה מתקבלת גם מהסתכלות על חלקם של הקטנים בחיתום, שהיה מזערי בשנות ה-80 ואילו בשנות ה-90 הפכו הקטנים לגורם מוביל בתעשיית החיתום.

לא נותר אלא לקוות כי שוק המניות יתאושש בהקדם ואז תהיה אפשרות לבדוק האם הירידה שנצפתה בחלקם של הגדולים היא רק תופעה מחזורית (זו סיבה נוספת ליחל לגאות בבורסה לאחר שמונה שנות בצורת).

### הגורמים האנדוגניים שהביאו לירידה במשקל הגדולים

להלן מספר גורמים שהביאו לירידה במשקל הבנקים הגדולים והבינוניים בשנים האחרונות:

- (1) מבנה הוצאות קשיח מקשה על הגדולים להוריד תעריפים בתקופות של תחרות מתגברת. גם חלקם הגדול, יחסית, של קופות וקרנות הקשורים אליהם אינו מהווה תמריץ להורדת תעריפים. חוסר הגמישות בתעריפים מצד הגדולים הקל על הקטנים לזכות בנתחים גדולים יותר מהפעילות, בזכות הורדת תעריפים.
- (2) משברי העבר (הויסות בשנות ה-80 וקרנות הנאמנות ב-1993) פגעו באמון כלפי חלק מהבנקים והקלו על הקטנים למשוך לקוחות. מה גם שאחרי כל משבר נכנסו היועצים בבנקים למיגננה והורידו את הפרופיל השיווקי.
- (3) בגלל סיבות רבות (פנימיות ופיקוחיות) קשה לגדולים להעסיק "אשפים פיננסיים" ואלה מוצאים דרכם לקטנים ומושכים אחריהם לקוחות רבים.

### הגורמים האקסוגניים שהביאו לירידה במשקל הגדולים

הגורם האקסוגני שהשפיע ביותר על פעילות הגדולים בתחום ניירות הערך הוא הרגולציה המחמירה בעקבות המשברים. נוספה לה ההשפעה של המגמה הכללית של ביטול חסמים לתחרותיות, המאפיינת את המדיניות הכלכלית בתחומים רבים, בשנים האחרונות.  
להלן מספר דוגמאות:

- (1) הויכוחים בין הבנקים לבין הרשויות לגבי אופן תפקוד יועצי ההשקעות בבנקים הביאו לשיתוק פעילות היועצים במשך מספר שנים. אף שהענין הוסדר לאחרונה הרי הפגיעה עדיין נותרת אותותיה.
- (2) האיסור, הקיים עד עצם היום הזה, לפעול בניירות הערך לחשבון העצמי של בנק ("נוסטרו").
- (3) איסור על בנקים להיות חתמים בהנפקות של בנקים אחרים.

4) ההפרדה, שהותרה על ידי הבורסה, בין "ברוקר" לבין "קסטודיאן", בעקבות לחץ מצד משקיעים מוסדיים זרים, הרגילים לשמור ניירות ערך אצל בנקים ולבצע מסחר באמצעות "ברוקרים". ההפרדה הוחלה, בסופו של דבר, גם לגבי משקיעים מוסדיים ישראלים.

מענין לציין כי הקמת "רצף", מערכת המסחר הממוחשבת, ביטלה את יתרונות הנגישות, שהיו דווקא לקטנים בעידן המסחר הזירתי. כך גם פעלה ביטול המגבלה על מספר המבצעים שבאמצעותם רשאים הגדולים לסחור בשוק הנגזרים. אולם, כוחן של התפתחויות אלה לא היה חזק דיו ולא היה בהן כדי לשנות את המגמה.<sup>3)</sup>

## תחרות ורווחיות

נתוני המפקח על הבנקים והדו"חות של חברי הבורסה, שהם חברות בורסאיות, מצביעים על התוצאות של הגברת התחרותיות, המתבטאת בשחיקה הדראסטית של עמלות. אין ספק כי הרווחיות הנמוכה בתעשיית ניירות ערך משקפת לא רק את הירידה בעמלות, אלא גם את הפעילות הנמוכה יחסית בבורסה בעקבות מצב המשק בשנים 1997 עד 1999.<sup>4)</sup> עם זאת, קשה לראות כיצד לא תפגע הרווחיות כאשר עמלות מסחר במניות למשקיעים מוסדיים שהיו בסביבות 0.25% ומעלה לפני עשור ירדו ל-0.1% ומטה בשנת 1999. תמונה דומה מתקבלת לגבי עמלות אחרות במגזרים התחרותיים וגם בתחום הפחות תחרותי, שרותים ללקוחות קטנים, חלה ירידה משמעותית בעמלות שגובה תעשיית ניירות הערך.

בתהליך הזה כאמור לעיל נפגעו יותר הגדולים, שכן בנוסף לירידה בהכנסות מהמסחר חלקם ירד באופן משמעותי בפעילויות בעלות ערך מוסף גבוה - חיתום וניהול תיקים. לדעתי ההתפתחות המעניינת של שנות ה-90 היא שהגדולים התמחו במתן שרותים "טכניים" למנהלי תיקים (כולל חברי בורסה קטנים) - ביצוע בבורסה, ניהול חשבונות הלקוחות וכו'. חברי הבורסה הקטנים ומנהלי התיקים, לעומת זאת, מספקים למשקיעים את שרותי היעוץ ואת שרותי החיתום, שהעמלות עליהם גבוהות יחסית.

לסיום ראוי לציין כי הירידה בעמלות המסחר בבורסה, בשונה משרותים אחרים שמספקת תעשיית ניירות הערך, היא, בין השאר, גם תוצאה של מיחשוב המסחר והתגבשות פונקציית יצור חדשה, במחצית השניה של שנות ה-90. הקמת "רצף" וביטול המסחר הזירתי הקטינו את ההוצאות המשתנות של חברי הבורסה, מצד אחד, אך הם מחייבים הגדלת ההשקעות קבועות במיחשוב, מצד שני. מבנה כזה חושף את התעשייה ללחצים תחרותיים חזקים מאד ועלול ליצור תמריץ להשקעת-חסר במיחשוב ולעכב את המשך שיכלול המסחר ואת הבאתו לסטנדרטים בינלאומיים גבוהים.

<sup>3)</sup> שאלה מעניינת, חדשה, בהקשר זה היא האם הנגישות המשופרת למסחר בבורסה הצפויה עם מיחשוב המסחר בנגזרים ובאמצעות האינטרנט תשפיע באופן מהותי על השוק בישראל ומה תהיינה השפעותיהן על חלקם של הגדולים.

<sup>4)</sup> גם לבורסה היתה תרומה לא מבוטלת בהורדת העמלות שכן עמלות המסחר במניות שעמדו על 0.1% באמצע שנות ה-80 הורדו בהדרגה והגיעו ל-0.01% באמצע שנות ה-90.

לסיום נזכיר כי ההוצאות הקבועות גדלו גם בגלל תקנות רגולטיביות שונות, ברובן נחוצות, שבאו להגביר את ההגנה על ציבור המשקיעים.

## סיכום ומסקנות

התחרות המוגברת שמאפיינת את תעשיית ניירות הערך בשנים האחרונות היא בוודאי מקור שמחה למשתמשים הסופיים בשירותיה. החברות המנפיקות והמשקיעים המוסדיים והפרטיים מקבלים שרותים משופרים ומשלמים עמלות מופחתות. איכות השרותים השתפרה בגלל הצורך לענות לדרישות משקיעים מוסדיים (בעיקר משקיעי חוץ) מצד אחד והגברת הרגולציה, מצד שני. בשיחות הרבות שקיימתי עם נציגי משקיעי חוץ לא עלתה תלונה על גובה העמלות או על איכות השרותים שמספקת תעשיית ניירות הערך בישראל.

להערכתי התגברות התחרות שתוארה לעיל איננה תופעה ארעית והיא משקפת את הכוחות הכלכליים הפועלים בתעשיות ניירות הערך ובראש ובראשונה את התגברות המיחשוב. היווצרות תחרות חריפה, המלווה בשחיקת הרווחיות, מצדיקה שקילה מחדש של עמדת הרשויות הממלכתיות במספר נושאים מרכזיים:

ראשית, לבחון מחדש מגבלות רגולטיביות שונות, שבאו לעולם בעידן קודם ושנחיצותן פחתה בעקבות התחרות, המוכחת, בתחומים שונים של שוק ההון. בשנים האחרונות הועלה מאד הרף הרגולטיבי - חוק היעוץ וניהול התיקים, הדרישות לגילוי נאות, בקרות נוספות וכו' - בעלות לא-נמוכה לתעשייה. יש מקום לחשוב על הקלות, במקום שהרגולציה החדשה והתחרות מאפשרים לעשות כן.

שנית, לסייע לתעשייה לנצל את התשתית המיחשובית היקרה (וגם תשתיות אחרות) באופן אינטנסיבי יותר על ידי הגדלת מספר החברות הנסחרות בבורסה, ההפרטה שהתבצעה בשנים האחרונות תרמה תרומה חשובה לעניין. 5) אולם, קטר ההפרטה מיצה את עצמו ובטווח הקרוב לא צפוי שהוא יביא פעילויות רבות נוספות לבורסה. חשוב איפה לעשות בהקדם את כל אשר ניתן על מנת להקל על חברות ישראליות הנסחרות בארה"ב להסחר גם בבורסה בתל-אביב ("רישום דואלי") ולהקל על חברות צעירות להתחיל את דרכן הבורסאית בבורסה בתל-אביב (גדנ"ע-נאסד"ק).

כמו כן, יש לבצע את הרפורמות השונות שהומלצו על ידי "ועדת ברודט" בקיץ 1996 ושביצען יביא להגדלת המרכיב הסחיר בשוק ההון הישראלי לאפשר הנפקת ניירות מסחריים ואיגרות חוב מגובות משכנתאות, הנפקת איגרות חוב סחירות לקרנות הפנסיה ועוד).

ואחרון אחרון חשוב, עוד יגיע היום בו יהיה השוק הישראלי בשל לבריתות עם בורסות עולמיות והדבר יחייב התייחסות אוהדת של הרשויות.

---

5) על פי חישובי יחידת המחקר בבורסה כ-40% ממחזור המסחר במניות ב-1999 מקורם בניירות של חברות שהופרטו שעשור האחרון.

התפלגות מחזורי המסחר<sup>(1)</sup> של חברי הבורסה במניות והמירים, 1992 עד 1999  
(אחוזים)

חברי בורסה שאינם	הבנקים האחרים	5 הבנקים <sup>(2)</sup>	התקופה
23.0	4.5	72.5	1992
19.1	9.7	71.2	1993
16.7	12.3	71.0	1994
20.2	14.3	65.5	1995
22.1	15.5	62.4	1996
26.4	15.1	58.5	1997
34.1	13.3	52.6	1998
31.2	13.4	55.4	1-6/99

- (1) כולל עסקאות בבורסה, קיזוזים ועסקאות מחוץ לבורסה.  
(2) להלן חברי הבורסה שנכללו בקבוצת "5 הבנקים":  
הפועלים, אמריקאי, אוצר, פקן ולהק  
בלל, קופת עם, פסגות ואופק (ב-1992 גם איגוד)  
מזרחי, עמדה ואתגר  
דיסקונט, מרכנתיל  
הבינלאומי