

## שיטת המסחר הרצויה למניות "קטנות": מסחר רציף או רב-צדדי אבנר קלעי, לי ווי ואבי וואהל

מה שיטת המסחר העדיפה למניות עם פעילות נמוכה? מחקרים תיאורטיים ואמפיריים הראו שליעילות המסחר עשויה להיות השפעה מכרעת על ערך של המניות ועל יכולת החברות לגייס הון לצורך השקעותיהן.

מרבית הבורסות בעולם עברו למסחר ממוחשב כשיום המסחר מתחיל במסחר רב-צדדי ולאחר מכן ממשיך במסחר רציף. בשלב הרב-צדדי נאספות פקודות הקניה והמכירה של הציבור בכל מניה. כל אחת מהפקודות מותנה במחיר (לדוגמה: קנה 100 מניות X אם המחיר קטן או שווה 107). בסיומו של תהליך איסוף הפקודות, בנקודת זמן קבועה מראש, נקבע מחיר הפתיחה של כל מניה. מחיר זה הינו החיתוך של עקומות הביקוש וההיצע הנוצרות מפקודות הקניה והמכירה (במחיר זה נפח המסחר הינו מקסימלי). כל העסקאות בשלב זה מתבצעות במחיר הפתיחה. לאחר מכן המסחר ממשיך בשלב "רציף". גם בשלב זה מועברות פקודות קניה ומכירה. ההבדל לעומת השלב הקודם הוא שבכל נקודת זמן, בה מתגלה אפשרות למסחר, מתבצעת עסקה. לדוגמה: קיימת פקודת קניה בכמות 1,000 ובהגבלת מחיר (קטן או שווה) 234 והוזרמה פקודת מכירה בכמות 400 ובהגבלת מחיר (גדול או שווה) 234. עם הזרמת פקודת המכירה מבוצעת עסקה בכמות 400 במחיר 234. המסחר הרציף מתבצע לאורך היום ומסתיים אחר הצהריים.

בבורסת פריס הונהגה גם כן מתכונת זו, אך בשנת 1994 הוחלט שהמניות בעלות נפח המסחר הנמוך יסחרו במסחר רב-צדדי פעמיים ביום. כלומר המניות ה"קטנות" (בעלות נפח המסחר הנמוך) אינן נסחרות באופן רציף. בורסות נוספות באירופה אימצו את המדיניות של בורסת פריס וביניהן בורסות אמסטרדם, אתונה, בריסל, וינה, מילנו וליסבון. לכאורה, החלטה זו נראית תמוהה משום שלמסחר רציף יתרונות ברורים לעומת מסחר רב-צדדי פעם או פעמיים ביום. היתרונות הם אפשרות לביצוע מידי של עסקאות ואפשרות לבצע בו זמנית עסקאות במספר מניות. אולם גם לשיטת מסחר לא רציף קיים יתרון. כשמתבצע מסחר בנקודת זמן אחת ביום, נאלצים הקונים והמוכרים להתרכז באותה נקודת זמן. לכן בנקודה זו קיימת נזילות רבה יותר מאשר הנזילות שהייתה מושגת במסחר הרציף. הדבר חשוב במיוחד במניות דלות סחירות. הבורסות שהחליטו לסחור במניות ה"קטנות" באופן לא רציף העריכו שבמניות אלה היתרון שביצירת נזילות בנקודות זמן מסוימות גובר על החסרון שבהגבלת חופש המשקיעים לסחור בנקודות זמן הנראות להם. ראוי לציין שבכל הבורסות בעולם לרוב המניות נפח מסחר נמוך. לדוגמה, מחקר שנערך לאחרונה מצא שבבורסת לונדון יש כ-1,000 מניות שנסחרות פחות מפעם ביום בממוצע. לכן, השאלה מה שיטת המסחר הרצויה למניות "קטנות" רלבנטית לכל בורסה בעולם.

כצפוי, אין מבחינה תאורטית תשובה לשאלה. מודל של nan & Cao מראה שמעבר למסחר רציף מגדיל את נפח המסחר, את מחירי המניות ואת רווחת המשקיעים. לעומת זאת במודלים אחרים (המניחים הנחות שונות במקצת), מקבלים שמעבר למסחר רציף עלול להרע את מצב המשקיעים חסרי האינפורמציה, משום שקל יותר לפרטים בעלי אינפורמציה עדיפה לנצל את יתרון האינפורמציה (להרוויח על חשבון חסרי האינפורמציה) במסחר רציף.

גם מבחינה אמפירית, אין תשובה חד משמעית. המחקר הבולט בתחום הינו של Amihud, Mendelson & Lauterbach. עד שנת 1987 נסחרו כל המניות בבורסת תל-אביב במסחר רב צדדי אחת ליום. ב-1987 נוסף שלב מסחר נוסף ("משתנים" - מסחר חצי-רציף) ל-100 המניות ה"פעילות" ביותר. במחקר נמצא שלשינוי הייתה השפעה חיובית על נפח המסחר ועל מחירי המניות (כ-5%). ראוי לציין שהמאמר מתייחס למניות "גדולות" בלבד ולא ניתן להסיק ממנו לגבי מניות "קטנות". בבורסת ריגה, לדוגמה, בוצע בשנת 1998 מעבר למסחר רציף ונמצא שחלקן של המניות ה"קטנות" בנפח המסחר הכולל קטן באופן דרמטי (ואכן בורסה זו ביטלה את המסחר הרציף במניות ה"קטנות").

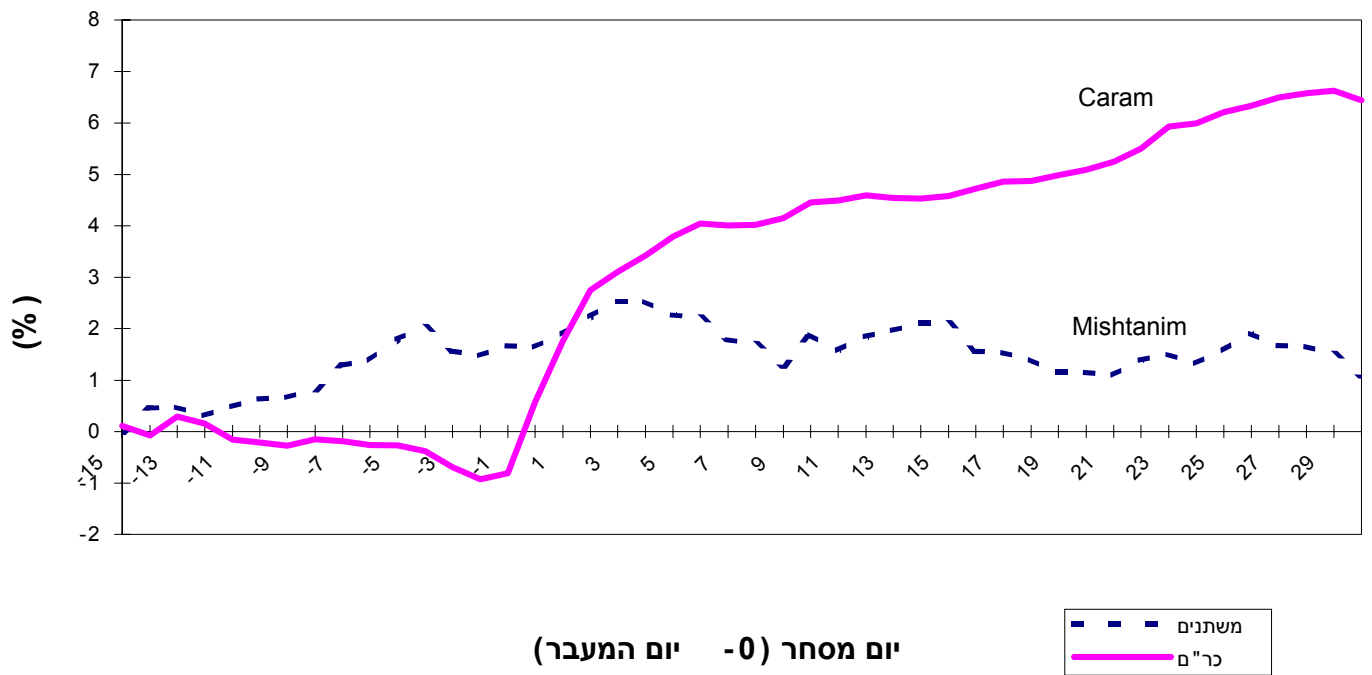
עד אוגוסט 1997 נסחרו כל ניירות הערך בבורסת ת"א במסחר רב-צדדי ממוחשב אחת ליום (נקרא כ"ם או מר"ץ). 100 המניות הפעילות נסחרו בנוסף גם במסחר חצי-רציף שנקרא "משתנים". מאוגוסט 1997 בורסה העבירה את כל הניירות למסחר במערכת הממוחשבת "רציף". מסחר רב-צדדי בפתיחה ולאחר מכן מסחר רציף בעזרת ספר פקודות ממוחשב. המעבר, שבוצע ב-14 מקבצים, ושנסתיים בספטמבר 1998 נתן הזדמנות ייחודית לחקור אמפירית את השאלה: מה השלכות מסחר רציף על מניות דלות סחירות.

המעבר לשיטת המסחר החדשה גרם ליותר משקיעים לבחור לסחור בשלב הרציף (92% מהנפח) מאשר בשלב המסחר הרב-צדדי בפתיחה. לאחר מכן הסתכלנו לכל מניה על נפח המסחר היחסי (נפח במניה חלקי הנפח בכל השוק). נועד לנטרל תנודות בנפח בכל השוק) ומצאנו שבמניות הכ"ם לשעבר (ה "קטנות" - שלא נסחרו בשיטת המשתנים), הנפח ב-40 יום לאחר המעבר היה גבוה ב-17% בממוצע מהנפח ב-40 היום לפני המעבר. כמו כן נמצא במניות אלה שינוי מחיר חיובי של כ-6.5% (מתוקן לתשואת השוק) סביב המעבר. שינוי המחיר נמצא מתואם חיובית לשינוי בנפח (כאן הנפח נמדד במספר במניות ולא בכסף כדי לא ליצור תלות כוזבת). ממצאים אלה (שכולם מובהקים סטטיסטית) מצביעים על תמונה חיובית לגבי המסחר הרציף: גידול בנפח, גידול במחיר וקשר חיובי בין הגידול במחיר ובנפח שמרמז שגידול המחיר נובע מהגידול בנפח. ממצאים חיוביים אלה נמצאו דווקא במניות ה"קטנות" (כ"ם לשעבר). במניות ה"גדולות" ("משתנים" לשעבר) לא נמצאו שינויים משמעותיים, אולי משום שהשינוי בהם היה פחות משמעותי (נסחרו כבר קודם במסחר חצי רציף).

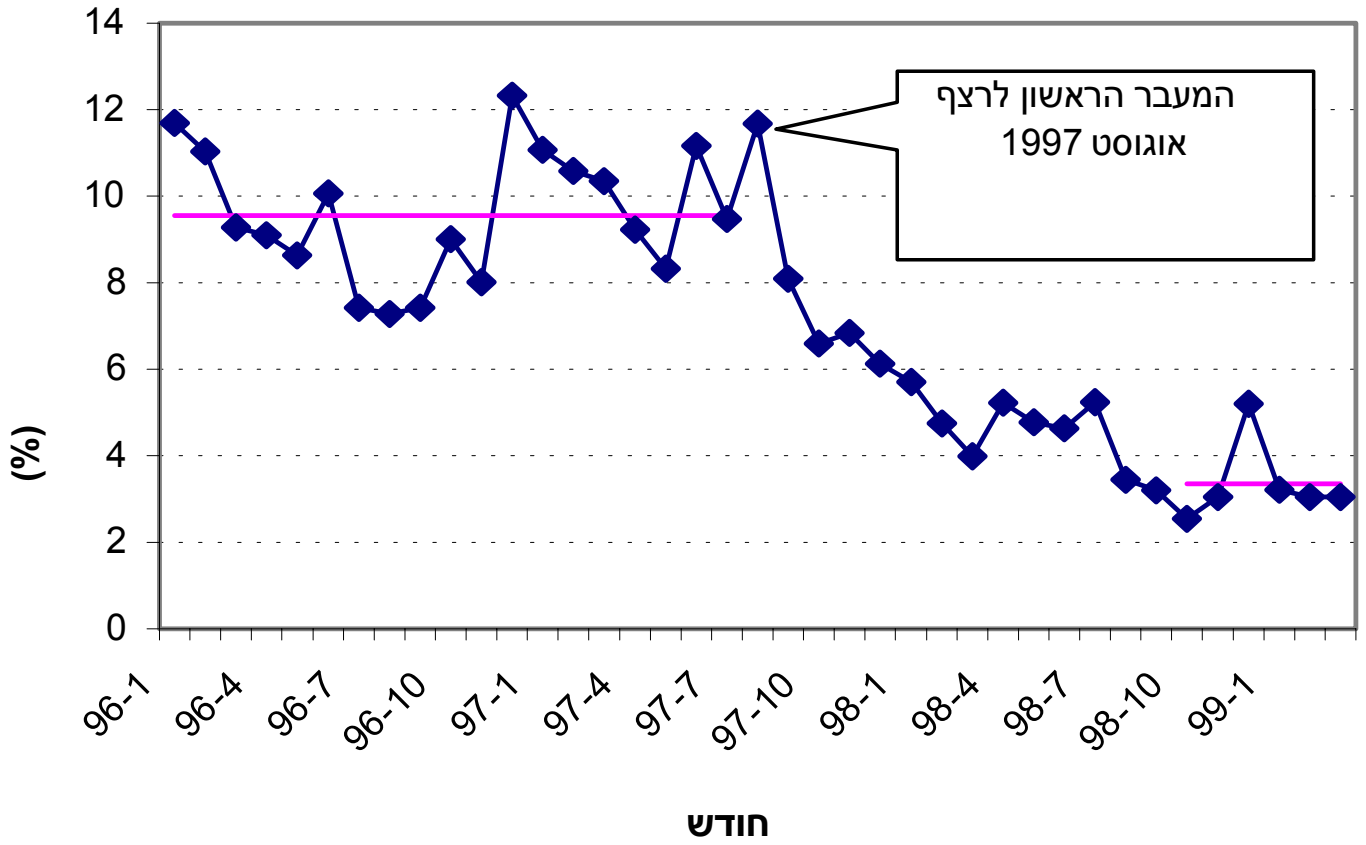
אם מסתכלים לאורך זמן רב על החלק היחסי בנפח המסחר של המניות ה"קטנות" (ארבעת החמישונים התחתונים) רואים ירידה חדה שמתחילה עם יישום מערכת הרציף. בגרף 2 ניתן לראות שלפני הפעלת מערכת הרציף, היוו ארבעת החמישונים

התחתונים כ 10% מהנפח הכללי. לאחר סיום המעבר הם היוו כ 3% מהנפח הכללי. איך ניתן ליישב ממצא זה עם הממצא לגבי עלית הנפח סביב המעברים ? בגרף 3 ניתן לראות את התפתחות נפח המסחר היחסי של המניות שב 31.3.98 עדיין לא עברו למסחר ברצף. כולן היו מניות "קטנות" (כ"מ לשעבר). מניות אלה היוו כ 19% מנפח המסחר בשוק ועם הפעלת ה"רצף" חלק זה ירד והגיע ב 31.3.98 לכ 9% מהנפח הכללי. כלומר המניות ה"קטנות" איבדו מנפח המסחר בהן לא בעקבות מעברן ל"רצף". הן איבדו מנפח המסחר בהן בעקבות מעבר המניות ה"גדולות" ל"רצף". כשהן עברו לרצף חל גידול קטן בנפח המסחר שלהן ובמחירן. בסופו של דבר לאחר סיום מעבר כל המניות ל"רצף", מצבן של המניות ה"קטנות" כנראה הורע: נפח המסחר בהן קטן ובעקבות כך גם נזילותן. המסקנה העיקרית היא ששיטת ה"רצף" מיטיבה באופן יחסי עם המניות ה"גדולות" אבל השארת המניות ה"קטנות" במסחר לא רציף (כבבורסות פאריס, מילנו ואחרות) תרע את מצבן עוד יותר.

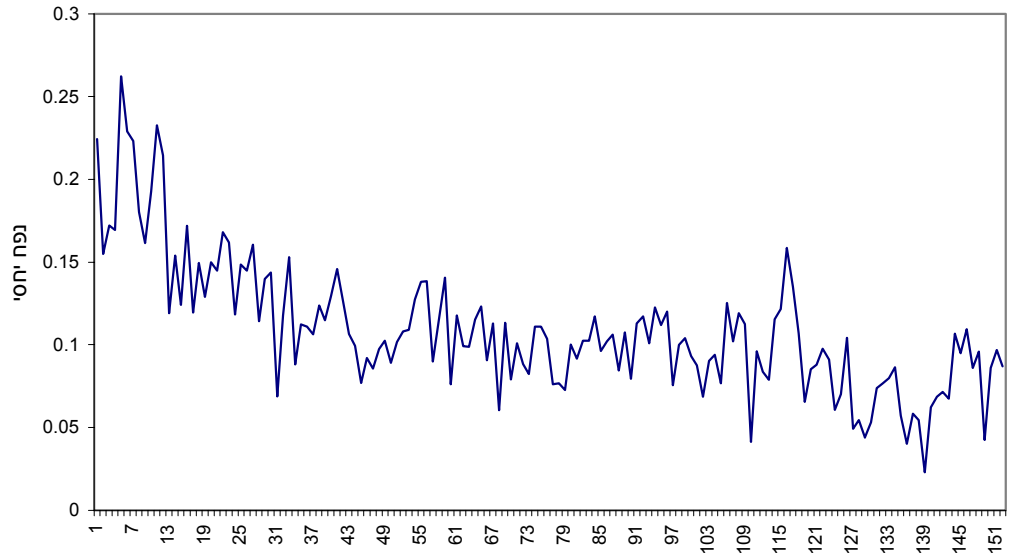
גרף 1 - תשואה מצטברת ( מתוקנת לשוק ) סביב המעבר ל" רצף"



## גרף 2 - נפח מסחר יחסי של ארבעת החמישונים התחתונים



גרף 3 - נפח המסחר היחסי של נירות הערך שב 31.3.1998 עדיין לא עברו לרצף



מספר ימי המסחר מהמעבר הראשון לרצף (באוגוסט 1997)