

הזיקה בין שוקי המניות בארה"ב ובין הבורסה בתל-אביב – מאי 2003 קובי אברמוב ונורית דרור

בין הבורסה בתל-אביב לבין נאסד"ק קיימת זיקה, הנובעת, באופן ישיר, מהמניות הדואליות הנסחרות בשני השווקים, ובעקיפין, כתוצאה מכך שלחברות הנסחרות בתל-אביב, החזקות משמעותיות בחברות הנסחרות רק בארה"ב.

לוח 1 מציג את עיקרי הנתונים על שווי השוק של החברות הדואליות, בהשוואה לנתונים שנתקבלו בסקירה דומה⁽¹⁾, שבוצעה בשנת 1999.

מהנתונים עולה שחלקן של המניות הנסחרות בתל-אביב וקשורות לשוק ההון בארה"ב, בשווי השוק של הבורסה בתל-אביב, עלה מאז מרס 1999, מכ-27% לכ-36%. העלייה מורכבת מעלייה במשקל "טבע", המניה הגדולה ביותר בבורסה בתל-אביב, מ-6% ל-23%, ומהמניות הדואליות החדשות, שמהוות כ-5% משווי השוק.

לעומת זאת, במשקל המניות הדואליות הותיקות, ללא "טבע", ובהחזקות של חברות בורסאיות במניות הנסחרות בארה"ב, חלה ירידה חדה מ-20.5% ל-8%. ראוי להדגיש, כי ירידה זו קוזה בחלקה, עם הצטרפותן של 21 חברות חדשות לבורסה בתל-אביב במסגרת הרישום הכפול. מניות אלו מהוות כיום, כאמור, כ-5% משווי השוק של הבורסה בתל-אביב. ללא הצטרפותן של החברות הדואליות החדשות, בראשן "פרטנר" ו"הריבוע הכחול", הירידה בחלקן של המניות הדואליות מסך שווי השוק בבורסה בתל-אביב היתה חדה עוד יותר.

הירידה הושפעה ממספר תופעות:

- שחיקה משמעותית בשווי של החברות הדואליות הותיקות ובעיקר חברות הטכנולוגיה שבהן.
- ירידה בשווי החזקות של חברות בורסאיות הנסחרות בתל-אביב בחברות הטכנולוגיה הנסחרות רק בבורסות ארה"ב, בעקבות המשבר בחברות הטכנולוגיה.
- מחיקת מספר חברות דואליות ותיקות מהרישום למסחר בארה"ב. הגדולות שבהן: "שופרסל" ו"הכשרת הישוב".
- ביצוע שלושה מיזוגים בקבוצת "אי.די.בי.", שהקטינו את הספירה הכפולה של החזקות בחברות טכנולוגיה ("כלל ישראל", "כלל תעשיות אלקטרוניקה", "אלביטי").
- מכירת החזקות בחברות הנסחרות בארה"ב ע"י חברות הנסחרות בתל-אביב, כגון "בנק הפועלים", שמכר את החזקותיו ב"כור" וב"אמפל".

⁽¹⁾ חגית מיקה, "הזיקה בין שוקי המניות בארה"ב ובאירופה ובין הבורסה בתל-אביב-מרס 1999", החודש בבורסה 213, מאי 1999.

לוח 1: הזיקה בין שוק המניות בתל-אביב ובין שווקי המניות בארה"ב

31.5.2003			31.3.1999			
מס' חברות	שווי שוק במיליארדי	% משוק	מס' חברות	שווי שוק במיליארדי	% משוק	
						השפעה ישירה
1	57.5	23.0%	1	11.7	6.3%	טבע
12	12	4.8%	17	20.2	10.8%	דואליות ותיקות אחרות
21	12.2	4.9%	-	-	-	דואליות חדשות*
34	81.7	32.7%	18	31.9	17.1%	סה"כ השפעה ישירה
33	24.2	9.7%	17	20.2	10.8%	השפעה ישירה, ללא טבע

35	8.1	3.2%	39	18.1	9.7%	סה"כ השפעה עקיפה
----	-----	------	----	------	------	-------------------------

69	89.8	35.9%	57	50.0	26.8%	סה"כ השפעת שוק
	32.3	12.9%		38.3	20.5%	סה"כ השפעת שוק

* דואליות חדשות הן מניות שנרשמו למסחר בתל-אביב במסגרת ה"רישום הכפול", החל מאוקטובר 2000.

דרך אחרת לבדיקת ההשפעה של שוק המניות בארה"ב על הבורסה בתל-אביב הינה בחינת עוצמת הקשר בין מדדי המניות המקומיים למדדי המניות בארה"ב. מבדיקת הקשר בין מדד תל-אביב-100 ובין מדד הנאסד"ק, בשנים 1999 – 2003, עולה, כי קיים מתאם גבוה של 0.8 בין המדדים. ראה גרף 1.

מקובל לייחס חלק ניכר מההשפעה של שוק המניות בארה"ב על הבורסה בתל-אביב למשקלן הגבוה של המניות הדואליות. אולם, מסתבר, כאמור, כי כאשר נמדדת ההשפעה של המניות הדואליות (לרבות ההשפעה העקיפה, אך ללא נתוני "טבע"), מתקבל, כי חלקן ירד באופן ניכר בשנים האחרונות, והוא מסתכם כיום בכ- 13% בלבד.

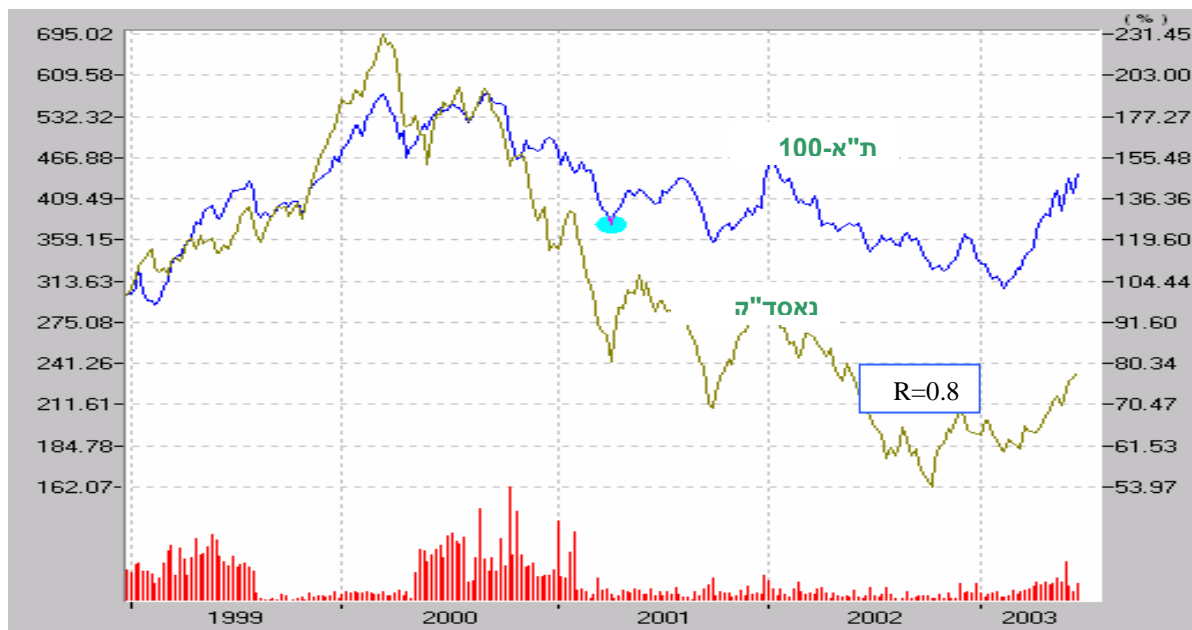
אם ניקח בחשבון את העובדה, שהמתאם בין "טבע" ובין מדד הנאסד"ק בשנים 1999 עד 2003 נמוך מאוד ($R=0.2$)⁽²⁾, מתברר כי עיקר הקשר בין הנאסד"ק והבורסה בתל-אביב, אינו נובע דוקא מקיומן של המניות הדואליות.

מבדיקה של שווקים אחרים בעולם, גם כאלה בהן לא נסחרות מניות דואליות, עולה, כי התופעה של מתאם גבוה בין מדדי המניות המקומיים לבין מדד הנאסד"ק אינה ייחודית לבורסה בתל-אביב, והיא מאפיינת שווקים רבים בעולם. כך, למשל, המתאם בין המדדים של הבורסות של לונדון, פרנקפורט וטוקיו עם מדד הנאסד"ק באותה התקופה הינו 0.8 - 0.7.

המסקנה המתבקשת הינה, כי המתאם הגבוה בין מדדי המניות בשני השווקים נובע מהקשר ההדוק הקיים בין שוקי ההון בעולם בעידן הגלובליזציה ולא דוקא מקיומן של מניות דואליות, הנסחרות בשני השווקים.

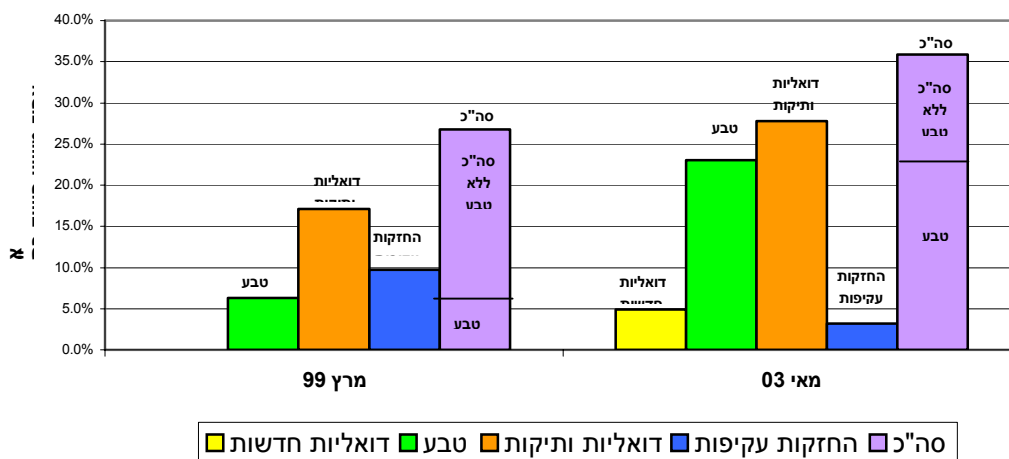
⁽²⁾ המתאם לתקופה שמתחילה ב-1999 ועד ספטמבר 2000, תקופת עליות השערים בנאסד"ק, גבוה יותר - $R=0.55$. לעומת זאת, המתאם בתקופה בה נרשמו בעיקר ירידות שערים בנאסד"ק, מאוקטובר 2000 ועד מאי 2003, היה 0.01.

גרף 1: מדד ת"א-100 ומדד הנאסד"ק מ-1999 ועד היום (במונחים דולריים)



מקור הנתונים : מערכת ביזפורטל (נתונים שבועיים)

גרף 2: הזיקה בין הבורסה בתל-אביב לנאסד"ק



חסבר לנתונים בלוח 1 :

- **ההשפעה הישירה של שוק המניות האמריקאי על שוק המניות בתל-אביב, נמדדה עפ"י שווי השוק של החברות הדואליות בתל-אביב.**
- **ההשפעה העקיפה על תל-אביב נאמדה לפי שווי החזקות בחברות הנסחרות בארה"ב, ונחלקת לשלושה סוגים, לפי הדוגמאות הבאות :**
 - ♦ **"החברה לישראל" מחזיקה ב-28% ממניות החברה הדואלית, "טאואר", בשווי של 340 מיליון שקל, וזה הסכום שנכלל בהשפעה העקיפה.**
 - ♦ **"דנקנר" מחזיקה ב-48% ממניות "מתב" (הנסחרת גם בארה"ב) ששווי-423 מיליון שקל, עולה על כל שווייה של "דנקנר" בתל-אביב, ולפיכך נכלל בהשפעה העקיפה כל שווייה של "דנקנר" בתל-אביב.**
 - ♦ **"גזית" מחזיקה ב-59% ממניות "גזית גלוב", המחזיקה בכ-42% ממניות "אקוויטי 1" הנסחרת בארה"ב, ולכן, נכלל בנתונים החלק היחסי (בשרשור) של שווי החזקות "גזית" ב"אקוויטי 1".**