

בולטות הסיכון וזרמי ההשקעות בקרנות הנאמנות בישראל: המקרה של סימן הקריאה¹

- ב-2010 דרש הרגולטור בישראל להוסיף סימן קריאה מוסגר – (!) – לשמותיהן של חלק מקרנות הנאמנות מתוך מטרה להבליט את הסיכון בהן. בעקבות שינוי חזותי קל זה ירדו זרמי ההשקעות לקרנות אלה באופן משמעותי, הן סטטיסטית והן כלכלית, יחסית לזרמים לקרנות האחרות.
- התיבה מראה כי רגולציה שמתמקדת בהצגת המידע יכולה להשפיע על התנהגות המשקיעים, לפחות בטווח הקצר, גם אם היא אינה מטילה מגבלות על הגופים הפיננסיים או מרחיבה את המידע שעליהם לגלות לציבור. הממצאים רלוונטיים לרפורמות רגולטוריות שונות בישראל ובעולם, בפרט לאלה שמתמקדות בסימון מתוך מטרה להעלות את מודעות הציבור לסיכונים במוצרים פיננסיים.

הספרות בתחום המימון ההתנהגותי מראה כי שינויים באופן ההצגה של מידע, בפרט שינויים בבולטות של חלקים מסוימים ממנו, ממלאים תפקיד משמעותי בהחלטות המשקיעים, וזאת עקב הטיות התנהגותיות ומגבלות מופרות כגון תשומת לב מוגבלת. אולם הראיות לכך נמצאו בתנאי מעבדה, ואין זה ברור אם הן משקפות את התנהגות המשקיעים במציאות. לאחרונה נערכו מחקרים שמשלימים את החסר ותיבה זו מצטרפת אליהם: היא בוחנת כיצד הבולטות של סיכון ספציפי (להבדיל מהסיכון הכולל) השפיעה על המשקיעים במציאות.

התיבה מתמקדת ברפורמה רגולטורית שהבליטה סיכון ספציפי בקרנות נאמנות בישראל, שכן היא דרשה ממנהלי הקרנות להוסיף סימן קריאה מוסגר – (!) – לשמותיהן של חלק מהקרנות המחזיקות שיעור גבוה של אג"ח בדירוגים נמוכים. התיבה מנתחת כיצד השפיע שינוי חזותי קל זה על זרמי ההשקעות לקרנות הנידונות, כלומר כיצד השפיע השינוי בהצגת הסיכון על התנהגות המשקיעים. שינוי זה יוצר הזדמנות ייחודית לבדד את השפעת ההצגה מכיוון שבדרך כלל שינויים כאלה מתלווים לשינויים מהותיים במדיניות ההשקעה או לפחות במידע הזמין למשקיעים, ואילו במקרה הנידון הוא לא נבע מכך. זאת ועוד, שינויים ברגולציה בדרך כלל משפיעים על כל מכשירי ההשקעה שהם מתייחסים אליהם, אולם סימן הקריאה נוסף רק לשמותיהן של חלק מקרנות הנאמנות; לכן קרנות דומות שהסימן לא נוסף לשמותיהן יכולות לשמש קבוצת ביקורת.

מחקרים שונים על קרנות נאמנות בחנו את קבלת ההחלטות המאפיינת את המשקיעים בהן, והם מצאו בין השאר כי היות שחיפוש הקרן המתאימה כרוך בעלויות גבוהות, המשקיעים נוטים להשקיע בקרנות שבולטותן גבוהה הודות לשליכות לחברת ניהול גדולה או לכיסוי תקשורתי נרחב (Sirri and Tufano, 1998). קרנות הנאמנות מבינות את השפעת הגורמים הללו ומגיבות אליהם באופן אסטרטגי באמצעות הגברת מאמצי השיווק (Kaniel and Parham, 2017). עוד נמצא כי קרנות נאמנות הצליחו למשוך השקעות באמצעות שימוש בשם שמשקף סגנונות השקעה פופולריים (Cooper, Gulen, and Rau, 2005). לעומת המחקרים שבוחנים אם החלטות אסטרטגיות שמשפיעות על הנראות מסייעות לקרנות למשוך משקיעים, אנו נבחנו אם החלטה שקיבל הרגולטור (ולא הקרנות) – ההחלטה להוסיף סימן מינורי לשמותיהן של חלק מהקרנות במטרה להדגיש סיכון ספציפי – השפיעה על המשקיעים.

רגולציה פיננסית שנועדה להגן על הצרכנים מציבה אתגר במדינות שונות (Campbell, 2016), ישראל בתוכן (Mugerman, Sade, and Shayo, 2014; צור-אילן, 2017; שדה והרן-רוזן, 2017). רגולטורים בעולם מנסים בשנים האחרונות לפשט את הגילוי לציבור של מידע פיננסי, לשפר את נגישותו, ולהקל על המשקיעים להשוות מוצרים פיננסיים. במסגרת זו – ובעקבות התגברות המודעות לחשיבותה של הצגת מידע – גובר העיסוק בהצגת מידע פיננסי, בפרט נתונים לגבי הסיכונים. בכמה מקרים נעשה בין השאר שימוש בסימן קריאה כדי לסמן סיכונים ספציפיים במוצרי השקעה. בהקשר זה בולטות תקנות הגילוי החדשות באירופה (KIID – Key Investor Information Document).

כתב: נדב שטינברג.

¹ את התיבה כתב נדב שטינברג והיא מבוססת בעיקרה על מחקר בתהליך שעורכים צבי וינר, יבנגי מוגרמן ונדב שטינברג.

Information Disclosure): אלה עושות שימוש באינדיקטור מספרי לסיכון, ומוסיפות סימן קריאה כדי לסמן סיכונים ספציפיים שבגינם אמידת הסיכון הרגילה אינה משקפת באופן מלא את הסיכונים במוצר ההשקעה. תקנות אלה נבחנו באמצעות סקר (IFF Research and YouGov, 2009) ועוררו דיון ציבורי ער על היתרונות והחסרונות הגלומים בשימוש בסימן הקריאה כדי לסמן סיכונים ייחודיים. לכן המקרה שנידון בתיבה זו – הוספת סימן קריאה לשמותיהן של חלק מקרנות הנאמנות בישראל – עשוי להציע לקחים חשובים לרגולטורים ולפעילים בשוקי ההון בעולם.

המשך הדיון בנוי כך: בסעיפים הבאים נתאר את הרפורמה ואת הנתונים ושיטת המחקר. לאחר מכן נבחן כיצד השפיעה הוספת סימן הקריאה על זרמי ההשקעות בקרנות הנאמנות. לבסוף נבדוק כיצד השפיעה ההכרזה הראשונית על הרפורמה על המשקיעים ועל קרנות הנאמנות, בין השאר כדי לבחון הסברים חלופיים לתוצאות שהוצגו בסעיף הקודם. בסעיף האחרון נסכם את הממצאים ונדון בהשלכותיהם.

רפורמת סימן הקריאה

קרנות הנאמנות נמנות עם כלי ההשקעה המרכזיים בישראל, בדומה למצב במדינות אחרות, והן משמשות בעיקר את הציבור הרחב. בסוף 2017 ניהלו 1,437 קרנות נאמנות 243 מיליארדי ש"ח, סכום שמהווה 6.6% מסך הנכסים הפיננסיים של הציבור.

על קרנות הנאמנות בישראל מפקחת הרשות לניירות ערך. ב-1 במרץ 2010 פרסמה הרשות הוראה שדורשת מקרנות נאמנות להוסיף לשמותיהן סימן קריאה עד סוף אותו חודש, אם מדיניות ההשקעה שלהן מאפשרת להחזיק אג"ח ללא דירוג "השקעה" (אג"ח בלתי מדורגות או אג"ח בדירוג נמוך מ-BBB בסולם הדירוג המקומי) בשיעור גבוה מחשיפתן המרבית למניות². ההוראה החדשה החליפה תקנה שדרשה מהקרנות לדווח מדי חודש בדיעבד אם הן התאפיינו בהחזקה כזו באחד או יותר מימי החודש. למיטב ידיעתנו, הרשות לניירות ערך לא ליוותה את הרפורמה במסע פרסום יזום, אולם הרפורמה פורסמה במסגרת הודעה לעיתונות וסוקרה בכמה כתבות בכלי התקשורת, והדבר אולי הגביר את נראותה וכך הסב את תשומת הלב של המשקיעים לשינוי בשמות הקרנות.

הוספת סימן הקריאה לוותה בדיווח לציבור על שינוי שם הקרן ועל משמעותו; התצלום שלהלן ממחיש את התוספת.

שם הקרן לפני השינוי:
מגדל (0A) אג"ח חברות קרן נאמנות (מספר קרן: 5104849)
שם הקרן לאחר השינוי:
מגדל (0A) (!) אג"ח חברות קרן נאמנות
שם הקרן באנגלית לאחר השינוי:
Migdal (0A) (!) Agach Havarot Mutual Fund

מובהר בזה, כי הכללת הסימן (!) בשם של קרן משמעותו, כי על פי מדיניות ההשקעות של הקרן, שיעור החשיפה האפשרי שלה לאג"ח שאינן בדירוג השקעה (כהגדרתן להלן) עשוי לעלות על שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות כעולה מדרגת החשיפה שלה למניות.

הדיווח נעשה באמצעות מערכת ההודעות של הרשות לניירות ערך ושל הבורסה ובאמצעות מכתבים לבעלי היחידות בקרן, אך לא באמצעות פרסום בעיתון – צעד שנדרש במקרים אחרים של שינוי בשם הקרן. עד סוף מרץ 2010

² הוראה זו נוספה להוראות קיימות בדבר סיווג הקרנות והצגת חשיפותיהן למניות ולמט"ח. בפירוט, עוד לפני מרץ 2010 כללו שמותיהן של כל הקרנות בישראל מספר ואות אנגלית שמסמלים, בהתאמה, את חשיפתן המרבית למניות ולמט"ח. בדומה לסימן הקריאה, גם סימונים אלה אינם מייצגים את הסיכון הכולל של הקרן אלא משמשים אינדיקטורים לסיכונים ספציפיים. סימן הקריאה שונה מהם בכך שהוא אינו מתווסף על יסוד תקרת חשיפה קבועה אלא על יסוד תקרה יחסית – יחסית לחשיפת הקרן למניות. לכן ייתכן מצב שבו לשת קרנות יש אותו שיעור חשיפה מרבי לאג"ח שאינן בדירוג "השקעה", אך רק אחת מהן תיאלץ להוסיף לשמה סימן קריאה, וזאת עקב הבדלים בשיעור החשיפה המרבי למניות.

נוסף סימן קריאה לשמותיהן של 110 קרנות נאמנות. הרפורמה מתייחדת בכך שהיא השפיעה רק על הצגת המידע, כלומר היא לא הוסיפה מידע שלא עמד לרשות המשקיעים לפני שכן גם אז

1. מדיניות ההשקעה של הקרנות עמדה לרשות הציבור.
 2. שמות הקרנות כללו מספר שמסמן את חשיפתן המרבית למניות (ואות שמסמנת את החשיפה המרבית למט"ח).
 3. מנהלי הקרנות פרסמו לגבי כל נכס שהחזיקו איזה היקף ממנו הן החזיקו בסוף החודש.
 4. חשוב מכול, מנהלי הקרנות נדרשו לדווח לציבור אם הן מחזיקות אג"ח ללא דירוג "השקעה" בשיעור גבוה מחשיפתן המרבית למניות. נציין כי הדבר מנגיש במרוכז מידע שאפשר לגזור עצמאית מסעיפים 1 ו-3 (מדיניות ההשקעה והיקף ההחזקה) או מסעיפים 2 ו-3 (החשיפה המרבית למניות והיקף ההחזקה).
- יתר על כן, לפי אינדיקציות שקיבלנו, הרפורמה לא הובילה לשינוי שיטתי בדירוג הפנימי שהבנקים מעניקים לקרנות הנאמנות³. זאת ועוד, שיעור הקרנות שקיבלו סימן קריאה ודירוג הפנימי הופחת במרץ 2010 לא עלה על שיעור הקרנות שלא קיבלו סימן ודירוג הופחת. לפיכך נראה כי גם המידע ששימש יועצים פיננסיים להכוונת לקוחות לקרנות נאמנות לא הושפע מהוספת סימן הקריאה.

הנתונים ושיטת המחקר

נשתמש בנתונים ייחודיים על היצירות (inflows) היומיות בקרנות הנאמנות ועל הפדיונות (outflows) היומיים מהן במרץ 2010 (החודש שבו הרפורמה יושמה) ובספטמבר 2009 (החודש שבו טיוטת הרפורמה הוצגה לראשונה). הנתונים למרץ 2010 (ספטמבר 2009) כוללים 25,278 (18,472) תצפיות קרן-יום שמקורן ב-1,222 (1,115) קרנות נאמנות אקטיביות שניהלו 29 (33) חברות ניהול. ממדגם זה ננפה קרנות קטנות במיוחד ותצפיות חריגות (1% התצפיות הקיצוניות, מלמעלה ומלמטה, של ההשקעות).

כדי לאמוד כיצד השפיעה הוספת סימן קריאה לשמותיהן של חלק מהקרנות על הצבירות נטו בהן, נשתמש בשיטת הפרש הפרשים. ההפרש הראשון מתייחס לפער בין קרנות שקיבלו את סימן קריאה לקרנות שלא קיבלו אותו, וההפרש השני – לפער בין הימים שקדמו להוספה לימים שבאו בעקבותיה. משוואת האמידה היא:

$$(1) \text{Flow}_{n,t} = \alpha + \beta * \text{excl_mark}_{n,t} + \lambda_t + \varphi_n + \varepsilon_{n,t}$$

כאשר $\text{Flow}_{n,t}$ מייצג את היצירות בניכוי הפדיונות בקרן n ביום t חלקי סך נכסי הקרן בסוף פברואר 2010; $\text{excl_mark}_{n,t}$ הוא משתנה דמי שערכו שווה ל-1 אם שמה של קרן n ביום t כולל סימן קריאה, אחרת ערכו שווה ל-0; λ_t הוא משתנה דמי ליום t שלוכד את ההשפעה הקבועה של היום; φ_n הוא משתנה דמי לקרן n שלוכד את ההשפעה הקבועה של הקרן. סטיות התקן מקובצות לאשכולות לפי החברה המנהלת. נתמקד באמידה של β , המקדם שלוכד במסגרת הפרש הפרשים את ההשפעה של סימן קריאה על ההשקעה בקרנות מעל ומעבר להבדלים בין הקרנות ובין הימים בחודש. מאחר שהנתונים יומיים, ומאחר שכל בית השקעות הוסיף את סימן קריאה ביום אחר בחודש, אפשר לפקח על המועד המדויק של הוספת סימן קריאה לכל קרן ולכלול בקבוצת הביקורת את הקרנות שלשמותיהן לא נוסף סימן קריאה (כולל קרנות שהסימן התווסף לשמותיהן בתאריך מאוחר יותר בחודש).

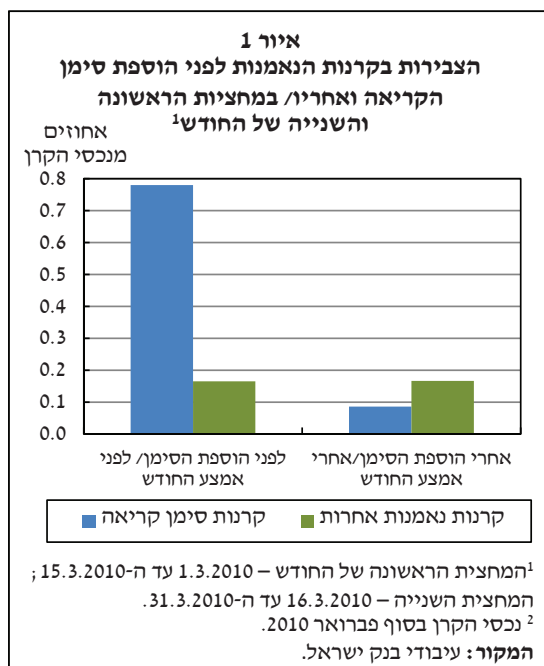
במרץ 2010 נוסף הסימן לשמותיהן של 110 קרנות, רובן הגדול התמחו באג"ח, מתוכן 71% התמחו באג"ח תאגידיות. לפיכך נבדוק, נוסף לכלל הקרנות, גם שתי תת-קבוצות: קרנות אג"ח בלבד וקרנות אג"ח תאגידיות. נוסף לכך נחזור

³ קיבלנו נתונים על דירוג קרנות הנאמנות מאחד מהבנקים הגדולים, בנק שמערך הייעוץ הפיננסי שלו אחראי לחלק ניכר מהייעוץ הפיננסי בישראל.

על האמידה רק בנוגע לקרנות שלשמותיהן נוסף סימן קריאה, תוך הבחנה בין התקופה שקדמה להוספה לתקופה שבאה בעקבותיה.

ההשפעה של הוספת סימן הקריאה

לפני שניגש לאמידה האקונומטרית נייצר תמונה ראשונית בנוגע להשפעת הוספתו של סימן הקריאה: נתמקד בקרנות שהסימן נוסף לשמותיהן במרץ 2010, ונשווה את השיעור הממוצע של הצבירות נטו מסך הנכסים בימים שקדמו להוספה לשיעור הממוצע בימים שבאו בעקבותיה. לשם השוואה נבחן גם את שאר הקרנות, ונשווה את השיעור הממוצע של הצבירות נטו מסך הנכסים במחצית הראשונה של החודש לשיעור הממוצע במחציתו השנייה – ראו איור 1. מהאיור מתברר כי בשעה שבשאר הקרנות אין הבדל בין הצבירות המנורמלות בתחילת החודש לצבירות בסופו (ההבדל אינו מובהק סטטיסטית לפי מבחן t), בקרנות שלשמותיהן נוסף סימן קריאה חלה לאחר מכן צניחה חדה (ומובהקת סטטיסטית ברמת מובהקות של 1%) בצבירות נטו.



כדי לבחון את השפעתה של הוספת הסימן באופן פורמלי יותר, נתבונן בתוצאות האמידה של משוואה (1) בנוגע לכלל הקרנות, קרנות האג"ח וקרנות האג"ח התאגידיות, וכן בנוגע לכלל הקרנות שלשמותיהן נוסף סימן קריאה, כלל קרנות

האג"ח שהוא נוסף לשמותיהן, וכלל קרנות האג"ח התאגידיות שהוא נוסף לשמותיהן – ר' לוח 1. כפי שניתן לראות, ההוספה הובילה לירידה מובהקת סטטיסטית בצבירות נטו. הירידה משמעותית גם מבחינה כלכלית: הוספת הסימן הקטינה את שיעור הצבירות היומיות נטו מנכסי הקרן ב-0.85 נקודת האחוז יחסית לצפוי בלעדית (ה-counterfactual מהאמידה בספציפיקציה העושה שימוש בנתוני כל הקרנות – טור 1 בלוח 1). ירידה זו גדולה פי חמישה לערך מהממוצע של שיעור הצבירות היומיות בקרנות (הממוצע הבלתי מותנה של הצבירות היומיות בכל קרנות המדגם בחודש מרץ 2010 עמד על 0.17% מהנכסים בסוף החודש הקודם).

לוח 1						
השפעת הוספתו של סימן הקריאה על הזרמים היומיים לקרנות הנאמנות						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
excl_mark	-0.85*** (0.16)	-0.50*** (0.13)	-0.87*** (0.16)	-0.51*** (0.13)	-0.95*** (0.14)	-0.66*** (0.13)
Trading Day in March Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Mutual Fund Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	22,370	1,840	15,368	1,819	6,797	1,392
R ²	2.42%	19.48%	3.26%	19.76%	8.27%	26.78%

סטיות התקן מקובצות לאשכולות ברמת חברת הניהול ומופיעות בסוגריים מתחת למקדמים. *, ** ו-*** מציינים מובהקות ברמות של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה. טורים 1 ו-2 מציינים את תוצאות האמידה לגבי כל קרנות הנאמנות ולגבי הקרנות מקבוצת הטיפול, בהתאמה. טורים 3 ו-4 מציינים את תוצאות האמידה לגבי המדגמים החלקיים הכוללים קרנות אג"ח וקרנות אג"ח מקבוצת הטיפול, בהתאמה. טורים 5 ו-6 מציינים את תוצאות האמידה לגבי המדגמים החלקיים עוד יותר – קרנות אג"ח תאגידיות וקרנות אג"ח תאגידיות מקבוצת הטיפול, בהתאמה.

מלוח 1 עולה אפוא כי להוספת סימן הקריאה יש השפעה חזקה על זרמי ההשקעה נטו לקרנות הנאמנות, ומתעוררת השאלה אם השפעה זו נובעת מהיצירות, מהפדיונות או משניהם. Barber and Odean (2008) מראים כי משקיעים קמעונאיים נוטים לרכוש מניות שמושכות תשומת לב ולמכור מניות שכבר נמצאות ברשותם (אף שתיאורטית יש להם אפשרות למכור גם מניות אחרות – בחסר [short sale]). לכן יש מקום לשער כי הוספת הסימן משכה את תשומת ליבם של המשקיעים הקיימים, והדבר אולי הוביל אותם לפדות את החזקותיהם בקרנות. אשר ליצירות, כאן קשה יותר לגבש השערה: סימן הקריאה מעיד על סיכון מוגבר ולכן עשוי להרתיע משקיעים פוטנציאליים, אולם מצד שני הוא מושך תשומת לב ולכן עשוי להוביל לרכישות⁴. השערות נוספות נגזרות מניסויים שערכו (2008) Barron, Leider, and Stack. חוקרים אלה הראו כי אנשים נוטים לקבל החלטות מסוכנות יותר לאחר שהתנסו בסדרה של תוצאות בטוחות. לכן סימן הקריאה עשוי להשפיע על המשקיעים הקיימים פחות מאשר על המשקיעים הפוטנציאליים, שכן האחרונים טרם נהנו מניסיון חיובי בקרנות אלה.

כדי לבחון את ההשערות נחזור על האמידה תוך הבחנה בין יצירות ופדיונות. מהאמידה עולה כי שתי הפעולות הושפעו מהוספת סימן הקריאה: היצירות נמוכות מהצפוי בלעדיה והפדיונות גבוהים מהצפוי בלעדיה. אולם ההשפעה הכלכלית רבה יותר בתחום היצירות, שכן העלייה בפדיונות הסתכמה בכחצי מהממוצע היומי של הפדיונות בתקופת המדגם, ואילו הקיטון ביצירות גבוה מהממוצע היומי של היצירות בתקופת המדגם. ייתכן כי הפער נובע מהתשואות הגבוהות שהניבו קרנות סימן הקריאה בתקופה שקדמה להוספתו: הניסיון החיובי שצברו המשקיעים בקרנות אלה אולי הפחית את רגישותם להבלטת הסיכונים שלהן יחסית לרגישותם של משקיעים פוטנציאליים שלא נהנו מהתשואות הגבוהות.

השפעת ההכרזה על רפורמת סימן הקריאה

רפורמת סימן הקריאה הוצגה לציבור לראשונה בטיטת הוראה שהרשות לניירות ערך פרסמה ב-9 בספטמבר 2009; בתאריך זה הכריזה הרשות על הכוונה להוסיף בעתיד סימן קריאה לשמות של קרנות בעלות חשיפה גבוהה יחסית לאג"ח שאינן בדירוג "השקעה". יש אפוא מקום לבחון (א) את תגובת הציבור לרגולציה הצפויה ו-(ב) את תגובת הקרנות אליה בתקופה שקדמה ליישומה⁵, בין השאר כדי לבחון הסברים חלופיים לתוצאות שקיבלנו.

(א) תגובת הציבור להכרזה

ראינו כי המשקיעים הציגו תגובה חזקה לכך שלשמותיהן של חלק מקרנות הנאמנות נוסף סימן קריאה במרץ 2010, ומתעוררת השאלה אם תגובה זו נובעת רק מהבלטת סיכון ההחזקה באג"ח בדירוגים נמוכים או שאולי היא הושפעה גם משינוי בתפיסה של סיכון זה. בפירוט, מתעורר חשד שמשקיעים ראו ברגולציה החדשה סימן לכך שהרגולטור, הרשות לניירות ערך, מעריך כי יש סיכון מוגבר בהשקעה באג"ח תאגידיות בדירוגים נמוכים. אומנם חשד זה אינו נראה סביר במיוחד, שכן כבר לפני מרץ 2010 נדרשו הקרנות לדווח אם הן מחזיקות אג"ח שאינן בדירוג "השקעה" בשיעור גבוה מהחשיפה המרבית למניות, אך יש מקום להתמודד עימו ישירות.

כדי להבחין בין ההשפעה של הבלטת הסיכון להשפעה הפוטנציאלית של מידע שאולי גלום בהוראת הרשות לניירות ערך, נבחן את תגובת המשקיעים לטיטת הראשונה של ההוראה; זו פורסמה כזכור בספטמבר 2009 ולא לוותה בשינוי השמות בפועל. לשם כך נשתמש באמידה בשיטת הפרש הפרשים: נבדוק כיצד השפיעה הטיטת על הצבירות

⁴ Hirshleifer, Myers, Myers, and Theo (2002) ו-Lee (1992) מוצאים שמשקיעים רוכשים נטו בעקבות הפתעות – חיוביות ושליליות כאחד – בדיווחי הרווחים של חברות.

⁵ תגובת הקרנות לרפורמה עם יישומה מציגה סוגיה נפרדת. בפירוט, ייתכן כי החברות המנהלות את קרנות הנאמנות צפו את ההשפעה השלילית שתצור הוספת הסימן לשמותיהן של חלק מהקרנות שבניהולן, ולכן הן הסיטו את מאמצי השיווק מקרנות אלה לקרנות אחרות שהן מנהלות. הסטה שכזו יכולה לייצר נבואה המגשימה את עצמה: הסטת מאמצי השיווק יכלה להוביל להסטת השקעות מקרנות סימן הקריאה לקרנות אחרות ולהוסיף על השפעת הסימן עצמו. ואולם כאשר בוחנים את כל הפרסומות לקרנות נאמנות שהופיעו במרץ 2010 בשלושת העיתונים הכלכליים המובילים בישראל, מוצאים כי השינויים שחלו בפרסום סביב קבלת סימן הקריאה אינם מסבירים את התוצאות המרכזיות שהצגנו.

נטו בקרנות שהיו צפויות לקבל סימן קריאה (על יסוד הגילוי שהקרנות מסרו לגביי ספטמבר 2009 בנוגע לשאלה אם הן מחזיקות אג"ח שאינן בדירוג "השקעה" בשיעור גבוה מהחשיפה המרבית למניות), ונשווה זאת לצבירות נטו בקרנות שלא היו צפויות לקבל סימן. כפי שניתן לראות בלוח 2 להלן, פרסום הטיטה הוביל להשפעה מינורית בלבד על הצבירות נטו בקרנות, וזאת בניגוד להשפעה החזקה שאליה הובילה הוספת הסימן בפועל.

לוח 2						
ההשפעה של סימן הקריאה על הזרמים היומיים לקרנות הנאמנות בספטמבר 2009						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
expected_excl_mark	-0.05*	0.01	-0.05	0.01	-0.06	0.21***
	(0.03)	(0.05)	(0.03)	(0.05)	(0.05)	(0.07)
Trading Day in September Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Mutual Fund Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16,915	4,464	11,484	4,445	5,098	2,366
R ²	1.83%	4.74%	2.32%	4.71%	8.78%	10.89%

סטיות התקן מקובצות לאשכולות ברמת חברת הניהול ומופיעות בסוגריים מתחת למקדמים. * ** ו- *** מציינים מובהקות ברמות של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה. טורים 1 ו-2 מציינים את תוצאות האמידה לגבי כל קרנות הנאמנות ולגבי הקרנות שהיו צפויות לקבל סימן קריאה, בהתאמה. טורים 3 ו-4 מציינים את תוצאות האמידה לגבי המדגם החלקי הכולל קרנות אג"ח וקרנות אג"ח שהיו צפויות לקבל סימן קריאה, בהתאמה. טורים 5 ו-6 מציינים את תוצאות האמידה לגבי המדגם החלקי עוד יותר – קרנות אג"ח תאגידיות וקרנות אג"ח תאגידיות שהיו צפויות לקבל סימן קריאה, בהתאמה.

(ב) תגובת הקרנות להכרזה

לכאורה סימן הקריאה אקסוגני מבחינת קרנות הנאמנות. ואולם ייתכן שנוצרה סלקציה בקבלתו אם הקרנות פעלו לחמוק ממנו בזמן שחלף בין ההכרזה הראשונית על הרפורמה הצפויה לבין יישומה. כדי להתמודד עם אפשרות זו נתמקד בששת החודשים שקדמו למרץ 2010 ונבחן את דיווחי הקרנות בנוגע לשאלה אם הן מחזיקות אג"ח שאינן בדירוג "השקעה" בשיעור גבוה מהחשיפה המרבית למניות. על יסוד זאת נוהה את הקרנות ה"חשודות" – אלה שהיו צפויות להוסיף סימן קריאה לפי דיווחיהן בספטמבר 2009 עד פברואר 2010⁶, אבל לבסוף לא הוסיפו אותו. מנהלי קרנות שרצו לחמוק מהוספת הסימן יכלו לנקוט שתי שיטות: (א) לשנות את מדיניות ההשקעה ולהעלות את מגבלת החשיפה למניות ו/ או (ב) להפחית ההחזקות באג"ח שאינן בדירוג "השקעה" אל מתחת לחשיפה המרבית למניות.

השיטה הראשונה דורשת לקבל החלטה בדירקטוריון הקרן ולדווח לציבור, ולפיכך היא כרוכה בעלויות ואף עלולה לבלוט יותר מהוספת סימן קריאה לשם הקרן. ואכן, כאשר סוקרים את כל הדיווחים על השינויים שחלו במדיניות ההשקעה במחצית השנה שחלפה בין ההודעה הראשונה על הרפורמה לבין יישומה, מוצאים רק 29 דיווחים על שינויים במדיניות ההשקעה, ו-27 מתוכם נראים אותנטיים, כלומר מאפייניהם מעידים שהם לא נבעו רק מרצון לחמוק מסימן הקריאה. שני השינויים הנותרים משתייכים לאותה חברה לניהול קרנות, ומאפייניהם מרמזים כי ייתכן שהם נערכו במטרה להימנע מסימן הקריאה. השמטת שתי הקרנות הללו אינה משפיעה כלל על התוצאות המרכזיות במחקר זה.

⁶ קרן נחשבת לחשודה אם היא דיווחה כי היא מחזיקה אג"ח שאינן בדירוג "השקעה" בשיעור גבוה מהחשיפה המרבית למניות באחד או יותר מהחודשים שקדמו לרפורמה. תוצאות הניתוח דומות גם אם מתמקדים בדיווחי הקרנות בחודש שבו הכריזו על הרפורמה לראשונה (ספטמבר 2009) או בדיווחיהן בחודש שקדם ליישומה (פברואר 2010).

השיטה השנייה – מכירת אג"ח שאינן בדירוג "השקעה" – כרוכה בעלויות נמוכות יותר ולפיכך אין זה מפתיע שהיא נפוצה בהרבה: 290 קרנות נקטו אותה בחודשים שקדמו למרץ 2010, אולי כדי להימנע מהרגולציה הצפויה. מאחר שקרנות חשודות אלה השתייכו לקבוצת הביקורת בנייתוח המרכזי (לוח 1), נחזור על האמידה לגבי (1) המדגם המלא, (2) קרנות האג"ח ו-(3) קרנות האג"ח התאגידיות, בכל פעם ללא הקרנות החשודות. התוצאות מוצגות בטורים 1–3 בלוח 3, והן דומות לתוצאות העיקריות שהוצגו בטבלה 1; כלומר גם כאשר משמיטים את הקרנות החשודות מקבוצת הביקורת, מוצאים שהוספת סימן הקריאה הפחיתה משמעותית את הצבירות נטו בקרנות הכלולות בקבוצת הטיפול יחסית לצבירות בקרנות האחרות.⁷

הבדיקה האחרונה מתמודדת עם החשש האקונומטרי שהקרנות החשודות מטות את קבוצת הביקורת. אולם אפשר לטעון שדווקא הן מהוות קבוצת ביקורת טובה יותר מפני שהן דומות אקס אנטה לקרנות שלשמותיהן נוסף סימן הקריאה מבחינת הסיכון הספציפי שהרפורמה התמקדה בו. לכן נחזור על הבדיקות המרכזיות לגבי כל קרנות הנאמנות, קרנות האג"ח וקרנות האג"ח התאגידיות (לוח 3, טורים 4–6, בהתאמה), אך הפעם נשתמש רק בתת-המדגם הכולל את הקרנות שלשמותיהן נוסף סימן קריאה ואת הקרנות החשודות. התוצאות מלמדות שגם יחסית לקרנות דומות אקס-אנטה מבחינת הסיכון הרלוונטי, הקרנות שסיכון ההשקעה בהן הובלט באמצעות סימן קריאה סבלו מירידה בצבירות היומיות.

לוח 3						
ההשפעה של סימן הקריאה על הזרמים היומיים לקרנות הנאמנות, לאחר השמטת הקרנות החשודות או כשהן משמשות קבוצת ביקורת						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
excl_mark	-0.05*	0.01	-0.05	0.01	-0.06	0.21***
	(0.03)	(0.05)	(0.03)	(0.05)	(0.05)	(0.07)
Trading Day in March Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Mutual Fund Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16,296	9,378	3,798	6,437	6,353	3,328
R ²	1.38%	1.83%	6.00%	6.90%	7.02%	13.92%
סטיות התקן מקובצות לאשכולות ברמת חברת הניהול ומופיעות בסוגריים מתחת למקדמים. *, ** ו-*** מציינים מובהקות ברמות של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה. טורים 1–3 מציגים, בהתאמה, את תוצאות האמידה לגבי כל קרנות הנאמנות, קרנות האג"ח וקרנות האג"ח התאגידיות, תוך ניפוי הקרנות החשודות. טורים 4–6 מציגים, בהתאמה, את תוצאות האמידה לגבי כל קרנות הנאמנות, קרנות האג"ח וקרנות האג"ח התאגידיות, תוך ניפוי כל הקרנות מלבד הקרנות מקבוצת הטיפול והקרנות החשודות.						

⁷ כדי להתמודד עם האפשרות שחברות ניהול מסוימות חמקו באופן שיטתי מהוספת סימן קריאה לקרנות שבניהולן, חזרנו על הניתוח גם בניכוי רבעון החברות שניהלו את השיעור הגבוה ביותר של קרנות חשודות. התוצאות נותרו דומות לתוצאות העיקריות.

סיכום

השתמשנו בנתונים ייחודיים על היצירות והפדיונות היומיים בקרנות הנאמנות בישראל, ונעזרנו בשיטת הפרש ההפרשים, כדי להראות כי שינוי מינורי בשמותיהן של חלק מהקרנות – הוספת סימן קריאה – גרם לשינוי בהשקעות בהן. הוספת הסימן הפחיתה משמעותית, הן מבחינה סטטיסטית והן מבחינה כלכלית, את ההשקעות בקרנות המושפעות בימים שבאו בעקבותיה, וזאת אף על פי שהצעד רק הבליט את הסיכון בהן; כלומר הוא לא התלווה לשינוי בגורמי היסוד שלהן או במידע הזמין למשקיעים. הרפורמה השפיעה הן על היצירות בקרנות והן על הפדיונות מהן, אך ההשפעה הכלכלית התבטאה בעיקר בירידה ביצירות החדשות בקרנות.

הניתוח בתיבה מעיד כי רגולציה שמתמקדת בהצגת המידע יכולה להשפיע על תפיסת הסיכון של המשקיעים ועל התנהגותם, לפחות בטווח הקצר, גם אם היא אינה מגבילה את השקעות הגופים הכפופים לרגולטור ואפילו אינה מרחיבה את דרישות הגילוי למשקיעים. נותר למחקר עתידי את השאלה אם שינוי בדרך ההצגה של מידע יכול להשפיע על התנהגות המשקיעים גם בטווחים ארוכים יותר (חודשים ואף שנים). אין זה פשוט לבחון שאלה זו באופן אמפירי⁸, וייתכן שהתשובה עליה תלויה באופי הרפורמה ובתשומת הלב הציבורית שהיא מקבלת⁹.

הממצאים לגבי רפורמת סימן הקריאה רלוונטיים לרגולטורים – בישראל ובעולם – שבוחנים אם לערוך רפורמות, במיוחד כאלה שמתמקדות בסימונים כדי להגן על משקי הבית מסיכונים במוצרים פיננסיים. לשם המחשה, הממצאים עשויים לתרום לדיון על ההשפעה הפוטנציאלית של תקנות KIID, ובפרט של השימוש שהן עושות בסימן קריאה כדי להבליט סיכונים ייחודיים. הממצאים רלוונטיים גם לרפורמות מקבילות בתחומים אחרים, למשל סימון מוצרי מזון במדבקות בצבעים שונים לפי תרומתם לבריאות הצרכנים.

ביבליוגרפיה

הרן-רוזן מ' וא' שדה (2017), "האם הרגולציה הפיננסית מתעלמת בלא כוונה מאוכלוסיות מוחלשות? בחינה של הקשר בין הטמעת רגולציה בעזרת כלים דיגיטליים לבין אוריינות פיננסית אובייקטיבית וסובייקטיבית", סדרת ניירות לדיון בנק ישראל.

צור-אילן נ' (2017), "השפעת מגבלות אשראי על בחירות הלווים בשוק הדיור: המקרה של המגבלה על שיעור המימון", סדרת ניירות לדיון בנק ישראל.

Barber, B. M., and T. Odean (2008), "All That Glitters: The Effect of Attention and News on The Buying Behavior of Individual and Institutional Investors," *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.

Barron G., S. Leider, and J. Stack. (2008), "The Effect of Safe Experience on a Warning's Impact: Sex, Drugs, and Rock-n-Roll," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 106(2), 125–142.

⁸ הממצאים הנוכחיים מבוססים כזכור על נתונים יומיים לאורך חודש אחד. בדיקה לאורך זמן ארוך יותר עלולה להוביל לכך שגורמים שאינם קשורים לרפורמה, אך לאורך זמן משפיעים באופן דיפרנציאלי על קרנות נאמנות שונות, יאפילו על השפעת הרפורמה. כמו כן, הרפורמה יושמה באופן הדרגתי ולכן האמידה היומית כללה בקבוצת הביקורת גם קרנות שקיבלו את הסימן אחרי יום האמידה; אולם אם נשתמש בנתונים בתדירות חודשית, קבוצת הבקרה תכלול רק את הקרנות שלשמותיהן כלל לא נוסף סימן קריאה, ולכן הן צפויות להיות שונות יותר מקבוצת הטיפול. לבסוף, תמהיל המשקיעים בקרנות יכול להשתנות במשך הזמן, ולכן ייתכן שיידרשו נתונים ברמת המחזיק כדי לנתח לעומק את השפעות הרפורמה בטווח הארוך.

⁹ אולם בחינה של שוק קרנות הנאמנות בעת האחרונה מרמזת כי הרפורמה לא הובילה לפגיעה ארוכת טווח בקרנות שקיבלו סימן קריאה. בפירוט, השווינו את קרנות הסימן בסוף 2017 לקרנות הסימן במרץ 2010. מצאנו שבמרץ 2010 היו קרנות הסימן 9% מכלל קרנות הנאמנות ובסוף 2017 – כ-12%; זאת ועוד, במרץ 2010 ניהלו קרנות הסימן פחות מ-13% מסך נכסי הקרנות וב-2017 – כ-15% ממנו. ממצאים אלה אינם תומכים בהשערה שהוספת הסימן הרתיעה חלק גדול מהמשקיעים למשך זמן.

- Campbell, J. Y. (2016), "Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation," *American Economic Review*, 106(5), 1–30.
- Cooper, M. J., H. Gulen, and P. R. Rau (2005), "Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows," *The Journal of Finance*, 60(6), 2825–2858.
- Hirshleifer, D. A., J. N. Myers, L. A. Myers, and S. H. Teoh, (2008), "Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence from Personal Trades," *The Accounting Review*, 83(6), 1521–1550.
- Kaniel, R. and R. Parham (2017), "WSJ Category Kings: The Impact of Media Attention on Consumer and Mutual Fund Investment Decisions," *Journal of Financial Economics*, 123(2), 337–356.
- Lee, C. M. C. (1992), "Earnings News and Small Traders," *Journal of Accounting and Economics*, 15, 265–302.
- Mugerman, Y., O. Sade, and M. Shayo (2014), "Long Term Savings Decisions: Financial Reform, Peer Effects and Ethnicity," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 235–253
- Sirri, E. R. and P. Tufano (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows," *The Journal of Finance*, 53(5), 1589–1622.