

תוכן עניינים

תקציר	2
1. מבוא.....	3
2. סקר ספרות..	5
2.1. בחירות ומדדי בורסות, שוק ההון	6
2.2. בחירות ומדדי מקרו כלכלה אחרים	10
2.3. תוצאות בחירות ותשואות חברות	12
2.4. מקרה של ישראל.....	14
2.5. אפיון מודלים של השפעת תוצאות הבחירות על שוק ההון.....	15
3. דיון ומסקנות	20
מקורות	22

1. מבוא

הנושא של השפעת מערכת בחירות על שוק ההון במשך תקופה ארוכה נמצא במוקד המחקר האקדמי. חוקרים מנתחים שינויים בשוק ההון, ואיך הם מושפעים על ידי תהליכים חברתיים, ובפרט, בחירות במדינה. לגבי הקשר בין בחירות במדינות דמוקרטיות למדדי מקרו כלכלה, יש לציין כי מצד אחד מנתים במחקרים את ההשפעה של מצב הכלכלה במדינה על תוצאות הבחירות. מצד שני, בחירות עצמן עשויות להשפיע על המקרו כלכלה. למשל, פוליטיקאים יכולים לנסות להוריד את שיעור האבטלה לפני הבחירות כדי להעלות את סיכוייהם של בחירה מחדש. זה יכול לעבוד, למשל, באמצעות שליטת הפוליטיקאים על מדיניות הכספים/מיסים. בחירות יוצרות אי וודאות לגבי מדיניות ממשלתית עתידית, שיכולה להשפיע על החלטות כלכליות של חברות לפני כניסת המדיניות לתוקף (Honig, 2020).

אחת מהנחות היסוד של השערת ה"הצבעה הכלכלית" (או קשר בין מערכת בחירות למקרו כלכלה, ובפרט, לשוק ההון) היא שאזרחים מצביעים לממשלה אם הכלכלה הלאומית מצליחה. שרשרת ההשפעות הסיבתית בהשערת ההצבעה הכלכלית מתחילה מהאינדיקטורים הכלכליים האובייקטיביים, עוברת דרך דעת המצביעים על המשק, ואז להצבעה. בישראל, כמו במדינות אחרות עם מערכת קואליציונית רב-מפלגתית, המצב עם ההצבעה הכלכלית מורכב מאוד מכיוון שראש הממשלה ושר האוצר (התיק האחראי על יוזמות מדיניות מקרו-כלכליות) אינם בהכרח חברים באותה מפלגה (Sheafer, 2008). לכן, באופן כללי השינוי ברמת אי-וודאות לפני הבחירות (גבוהה יותר) ואחרי הבחירות (גבוהה פחות) צפוי להיות משמעותי מאוד. מה שיכול להסביר השפעת הבחירות על שוק ההון אשר "לא אוהב" אי-וודאות.

בעבודה הנוכחית מתוכנן לבחון, בעזרת סקר ספרות מורחב ושימוש בנתונים סטטיסטיים שפורסמו, מערכת בחירות משפיעה על שוק ההון, והאם ההשפעה הזו מובהקת סטטיסטית בהנחות העבודה ולפי תוצאות הסקרים שנלמדו. יבחנו מדדים וקריטריונים רבים של ההשפעה הנ"ל. במטרה זו החוקרים מנתחים, למשל, שינויים בערך ממוצע ובתנודתיות מדדי בורסות על סמך הנתונים הזמינים לכל לקוחות בורסות לניירות ערך, ובכלל, לקהל רחב במדינות דנוקרטיות. נתיחס גם להנחות עבודה שונות במחקרים בנושא. דוגמה של ההנחות האלה: הציפיות הרציונאליות לאינפלציה גבוהה יותר תחת ממשלות השמאל, מורידות את נפח המניות הנסחרות בשוק המניות. הירידה בהיקף המסחר מובילה לירידה במוצע והתנודתיות של מחירי המניות, לא רק בזמן אי-שקט של ממשלות שמאל, אלא גם כאשר הסוחרים מצפים ממפלגת השמאל לזכות בבחירות (Leblang & Mukherjee, 2005).

ובאופן כללי יותר, השפעת הבחירות על בורסות הניירות ערך ועל מרכיבים אחרים של שוק ההון הוא נמצא במרכז הדיונים בתורת המימון. כך בניתוח של Leblang & Mukherjee (2005) על בסיס הנתונים מארה"ב, מהתקופה 1900-2000 (Dow-Jones index) נמצא קשר שלילי מובהק סטטיסטית בין נשיאות המועמד ממפלגה דמוקרטית לבין תשואות שוק מניות הערך.

ועוד על הקשר בין תוצאות הבחירות להתנהגות שוק ההון: בניתוח של נתונים מארה"ב, 1956-1992, המדד S&P400, נמצא כי ישנם סימנים של מחזור של ארבע שנים במחירי המניות התעשייתיות המאופיינות בירידה חדה של המדד בסוף המחצית הראשונה של תקופת הנשיאות, בת 4 שנים, והתאוששות מהירה לאחר מכן. התקבלו תוצאות דומות הן במחירים נומינליים הן במחירים ריאליים (Gärtner & Wellershoff, 1995).

ומה קורא במשק הישראלי? בישראל, פרט מעניין מהקשר בין תוצאות הבחירות לבין שוק ההון הוא שהקשר הזה יכול להיות מובהק סטטיסטית רק בענפים מסויימים של המשק. כך, במאמרו של (Lehrer, 2018) החוקר השתמש בנתונים של בחירות לכנסת בשנת 2015 בישראל כדי להעריך כיצד השוק

2. סקר ספרות

כמה הערות כלליות לפני שניתן תוצאות סקר הספרות המלא בנושא. ההערות תעזורנה להציג באופן עקבי את תוצאות הסקר.

אי-וודאות פוליטית בהקשר לנושא העבודה הנוכחית, חשוב להדגיש כי תוצאות הבחירות הן באופן כללי ביטוי לאי-וודאות פוליטית. נמצא במחקרים כי אי וודאות פוליטית סביב בחירות יכולה להשפיע על האופן בו השקעות החברות (סה"כ השקעות) מגיבות למחירי המניות. זאת אומרת, לא רק תגובה של מחירי מניות לתוצאות הבחירות חשובה אלא גם איך חברות מגיבות לשינויים במחירי מניות בזמן קבלת החלטות על השקעות (למטרות שונות). בפאנל גדול של הנתונים מבחירות ברחבי העולם, נמצא כי ההשקעות פחות רגישות למחירי המניות בשנות הבחירות בהשוואה לשנים שאינן בחירות. הירידה ברגישות השקעה – מחיר מניות מוסברת על ידי כך שמחירי המניות הם פחות אינפורמטיביים במהלך שנות הבחירות, מה שמוסיף רעשים למידע שהם אמורים לתת למנהלי החברות. יתר על כן, הירידה ברגישות השקעה – מחיר מניות גדולה יותר כאשר תוצאות הבחירות פחות ודאיות, במדינות עם שחיתות גבוהה יותר, בעלות מדינה גדולה (במשטרים קרובים למשטרים סוציאליסטיים) ופתיחות מידע על פוליטיקאים נמוכה יותר. לבסוף, החוקר מראה כי אי וודאות בבחירות מובילה להקצאת הון לא יעילה, ומפחיתה את ביצועי החברה (Durnev, 2010).

תנודתיות גבוהה יותר בשוק המניות במאמרם של Białkowski et al. (2008) החוקרים בוחנים על מדגם של 27 מדינות OECD האם אירוע הבחירות הארצי גורם לתנודתיות גבוהה יותר בשוק המניות. נמצא כי תנודתיות תשואה של מדד במדינה ספציפית יכולה לגדול פי שניים במהלך השבוע סביב יום הבחירות. זה מעיד על כך שהמשקיעים מופתעים מתוצאת הבחירות בפועל. מספר גורמים כמו מרווח הניצחון הצר, היעדר חוקי הצבעה חובה, שינוי האוריינטציה הפוליטית של הממשלה או כישלון בהקמת קואליציה עם רוב מושבים בפרלמנט, תורמים משמעותית לעוצמת ההלם בבחירות (למנהלי חברות, אנשי כספים). לממצאים של המחקר הזה יש השלכות חשובות על אסטרטגיות אופטימליות של משקיעי שוק המניות דוחי סיכון ומשתתפים בשווקי האופציות.

בחירות ותשואות עודפות בשוק ההון במחקרה של Hislaire (2017) החוקרת מדגישה את ההשפעה הפוטנציאלית של בחירות לאומיות על ביצועי שוק המניות ב-29 מדינות OECD בתקופה שבין 1989 ועד 2016. היא משתמשת בשיטות של חקר אירועים ורגרסיה במטרה להדגיש את תנועת התשואות החריגות סביב הבחירות ולבחון את המובהקות של כמה גורמי השפעה על התשואות החריגות. באמצעות חקר אירועים, נמצאו השפעות מובהקות הן בטווח הארוך והן בטווח הקצר סביב האירוע של בחירות. יתר על כן, נראה כי מאפיינים מסוימים של הבחירות משפיעים חזק במיוחד על תשואות חריגות בשוק ההון. לא נמצאה מובהקות של מקדמי הרגרסיה של תשואות שוק ההון. במחקר זה זוהו שלושה גורמים עיקריים המשפיעים חיובית ובאופן מובהק על הקשר בין הבחירות לבין ביצועי הבורסה לניירות הערך: (א) הניצחון של מועמד ימני, (ב) מרווח הניצחון הגדול והעובדה שהמפלגה הנבחרת לא משתנה מהמחזור הקודם. עם זאת, יש להיות זהיר בהקשר לתוצאות מכיוון שגורמי הרגרסיה אינם מובהקים במחקר זה.

תיאוריה של מחזור עסקי פוליטי לפי התיאוריה הזו (Nordhaus, 1975), המועמדים הפוליטיים ינסו לגרום למחזור כלכלי שממקסם את הסיכוי שלהם להישאר בתפקיד. ליתר דיוק, הם ינהגו במדיניות מרחיבה כדי להפחית את האבטלה רגע לפני הבחירות ולהשאיר את המשימה הלא נעימה לרסן את האינפלציה עד לסיום