

מחלקת המחקר



בנק ישראל

כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל

והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיתום¹

חדוה בר* רנט לוקומט** אהוד נחמני***

סדרת מאמרים לדיון 2002.06
אוגוסט 2002

¹ החוקרים מודים לפרוים ספיר על תמיכה שהעניק לכתובת מחקר זה. ברצוננו להודות ליאיר אורגלר, עמי ברנע, עובד יושע, ישי יפה, שאול לאך, יונה רובינשטיין, ומשתתפי הסמינר במחלקת המחקר, על שיחות והערות מועילות, לנציגי הבנקים להשקעות אשר נענו לסקר שערכנו, ובפרט למר דני פישמן, מבנק ההשקעות תמיר פישמן.

* מחלקת המחקר, בנק ישראל <http://www.boi.gov.il>

** חברת ERCG.LTD, לשעבר בנק ישראל.

*** חברת TRIANGLETECH.LTD, לשעבר בנק ישראל.

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל

והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיתום

תקציר

שנים רבות בנקים זרים לא נכנסו לפעילות בישראל, למרות פתיחתו של המשק, ואף בתחילת שנות התשעים, לאחר הסרת החרם הערבי עליו. בשנים האחרונות, על רקע תהליך הגלובליזציה בעולם, חל שינוי במצב זה, ובנקים זרים החלו לפעול בישראל. המחקר הנוכחי מתחקה אחר הכניסה לארץ של בנקים זרים להשקעות - המציעים לחברות בעיקר שירותים פיננסיים הנלווים לגיוסי הון לצורכי השקעה. מטרתנו הנה לבחון האם היתה כניסה פיסית בהיקף משמעותי של בנקים להשקעות; ובפרט לבחון כיצד הכניסה השפיעה על שווי המשקל התחרותי שנוצר: האם מגוון רחב של חברות במשק נהנה ממנה או רק חלק מסוים מהן. ההתמקדות שלנו הנה בשירותי החיתום של הנפקות, המהווים חלק מרכזי מפעילות בנקים להשקעות בישראל. בסיס המידע בו נעשה שימוש במחקר הנו ייחודי וכולל סקר שערכנו בין הגופים הפיננסיים הזרים הפועלים בארץ, ומידע על זהות החתמים ומחירי החיתום בכל ההנפקות הראשוניות של חברות תעשייה ותוכנה ישראליות בארץ ובארה"ב בשנות התשעים.

אנו מראים שבמחצית השניה של העשור גדלה מאוד הפעילות של בנקים זרים להשקעות מול חברות ישראליות, כאשר רובה נעשה באמצעות נוכחות פיסית בישראל (להלן "כניסה"). גידול זה חל בתקופה בה הפעילות בבורסה המקומית היתה בשפל. בסוף שנת 2001 עשרים בנקים זרים להשקעות היו בעלי כתובת בישראל. בחינת שוק החיתום מעלה כי הבנקים הזרים תפסו נתח משמעותי מהפעילות בו. עם זאת, הם בחרו להתמחות באופן מלא רק בחברות שפנו לגיוסי מקורות מימון בחו"ל, ולא היו מעורבים כלל בהנפקות של חברות ישראליות בבורסה המקומית (גם בסוף העשור, כאשר שוק ההון המקומי חזר וגאה). אנו מוצאים כי על רקע כניסה סלקטיבית זו ויציאת החברות הישראליות להנפקות בבורסות בחו"ל, נוצר בידול בהתפתחות מחיר שירותי החיתום: הוא ירד (באופן מובהק) עבור חברות שקיבלו שירותי מבנקים זרים ופנו לגיוס מקורות מימון בחו"ל, ולעומת זאת עלה באופן משמעותי (ומובהק) עבור החברות שלא קיבלו שירותי מהבנקים הזרים, ונותרו לגייס מקורות מימון בבורסה המקומית בסיוע בנק להשקעות מקומי. אנו מוצאים שעליה זו במחיר הושפעה מסלקציה של חברות שנוצרה בעקבות הכניסה של הבנקים הזרים למשק ויציאת החברות לחו"ל.

המסקנה העולה מהעבודה הנה כי פתיחת המשק לחו"ל, הכניסה של המתווכים הזרים והיציאה של החברות הישראליות לגיוס מקורות מימון בחו"ל, הובילו להגברת התחרות בשוק החיתום של חברות ישראליות. עם זאת, הגידול בתחרות היה רק על נישה של חברות, בעוד החברות שלא נכללו בנישה שקיבלה שירותים מבנקים להשקעות זרים נאלצו לשלם מחיר גבוה יותר עבור שירותי החיתום. עליית מחיר זו יכולה לבטא תמחור "נכון יותר" (סלקציה שהתבטאה בהשפעה על ההיצע), או לחילופין לבטא ניצול כח שוק של הבנקים להשקעות המקומיים מול החברות שלא היתה להן יכולת לפנות להנפקה בחו"ל (סלקציה שהתבטאה בהשפעה על הביקוש). ממצאי המחקר מהווים אינדיקציה לכך שגם בעתיד ניתן לצפות כי כניסה של מתווכים פיננסיים זרים למשק – לדוגמה בנקים מסחריים, לא תתבטא בתחרות גורפת מול המערכת הפיננסית המקומית, מכיוון שתהיה רק לתחומים בהם לאותם בנקים יש יתרון יחסי, או לשירותי לקוחות בעלי קשרים פחות הדוקים עם מערכת הבנקאות המקומית.

מילות מפתח: גלובליזציה, כניסה, בנקים להשקעות, חיתום

1. מבוא

האם בשנים האחרונות היתה כניסה משמעותית של מתווכים פיננסיים זרים לישראל? התחקות שערכנו אחר ההתפתחויות בשוק הכספים וההון בעשור האחרון מעלה שהתשובה לכך הנה כן. כניסה זו מעוררת שתי שאלות מרכזיות: האם היא היתה הומוגנית, או שאופיינה בהתמחות בנישה צרה של שירותים או לקוחות (differentiated services)? וכיצד השפיעה על מחיר השירותים הפיננסיים? המחקר הנוכחי מתמקד בשאלות אלה, תוך תיאור וניתוח הכניסה של הבנקים הזרים להשקעות לישראל בכלל ולשוק החיתום של חברות ישראליות בפרט.

בנקים להשקעות עוסקים בתחומים רבים שאינם נכללים בתיווך "קלאסי" של מתן אשראי וגיוס פיקדונות – בו מתמחים בנקים מסחריים. בין היתר, הם מציעים שירותים לחברות הרוצות לגייס מקורות מימון בבורסות – שירותי חיתום. שירותים אלה כוללים הסרת א-סימטריה במידע, הקיימת בין החברה הרוצה לגייס מקורות מימון (בפרט אם ניירות הערך שלה עדיין לא נסחרים בבורסה), לבין המשקיעים הפוטנציאליים בניירות ערך אלה. מכיוון שמקורות מימון בורסאיים מהווים מנוף לצמיחה כלכלית, פעילות החיתום שעושים בנקים להשקעות הנה חשובה.

בסיס המידע במחקר נגזר משני מקורות עיקריים: הראשון – סקר שערכנו במהלך 2001 לצורך המחקר הנוכחי, ובו פנינו לגופים הפיננסיים הזרים הפועלים בישראל. המידע שנאסף בסקר הנו בעיקר על מועד תחילת פעילותם בארץ; שיטת הכניסה למשק – האם היא בוצעה דרך הקמת נציגות, סניף או שיתוף פעולה עם מתווכים פיננסיים מקומיים; ותחומי הפעילות העיקריים בהם עוסקים אותם גופים פיננסיים זרים. המקור השני – הנו מאגר נתונים ייחודי שאספנו לצורך בחינת היקף והשפעת הכניסה על שוק החיתום של הנפקות, מתוך מידע המתפרסם בתשקיפי כל חברות התעשייה והתוכנה אשר גייסו מימון בבורסה בתל-אביב ובבורסות בארה"ב במהלך השנים 1990 עד 2000 בהנפקה ראשונית (Initial public offerings–IPOs)¹. הנתונים שנאספו מהתשקיפים כוללים בין היתר מידע על זהות החתמים המנפיקים – באמצעותו סיווגנו את ההנפקות לאלה שלוו על-ידי בנקים זרים להשקעות, ואלה שלא; מחירי החיתום – על מרכיביהם השונים; ומאפיינים נוספים של ההנפקה והחברה המנפיקה. אנו קושרים בין שני מקורות המידע

¹ ההתמקדות רק בהנפקות ראשוניות נובעת מכך שהנפקות אלה הן מיוחדות: עדיין לא קיים מידע ציבורי רחב על החברות המנפיקות, ולכן החתם בהנפקה צריך לתמחר את הסיכון הנובע מהעדר קיומו של מוניטין לחברה. לא כך הדבר במקרים של הנפקות חוזרות-בהן מניות החברה נסחרות כבר בבורסה, וקיים גם מחיר שוק למניות אלה.

הני"ל – סקר הבנקים הזרים להשקעות שנכנסו למשק ומאגר החברות שנעזרו בסיוע של חתמים בעת גיוס הון בבורסות השונות – וכך מזהים את היקף הפעילות של הבנקים הזרים מול חברות ישראליות, שבוצע דרך כניסה פיסית לישראל, לעומת הפעילות שבוצעה ללא כניסה כזו.

הממצאים הבולטים המתקבלים במחקר הם :

- במהלך שנות התשעים, ובפרט במחצית השניה, החלו בנקים להשקעות זרים רבים לפעול מול חברות ישראליות, תוך נוכחות פיסית בישראל. בסוף שנת 2001 עשרים בנקים זרים להשקעות היו בעלי כתובת בישראל.
- התמקדות בשוק החיתום מעלה שמשקלם של הבנקים הזרים להשקעות בו הפך למשמעותי: שליש מההנפקות הראשוניות של חברות תעשייה ותוכנה ישראליות בכל העשור לוו על-ידי חתמים זרים.
- פעילות הזרים מול חברות ישראליות נעשתה בחלקה הגדול באמצעות הנוכחות הפיסית בישראל: בכ-70% מההנפקות של חברות ישראליות שלוו על-ידי חתמים זרים, היה לפחות חתם (מוביל) זר אחד בעל נוכחות פיסית כלשהי (לפי הגדרתה במחקר) בארץ. משקל זה אף היה גבוה יותר במחצית השניה של העשור. זאת למרות קיומם של אמצעי תקשורת המאפשרים לחברות לקבל שירותים פיננסיים גם ממתווכים אשר אינם בעלי נוכחות פיסית כאן.
- הבנקים הזרים בחרו להתמחות באופן מלא בנישה מסוימת של לקוחות: חברות שפנו לגיוס מקורות בחו"ל. הם בחרו שלא לשרת כלל חברות שמגייסות מקורות מימון בשוק המקומי (בורסת תל-אביב).
- במקביל, הבנקים הישראליים "ויתרו" לחלוטין על מתן שירותים ישירים לחברות שפנו לגיוס מימון בחו"ל, ונותרו לשרת את יתר החברות שגייסו מקורות בבורסה בארץ. הם היו מעורבים באופן עקיף בחלק מההנפקות בחו"ל – דרך שותפות עם הבנקים הזרים. ממצא זה והקודם מובילים לכך שלא ניתן לזהות בין הכניסה של הבנקים הזרים ליציאה של החברות הישראליות להנפקות בחו"ל. אולם המתאם המלא בין השניים יכול להתפרש באופן הבא: בנק זר הוא "גורם ייצור" הכרחי ליציאה של חברה להנפקה בחו"ל.

בחינת השפעת הכניסה של הזרים והיציאה של חלק מהחברות לחו"ל הובילה לממצאים

הבאים :

– מחיר שירותי החיתום לא התפתח באופן אחיד לסוגים השונים של החברות: הוא ירד עבור החברות שפנו לחו"ל וקיבלו סיוע מבנק זר, ולעומת זאת עלה מאוד עבור החברות שפנו לבורסה המקומית באמצעות חתם מקומי.

בחנו האם עליית מחיר זו – לחברות שנתרו לקבל שירותים מבנקים מקומיים, נבעה מסלקציה לקוחות שנוצרה על רקע כניסת הבנקים הזרים. בחינה זו נעשת על-ידי אמידה של שני שלבים: בראשון זוהו החברות הישראליות שלא קיבלו שירותי חיתום מבנקים זרים להשקעות ושורתו על-ידי בנקים מקומיים. מצאנו שאכן ישנם מאפיינים ייחודיים לחברות אלה – כלומר נוצרה סלקציה של לקוחות. באופן כללי ניתן לתארן כחברות שאינן חשופות לחו"ל (מוטות מכירות לשוק המקומי). בשלב שני, אמדנו "צורה מצומצמת" של משוואת מחיר החיתום (כפי שמקובל בספרות) עבור החברות שלא שורתו על-ידי בנקים זרים, תוך התייחסות לסלקציה האמורה (על-ידי תיקון מסוג Heckman). הממצאים מראים שאכן הסלקציה פעלה לעליית מחיר החיתום של חברות ישראליות שנתרו לגייס מימון בשוק המקומי בסיוע חתמים מקומיים.

עליית המחיר לחברות שפנו להנפקה בבורסת תל-אביב יכולה להיות מוסברת הן כסלקציה שמתבטאת בשינוי בהיצע שירותי חיתום, והן כסלקציה המתבטאת בשינוי בביקוש לשירותים אלה בשילוב עם הפעלת כח שוק על-ידי הבנקים המקומיים להשקעות. כך, מצד ההיצע, ייתכן כי הגלובליזציה, פתיחת המשק לחו"ל, יציאת החברות לגיוסי מקורות מימון שם והכניסה של בנקים להשקעות זרים למשק, הובילו לתמחור "נכון יותר" של כלל החברות הישראליות. ה"טובות" או "הפחות מסוכנות", שקיבלו שירות מבנקים זרים, שילמו בעקבות הכניסה מחיר נמוך יותר. הבנקים להשקעות המקומיים, אשר נותרו עם חברות "פחות טובות" או "המסוכנות", נאלצו להעלות את המחיר על מנת שישקף את העלויות הגבוהות יותר שנוצרו בעקבות הסלקציה (לדוגמא עלויות מעקב, סיכון וכו'). לחילופין, ייתכן כי החברות שנתרו לקבל שירות מהבנקים להשקעות המקומיים, אינן ה"פחות טובות", אולם הבנקים המקומיים "הבינו", לאחר הכניסה של הזרים ויציאת החברות לחו"ל, כי הם נותרו עם חברות שאין להן חלופות לשירותי החיתום המקומיים, וניצלו את כח השוק שלהם על-מנת להעלות את המחיר עבור אותן חברות. במחקר לא מוצגת הוכחה חד משמעית האם הסלקציה ועליית המחיר לחברות ישראליות משקפות

תמחור נכון יותר או שימוש בכח שוק על-ידי הבנקים המקומיים, אולם אנו מביאים מספר אינדיקטורים התומכים בהסבר השני.

כניסת הבנקים הזרים הואצה באופן משמעותי, כאמור, בעיקר במחצית השנייה של העשור – תקופה בה שוק ההון המקומי היה בשפל, שהתבטא במספר מצומצם של הנפקות ראשוניות של חברות. בניית האקונומטרי של משוואת מחיר שירותי החיתום – המבוצע על סמך כל אוכלוסית החברות שהנפיקו לראשונה בבורסת תל-אביב בשנות התשעים מול החברות שלא היתה להן יכולת לפנות להנפקה בחו"ל אנו מנסים לתת לכך ביטוי, ומגיעים למסקנה שמעבר להשפעה שהיתה למצב שוק ההון על תמחור שירותי החיתום, הסלקציה של החברות, שנתרו כאן ולא יצאו לגיוס מקורות מימון בחו"ל באמצעות חתם זר, פעלה לעליית המחיר של שירותי החיתום עבורן.

ייחודו של המחקר הנו בבחינת ההשערה על-פיה הכניסה של מתווכים זרים יכולה להיות סלקטיבית, ולכן השפעותיה על שווי המשקל התחרותי שנוצר, והמחיר בפרט, אף הן דיפרנציאליות. חשיבות המחקר הנה ביכולתו להאיר גם על סוג הכניסה שניתן לצפות לה בישראל בעתיד בתחומים אחרים של התיווך הפיננסי, מלבד שוק החיתום הנבחן כאן, ובפרט על רקע מבנה שוק התיווך הפיננסי הריכוזי ו"האוניברסלי" הקיים בישראל.

המחקר מתקשר לספרות רחבה שבוחנת את הסיבות וההשפעות של כניסת מתווכים פיננסיים למשקים זרים – ודנה בעיקר בכניסה של בנקים מסחריים. התוצאות שקיבלנו מחזקות ממצאים אמפיריים שהתקבלו בספרות על-פיהם כניסה של בנקים מסחריים זרים למשקים שונים בעולם היתה ממוקדת למתן אשראי לחברות גדולות, ולא לאספקת שירותים לכלל החברות או הלקוחות במשק (ראה סקירת ספרות קצרה להלן). לעומת זאת, ממצאינו שונים, במובן מסוים, מאלה שהתקבלו עד עתה במחקרים קודמים על ישראל (Yafeh & Yosha, 2000; Ribon and Yosha, 1999; 2000) והתמקדו בפתיחת המשק הישראלי לחו"ל בתקופה מוקדמת מעט מזו הנבחנת בעבודה הנוכחית. הם הראו כי לא הייתה כניסה פיסית של מתווכים פיננסיים למשק הישראלי, אולם פתיחתו של המשק לחו"ל (הליברליזציה), הובילה ליתר קונטסטביליות, שיצרה תמחור יותר תחרותי של שירותים פיננסיים. התוצאות שקיבלנו, על-סמך נתוני כל שנות התשעים, מראות,

כאמור, שכן הייתה כניסה משמעותית של בנקים זרים להשקעות למשק, וההשפעה שלה היתה להגברת התחרות – אולם לא באופן גורף, אלא רק על חלק מהחברות במשק.

המשך המאמר מאורגן באופן הבא: בחלק השני מתוארת בקצרה הספרות הדנה בכניסת מתווכים פיננסיים לפעילות במשקים זרים, תוך בניית המסגרת המושגית והעלאת ההשערות לגבי סוג הכניסה של בנקים להשקעות לישראל. החלק השלישי מציג את המידע שאספנו על הבנקים הזרים הפועלים בישראל, והרביעי את מדגם החברות הישראליות שהנפיקו לראשונה בבורסות השונות, תוך ניתוח הבידול שנוצר בשוק החיתום עקב כניסת הבנקים הזרים. בחלק החמישי מובאת אמידה של השפעת כניסה זו (ויציאת חברות ישראליות לחו"ל) על מחירי החיתום של הנפקות בישראל. בחלק השישי מובא דיון בתוצאות ולבסוף בחלק האחרון מוצג הסיכום והמסקנות העולות בעקיפין מהמחקר.

2. הספרות על כניסת מתווכים פיננסיים זרים

ספרות עניפה דנה בשלושת העשורים האחרונים בגורמים לכניסה של בנקים ומתווכים פיננסיים למדינות זרות². העדויות האמפיריות שנאספו עד שנות התשעים היו ברובן המכריע על ארה"ב, ובעשור האחרון נוספו עדויות רבות על מדינות מתפתחות ובפרט מדינות מרכז אירופה, אשר פתחו את שעריהן והתירו כניסה של גורמים זרים למערכת הבנקאות (Clarke et al., 2001³). ספרות זו התמקדה בעיקר בבנקים מסחריים, העוסקים בפעילות קלאסית (מתן אשראי וגיוס פיקדונות), ולא בכניסה של בנקים זרים להשקעות, המתמחים בתחומים אחרים של פעילות פיננסית. המחקרים הללו דנו במספר רב של סוגיות, ביניהן, הגורמים המשפיעים על פעילות בנקים מחוץ לגבולות ארצם (ביניהם "ההליכה אחר לקוחות", "ההזדמנויות בארץ המארחת", מגבלות פיקוחיות בארץ המארחת); האופן בו נכנסו בנקים לפעילות בחו"ל – פתיחת סניפים, הקמת חברות בנות וכו'; וההשפעה שהייתה לכניסה על התחרות בענף התיווך הפיננסי וכן על אימוץ כישורים ושיטות עבודה מודרניות על ידי המערכת המקומית (Levine, 1996).

² סקירה מקיפה של הספרות ניתן לראות ב Aliber, 1992, וכן ב- Jaessens, Demirguc-Kunt and Huizinga, 2001.
³ במאמר הדן בכניסה של בנקים זרים למדינות מתפתחות הם מראים כי בארגנטינה, צ'ילה, צ'כיה, הונגריה ופולין למעלה מ-50% מנכסי הבנקים הם בבעלות משקיעים זרים.

עדויות אמפיריות רבות מהעולם הראו שגידול הפעילות של בנקים מחוץ לגבולות ארץ מוצאם הוביל להגברת התחרות בענף הבנקאות בארץ המארחת. כך לדוגמא Claessens, Demirguc-Kunt and Huizinga, 2001, ערכו השוואה בינלאומית של משקל הבנקים הזרים ב-80 מדינות (מפותחות ומתפתחות) בשנים 1978 עד 1995⁴, וניסו לאמוד את ההשפעה שהייתה לפעילות זו של הזרים על רווחיות הבנקים המקומיים. הם הראו כי אומנם משקלם של הבנקים הזרים בסך הפעילות הבנקאית (נכסי הבנקים) הנו נמוך יחסית ברוב המדינות (כאשר החציון הנו 14%), אולם המשקל של מספר הבנקים הזרים (מסך הבנקים בכלכלה) היה גבוה יותר והוא שהשפיע בכיוון של הגדלת התחרות (הורדת רווחיות ומרווחים פיננסיים) בפעילות התיווך הבנקאי באותם משקים. לעומת זאת, קיימות עדויות המראות שישנה התמחות של בנקים זרים בנישות מסוימות, ולכן השפעתם הנה בעיקר להגברה חלקית של התחרות במשקים המארחים. כך, נמצא שבמדינות רבות הבנקים הזרים שנכנסים נוטים להקצות חלק גדול מהפעילות שלהם למתן אשראי לחברות גדולות. לדוגמא, Goldberg, 1992, הראה שנתח השוק של בנקים זרים הפועלים בארה"ב היה גבוה יותר בתחום האשראי המסחרי מאשר בכלל הפעילות (נכסים). ממצאים דומים נמצאו גם בארגנטינה. תופעה זו העלתה בספרות את החשש שהבנקים הזרים ייכנסו למשק ויבחרו את החברות הטובות "cherry pick", תוך הזנחת חברות קטנות ובינוניות, ואף יובילו להוצאת חלק מהבנקים המקומיים הקטנים מהמערכת (פשיטת רגל) – כך שבסך הכל היצע ההלוואות לעסקים קטנים ירד משמעותית (Clarke et al, 2001, סוקרים ספרות זו). המחקר שלנו מתקשר לספרות זו, כאשר אנו מעוניינים לבחון האם גם בכניסה של בנקים להשקעות זרים לישראל היתה בחירה סלקטיבית של חברות, ואם כן – מה ההשלכה שהיתה לכך על החברות האחרות במשק.

העדר כניסתם של בנקים זרים לישראל במשך שנים רבות היווה אף הוא גורם השראה למחקר בנושא (Bamea and Goldberg, 1995 ; Yafeh and Yosha, 2001)⁵. חידושן של עבודות אלה היה בהכללת שיקולי מבנה שוק התיווך הפיננסי המקומי בהחלטה של בנקים זרים האם להתחיל לפעול באותה מדינה. כך, Yafeh and Yosha הראו במודל פשוט, שהעדר הכניסה של בנקים זרים למרות פתיחותו של שוק מסוים (כגון ישראל), יכול להיות מושפע מאסטרטגיה בה נוקטים הבנקים המקומיים, על פיה הם מחזקים את קשריהם עם הלקוחות (relationship banking). אסטרטגיה מעין זו מקשה על מתווכים פיננסיים זרים למשוך אליהם את הלקוחות המקומיים

⁴ הם הגדירו במאמרם בנק זר ככזה בו לפחות 50% מהבעלות הנה זרה.
⁵ ראה גם צנטלר, 1992.

ויוצרת למעשה חסם כניסה. Barnea and Goldberg ניסו להסביר את העדר הכניסה של בנקים (מסחריים) זרים לישראל, אף לאחר ההקלות של החרם הערבי על ישראל והתקדמות שנראתה באותה עת בתהליך השלום, בהיותה של מערכת הבנקאות המקומית מפותחת ומשוכללת מאוד ברמה העולמית – דבר אשר מקטין מאוד את הכדאיות של בנקים זרים להיכנס לפעילות לכאן, עקב הקושי לספק שירותים ייחודיים (העדר יתרון יחסי).

מסקנות מחקרים אלה יכולות להיות ישימות גם לניתוח המקרה של כניסת הבנקים הזרים להשקעות לישראל. מהם ניתן לגזור שמבנה ענף התיווך הפיננסי בישראל עשוי להוביל לכניסת מתווכים פיננסיים זרים – כגון בנקים להשקעות – לאספקת שירותים ייחודיים בעלי בידול בהשוואה לאלה הקיימים בשוק המקומי – differentiated services, ללקוחות ייחודיים. כלומר, הבנקים הזרים ינסו לשרת לקוחות אשר אינם בעלי קשרים הדוקים עם הבנקים המקומיים – כגון חברות קטנות וחדשניות, ויתמחו בשירותים בהם הנם בעלי יתרון יחסי. מה תהיה ההשפעה של כניסה מעין זו על מחיר השירות הפיננסי, כגון מחיר שירותי החיתום? אנו בוחנים ודנים בשאלה זו בהמשך המחקר.

3. כניסת מתווכים פיננסיים זרים לשוק ההון הישראלי

פעילות של חברות ישראליות מול מתווכים פיננסיים זרים יכולה להיעשות כאשר מתווכים פיננסיים אלה נכנסים פיסית לישראל, ומקימים כאן לדוגמא משרד, והיא יכולה גם להיעשות ללא נוכחות פיסית של המתווכים הזרים – דרך אמצעי תקשורת שונים, כגון אינטרנט. במחקר הנוכחי בחרנו להגדיר "כניסה" של מתווך זר כקיומה של פעילות פיסית, בין אם בעקיפין או במישרין, הכרוכה בקיום משרד המספק את שירותיו. כלומר, מתווך פיננסי "נכנס" לישראל אם הנו בעל כתובת בארץ של נציגות, סניף, או של שותף אסטרטגי המייצג אותו בעסקים בארץ (הגדרות הפעילויות השונות מובאות בהמשך). גופים פיננסיים אחרים פועלים מול חברות ישראליות ממשרד בחו"ל. גופים אלה הוגדרו על ידינו כמתווכים שלא "נכנסו" לשוק הישראלי. האבחנה הזו מאפשרת לנו לבדוק עד כמה הפעילות של חברות ישראליות מול מתווכים פיננסיים זרים, אשר התפתחה בעשור האחרון, קשורה לנוכחותם הפיסית כאן. (עם זאת, אין אנו מנסים

לבחון את הסיבתיות: האם הכניסה של המתווכים הפיננסיים הזרים הובילה ל"יציאת" חברות לגיוס מקורות מימון בחו"ל, או להפך).

לצורך קבלת תמונת מצב על פעילות גופים פיננסיים זרים בישראל, ערכנו סקר מדגמי קצר. (לוח 1). המתווכים אליהם פנינו נגזרו ממספר רשימות שעורכים מדריכים מוסמכים המציגים את פרטי המתווכים הפיננסיים הפועלים מול חברות ישראליות⁶. רשימות אלה כוללות לרוב שמות של כ-70 מתווכים פיננסיים, ביניהם בנקים מסחריים ובנקים להשקעות, ואנו פנינו לכל המתווכים שהנם בעלי כתובת בארץ. על הפעילות של המתווכים שאינם בעלי נוכחות פיסיית כלשהי מול חברות ישראליות, אנו לומדים בהמשך המחקר. בחינת הרשימות העלתה כי קיימים כ-35 מתווכים פיננסיים זרים, בעלי נוכחות פיסיית בישראל. מספר גבוה זה של מתווכים פיננסיים זרים הפועלים בישראל בולט במיוחד על רקע פעילותם הפיסיית המצומצמת כאן במשך שנים ארוכות. יתר על-כן, מתווכים זרים אלה הנם בנקים גדולים ובעלי מוניטין רב במונחים בינלאומיים.

פנינו לכל המתווכים הללו, ושיעור התגובות שקיבלנו היה גבוה במיוחד (רק שתי פניות לא נענו). הסקר נערך בחודשים מאי-אוגוסט של שנת 2001, וכלל שאלות לגבי שלושה תחומים עיקריים: מהו אופן הפעילות של המתווכ הפיננסי (משרד, נציגות, שותפות וכד'); מתי החלה פעילותו בארץ ומתי שודרגה, אם בכלל, למתכונתה הנוכחית; ומהם תחומי פעילותו (בנקאות להשקעות, בנקאות מסחרית, הון סיכון וכד'). מתוך 33 המתווכים אשר נכללו לבסוף בסקר, בחרנו להתמקד בבנקים להשקעות, העוסקים בישראל בעיקר בפעילות של חיתום ומיזוגים ורכישות. שאר הבנקים הזרים שנכנסו לפעילות בישראל עוסקים בבנקאות מסחרית, ובניהול נכסים (לוח 1ב').

היקף ואופן כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל

בסוף שנת 2001 עשרים בנקים זרים להשקעות היו בעלי נוכחות פיסיית בישראל. (סקר קודם שנערך על ישראל על-ידי GIZA, 1994, הראה כי רק חמישה בנקים להשקעות היו בעלי נוכחות פיסיית בישראל, אשר אף הם החלו את פעילותם כאן זמן מצומצם קודם לכן. (לעומת זאת היו בנקים להשקעות זרים רבים אשר דיווחו על קשר עם חברות ישראליות, שלא באמצעות כניסה פיסיית אלא דרך סניפים ונציגויות בארה"ב ובאירופה, כפי שנראה גם בסוף העשור).

⁶ מדריך S&P, שנתון IVA 2001 וספר ההיי טק של "The Marker".

המתווכים הללו נכנסו בדרכים שונות: שותפות אסטרטגית עם גופים ישראליים, פתיחת נציגות או סניף פעיל באופן מלא. **שותפות אסטרטגית** (strategic alliance) היא שותפות המוגדרת בהסכם בין מתווך פיננסי ישראלי למתווך פיננסי זר, כאשר הראשון פועל בישראל מטעם המתווך הפיננסי הזר ומפנה אליו לקוחות. בשותפות מעין זו כל צד עוסק בתחום בו יש לו יתרון יחסי (ובמובן זה השותפות הנה אסטרטגית). **נציגות** הנה גוף המוגבל להפצת מידע אודות שירותי המתווך הפיננסי בחו"ל, והפניית לקוחות המעוניינים בשירותיו לסניפי החברה במדינה הרלבנטית. **משרד פעיל** של החברה יכול לספק את כל מגוון שירותי הבנק הזר. שיטות אחרות המקובלות בעולם לפעולת מתווכים פיננסיים זרים הן רכישת השליטה בגוף פיננסי מקומי, או הקמת חברת-בת המתמקדת בפעילות בישראל. אלה לא יושמו עד עתה בארץ במקרה של בנקאות להשקעות.

בסקר שערכנו נראה (לוח 1א), כי מתוך המתווכים הפיננסיים שנכנסו לפעילות בישראל, כמחצית הנם בעלי משרד – כלומר נותנים שירותים מלאים. הבנקים להשקעות האחרים הפועלים פיסית בישראל עושים זאת בדרכים קצת יותר עקיפות - דרך שותפות אסטרטגית או נציגות (כאמור, גם שתי דרכים אלה הוגדרו על-ידנו במחקר כ"כניסה", בהיותן כרוכות בקיומה של כתובת מקומית). הפעילות העקיפה יחסית של חלק מהגופים הפיננסיים יכולה לנבוע משלוש סיבות אפשריות: ראשית, פתיחת נציגות עשויה להיות מעין גישוש או שלב-ביניים לקראת החלטה על כניסה לפעילות מלאה, התלויה בגורמים כלכליים ומדיניים-אזוריים (כלומר, ייתכן שמבט מחודש בתמונת הסקר בעוד כמה שנים יעלה, כי נציגויות ושותפויות אסטרטגיות הקיימות כיום שודרגו לסניפים. השוואה לסקר שנערך בשנת 1994 על-ידי GIZA מראה כי שניים מבין חמשת הבנקים להשקעות שהיו כבר אז בעלי נוכחות פיסית בישראל שידרגו את פעילותם כאן). שנית, מתווכים אשר בשמם מופיע השם "בנק" נדרשים לבקש אישור לפעילות ממחלקת הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, עובדה שעלולה לעכב את כניסתם לפעילות מלאה מבחינה מנהלית. סיבה שלישית לכך שחלק מהגופים הזרים פועלים באופן עקיף הנה שפתיחת משרד פעיל בארץ זרה כרוכה בעלויות גדולות של הקמה, הוצאות שוטפות, וכן עלות אפשרית של יציאה מהשוק ופגיעה במוניטין הצפויה עקב כך.

תחומי הפעילות של הבנקים הזרים בישראל

מגוון השירותים הניתנים על ידי בנקים זרים להשקעות כולל בעיקר שירותי חיתום לחברות ישראליות, שירותי ייעוץ וליווי של מיזוגים ורכישות של חברות ישראליות, ושירותי ניהול תיקים ללקוחות פרטיים גדולים. תופעה נוספת שהתפתחה בעשור שנות התשעים בישראל, ואשר מתבטאת גם בתחומי העיסוק של הבנקים הזרים כאן (כפי שנראית בלוח 1א'), היא הגידול המואץ בפעילותן של קרנות הון סיכון⁷. מגמה זו הובילה אף היא לעניין רב של בנקים להשקעות בפעילות בישראל⁸.

מקורם הגיאוגרפי של הבנקים הזרים

מהסקר עולה שרוב הבנקים להשקעות הפועלים בישראל מקורם בארה"ב: כ-15 בנקים להשקעות מתוך עשרים בעלי נוכחות פיסי. זאת לעומת שאר המתווכים הפיננסיים – שאינם בנקים להשקעות, אשר מקורם בעיקר מאירופה (לוח 1ב'). עובדה זו עולה בקנה אחד עם המגמה של יציאת חברות ישראליות רבות לגיוסי מקורות מימון בעיקר בארה"ב (רק בשנים 1999 ו-2000 התרחבה תופעה זו גם לאירופה). לעומת זאת, הפעילות הענפה של המשק הישראלי מול אירופה בסחר חוץ הובילה לכניסה לארץ של בנקים מסחריים אירופאיים הנותנים שירותים לפעילות זו.

4. פעילות בנקים זרים להשקעות בשוק החיתום של חברות ישראליות: תיאור

המדגם וניתוח הבידול שנוצר בשוק

המשך המחקר מתמקד בפעילות מרכזית בה עוסקים בנקים להשקעות – מתן שירותי חיתום לחברות הפונות לראשונה לבורסה (כלשהי) על-מנת לגייס מקורות מימון. על-מנת לבחון האם ובאיזו מידה בנקים זרים להשקעות אשר נכנסו לארץ פנו לפעילות מול חברות ישראליות, אספנו מידע על כל ההנפקות הראשוניות (IPO'S- Initial public offerings) שביצעו חברות תעשייה ותוכנה ישראליות בשנים 1990 עד 2000. מידע זה כולל גם נתונים על זהות החתמים אשר ליוו את ההנפקה. הצלבנו מידע זה עם ממצאי הסקר שתואר לעיל, על כניסת בנקים זרים להשקעות

⁷ ראה לוקומט, 2001

⁸ בחינת הרכב ההון של קרנות הון סיכון (בר, 2001) מראה כי בנקים זרים השקיעו בשנים האחרונות בכ-12 אחוזים (ממספר) קרנות ההון-סיכון הישראליות. במקביל חל במחצית השנייה של שנות התשעים גידול גם בפעילות בארץ של קרנות הון סיכון זרות.

⁹ התפתחות נוספת שלווה לכניסת הבנקים הזרים וכניסת קרנות הון סיכון זרות הייתה כניסתם לישראל של משרדי עו"ד, ראיית חשבון וייעוץ עסקי זרים המספקים שירותים נלווים למתווכים פיננסיים אלה.

לישראל, וכך זיהינו גם את הקשר שבין הנוכחות הפיסית של הזרים לבין היקף פעילות החיתום בה היו מעורבים, ובמקביל את היקף שירותי החיתום שקיבלו חברות ישראליות מבנקים זרים ללא נוכחות בישראל.

במאגר הנתונים שנאסף נכללות כ-190 חברות ישראליות שגייסו הון לראשונה בבורסה בתל-אביב בתקופה הנסקרת, וכ-100 חברות ישראליות שגייסו הון לראשונה בבורסות בארה"ב בשנים הנבחנות. הבחירה של ענפים אלה – תעשייה ותוכנה – נגזרת מכך שכל החברות הישראליות שפנו לגיוס מקורות בחו"ל השתייכו אליהם.

א. מקורות הנתונים

חלק גדול מהנתונים נאסף מתשקיפים שפרסמו החברות ערב ההנפקה. דוחות אלה כוללים כאמור מידע על זהות החתמים המנפיקים – בין היתר, האם החתם הנו "ישראלי" או זר (כאשר האחרון יכול להיות בעל נוכחות פיסית בישראל, או ללא נוכחות כאן), מספר החתמים שהשתתפו בהנפקה, מחירי החיתום – על מרכיביהם השונים, ומאפיינים נוספים של ההנפקה. אל נתונים אלה צרפנו גם מאפיינים של החברות שהנפיקו: כגון גודלן, גילן, מאפייני סיכון ועוד נתונים – מתוך הדוחות הכספיים של החברות.

ב. תיאור הנתונים: ההתמחות של בנקים זרים וישראליים להשקעות

בשלב ראשון, בחנו האם ועד כמה היו מעורבים בנקים זרים להשקעות בחיתום של חברות ישראליות, והאם בנקים אלה הנם בעלי נוכחות פיסית בישראל. בשלב שני, בדקנו האם הפעילות של הבנקים הזרים להשקעות היתה מול אוכלוסייה רחבה של חברות, או לחילופין – הם בחרו להתמחות במתן שירותים לסקטור צר.

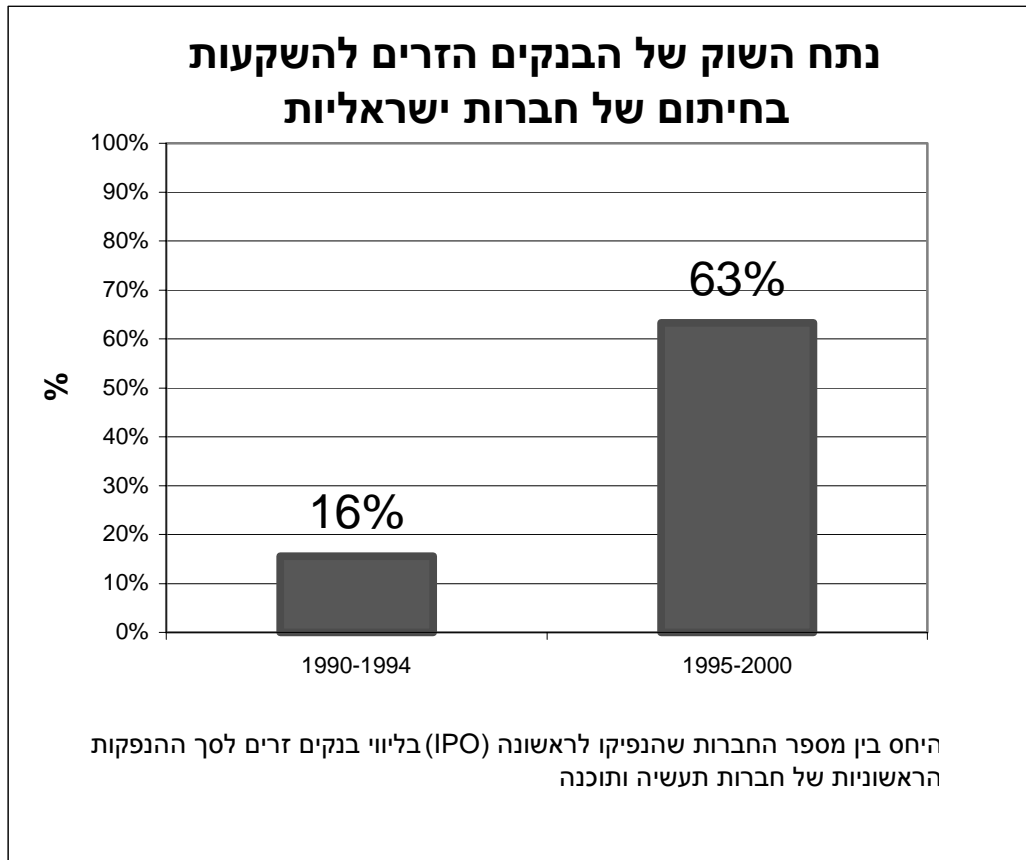
מיפוי זהות החתמים ששירתו חברות ישראליות מעלה כי הבנקים הזרים להשקעות היו מעורבים במספר גבוה של הנפקות. בשנים 1990 עד 2000 91 הנפקות של חברות ישראליות לוו על-ידי חתמים זרים. באותן שנים עוד 192 חברות ישראליות פנו לראשונה לגיוס מקורות בבורסות, והן לוו על-ידי חתמים ישראליים. כלומר, בממוצע על-פני כל שנות התשעים כ-32% מההנפקות לוו

על-ידי חתמים זרים. התפתחות נתח השוק של בנקים זרים להשקעות בחיתום של חברות ישראליות מוצגת בגרף 1 (ובלוח 2). משקל הזרים בשוק החיתום מחושב בכל תת תקופה כיחס בין מספר חברות תעשייה ותוכנה ישראליות שביצעו הנפקה ראשונית בליווי חתמים זרים, לבין סך ההנפקות הראשוניות (של חברות תעשייה ותוכנה) שלוו על ידי חתמים ישראלים זרים. כפי שניתן לראות לאחר 1994 חלה "קפיצת מדרגה" בנתח השוק של בנקים זרים להשקעות בתחום החיתום של חברות ישראליות, כאשר זה עמד באותה עת על כ-63%.

בדקנו באיזה אחוז מההנפקות בהן היו מעורבים בנקים זרים, הן בוצעו באמצעות בנקים בעלי נוכחות פיסיית בישראל. הממצאים מראים כי ב-67% מההנפקות הללו, לפחות בנק השקעות זר אחד מבין חמשת המובילים בהנפקה¹⁰ היה בעל נוכחות פיסיית כאן – על-פי הגדרתה בסעיף קודם. (ראה גם לוח 3א). בחינה של נתון זה רק למחצית השניה של העשור, מראה שכמעט כל ההנפקות שבוצעו באותה עת היו על-ידי בנקים זרים בעלי נוכחות פיסיית בישראל. עובדה זו מלמדת כי, ככל הנראה, הקרבה הפיסיית של מתווך פיננסי זר ללקוחות הנה עדיין בעלת ערך.

למרות שמהנתונים הללו עולה כי הבנקים הזרים "תפסו" נתח שוק גדול יחסית בתחום החיתום, מאפיין נוסף העולה באופן חד-משמעי מהמידע שנאסף הנו כי הם בחרו להתמחות באופן מלא בסקטור מסוים של לקוחות (לוחות 3א ו-3ב) – חברות ישראליות שפנו לגיוס מקורות מימון בבורסות בארה"ב. כך, בחינת כל ההנפקות של חברות ישראליות בארה"ב מראה כי כולן בוצעו בסיוע של חתמים מובילים זרים ולא ישראלים. באף אחת מההנפקות הללו בנק להשקעות ישראלי לא היה אחד מחמשת החתמים המובילים (לוח 3א). עם זאת, הייתה מעורבות עקיפה של בנקים ישראלים להשקעות בחלק מהנפקות אלה, דרך השותפות האסטרטגית שלהם עם הבנק הזר (כפי שתואר בסעיף קודם).

¹⁰ הנפקה של חברה בבורסה מבוצעת בדרך כלל על-ידי יותר מבנק להשקעות אחד. כל חתם אחראי על אחוז מסוים מההנפקה. אחריות זו קשורה לביטוח או להפצה של ניירות הערך – בהתאם לשיטת החיתום הנהוגה, וההסכם בין החברה לחתם. חמשת החתמים הראשונים בכל הנפקה (להלן החתמים המובילים), ברוב המקרים אחראים על אחוז גבוה ביותר (מעל 90%) מההנפקה.



בחינת הצד השני של המטבע – המעורבות של הבנקים הזרים להשקעות במתן שירותים לחברות שגייסו מקורות בישראל (לוח 3ב), מעלה כי למרות נוכחותם כאן הם לא השתתפו באף הנפקה של חברת תעשייה או תוכנה ישראלית בבורסה המקומית. כל ההנפקות של החברות הישראליות בבורסה המקומית בשנים 1990 עד 2000 לוו על-ידי בנקים מקומיים להשקעות.

ייתכן שחלק מהתמחות זו והעליה בנתח השוק של הבנקים הזרים בחיתום של חברות ישראליות, שהוצגו לעיל, הושפעו מהירידה בפעילות שחלה בבורסה המקומית במחצית השנייה של העשור (אם כי המתאם בין שתי התופעות אינו מלמד על הסיבתיות). עם זאת, גם בסוף העשור, כאשר שוק ההון המקומי חזר וגאה, הבנקים הזרים לא נכנסו לשירות של חברות שפנו לגיוסי הון

בבורסה המקומית, ולעומת זאת חברות ישראליות רבות המשיכו לגייס מקורות מימון בחו"ל באמצעות מתווכים פיננסיים זרים.

לסיכום, הממצא הבולט הוא כי הכניסה של המתווכים הפיננסיים הזרים חלה תוך התמחות מלאה – הם בחרו לשרת רק חברות שפנו לגייס מקורות בחו"ל, ולא ניסו להיכנס ליתר השוק – החברות הישראליות המגייסות מקורות מימון בבורסה המקומית. במקביל, הבנקים הישראליים להשקעות בחרו אף הם להתמחות – בנישה של החברות שלא קיבלו שירותים מבנקים זרים להשקעות, כלומר בחברות הפועלות ומגייסות הון בישראל. הזהות המלאה שנוצרה בין הכניסה של הבנקים הזרים ליציאה של חברות ישראליות להנפקות בחו"ל אינה מאפשרת להבדיל בין שתי התופעות, גם בהמשך הניתוח.

ג. הגורמים להתמחות המלאה של הבנקים הזרים והישראליים להשקעות

1. מדוע בנקים זרים בחרו שלא להעניק שירותי חיתום לחברות הפונות לבורסה המקומית?
ההתמחות המלאה של בנקים זרים להשקעות שנכנסו לפעילות בישראל, בתחום צר של חברות – אלה שפנו לגייס מקורות בחו"ל, הושפעה ככל הנראה ממספר גורמים הקשורים, בין היתר, למבנה שוק התיווך הפיננסי ו"לכללי המשחק" הנהוגים בו:

ריכוזיות שוק ההון הישראלי והאוניברסליות של המערכת הבנקאית: "השחקנים" העיקריים בשוק ההון הישראלי הנם הבנקים הגדולים (הקבוצות הבנקאיות הגדולות, אשר הן בעלות חברות בנות העוסקות בבנקאות להשקעות). בלוח 3א' ניתן לראות שכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל היתה מעורבת בכ-40 עד 55 אחוזים ממספר ההנפקות בשוק. אחת הסיבות לכך הנה הקשרים הדוקים בין הבנקים ללקוחות בישראל (relationship banking, Yafeh and Yosha, 2001), לנוכח היותם של הבנקים אוניברסליים, המציעים ללקוחות מגוון רחב של שירותים: הלוואות, ניהול נכסים, שירותי חיתום ועוד. עם זאת, חלה ירידה מסוימת בשנים האחרונות במשקלם של הבנקים בחיתום חברות בשוק המקומי, ונכנסו יותר גופי השקעות

פרטים¹¹. הדומיננטיות של הבנקים בשוק הכספים בישראל – בתחילת שנות התשעים וגם בסופו (למרות הירידה במשקלם בשוק), יוצרת ככל הנראה חסמי כניסה עבור הבנקים הזרים, ומובילה אותם לפנות לחברות בעלות קשרים מצומצמים יותר עם מערכת הבנקאות המקומית.

שיטת החיתום: שיטת החיתום בישראל שונה לחלוטין מהשיטה הנהוגה בארה"ב. ההבדל העיקרי בין השיטות הנו כי בישראל חתם מתחייב לרכוש את ניירות הערך המוצעים בתשקיף במידה ולא ירכשו על-ידי הציבור, ואילו בארה"ב החתם הוא ברוקר-דילר הקונה מראש מהחברה המנפיקה את ניירות הערך שלה, לאחר שפנה למספר גופי ניהול תיקים ובחן את צד הביקוש להנפקה. גם שיטת התמחור של ניירות הערך בהנפקה שונה בישראל ובארה"ב (ראה הואזר ותנחומא, 1997). הבדלים אלה "בכללי המשחק" מקשים על כניסת הבנקים הזרים לפעילות בשוק המקומי¹².

כדאיות כלכלית: ההנפקות של חברות ישראליות בארה"ב הן בהיקף גבוה באופן משמעותי מזה הקיים בישראל. כפי שניתן לראות בלוח 2ב', הנפקה ממוצעת בארה"ב הייתה בהיקף של כ-35 מיליון דולר לעומת הנפקה ממוצעת בבורסה בת"א של 5.8 מיליוני דולרים. חישוב פשוט ותיאורטי של ההכנסות מעמלות שקיבלו חתמים מעלה שב-91 הנפקות של החברות ישראליות בחו"ל הכנסותיהם של החתמים הזרים היו בהיקף של פי שלושה מזה של החתמים הישראלים אשר הנפיקו 193 חברות בתל-אביב (257 מיליוני דולרים מול 84 מיליוני דולרים). כמובן שהבדלים אלה מקטינים את הכדאיות הכלכלית של כניסת חתמים זרים לשוק המקומי.

2. מדוע "ויתרו" הבנקים הישראליים על מתן שירותים לחלק מהחברות הישראליות?

מספר גורמים יכלו להשפיע על הבחירה של הבנקים הישראליים שלא לשרת חברות ישראליות המגייסות הון בחו"ל:

מגבלות פיקוחיות? בחינה של המגבלות הקיימות בשוקי ההון האמריקאיים על פעילות חתמים מראה כי לא קיים איסור על חתמים זרים לפעול שם. כלומר, הבחירה של בנקים ישראלים

¹¹ יתכן שהדבר קשור לאופיין של ההנפקות אשר השתנה, תוך גידול מספר ההנפקות של חברות בתחום ההי-טק גם בישראל, אשר אינו תחום המומחיות של הבנקים הישראלים.
¹² בשנת 2001 הוצע על-ידי הרשות לניירות ערך בישראל לשנות את שיטת החיתום בישראל, ובמקרה של חברות גדולות להתאימה לזו הקיימת בארה"ב

להשקעות לא להציע שירותי חיתום (ישירים) לחברות הפונות לגייס מקורות מימון בארה"ב אינה נגזרת ממגבלות פיקוחיות אלא מבחירה חופשית.

החשיבות של מוניטין החתם בהנפקות ראשונית בארה"ב: בשוק ההנפקות הראשונית בארה"ב ישנה חשיבות גדולה למוניטין של החתם (Chen and Ritter, 2000). כך, העדויות מראות שכמעט ולא קיימת תחרות על מחיר שירותי החיתום, אלא בעיקר על המוניטין שהחתם מציע והשירותים הנלווים לפעילות החיתום. בנקים להשקעות בעלי מוניטין מציעים לרוב גם שירותי ניתוח-פיננסי, מעקב ופרסום מידע לציבור על החברות להן סיפקו שירותי חיתום. גם החיתום של החברות הישראליות שפנו לארה"ב בוצע ברובו על-ידי חתמים בעלי מוניטין (לוח 3א').

הבנת שוק היעד: החתם הנו המתווך היחידי בין החברה אשר רוצה לגייס כספים בשוק ההון לבין המשקיעים הפוטנציאליים. תפקידו במערכת היחסים הזו הנו להעריך, לבטח ולהפיץ את ניירות הערך של החברות למשקיעים. היתרון היחסי שיש לחתמים אמריקאים בהבנת השוק האמריקאי ובקשרים עם המשקיעים, מאפשר להם להציע שירותים טובים יותר בעלות יחסית נמוכה יותר. במקביל, העדר המומחיות של בנקים ישראליים להשקעות בשוק הון זר (האמריקאי) אינו מאפשר להם לספק לחברות את מגוון השירותים המוצעים להן על-ידי בתי השקעות זרים: תמיכה במחיר בשלבי ההנפקה, יחסי ציבור וכיסוי של ההנפקה וניירות הערך על-ידי האנליסטים לאחר ההנפקה. עם זאת, המעורבות העקיפה של החתמים הישראליים בהנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, דרך שיתופי פעולה אסטרטגיים עם בנקים שנכנסו לארץ (כפי שהוצג בלוח 1), מאפשר להם לנצל את יתרונם היחסי בהיכרותם עם השוק בישראל. כך לדוגמא, הבנקים הישראליים להשקעות הנם בעלי יכולת טובה יותר לאתר חברות ישראליות אשר מעונינות בגיוס כספים בחו"ל.

הנוכחות הפיסית של בנקים זרים להשקעות בישראל: הכניסה הפיסית של בנקים זרים לישראל הקלה על חברות ישראליות לפנות אליהם כתחליף לפנייה למתווכים פיננסיים ישראליים. כפי שצוין לעיל ונראה בלוח 3א', רוב החברות הישראליות שפנו לגיוס מקורות מימון בחו"ל, לוו על-ידי חתמים זרים בעלי נוכחות פיסית בישראל.

5. השינוי במחיר שירותי החיתום על רקע הכניסה הסלקטיבית

מהנתונים והניתוח שהוצגו לעיל עולה בבירור שהכניסה של הבנקים הזרים להשקעות היתה לנישה צרה של לקוחות. כניסה זו מעוררת את השאלה האם היתה לה השפעה על המחיר ששילמו חברות ישראליות, ובפרט תוך חלוקתן לחברות שקיבלו שירות מהבנקים הזרים, וחברות שלא נכללו בנישה זו, ונתרו לגייס מקורות מימון בשוק המקומי בסיוע בנק מקומי להשקעות. בחלק זה אנו בוחנים שאלה זו, תוך התמקדות במחיר שירותי החיתום.

שירותי החיתום שיכולה לקנות חברה הפונה לגייס מקורות מימון בבורסה כוללים שני רכיבים עיקריים: 1. תיווך במכירה בין החברה הרוצה לגייס הון, לצרכן – שירכוש את ניירות הערך של החברה. כמתווך החתם משווק ומפיץ את ניירות הערך של החברה. כמו כן, התיווך הנ"ל כרוך בהעברת מידע לשני הצדדים: לחברה - על מצב השוק ומצבה ביחס לשוק; ולקונים - מידע על החברה, אשר נאסף תוך מעקב (monitoring). במקרה זה החתם הנו הצד ה"נאמן" באספקת המידע לשני הצדדים. הוא גם הכתובת אליה פונים רוכשי ניירות הערך במקרה שמתגלה פרט מטעה כלשהו בתשקיף ההנפקה. כלומר החתם מציע את המוניטין שלו כעדות לכך שהוא מייצג נאמנה את שני הצדדים בעסקה. 2. ביטוח: כמבטח של החברה החתם מתחייב לרכוש את ניירות הערך שהוצעו למכירה ולא נרכשו בהנפקה על-ידי הציבור. בארה"ב האחריות של החתם ותפקידיו שונים (ראה דיון קצר לעיל). בין היתר, שירותי החיתום כוללים שם גם ניתוח מצב החברה לאחר ההנפקה ופרסום המידע לציבור. בכל מקרה, חברה הפונה לבורסה (בישראל או בארה"ב) יכולה לוותר על שירותי החתם, או על חלק מהם. לדוגמא, החברה יכולה לקבוע לבד את המחיר ולא לרכוש את שירותי הביטוח, ולהיעזר בחתם רק לצורך הפצת ניירות הערך¹³. בפועל בישראל כמעט כל חברות קנו שירותי חיתום שכללו את שני הרכיבים הנ"ל.

מחיר שירותי החיתום נקבע למעשה כפתרון של היצע (של החתמים) וביקוש (של חברות) לשירותי חיתום. בשלב הראשון בחנו בצורה פשוטה את התפתחות מחיר שירותי החיתום בשנות התשעים – לפני ובתקופה כניסת הבנקים הזרים לישראל. לאחר מכן, כדי לנטרל השפעה שאולי היתה לגורמים אחרים על מחיר שירותי החיתום, כגון "מצב שוק ההון" המקומי, הסיכון של החברות

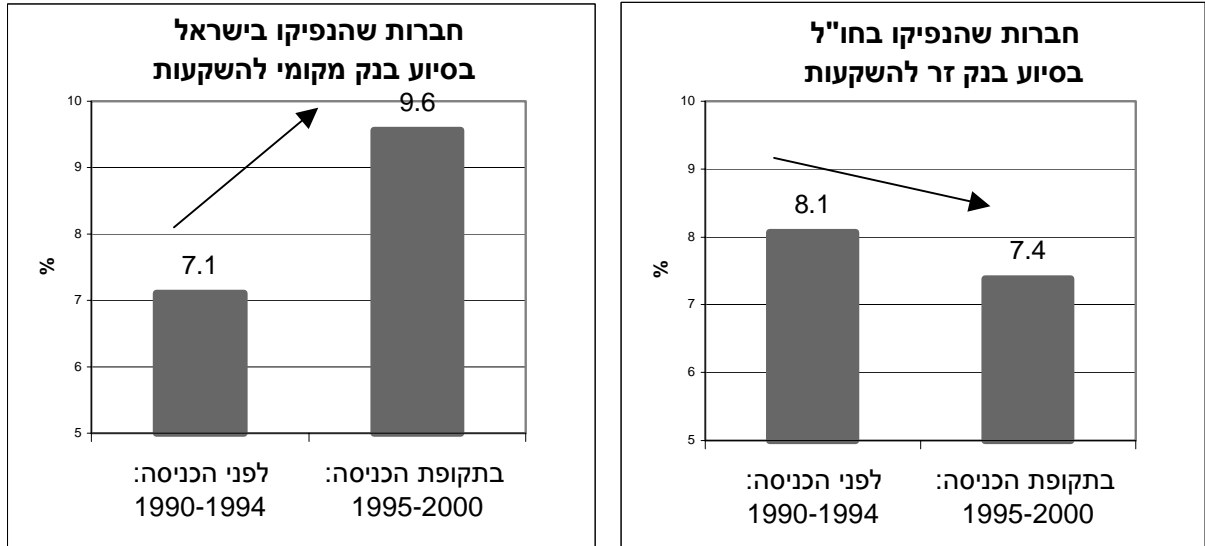
¹³ רק מספר מצומצם של מקרים כאלה היו בהנפקות ראשוניות בשנות התשעים.

וכו', אמדנו "צורה מצומצמת" של מחיר החיתום (בהמשך ל Pugel and White, 1988; Gande, Puri and Saunders, 1999). הנתונים אשר שימשו אותנו לשתי הבחינות הללו הם נתוני חברות – כלומר המחיר ששילמה כל חברה לחתם (או לכלל החתמים) עבור השירותים שהעניק לה בעת שהנפיקה ניירות ערך בבורסה בתל-אביב. (באמידה הסטטיסטית כל חברה נכללת פעם אחת – במועד ההנפקה).

מהסקר שערכנו על כניסת בנקים זרים לישראל עולה, כאמור, כי רובם החלו לפעול כאן מ-1995 ואילך (לוח 1). גם נתח השוק של הבנקים הזרים בחיתום של חברות ישראליות עלה כאמור מ-1995 ואילך. בהתאם לכך, בחנו באופן פשוט את המחיר הממוצע ששילמו חברות עבור שירותי חיתום להנפקות לפני ובתקופת הכניסה של הבנקים הזרים (התפתחות המחיר משנה לשנה, ניתן לראות בלוח 2א). בהתאם למתואר לעיל בדבר הכניסה הסלקטיבית של הבנקים הזרים, חילקנו את קבוצת החברות הישראליות לשתי תת קבוצות: חברות שהנפיקו בחו"ל וקיבלו שירות של חתם זר, וחברות שהנפיקו בארץ באמצעות חתם מקומי – וקיבלנו הבדלים משמעותיים בהתפתחות המחיר, כפי שנראה בגרף 2. עבור הקבוצה הראשונה המחיר ירד מעט: מ 8.2 ל 7.4¹⁴ אחוזים מההון שגויס (הבדל מובהק), ואילו קבוצת החברות שהנפיקו באמצעות בנק מקומי שילמו מחיר גבוה באופן משמעותי לאחר הכניסה של הבנקים הזרים: 9.6 אחוזים (מההון שגויס) בשנים 1995 עד 2000, לעומת 7.1 אחוזים בשנים 1990 עד 1994 (הבדל מובהק). עליה זו במחיר חלה על רקע ירידה משמעותית במספר ההנפקות של חברות ישראליות בבורסה המקומית: בתת התקופה הראשונה הנפיקו 157 חברות תעשייה ותוכנה לראשונה בישראל, ואילו בתת התקופה השנייה כלל החברות שהנפיקו לראשונה היו רק 36 חברות.

¹⁴נתונים אלה מלמדים שמלכתחילה חברות אלה שילמו מחיר גבוה מזה ששילמו חברות שגייסו מקורות מימון בארץ. ייתכן שההבדל נובע ממאפיינים שונים של החברות, כגון מידת שייכותם לענפי פעילות מסוכנים, וכו'. אנו מנטרלים גורמים אלה באמידה.

מחיר החיתום לפני ובתקופת כניסת הבנקים הזרים לישראל (אחוז מההון שגויס)



המחיר מחושב כממוצע פשוט של מחירי החיתום (תשלום לחתם ביחס למקורות המימון שגויסו בהנפקה) בכלי קבוצה, לפני ובתקופת כניסת הבנקים הזרים. בשני הגרפים ההבדלים בין שתי התקופות מובהקים.

בשלב הבא מטרתנו הנה לבחון בצורה פורמלית יותר אם קיימות עדויות בנתונים לכך שהשינוי במחיר שירותי החיתום בשוק המקומי הושפע מסלקציה של חברות על-ידי הבנקים הזרים להשקעות (ולא לדוגמא מזעזועים חיצוניים אחרים שקרו באותה עת). לצורך בחינה זו בחרנו לתאר את הבעיה לפי המודל של Heckman משנת 1979, המתמקד בזיהוי סלקציה במדגמים ובחינת כיוון השפעתה. ניתן להציג את המודל באופן הבא: נניח שמשוואת המחיר (של שירותי חיתום) תלויה בוקטור של משתנים X , הכולל בין היתר את הסיכון של החברה וסיכון השוק ("מצב שוק ההון"), ואת גודל ההנפקה,

$$P_i = X_i\beta + \mu_i$$

כמו כן נניח ש *Local underwriter* הנו הסיכוי של חברה ישראלית לקבל שירות מחתם מקומי ולא מחתם זר.

$$Local\ underwriter^* = Z_i\gamma + \mu_{2i}$$

כאשר פונקצית המחיר נאמדת כמשוואת OLS על המדגם של החברות שקיבלו שירות מחתם מקומי, ללא קבוצת החברות שקיבלו שירות מבנק זר, עלולה להיווצר בעיית סלקציה במדגם (שפירושה שהמדגם אינו רנדומלי). במקרה כזה יש לכתוב את משוואת המחיר באופן הבא:

$$E(P_i | X_i, Local\ underwriter^* > 0) = X_i\beta + E(\mu_{1i} | Local\ underwriter^* > 0)$$

כאשר התוחלת המותנית של הסטיות הנה

$$E(\mu_{1i} | Local\ underwriter^* > 0) = \frac{\sigma_{12}}{(\sigma_{22})^{1/2}} E(\mu_{2i} | Local\ underwriter^* > 0)$$

תוחלת זו אינה שווה בהכרח לאפס, כלומר הטעויות של המשוואה האומדת את הסיכוי לקבל שירות מחתם מקומי ואלה של משוואת המחיר אינן בהכרח בלתי תלויות. גם השונות של הסטיות של משוואת המחיר אינה בהכרח קבועה. לכן שתי הנחות העומדות בבסיס עמידת OLS מופרות.

Heckman הראה שבמקרה זה ניתן לתקן את בעיית הסלקציה - או לחילופין לבחון אם היא אכן רלוונטית, על-ידי שילוב של רגרסור נוסף לאמידת משוואת המחיר

$$E(\mu_{1i} | Local\ underwriter^* > 0)$$

כך שמשוואת המחיר הנה

$$E(P_i | X_i, \mu_{2i} > -Z_i\gamma) = X_i\beta + \lambda_i \frac{\sigma_{12}}{(\sigma_{22})^{1/2}} + \eta_i$$

כאשר המשתנה החסר λ הוא ה-inverse mills ratio

$$\lambda_i(y) = \frac{\phi(y_i)}{1 - \Phi(y_i)}, \quad y_i = -\frac{z_i\gamma}{(\sigma_{22})^{1/2}}$$

כאשר ϕ ו Φ הן בהתאמה פונקציות ההתפלגות והצפיפות של משתנה נורמלי.

את ה inverse mills ratio ניתן לאמוד עבור כל תצפית (כל חברה). האמידה שלו נעשית על בסיס נתוני כל המדגם – חברות שקיבלו שירות מחתם מקומי וחברות שקיבלו שירות מחתם זר. הכללתו במשוואה השנייה – של המחיר ששילמו חברות שהנפיקו בתל-אביב באמצעות חתם מקומי, מאפשרת לבחון אם הסלקציה השפיעה על המחיר. אם המקדם של λ באמידת משוואת המחיר מובהק פירושו שאכן יש סלקציה במדגם. סימן המקדם תלוי בשונות המשותפת של הסטיות במשוואת המחיר ואלה במשוואת הסלקציה. במקרה בו המקדם חיובי, פירושו שזעזוע בלתי צפוי בסיכוי להיכלל בקבוצת החברות שקיבלה שירות מחתם מקומי ולא מחתם זר מתואם עם זעזוע חיובי במחיר שירותי החיתום. הטעויות, במשוואה הנאמדת תוך התחשבות בבעית הסלקציה, הן בעלות תוחלת אפס, כנדרש.

כדי לבחון מודל זה אנו אומדים מערכת בשני שלבים¹⁵: בראשון, אנו בוחנים האם נוצרה סלקציה של לקוחות, כך שהחברות קיבלו שירותים מחתמים מקומיים שונות מחברות ששורתו על-ידי חתמים זרים (כלומר, מה ההסתברות המותנית להיכלל בקבוצת החברות שלא קיבלו שירות מבנקים להשקעות זרים). אמידה זו מסתמכת וממשיכה את זו שנעשתה בעבודתם של Blass and Yafeh, 2001¹⁶, אשר בחנו מי החברות שפנו לגיוס מקורות מימון בחו"ל. האמידה נעשית כ PROBIT המחשב את ההסתברות של חברה לא לקבל שירות מחתם זר (לקבל שירות מחתם מקומי). בשלב זה מחושב גורם תיקון הסלקציה: ה Inverse Mills Ratio. בשלב שני, אנו אומדים את משוואת מחיר החיתום¹⁷ ("צורה מצומצמת") בשיטת OLS ומשתמשים בגורם תיקון

¹⁵ האמידה נעשתה בעזרת תוכנת STATA.

¹⁶ הם בדקו מדגם של חברות ישראליות שגייסו מקורות מימון בבורסות בארץ ובארה"ב, בין השנים 1990 עד 1996.
¹⁷ ראוי לציין כי הניתוח הני"ל אינו מתייחס למחיר שנקבע לניירות הערך בבורסה, אלא רק למחיר ששילמה החברה לחתם בגין שירותיו. ייתכן כי יתקיים סבסוד צולב בין שני המחירים הללו. אנו לא בוחנים זאת, מכיוון שקיים קושי לחשב את "תמחור החסר" של ניירות הערך בהנפקות הראשוניות בישראל, בין היתר מכיוון שרובן הגדול של הנפקות (למעלה מ-70%) הורכב כחבילות שכללו מראש רכיבים אשר לא תומחרו (אופציות, או אג"ח להמרה).

הסלקציה מהמשוואה הראשונה. משוואה זו נאמדת רק עבור חברות שגייסו מימון בשוק המקומי ולכן קיבלו שירות מחתם מקומי ולא מחתם זר, כלומר רק אם $Local\ underwriter=1$. אם ישנם מאפיינים ייחודיים לחברות שלא נבחרו על-ידי הבנקים להשקעות הזרים אזי יש כאמור חשיבות לשלב את גורם תיקון הסלקציה, אחרת מופרים שני תנאים בסיסיים המאפשרים לאמוד רגרסיית OLS.

משתנה מפתח במשוואת הסלקציה הנו עתירות היצוא של החברה, אשר אינו משתנה הצפוי להשפיע על המחיר שהחברה משלמת לחתם (בהינתן יתר המאפיינים של החברה), ולכן מאפשר לזהות את הסלקציה מהשלב השני של האמידה¹⁸.

כלומר אנו אומדים כמערכת את הספסיפיקציה הבאה:

$$(1) \quad Local\ underwriter_i = f(Export\ share_i, R\&D\ employees_i, Sales\ growth_i, Profitability_i)$$

$$(2) \quad P_i = (P_i | Local\ underwriter_i = 1) = f(Inverse\ Mills\ Ratio_i; C_i; R_{i/t})$$

כאשר

משתנה המקבל ערך 1 אם החברה הנפיקה בסיוע חתם מקומי (בישראל), ואפס אם היא הנפיקה בסיוע חתם זר	<i>Local underwriter</i>
שיעור המכירות ליצוא מסך המכירות בשנת ההנפקה	<i>Export Share</i>
שיעור העובדים במחקר ופיתוח מסך העובדים בשנת ההנפקה	<i>R&D employees</i>
שיעור צמיחת המכירות בשנה טרום ההנפקה	<i>Sales growth</i>
שיעור הרווח התפעולי מסך המכירות בשנה טרום ההנפקה	<i>Profitability</i>
המחיר ששילמה חברה i לחתם מקומי בעת ההנפקה שביצעה בשנה t בבורסת תל-אביב. מחיר זה מחושב כאחוז התשלום של החברה (על שירותי חיתום, הפצה, ניהול וריכוז ההנפקה), מסך היקף גיוס ההון בהנפקה ¹⁹ .	<i>P</i>

¹⁸ ניסיון להכניס משתנה של עתירות היצוא למשוואת המחיר מעלה שהוא אכן לא משפיע באופן מובהק.
¹⁹ המחיר אינו כולל הוצאות אחרות הקשורות להנפקה, כגון עורך דין.

גורם תיקון הסלקציה המחושב בשלב הראשון של האמידה (משוואה 1), ומשקף את ההסתברות המותנה להיכלל בקבוצת החברות שלא פנו להנפקה בחו"ל ולא קיבלו סיוע של חתם זר.

R וקטור של משתנים המשפיעים על הסיכון של החתם בהנפקה, חלקם ספציפיים לחברה i ואחרים ל"מצב השוק" ששרר בשנת ההנפקה
C וקטור של משתני עלות החתם

תיאור וקטור משתני העלות והסיכון והתוצאות של הכללת משתנים אלה במשוואת מחיר שירותי החיתום מופיעים בנספח א.

כפי שניתן לראות בלוח 4 בטורים 1 עד 3, חברות שהנפיקו בסיוע חתם מקומי (בישראל) הן בעלות מאפיינים ייחודיים, לעומת החברות שהנפיקו בסיוע חתם זר (בחו"ל). תוצאות רגרסית ה-PROBIT מעלות שמשקל היצוא אצלן נמוך באופן מובהק (כפי שנראה במקדם השלילי של Export Share). כלומר הן חברות שאינן מוטות יצוא. כמו כן, הן פחות מוטות מחקר ופיתוח בהשוואה לקבוצת החברות שהנפיקה בסיוע חתם זר, צומחות לאט, ורווחיות יותר. התוצאות הללו בולטות גם בהשוואה פשוטה של ממוצעים לשתי הקבוצות הללו. לדוגמא, משקל המכירות ליצוא בחברות שקיבלו תמיכה של בנקים זרים הנו כ-80 אחוזים, לעומת כ-23 אחוזים בחברות עם תמיכת חתם ישראלי. משקל עובדי המו"פ מסך העובדים הנו 37 אחוזים וכ-9 אחוזים לשתי קבוצות אלה בהתאמה. הרווחיות של החברות שלא קיבלו סיוע של חתם זר הנה 16 אחוזים בהשוואה ל-4.7 אחוזים בחברות שפנו לחו"ל בסיוע בנק זר. ניתן להסיק, מהעובדה שהחברות שקיבלו שירות מחתם זר הן הפחות רווחיות, שהסלקציה שנוצרה בעקבות פעילות הבנקים הזרים ויציאת החברות לחו"ל היא לא של החברות "הטובות", אלא של חברות בעלות חשיפה לחו"ל. תוצאות אלה עקביות עם תוצאותיהם של Blass & Yafeh, 2001.

בשלב השני של האמידה משולב ה-Inverse Mills Ratio במשוואה בה המשתנה מוסבר הנו מחיר החיתום (ששילמה כל חברה), המחושב עבורה מתוך משוואת סלקציה. כפי שניתן לראות בלוח 5 (בספסיפיקציות שונות), המקדם של משתנה הסלקציה הנו מובהק ברמה של 5% : כלומר קיימת סלקציה בקבוצת החברות שלא קיבלו שירות על-ידי חתם זר המשפיעה על המחיר. הסימן החיובי של המקדם של ה-inverse mills ratio מלמד שההסתברות המותנה (בין היתר בעתירות היצוא),

להיכלל בקבוצת החברות שלא יצאה לחו"ל ולא קיבלה שירות מחתם זר, פועלת לעליית המחיר שהחברות נאלצו לשלם לחתמים המקומיים. במקרה זה לא ניתן לומר שהסלקציה אינדוגנית למחיר, כי לא סביר שחברה בחרה לקבל שירות מחתם מקומי על מנת לשלם מחיר גבוה יותר.

כלומר הממצאים מלמדים שעל רקע פתיחת המשק לחו"ל, הגלובליזציה, כניסת הבנקים הזרים ויציאת החברות הישראליות להנפקות בחו"ל, נוצרה בשוק המקומי סלקציה (adverse selection), כך שהחברות ש"נבחרו" על-ידי הבנקים הזרים נהנו ממחיר נמוך יותר, בעוד האחרות שילמו מחיר גבוה יותר. ייתכן כי סלקציה זו נוצרה בהדרגה – עם הגידול במספר הבנקים הזרים שנכנסו למשק והיציאה של החברות הישראליות לחו"ל.

6. דיון בתוצאות

ירידת מחיר שירותי החיתום ששילמו (חלק) מהחברות הישראליות, מלמדת על היתרונות הקיימים בפתיחת המשק לחו"ל ותהליך הגלובליזציה. עם זאת, ממצא בולט נוסף שהתקבל במחקר הנוכחי הנו כי הכניסה של הבנקים להשקעות הזרים לא היתה הומוגנית – אלא תוך התמחות בנישה מסוימת של חברות, כך שחברות שלא נכללו בנישה זו נאלצו לשלם מחיר גבוה יותר עבור שירותי החיתום. בחלק זה נציג הסברים שונים להתפתחות הדיפרנציאלית במחיר שירותי החיתום.

אילו הכניסה של הבנקים הזרים להשקעות למשק הישראלי היתה הומוגנית – כלומר הם היו מציעים שירותים לכל החברות הישראליות – אלה המגייסות הון בבורסה המקומית ואלה המגייסות בחו"ל, מחיר שירותי החיתום היה יורד בממוצע לכל החברות. (עקב גידול בהיצע שירותי חיתום). שווי משקל אחר שיכול היה להיווצר הנו הבא: הבנקים הזרים היו מציעים שירותי חיתום רק לחברות שפונות לגיוס מקורות מימון בחו"ל – כפי שאכן עשו, כאשר חברות אלה היו זהות במאפייניהן לחברות שנתרו לגייס מקורות מימון בארץ. במקרה זה, בשוק החיתום המקומי היה היצע שירותי החיתום נותר ללא שינוי (היצע של בנקים מקומיים להשקעות), ואילו הביקוש לשירותי החיתום שהיה עומד מול החתמים המקומיים היה יורד באופן

מקביל (כי חלק מהביקוש היה מופנה לחתמים זרים שמלווים הנפקות בחו"ל)²⁰. גם במקרה זה, התוצאה המתקבלת היתה ירידה במחיר שירותי החיתום עבור החברות שנתרו לגייס באמצעות בנקים מקומיים, ולא רק עבור אלה שפנו לגיוס מימון בחו"ל, באמצעות בנקים להשקעות זרים. בפועל נמצא שמחיר שירותי החיתום עלה לחברות שנתרו לקבל שירות מבנקים להשקעות מקומיים. התפתחות זו יכולה לשקף ירידה והקשחה של הביקוש לשירותים אלה, בשילוב עם הפעלת כח שוק על-ידי הבנקים המקומיים או צמצום היצע שירותי חיתום. שני השינויים הללו עקביים עם התוצאה האמורה של סלקציה (שנמצאה באמידת משוואה מצומצמת של המחיר).

סלקציה המתבטאת בביקוש ובכח שוק של הבנקים המקומיים ניתנת לתיאור באופן הבא: מתן שירותי חיתום למדגם לא מקרי של חברות, על-ידי הבנקים הזרים, הוביל לכך שהביקוש לשירותי חיתום שעמד מול הבנקים המקומיים ירד והפך ליותר קשיח. סיבה אפשרית להקשחת הביקוש הנה החלופות המצומצמות לקבלת שירותי חיתום, העומדות בפני חברות שאינן חשופות לחו"ל, בשונה מהחברות היכולות לגייס מקורות מימון גם בחו"ל וגם בארץ. כניסה סלקטיבית זו הובילה לכך שבשוק המקומי "הובן" שקיימות שתי קבוצות שונות של חברות, ואכן כל (או חלק גדול) מאלה שיכלו לגייס מקורות בחו"ל עשו זאת²¹. בעקבות כך, הבנקים המקומיים ניצלו את כח השוק שלהם והעלו את מחיר שירותי החיתום לחברות אלה. (תרשים 1). ראוי לציין שוב שההתייחסות אל שוק החיתום כשוק ריכוזי, נתמכת בכך שמשקלן של הקבוצות הבנקאיות הגדולות בו במהלך העשור, היה גבוה מאוד (כל אחת משלוש הקבוצות הבנקאיות הגדולות היתה מעורבות כחתם מוביל בלמעלה מ-40% מההנפקות).

לחילופין, סלקציה ועליית מחירי החיתום לחברות שפנו לגיוס מקורות בשוק ההון המקומי יכולה כאמור לנבוע מצמצום בהיצע שירותי החיתום, ולא עקב השינוי המתואר בביקוש. כך, ייתכן שיציאת החברות לגיוס מקורות מימון בחו"ל והכניסה של הבנקים הזרים הובילו לתנאי שוק שונים שפעלו לעליה בהוצאות החיתום (המשתנות) של הבנקים המקומיים ולכן לצמצום היצע שירותי החיתום. באופן דומה, ייתכן שהיציאה של החברות לחו"ל והסלקציה שנוצרה הגדילו את הסיכון הספציפי (הנגזר ממאפייני החברה) של הבנקים המקומיים. כלומר הבנקים להשקעות

²⁰ כלומר ההנפקה בחו"ל היתה במקרה כזה תחליף להנפקה בארץ, כך שכשהביקוש להנפקות בחו"ל היה עולה הביקוש להנפקות בארץ היה יורד.

²¹ הכוונה הנה לכל החברות שיש ביקוש לניירות הערך שלהן בחו"ל, ולא לחברות העומדות בקריטריונים הרשמיים של הבורסה בארה"ב.

המקומיים נשארו עם החברות ה"פחות טובות", דבר שחייב אותם לבצע יותר סינון, מעקב, והגדיל את הסיכון בפעילותם – ולכן פעל להגדלת העלויות המשתנות ולצמצום ההיצע. עליית מחיר עקב גורמים אלה ניתנת לפירוש כ"תמחור נכון יותר" של החברות. כמו כן, ייתכן גם שללא קשר לכניסת הבנקים הזרים, השינוי במצב שוק ההון בישראל במחצית השניה של העשור הוביל להגדלת העלויות המשתנות של החתמים.

כדי להתמודד, לפחות באופן חלקי עם האפשרויות הללו (ולהחזיק קבוע את השפעת ההיצע), כללנו בין המשתנים המסבירים באמידה שתוארה לעיל גם משתנים המתארים את תנאי השוק (פירוט מלא מובא בנספח). בפרט, כללנו כמדד לסיכון השוק את שונות מחירי המניות בשוק ההון, את השינוי במדד המניות הכללי בכל שנה, ואת מספר ההנפקות הראשוניות בשוק המקומי בכל שנה. (כמו כן כללו גם משתנה דמה לשינוי שבוצע בשיטת החיתום, אשר יכול אף הוא ליצור השפעת היצע שלילית, ללא קשר לכניסת הזרים ויציאת החברות הישראליות לחו"ל). התוצאות שקיבלנו והוצגו לעיל, לפיהן הסלקציה של החברות השפיעה על המחיר, התקבלו תוך התחשבות בתנאי השוק.

בדרך שונה, בחנו את נתוני שנת 2000. בשנה זו מספר ההנפקות בשוק המקומי היה גבוה יחסית ו"תנאי השוק" היו טובים. אולם גם בשנה זו מחיר שירותי החיתום ששילמו חברות ישראליות שקיבלו שירות מחתם מקומי עלה בהשוואה לשנה קודמת ובהשוואה לממוצע במחצית הראשונה של שנות התשעים (לוח 2).

כאינדיקציה ל"איכות" החברות שנותרו כאן, והשפעה אפשרית של איכות זו על הסיכון בחיתום, כללנו, כאמור, כאחד המשתנים באמידת הסלקציה שנוצרה על רקע הכניסה, את רווחיות החברות. הממצא שתואר לעיל הנו שדווקא החברות הרווחיות נותרו לגייס מקורות מימון בשוק המקומי בסיוע חתם מקומי. ממצא זה אינו תומך בהשערה על-פיה הבנקים המקומיים ראו בפניהם עלויות חיתום גבוהות יותר עקב איכות "ירודה" של החברות שנותרו בשוק המקומי לאחר כניסת הבנקים הזרים.

הבדיקות האמורות אינן תומכות בכך שעליית מחירי החיתום לחברות שגייסו הון בשוק המקומי חלה על-רקע השפעת גידול בעלויות חיתום וצמצום בהיצע, ומהוות אינדיקציה לכך שניתן לפרש בזהירות את הממצא של השפעת הסלקציה על מחירי החיתום כנגזר מניצול כח שוק על ידי הבנקים להשקעות המקומיים, כפי שתואר לעיל.

7. סיכום ומסקנות

המאמר מציג עדויות וניתוח הכניסה הפיסית של בנקים זרים להשקעות לישראל. תהליך הכניסה הושפע, ככל הנראה, מהגלובליזציה בעולם – שהתבטאה בגידול פעילותם של מתווכים פיננסיים מחוץ לארצם, ובעליה בהיקף תנועות ההון בין משקים; ומהליברליזציה בשוק ההון והכספים הישראלי. במחקר הנוכחי אנו מראים כי הנוכחות הפיסית של בנקים זרים להשקעות בישראל הפכה למשמעותית במחצית השניה של העשור. אולם בנקים אלה התמחו באופן מלא בנישה צרה של לקוחות - חברות ישראליות שפנו לגיוס מקורות מימון בחו"ל. אנו מראים שכניסה זו הובילה להגברת התחרות בשוק החיתום – אולם רק על נישה של לקוחות. כך, החברות שקיבלו שירותים מהבנקים הזרים נהנו מהכניסה – מחירי החיתום ששילמו ירדו מעט והן עמדו בפני מגוון רחב יותר של היצע מקורות מימון. לעומתן החברות שנותרו לגייס מקורות מימון בשוק המקומי באמצעות בנק השקעות מקומי נאלצו לשלם מחיר גבוה יותר: אשר אולי משקף את האיכות שלהן – ובמובן זה ניתן לראותו כמחיר "נכון יותר", ואולי הוא מעיד על ניצול כח שוק על-ידי הבנקים להשקעות המקומיים.

ההתמחות המלאה של המתווכים הזרים בנישה צרה של לקוחות, העולה בברור מניתוח כניסתם לשוק ואיסוף המידע על כל החברות הישראליות שגייסו לראשונה הון בבורסות השונות, יכולה לנבוע בין היתר מהמבנה הריכוזי והאוניברסלי של שוק ההון והכספים בישראל. הקשרים ההדוקים בין הקבוצות הבנקאיות הגדולות ללקוחותיהם (relationship banking), תומכים בפניה של הבנקים הזרים שנכנסו רק לחברות בעלות קשרים פחות הדוקים עם מערכת הבנקאות הישראלית: חברות הי-טק, מוטות מחקר ופיתוח המאופייין בסיכון גבוה, ובעלות מעט נכסים מוחשיים (שניתן לשעבדם לבנקים כנגד הלוואות). לחילופין ניתן להסביר את הכניסה לנישה צרה, כניסיון של הזרים למצוא תחום בו יש להם יתרון יחסי מובהק, על רקע ההיצע המאוד מגוון של

שירותים פיננסיים שמציעות הקבוצות הבנקאיות הישראליות. אם כך – וגם אם תרמו להתמחות המלאה של הבנקים הזרים גורמים נוספים (כפי שמוזכר במחקר), הכניסה הסלקטיבית מלמדת שייתכן שגם בעתיד כניסת מתווכים פיננסיים זרים לתחומי פעילות נוספים לא תוביל לתחרות גורפת בתחום השירותים הפיננסיים, אלא רק לתחרות על נישה צרה של לקוחות.

- Aliber R., 1984, "International Banking: A Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, pp. 661-78.
- Barnea A. and L. Goldberg, 1995, "Absence of Foreign Banks in Israel: An Industrial Organization Theory of Foreign Banking", memo, Bank of Israel.
- Blass, A. and Y. Yafeh, 2001, "Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States", *Journal-of-Banking-and-Finance*; 25(3), PP. 555-72.
- Chen H. and J. Ritter, 2000, "The Seven Percent Solution", *The Journal of Finance* 55, pp. 1105-1131.
- Claessens S., A. Demirguc-Kunt and H. Huizinga, 2001, "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?", *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 891-911.
- Clarke G., R. Cull, M. Peria and S. Sanchez, 2001, "Foreign bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries and Agenda for Further Research", World Bank, memo.
- Dunbar, 1995, "Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share", *Journal of Financial Economics*, Vol 55, pp. 3-41.
- Gande A. M. Puri and A. Saunders, 1999, "Bank entry, Competition, and the market for corporate securities underwriting", *Journal of Financial Economics* 54, pp. 165-195.
- Giza Group, 1994, "Survey of Foreign Investment Banks Active in Israel".
- Goldberg L. G., 1992, "The Competitive Impact of Foreign Commercial Banks in the United States", in R. Alton Gilbert, ed., *The Changing Market in the Financial Services, Proceedings of the Fifteenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve of the St. Louis*, Norwell, Mass and Dordrecht: Kluwer Academic, PP. 161-200.
- Heckman J., 1979, "Sample Bias as a Specification Error", *Econometrica*, Vol. 47 (1), pp. 153-161.

IVA 1999 Year Book, A survey of Venture Capital and Private Equity in Israel”, The Israel Venture Association.

Lee S., R. Ritter and Q. Zhao, 1996, “The Costs of Raising Capital”, *Journal of Financial Research* 19, pp. 59-74.

Levine R., 1996, “Foreign Banks, Financial Development and Economic Growth”, In Claude (Ed.) *Financial Policy and Reform in the Pacific-Basin Countries*, Lexington Books, Lexington.

Pugel T. and L. White, 1988, “An Empirical Analysis of the Underwriting Spreads on Initial Public Offerings”, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol. 28 (4), pp. 6-20.

“The Marker – Israel Hi-Tech Directory”, 2000, ed. D&A Hi-Tech Information Ltd.

Ribon S. and O. Yosha, 1999, “Financial Liberalization and Competition in Banking: An Empirical Investigation”, Discussion Paper Series, 99.05, Bank of Israel.

Yafeh Y. and O. Yosha, 2001, “Industrial Organization of Financial Systems and Strategic Use of Relationship Banking”, *European Finance Review*, 5(1-2), pp.63-78.

Yafeh Y. and O. Yosha, 2000, “Financial Markets Reform, Patterns of Corporate Finance, and Continued Dominance of Large Banks: Israel 1985-95”, *Economic Systems* 22, 175-199.

בר ח., 2001, “האם הון סיכון הוא מיוחד? עדויות אמפיריות בשוק שהחל ביוזמה ממשלתית”, נייר לדיון 01.02, בנק ישראל, מחלקת המחקר.

לוקומט ר., 2001, “קרנות הון סיכון ותרומתן להתפתחות ההיי-טק הישראלי”, סדרת ניירות מונחים, מכון פאלק.

האוזר ש. וי. תנחומא, 1997, “בחינת השפעת שיטת החיתום בישראל על תוצאות ההנפקה”, נייר לדיון, הרשות לניירות ערך.

צנטלר ר., 1992, “פעילות בנקים זרים בישראל”, מכון ישראלי בינלאומי לסקר מדיניות כלכלית שימושית, סדרת מחקרים.

כניסה פיסיית של מתווכים פיננסיים זרים לישראל

א. בנקים להשקעות

סוג נוכחות	שם המוסד	מדינה	שנת תחילת הפעילות ¹	תחומי פעילות ²					
				חיתום	מיזוגים ורכישות	ניהול נכסים	הון סיכון	בנקאות מסחרית	אחר
שותפות אסטרטגית	Dain Raucher Wessels	ארה"ב	2000	X	X	X			
	US Bancorp Piper Jaffray	ארה"ב	2000	X	X	X			
	Goldman Sachs	ארה"ב	-	X	X	X	X		
נציגות	Morgan Stanley	ארה"ב	1993	X	X	X	X		
	Astaire ³	אירופה	1994	X					
	Needham	ארה"ב	1998	X					
	Rothschild Bank ³	שוויץ	1998	X	X	X			
	CAIB	אוסטריה	1999	X	X	X			
	Bank of America	ארה"ב	2000	X	X				שירותים לחברות עסקיות
	Robertson Stephens	ארה"ב	1992	X	X				
משרד	Lehman Bros.	ארה"ב	1994	X	X				
	Salomon Smith Barney	ארה"ב	1995	X	X				
	Oscar Gruss	ארה"ב	1996	X	X				
	UBS warburg	שוויץ	1997	X	X				
	Deutschebank	גרמניה	1999	X	X				
	Bear Stearns ³	ארה"ב	2001	X	X				
	CIBC Oppenheimer Corp.	ארה"ב/קנדה	2001	X	X			X	
	J.P. Morgan Chase	ארה"ב	2001	X	X				
	Credit Suisse First Boston ³	אירופה/ארה"ב	2001/2	X	X				
	Merril Lynch ³	ארה"ב	2001/2	X	X				

ב. בנקים מסחריים

סוג נוכחות	שם המוסד	מדינה	שנת תחילת הפעילות ¹	תחומי פעילות ²					
				חיתום	מיזוגים ורכישות	ניהול נכסים	הון סיכון	בנקאות מסחרית	אחר
שותפות אסטרטגית	ING Barings	אירופה	2001						ייעוץ עסקי ופיננסי
נציגות	CIC	צרפת	1995						אשראי עסקי, מימון
	BNP Paribas	צרפת	1998					X	אשראי עסקי, מימון
	Credit Agricole ³	צרפת	1999			X			פעילות במגזר החקלאי
	DBTC	שוויץ	1999			X			
	Multi Commercial Bank	שוויץ	1999			X			
משרד	UBP ³	שוויץ	1999			X			
	Investec	דרא"פ	1992			X		X	אשראי עסקי, מימון
	Bank Polska Kasa Opieki	פולין	1993			X			
	Citibank	ארה"ב	1997			X			
	HSBC Republic	אירופה/ארה"ב	1997		X				
משרד	Standard Chartered Bank	בריטניה	1997					X	
	UBS	שוויץ	1997					X	

(1) השנה מתייחסת לתחילת הפעילות במתכונת הנוכחית.

(2) לגבי נציגויות/שותפויות, מדובר בתחומי הפעילות בחו"ל, גם עבור חברות ישראליות.

(3) המידע לגבי מוסדות אלה נלקח מפרסומים בעיתונות.

מקור: סקר שערנו בין המתווכים הפיננסיים

לוח 2

שוק חיתום הנפקות של חברות תעשייה ותוכנה ישראליות

א. מחירי חיתום

IPOs בישראל באמצעות בנקים מקומיים להשקעות			IPOs בארה"ב באמצעות בנקים זרים להשקעות			שנה
מס' הנפקות	סה"כ עלות הנפקה ²	מחיר שירותי החיתום ¹	מס' הנפקות	סה"כ עלות הנפקה ²	מחיר שירותי החיתום ¹	
3	12.3	6.4	0			1990
9	11.6	6.6	3	16.9	8.7	1991
45	11.5	7.2	8	14.1	7.9	1992
70	11.3	6.8	9	14.9	8.4	1993
30	14.0	7.9	9	15.2	8.0	1994
5	19.1	8.8	8	13.2	7.7	1995
1	18.0	11.6	17	13.5	7.5	1996
4	10.5	7.8	11	15.0	8.0	1997
1	8.5	6.3	5	13.2	7.2	1998
2	14.2	11.7	9	10.9	7.0	1999
23	14.3	9.9	12	10.8	7.0	2000
	12.4	7.5		13.5	7.7	ממוצע 1990 עד 2000
	11.9	7.1		15.0	8.2	ממוצע בשנים 1990-1994
	14.5	9.6		12.8	7.4	ממוצע בשנים 1995-2000
מחיר חיתום לפי גודל ההנפקה						
20	9.0	6.0	75	11.5	7.1	גיוס מעל 10 מיליון דולר
173	12.8	7.7	22	20.3	9.4	גיוס מתחת ל- 10 מיליון דולר
מחיר חיתום לפי עתירות טכנולוגית						
80	13.3	8.3	97	13.5	7.7	חברות היי-טק ³
113	11.8	7.0	0	-	-	חברות מסורתיות

לוח 2 (המשך)

שוק חיתום ההנפקות של חברות תעשייה ותוכנה ישראליות

ב. פעולות חיתום

IPOs בארה"ב באמצעות בנקים זרים להשקעות	IPOs בישראל באמצעות בנקים מקומיים להשקעות	
91	193	מס' הנפקות
16.5	35.5	מס' חתמים בהנפקה
34.5	5.8	גודל גיוס (מ' ד')
257	84	הכנסות החתמים מהנפקות (מ' ד')
12	141	הנפקה בחבילה ⁴
-	112	מעורבות בנקים להשקעות השייכים לקבוצה בנקאית
75	-	חברות רשומות בישראל
25	-	הפצה ניירות ערך מחוץ לארה"ב ⁵

- הנתונים מתייחסים לכל חברות תעשייה ותוכנה שהנפיקו לראשונה בבורסת תל-אביב וארה"ב בשנות התשעים.
1. מחיר החיתום מחושב כאחוז מסך היקף גיוס ההון המגויס בהנפקה, שמשלמת החברה המנפיקה לחתם בגין שירותי החיתום. בכל שנה מחושב ממוצע עבור כל ההנפקות שבוצעו בה.
 2. סך עלות ההנפקה: כולל את מחיר שירותי החיתום ועלויות אחרות בגין ההנפקה – כגון עורך דין, כאחוז מסך היקף גיוס ההון של החברה.
 3. חברות היי-טק הן חברות מענפי אלקטרוניקה וחשמל, מחשבים ושירותי מחשב (הגדרת הבורסה).
 4. הנפקות אשר כללו מספר סוגי ניירות ערך, כגון מניות, כתבי אופציות, אגרות חוב.
 5. הנפקות בהן בתשקיף מוצהר כי התבצעה הפצה של ניירות הערך מחוץ לארה"ב על-ידי חתמים שונים מאלה המפיצים אותה הנפקה בארה"ב.

מקור הנתונים: עיבודים מתוך תשקיפי החברות שגייסו לראשונה הון בבורסות תל-אביב וארה"ב.

לוח 3א

עשרים החתמים הזרים הגדולים אשר שירתו את כל החברות הישראליות בחו"ל
בשנים 1990 עד 2000

	הכנסות תאורטיות ² נוכחות בארץ ³ (\$)	מס' הנפקות ¹	שם החתם
V	19,476	22	Shearson Lehman Brothers Inc/Lehman Brothers
V	7,159	16	Oppenheimer&Co Inc
V	10,171	9	CIBC World Markets Corp
V	7,781	9	U.S. Bancorp Piper Jaffray Inc
	2,055	7	Unterberg Harris
V	2,511	7	Oscar Gruss&Son
V	6,002	7	Smith Barney/Smith Barney Shearson
	3,213	6	Furman Selz Incorporated
V	3,670	6	Robertson Stephens&Company LLC
V	2,234	5	Hamberecht&Quist LLC
V	3,309	5	Needham&co / inc
	4,063	5	Hampshire securities corporation
	1,271	4	Pennsylvania Merchant Group Inc
	3,559	4	Montgomery Securieties
V	2,289	4	CIBC Oppenheimer Corp
	548	4	National Securities Corp.
	1,382	3	Barigton Capital Group
	1,457	3	Cowen& company
V	4,696	3	Credit Suisse First Boston Corporation
V	2,738	3	BancAmerica Robertson Stephenson

לוח 3ב'

עשרים החתמים הגדולים בישראל
בשנים 1990 עד 2000

שם החתם	מס' הנפקות ¹	הכנסות תאורטיות (\$) ²
לאומי	106	4,216
פועלים	93	2,396
דיסקונט	83	2,345
מזרחי	75	1,967
בינלאומי	70	2,268
כלל מנפיקים	49	437
שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.אי	46	1,943
לידר הנפקות	45	1,928
"אייל נ"ע"	43	1,984
כללי חתמים	34	578
נשואה זנקס	19	426
"חברה מרכזית לנ"ע"	19	346
אפיקים	18	358
בטוחה	16	610
גמול סהר	15	437
ספנות	15	209
הראון את לביא	10	88
אלטשולר – שחם	10	958
ציון משאבים	9	162

1. סך מספר ההנפקות של חברות תעשייה ותוכנה בשנות התשעים בישראל הנו 193, ובארה"ב 91. בכל הנפקה מעורבים מספר בנקים להשקעות כחתמים. רשימה זו מבוססת על מעורבות הבנקים להשקעות כחתמים מובילים של הנפקות (כלומר נכללים בה רק שמות הבנקים אשר היו בין חמשת המובילים בכל הנפקה).
2. הכנסות תיאורטיות שוות לכמות ניירות הערך המונפקים כפול מחיר ניירות הערך כפול עמלת הנפקה המדווחות בתשקיף.
3. המידע בטור זה הנו מתוך הסקר על כניסת מתווכים פיננסיים זרים לארץ, המוצג בלוח 1. חלק מהחתמים בעלי נוכחות בארץ אינם נכללים ברשימה הנ"ל, מכיוון שלא היו בין חמשת החתמים הגדולים בהנפקות של החברות הישראליות.

חלק מהמתווכים המופיעים בלוח מוזגו בינם לבין עצמם במהלך התקופה, והמידע הנ"ל משקף את שם החתם שהופיע בתשקיף ההנפקה.

מקור הנתונים: תשקיפי החברות שגייסו לראשונה הון בבורסות תל-אביב וארה"ב והסקר שערכנו בין הבנקים הזרים הפועלים בישראל.

**אמידת הסלקציה שנוצרה בשוק החיתום של חברות ישראליות:
הסיכוי של חברה לקבל שירותי חיתום מבנקים מקומיים להשקעות**

<i>Local Underwriter=1 Foreign Underwriter=0</i>	<i>Local Underwriter=0 Foreign Underwriter=1</i>	<i>Local Underwriter</i>	
(3)	(2)	(1)	
22.8	80.1	-1.67 (-5.14)*	<i>Export share</i>
8.9	37.1	-3.3 (-5.2)*	<i>R&D employees share</i>
28.6	81.1	-0.5 (-2.7)*	<i>Growth</i>
16.0	4.7	1.3 (2.3)*	<i>Profitability</i>
		YES	<i>constant</i>
		0.52	R-squared
		255	N

הסברים ללוח 4: טור 1 מציג את תוצאות אמידת Probit של משוואה המזהה מי הן החברות שקיבלו שירותי חיתום מבנקים מקומיים להשקעות ולא קיבלו שירותי חיתום מבנקים להשקעות זרים. האמידה נעשתה באופן סימולטני עם אמידת משוואת המחיר, המוצגת בלוח 5, לפי שיטת שני השלבים של Heckman. *Local Underwriter* מקבל ערך 1 אם החתמים של החברה בעת ההנפקה הראשונית היו בנקים מקומיים (והיא בוצעה בארץ), ואפס אחרת. *Export Share* הנו משקל היצוא מסך המכירות של הפירמה; *R&D employees share*: משקל עובדי מחקר ופיתוח מסך העובדים בחברה; *Growth*: שיעור הצמיחה של מכירות החברה בשנה טרום ההנפקה; *Profitability*: רווחיות תפעולית, המחושבת כרווח תפעולי ביחס למכירות. טור 2 ו-3 מציגים (באחוזים) את ממוצעי המשתנים עבור כל קבוצת חברות בנפרד: חברות שקיבלו שירותי חיתום מקומיים, וחברות שלא, וקיבלו שירותי חיתום זרים.

לוח 5

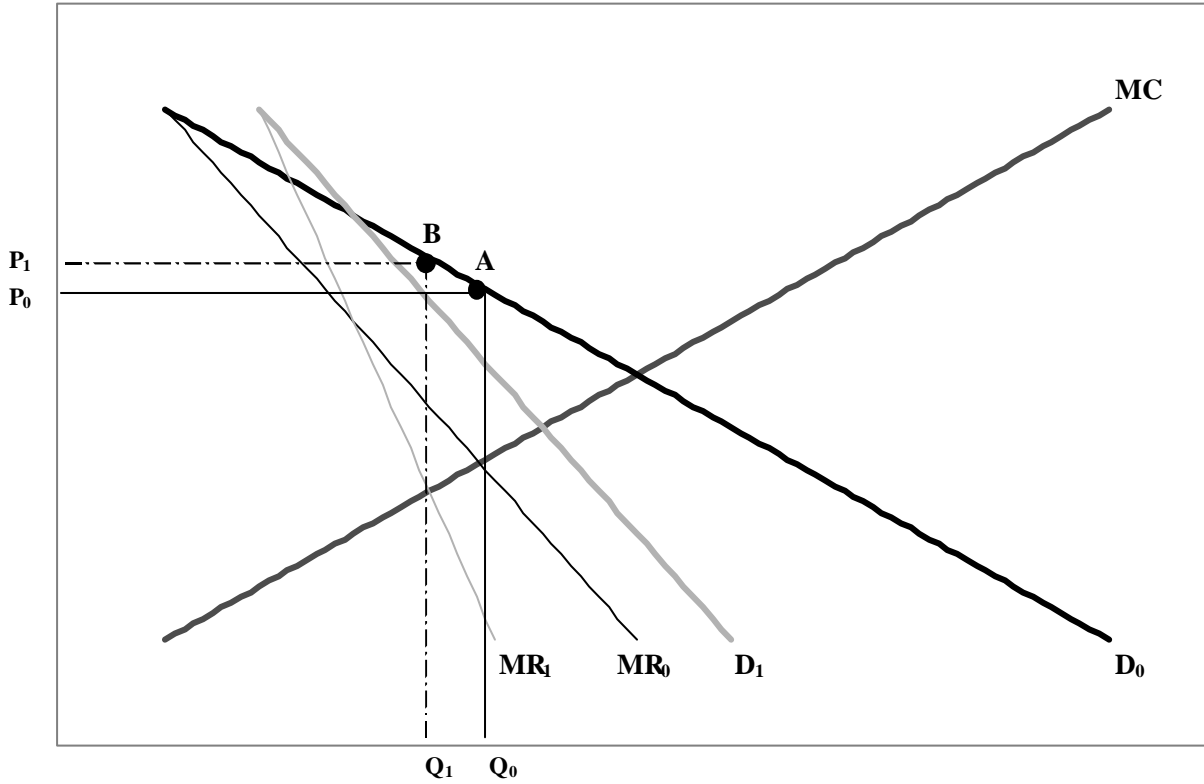
אמידת מחיר שירותי החיתום בשוק המקומי

<i>P</i>	<i>P</i>	<i>P</i>	<i>P</i>	
YES	YES	YES	YES	<i>Constant</i>
סלקציה שנוצרה בעקבות כניסת הבנקים הזרים				
0.69 (3.2)*	0.60 (2.6)*	0.61 (2.8)*	0.73 (3.3)*	<i>INVERSE MILLS RATIO</i>
משתני סיכון (החברה וסיכון השוק)				
0.02 (1.6)	–	0.01 (1.5)	0.01 (1.4)	<i>AGE</i>
0.9 (2.2)*	0.6 (1.9)*	0.9 (2.1)*	1.0 (2.1)*	<i>HITECH</i>
–	-1.3 (-3.8)*	-0.5 (-2.0)*	-1.2 (-3.6)*	<i>STD_MARKET</i>
1.6 (3.6)*	–	2.7 (4.9)*	–	<i>POST 1993</i>
–	1.0 (4.3)*	–	0.9 (2.7)*	<i>STD_MARKET*</i> <i>Post 1993</i>
–	–	0.01 (1.7)**	-0.0008 (-0.1)	<i>MDD_STOCK</i>
-0.0003 (-0.03)	–	–	–	<i>NOIPOS</i>
משתני עלות				
-1.2 (-5.0)*	-1.1 (-4.8)*	-1.3 (-5.5)*	-1.2 (-4.9)*	<i>GIUS</i>
–	–	–	0.05 (-0.5)	<i>NOBANKS</i>
-0.4 (-1.2)	-0.6 (-1.5)	-0.4 (-1.1)	-0.8 (-2.3*)	<i>HAVILA</i>
188	188	188	188	NO OBS
0.31	0.28	0.37	0.29	Adj. R-sq

הסברים ללוח 5: בלוח מוצגות רגרסיות OLS שנאמדו במערכת יחד עם הרגרסיה בלוח 4, האומדת את השפעת הסלקציה של החברות על מחיר שירותי חיתום של הנפקות ראשוניות בבורסה בתל-אביב (*P*). האמידה מבוצעת על-סמך כל אוכלוסיית חברות התעשייה והתוכנה שהנפיקה לראשונה בשנים 1990 עד 2000. כל חברה נכללת באמידה פעם אחת, בעת ההנפקה. המשתנה התלוי ברגרסיות הנו מחיר החיתום (כאחוז מהיקף המקורות המגויסים בהנפקה). המשתנים המסבירים הם: *INVERSE MILLS RATIO* – גורם הסלקציה שחושב מאמידת המשוואה המוצגת בלוח 4; *AGE* – גיל החברה מאז היוסדה; *STD_MARKET* – סטיית התקן של מחירי המניות בשוק בשנת ההנפקה; *HITECH* – משתנה דמה המקבל ערך 1 עבור חברות השייכות לענפי תוכנה ואלקטרוניקה; *GIUS* – היקף המקורות שגויסו על-ידי החברה בהנפקה; *NOBANKS* – משקל הבנקים מבין חמשת החתמים הגדולים בהנפקה; *HAVILA* – משתנה דמה המקבל ערך 1 עבור חברות שהנפיקו חבילה הכוללת מניות וניירות ערך נוספים; *POST1993* – משתנה דמה המקבל ערך 1 בהנפקות שבוצעו אחרי שנת 1993, ומסמל את שינוי שיטת החיתום שחלה באותה עת; *MDD_STOCK* שיעור השינוי השנתי במדד המניות הכללי, בשנת ההנפקה של החברה; *NOIPOS* מספר ההנפקות הראשוניות בבורסה המקומית בכל שנה.

השפעת כניסת בנקים זרים להשקעות על שוק החיתום בישראל

סלקציה מצד הביקוש והפעלת כח שוק



הסבר: התרשים מתאר את שווי המשקל שעקבי עם העדויות האמפיריות על השפעת סלקציה על מחיר שירותי החיתום. העובדה שהבנקים הזרים בחרו לשרת רק חברות ישראליות שפנו לחו"ל, הובילה לירידת הביקוש לשירותי חיתום העומד בפני הבנקים המקומיים להשקעות, בהשוואה לתקופה טרום כניסתם לארץ. היותן של החברות שנותרו לגייס מקורות מימון בארץ מיוחדות – כפי נראה באמידת הסלקציה במוצגת בלוח 4 בלוח 5, הובילה לכך שהן זוהו כבעלות פחות אלטרנטיבות – כלומר בעלות גמישות ביקוש נמוכה יותר לשירותי חיתום של בנקים מקומיים להשקעות. ירידת והקשחת הביקוש הובילו למעבר משווי משקל בנקודה A, לשווי משקל בנקודה B – בו המחיר של שירות החיתום גבוה יותר. התייחסות לשוק החיתום כשוק המאופיין על-ידי תחרות בין מעטים נגזרת מהאפיונים המוצגים במחקר, ומקבלת חיזוק לנוכח התוצאות לפיהן המחיר עלה.

נספח א : משוואת מחיר החיתום – הרחבות

כפי שצוין בסעיף 4 לעיל, ניתן לתאר את המשוואה המצומצמת של מחיר החיתום, כתלויה בוקטור משתני עלות החיתום ווקטור משתני הסיכון (Pugel and White, 1988), לצד משתנה הסלקציה. להלן נתאר את שתי קבוצות המשתנים הראשונות, עליהן לא הורחב בטקסט.

וקטור משתני העלות במשוואה הנאמדת כולל: מדד לגודל החברה – היקף גיוס מקורות המימון (GIUS). ככל שהחברה יותר גדולה ניתן לצפות שיתקיימו יתרונות לגודל עבור החתם בעת ביצוע המעקב (monitoring), שיווק וכו'. עדויות רבות בנושא קיימות בספרות (לדוגמה Lee, Ritter, Zhao, 1996); מידת המורכבות שבהנפקה (HAVILA) – הנפקת מניות מוערכת על-ידי הספרות (האמריקאית) כפשוטה יחסית, בעוד הנפקה של חבילה – הכוללת גם אג"ח להמרה או ניירות ערך אחרים, דורשת השקעה גדולה יותר של המנפיק בשיווק והפצת ניירות הערך ולכן צפויה לפעול להגדלת עלויות החתום. (Dunbar, 1995). אנו משתמשים לצורך כך במשתנה דמה המקבל ערך 1 אם החברה הנפיקה חבילה, הכוללת בנוסף למניות ניירות ערך אחרים כגון אג"ח להמרה או אג"ח, ואפס אחרת; משתנה נוסף שיכול להשפיע על עלות החיתום הנו היותו של בנק ההשקעות קשור לבנק מסחרי (כלומר חלק מקבוצה בנקאית גדולה). במקרים אלה ייתכנו יתרונות לגודל ולמגוון – לדוגמה ייתכן שהבנק מכיר כבר את החברה המנפיקה בהיותה לווה ממנו ולכן נדרש לפחות מאמץ באיסוף מידע עליה. לצורך כך, אנו משלבים באמידה משתנה (NOBANKS): משקל הבנקים להשקעות השייכים לאחת מהקבוצות הבנקאיות הגדולות, מבין חמשת החתמים הגדולים בהנפקה. לחילופין ניתן להתייחס למשתנה זה כמדד מסוים לתחרות בשוק החיתום – מכיוון שבתחילת העשור הוא נשלט על-ידי בנקים להשקעות הקשורים לבנקים המסחריים, ואילו בסוף העשור נכנסו לפעולה גם חתמים פרטיים, ולכן ירד משקלם של הבנקים בשוק (אם המשתנה משקף העדר תחרות בשוק נצפה כי ישפיע באופן חיובי על מחירי החיתום).

הסיכון של החתם בהנפקה נגזר מסיכון שהביקוש של רוכשי ניירות הערך יהיה נמוך והחתם יאלץ לרכוש חלק מהסחורה. סיכון זה מושפע משני כיוונים: סיכון ספציפי לחברה וסיכון שוק. סיכון ספציפי הנו סיכון על-פיו החתם תמחר במחיר גבוה מידי את ניירות הערך של החברה בעת ההנפקה, בדרך כלל עקב היות החברה המנפיקה צעירה ובעלת פחות מוניטין²². כמדד לסיכון זה אנו משתמשים בגיל החברה (AGE) מאז היווסדה; משתנה דמה המקבל ערך 1 עבור חברות השייכות לענפים עתירי טכנולוגיה (ענפי תוכנה ואלקטרוניקה) (HITECH), כדי לשקף את העובדה שהחברה עוסקת בתחומים חדשניים יותר. סיכון השוק העומד בפני החתם הנו הסיכון שיחולו שינויים אשר לא צפה וישפיעו על הצלחת ההנפקה. אנו משתמשים בתנודתיות של מחיר ניירות הערך בשוק (STD_MARKET) כאומד לסיכון זה של החתם. "מצב שוק ההון" בשנה מסוימת יכול אף הוא לפעול להגדלת עלויות החיתום של בנק ההשקעות. כך, כדי לתת ביטוי לשפל ששרר בחלק גדול מהמחצית השנייה של העשור בשוק ההון המקומי, שילבנו בנוסף לסטיית התקן של מחירי המניות, את שיעור השינוי במדד המניות הכללי (MDD_STOCK) וכן את מספר ההנפקות

²² מכיוון שהחברות הנבחנות גייסו לראשונה הון בבורסה, אין אפשרות לחשב לכל אחת מדד סיכון שוקי, כדוגמת ביטא של המניה.

הראשוניות בכל שנה²³; משתנה נוסף אשר שלבנו באמידה ועשוי להשפיע על הסיכון של החתם בהנפקה, ולפיכך על מחיר שירותי החיתום הנו משתנה דמה עבור השינוי שחל בשיטת החיתום של ניירות הערך בישראל בסוף 1993. באותה עת הוחלט לאסור על קביעת מחיר מרבי לניירות ערך המוצעים לציבור. קודם לאיסור הביקושים בעת ההנפקות היו גדולים מאוד ויצרו חיתום יתר (עודף ביקוש על היצע במחיר המקסימום). שיטה זו פעלה להקטנת הסיכון של החתמים (הסיכון שיידרשו לרכוש חלק מניירות הערך שהוצעו עקב מחסור בביקושים), ונמצאה כבעלת השפעה מובהקת על תמחור ניירות הערך בעת ההנפקה (האוזר ותנחומא, 1997)²⁴.

התוצאות העולות מהרגרסיות הן כי המשתנים המשפיעים באופן עקבי על מחיר החיתום הם גודל ההנפקה, המשפיע באופן שלילי ומובהק, כצפוי, ומלמד על קיומם של יתרונות לגודל בגיוס מקורות בבורסה; ומשתנה הדמי לשינוי שיטת החיתום בישראל, המשפיע באופן חיובי ומובהק על מחיר ההנפקה – כלומר אכן ביטול שיטת חיתום היתר הגדיל את הסיכון של החתמים ולכן גם את מחיר שירותי החיתום ששילמו חברות. תוצאה מעניינת המתקבלת הנה שסטיית התקן של מדד המניות בשוק ההון, לא פועלת בכיוון של העלאת מחיר החיתום. ייתכן שתוצאה זו נובעת מכך שטרום שינוי שיטת החיתום בישראל (1993) לא היה סיכון שוק לחתם. (הכללת משתנה אינטראקציה בין סטיית התקן של השוק לדמי של שינוי שיטת החיתום מתקבל חיובי ומובהק ותומך בכיוון זה). כמו כן, גם שני משתני "מצב השוק" האחרים – השינוי במדד המניות הכללי, ומספר ההנפקות בכל שנה – אינם מתקבלים בעלי השפעה חיובית ומובהקת על מחירי החיתום.

משתנה "מספר הבנקים להשקעות הקשורים לבנקים מסחריים" מתקבל לא מובהק – תוצאה המעידה כי אולי לא קיימים יתרונות לגודל ולמגוון בפעילויות החיתום ובפעילויות האחרות של מערכת הבנקאות, או שלא מועבר המידע הקיים בקבוצה הבנקאית בין הפעילויות השונות. לעומת ההשערה והממצאים בעולם, אנו מקבלים כי מחיר שירותי החיתום נמוך במקרה של הנפקת חבילות של ניירות ערך (לעומת הנפקה של מניות בנפרד), אם כי התוצאה אינה מובהקת בחלק מהאמידות. ייתכן כי העובדה שבישראל הנפקת חבילות הפכה למאוד שכיחה ואפיינה יותר מ-70% מההנפקות הובילה לכך שדווקא חברות שלא הנפיקו חבילה נתפסו כפחות אטרקטיביות.

²³ משתני "מצב שוק ההון", כגון מספר ההנפקות בכל שנה, מדד המניות הכללי וכו', מקבלים ערך זהה לכל חברות שהנפיקו בשנה מסוימת.
²⁴ האוזר ותנחומא, 1997, הראו כי שיטת ההנפקה השפיעה גם על תקבולי ההנפקה וגם על יעילות התמחור של ניירות הערך בעת ההנפקה (under pricing).