

## אנליסטים הממליצים על מנויות של חברות הקשורות: האם השוק מבין את הפוטנציאלי לניגוד עניינים?

**חדרה, בר\*** ו**קובנסטנטין קוסנקו\***

### עיקר הממצאים

אנליסטים ממליצים לעתים לרכוש מנויות של חברות שבחן מחזיק המתווך הפיננסי המעסיק אותם (להלן אנליסטים בעלי החזקה : equity stakes). מצב זה כמובן טומן בחובו פוטנציאלי לניגוד עניינים, ולכן מנסה על מנת המלצה אובייקטיבית. האם השוק מזהה פוטנציאלי זה לניגוד עניינים ומגיב עליו? האם הפוטנציאלי אכן מתממש? במחקר זה אנו ממשיכים את עבודתם של Michaely and Womack (1999), שהבחנו לגבי ארא'ם את הפוטנציאלי לניגודי העניינים של אנליסטים הממליצים על חברות שבחן בנק ההשקעות המעסיק אותם היה החתום בהנפקה, ומרחיבים את הבדיקה לניגודי עניינים במרקמים שבהם בנק השקעות המליץ על חברת שהוא קשור עמה בקשרי בעלות. לצורך המחקר אנו עושים שימוש במאגר מידע ייחודי, המכיל 1,000 המלצות שניתנו בשנים 1999 עד 2001 על מנויות הנסחרות בבורסת תל אביב, מהן 15 אחוזים על מנויות שהוחזקו על ידי המתווך הפיננסי המעסיק את האנלייסט.

המצאים העיקריים העיקריים במחקר הם כי אנליסטים בעלי החזקה, בניגוד לאנליסטים עצמאיים, ממליצים לרכוש את המניה בעיתוי שבו הדבר דרוש ביותר לשם הגנה על האינטרס של המתווך הפיננסי המעסיק אותם, ככלומר שביצוע המניה יורדים. ואולם, השוק אינו מזהה את הפוטנציאלי לניגוד עניינים, ומתאפייש באותו אופן להמלצות של אנליסטים בעלי החזקה ולאחריה של אנליסטים עצמאיים (אין עדויות *discount*) בשבע סביב המלצת. בחינת התשואה במשך מלחית השנה לאחר המלצות מעלה כי משליכים שקנו מנויות על פי המלצות של אנליסטים בעלי החזקה השיגו בדיעד תשואה נמוכה משמעותית מזו שיכלו להשיג אילו פעלו על פי המלצות של אנליסטים עצמאיים. ניתוח תגובת השוק על המלצות לפי תקופות מעלה כי ניגודי העניינים האלה התממשו בתקופת הגיאות בשוק ההון, ואילו לאחר התפוצצות הבועה, במהלך שנת 2001, השתנתה תגובת

\* מחלקת המחקר של בנק ישראל.  
אנו מודים לשישי יפה, לבועז אילון, לשמעאל האוזר, לעמרי ידלין, למאריך סוקולר, לייעקב פרוש ולמשתתפי הסמינרים במחלקת המחקר וברשותו לניהוח ערך על העורות מועלות, ולשרה קנדלר מהרשota לניהוח ערך על מידע חשוב.

השוק על המלצות: המשקיעים עשו discount להמלצות של אנליסטים בעלי החזקות.

## 1. מבוא

הפטונציאלי לניגודי עניינים בפעולות של אנליסטים עליה לדין מחודש וסוער בשנים האחרונות בארה"ב, כאשר התגלו מקרים רבים שבהם אנליסטים פרסמו דוחות חיוביים מדי על חברות, משיקולים זרים, והטעו את המשקיעים. עדויות מחקריות על התחמשות הפטונציאלי לניגוד עניינים בפעולות האנליסטים התקבלו עוד קודם לכן להתקפות "בוזת הטכנולוגיה" (לדוגמה, Michaely and Womack, 1999).

עיקרן היו על מקרים שבהם אותו בית השקעות היה גם חתום של ההנפקות וגם המליץ לציבור בחום לרכוש אותו. בשנים האחרונות הושמעו גם טענות כי בית השקעות תרמו לניפוח בוזת הטכנולוגיה, בהמליצם על מנויות שהחזיקו, בין כבוי השקעות ובין כմשקיעים בודדים, ללא שדיוחו לציבור על החזקת מנויות אלו. סוגיה זו נבחנה באופן ישיר במחקרנו, תוך ניתוח המלצות שננתנו מתחומים-פיננסיים-אנגליסטיים על מנויות שהחזיקו (להלן אנליסטים בעלי החזקה). סוגיה זו מתקשורת לסוגיה רחבה יותר של ניגודי העניינים בבנקאות אוניברסלית, אשר הועלתה על ידי Ber Yosah and Yafeh (2001).<sup>1</sup> סבירו סוגיה זו התעורר לאחרונה באחרונה בישראל דין צבורי רחב, שהוביל להקמת ועדת צבורייה (ועדת בכר), אשר אחת ממטרותיה הייתה ליצור מערכת פיננסית עם פחות ניגודי עניינים.

אנו מתמקדים בשלוש שאלות מחקר: (א) האם עיתוי המלצה על ידי אנליסטים בעלי החזקה שונה מזו של אנליסטים עצמאיים, ובפרט – האם אנליסטים בעלי החזקה מוצאים את מעמדם כדי לסייע לחברות הקשורות אליהם? (ב) האם השוק מזוהה את הפטונציאלי האמור לניגודי עניינים ומגיב על המלצות של אנליסטים בעלי החזקה באופן שונה מאשר על המלצות של אנליסטים שאינם בעלי פוטונציאלי לניגוד עניינים מעין זה (עושה לראשותן, discount, כלומר הפחתה)? (ג) האם הפטונציאלי לניגוד עניינים אכן מתmesh, ומשים שרכשו מנויות בעקבות המלצות אנליסטים בעלי החזקה הפסידו?

לצורך המחקר ריכזנו מידע על כ-1,000 המלצות (איורים) שננתנו 43 אנליסטים שונים בשנים 1999 עד 2001, על מנויות של חברות הננסחרות בבורסת תל אביב. המידע על המלצות נלקח ממAGER "פרדיקטה" וככל, לגבי כל המלצה של אנליסט על חברה, את התאריך שבו היא ניתנה, את תוכנה – מחלוקת למספר קטגוריות (בעיקרן "קנה", "החזק", ו"מכור") ואת מאפייני האנליסט הממליץ: גודלו והשייכות שלו

<sup>1</sup> במחקר נבחן הפטונציאלי לניגוד עניינים בין פעילות הבנקים בישראל ביחסם, מתן הלוואות וניהול קופות גמל וקרןנות אمنנות. נמצאו מקרים שבהם הפטונציאלי לניגוד עניינים התחמש.

לבנק גדול במשק<sup>2</sup>. מאגר זה חיברנו למאגר של הבורסה לנויות ערך, כך שעל כל מתוך-פיננסי-אנגליסטי יצרנו משתנה ייחודי המשמן אם הוא בעל החזקota במנויות של החברה שהוא ממילץ עליה. את המידע הזה הצלבנו עם מהירות המניות המומלצות בתקופות שונות, בפרט סכיב תקופת המלצה, ועם נתונים כללים מהדוחות הכספיים על מאפייני החברות – גילן, גודלן, רוחיותן וכו'. אחד היתרונות של מאגר נתונים זה הוא היותו מكيف שתי תקופות שונות: תקופהシア הגיאות בשוק ההון, השנים 1999 ועד 2000, והלאק מתקופת התפוצצות הבועה הטכנולוגית בעולם ובישראל – שנת 2001. אנו מנצלים מידע זה כדי לבדוק אם בין שתי תקופות אלו השתנו התנאות האנלייסטים ותגובה השוק על הממלצות.

לפי הספרות הרבה שנכתבה על תגובת השוק להמלצות של אנלייסטים<sup>3</sup>, אנלייסטים המפרסמים לציבור הרחב המלצות קנייה, מכירה וכו' מסיעים לפתרון בעיות של העדר מעבר מלא של מידע בשוקים הפיננסיים בין המלווה ( הפרטים) ללווים (החברות) – בעיות הקיום גם בשוקי הון אוניברסיטאיים וגדולים (בורסות)<sup>4</sup>. חלק מהספרות על אנלייסטים הדגיש את הפוטנציאל לניגוד עניינים הгалום בפעולות אנלייסטים<sup>5</sup>. על פי המהקרים אחד הגורמים המרכזים העולמים להביא לאופטימיות יתר בהמלצות אנלייסטים הוא שהמתוך הפיננסי המעסק אותן מציע גם שירותים החיטום לחברות המבקשות לגייס מקורות בבורסה. במצב זה בית ההשעות עלול להפעיל על האנלייסט לחץ ישיר או עקיף (דרך שיטת התגמול) כדי שזה יפיין הממלצות היוביות על החברות שבית ההשעות מייצג בהנפקה. Dugar and Nathan (1995), Michaely and Lin and McNichols (1998), Rajan and Servaes (1997) ו- Womack (1999), מצאו כי ניגוד עניינים בין המלצות לפעולות החיטום ככל הנראה התממש – שכן המלצות האנלייסטים-החתמים היו אופטימיות יותר מאשר האנלייסטים העצמאים. מחקרים אלה גם בדקו אם השוק זיהה מרッシュ פוטנציאלי זה לניגוד עניינים, וממצאו סימנים לתגובה חלקית בלבד של השוק על ההבדל בין הממלצות האנלייסטים החתמים להמלצות האנלייסטים העצמאים. (מצוא discont לא מלא). Michaeley and Womack אף הראו כי ביצועי המניות שעלהן המליצו באופטימיות האנלייסטים החתמים היו (לאחר שנה) נמוכים באופן מובהק מאשר של מנויות שהומליצו על ידי אנלייסטים עצמאים.

<sup>2</sup> אנו לא משתמשים בשם הפרט של האנלייסט, כי אם בmäßig על המתוך הפיננסי המסייע אותו.

<sup>3</sup> לדוגמה: Ci Liu, Smith and Syed (1983) Bjerring, Lakonishok and Vermaelen (1996) Womack (1990).

<sup>4</sup> Grossman & Stiglitz (1980) התייחסו לעובדה ששוקי ההון לא משקפים את כל המידע, אלא רק חלק ממנו.

<sup>5</sup> סוגית ניגודי עניינים בפעולות מוחדים פיננסיים בכלל, לאו דווקא אנלייסטים, נבחנה אף היא בשנים האחרונות – לדוגמה, Ber, Yafeh and Yosha (2001) Crockett, Harris, Mishkin and With (2001); פרוש וקרואס (2003) – והפכה לשלוניות בעקבות ביטול חוק גלאס סטיגל באורה"ב.

התרומה של המחבר הנוכחי היא בהרחבת הבחינה של תגوبת השוק על פוטנציאלי ניגוד העניינים לכיוון שטרם נבחן בספרות – למצביים שבהם מתוך פיננסי הוא גם אנגליסט וגם בעל החזקה בחברה המומלצת (להבדיל מניגודי עניינים בין המלצות להHIGHOME, שנבחנו, כאמור, בספרות). המלצה על מניה שבה הממליץ מחזיק מעלה חשש – כי האינטראס שלו כבעל החזקה יעמוד בנגדו לאינטראס של האיכות לקביל המלצה אמינה ואובייקטיבית בעיתוי האופטימלי. סוגיה זו נבחנה לאחרונה במחקר של Lehar & Randl (2003). הם חתמו בבחינת טעות החיווי של אנגליסטים הקשורים בקשרי בעליות לפירמה המומלצת, לעומת אנגליסטים לא-קשורדים, וממצאו עדויות להתמכשות ניגודי עניינים: האופטימיות של התחזית האנגליסטים הקשורים גבואה מזו של האנגליסטים העצמאים, ומתחבטה בתועות שיטתיות לכיוון אחד. אולם הם מצאו גם שהקשר של הבנק המשיק את האנגליסט הממליץ עם הפירמה מקנה לממליץ מידע מועדף (*superior information*) אודות החברה, מה שמאפשר לו להציג המלצה מדוקית יותר (טעות חיווי קטנה יותר בערך מוחלט). מחקרים איננו מדגיש את תגوبת השוק על הפוטנציאלי האמור לניגודי עניינים, דבר שאנו עושים במחקר הנוכחי. תגובה זו חשובה מאוד: אם, לדוגמה, השוקינו מגביב כלל על המלצות אנגליסטים, להтиיה שלחן אין חשיבות; לעומת זאת אם השוק מגיב על ההמלצות, ראוי לבדוק אם מי שקנה על פיין הפסיד מכך.

גם הרשות לנירוח ערך וארגוני הסוחרים בבורסות בארה"ב הבינו בשנים האחרונות כי מצב שבו האנגליסט ממילץ על מניה המוחזקת בידי מתוך הפיננסי המשיק אותו טומן בחובו פוטנציאלי לניגודי עניינים, וכך דרכו, בכללים החדשניים שפרסמו בשנת 2002, כי המתווך הפיננסי יגלה בדוחה המחבר ובاذנות הציבוריות אם לאנגליסט, לבני ביתו, או לבית ההשקעות המשיק אותו יש או הייתה עד לחודש האחרון לפני פרסום דוח המחבר) החזקה של מעלה מהווים אחד בנירוח ערך של החברה המומלצת.

ניתו הנחותים העומדים בסיס המחבר הנוכחי מעלה כי המלצות האנגליסטים מאופיינות באופטימיות רבה לגבי התפתחויות הצפויות בחברות, אפילו כשהפעילות בשוק ההון מצומצמת, ומהירות המניות הולכים ויורדים; קל וחומר כשההברסה גואה. כ-80 אחוזים מהמלצות האנגליסטים בשלוש השנים הנבחנות היו לוכשת מנויות. רק 3 אחוזים היו למכירת מנויות. בתקופה השפלה בשוק ההון אחוז המלצות המכירה לא גדול, והאנגליסטים נתנו יותר המלצה "החזק". זאת ועוד, תחזיות האנגליסטים למחיד המניה שישרור בעוד שנה מאופיינות בתועות שיטתיות לפני מעלה (כלומר במחיר גבוה משמעותית במובhawk ממחיר המניה בפועל, בדיעבד). זאת בפרט כאשר ההמלצות ניתנות בתקופה גיאות בשוק ההון, והאנגליסטים הם בעלי החזקה במניות שם ממליצים עליהם. אופטימיות בעילות אנגליסטים נמצא גם בארה"ב ובמדינות אירופה, והוא כמובן מעמידה בסימן שאלה את האובייקטיביות של דוחות המחבר

שליהם. למורת האופטימיות הרבה של האנליסטים, המלצות לקניית מנויות היו מלאות בעלייה מחדך המניה מעבר לעלייה המהירה בשוק ההון – ככלומר בתשואה עודפת היוכנית. משמע שהשוק "האמין" לאנליסטים וייחס חשיבות למידע שהם פרסמו. ממצאים דומים נתקבלו עבור המלצות להחזקת או מכירה של מניה – ירידת מובהקת בתשואה העודפת.

ניתוח הפטונציאלי לניגוד עניינים בישראל מעלה כי הוא אכן התmesh: אנליסטים בעלי החזקה, בשונה מאנליסטים עצמאים, בחוץ להמלין על מנויות בעיתוי שבו ביצועיהם ידרדו. אלו מוצאים כי טרם ההמלצה היה הבדל מובהק ושלילי בין התשואה העודפת (excess return) של המניות שהומליצו על ידי אנליסטים בעלי החזקה לעומת של אנליסטים עצמאים. למורת זאת השוק לא זיהה את הפטונציאלי לניגוד עניינים: תגבותו על המלצות של אנליסטים בעלי החזקה בשבוע סביר ההמלצה דמתה לתגבותו על אלה של אנליסטים עצמאים. כדיבד התברר שהציפייה, או ההערכה, של השחקנים בשוק כי אין הבדל בין המלצות האנליסטים השונים התבדרה. מצאנו כי במשך כל ששת החודשים שלאחר ההמלצות של בעלי החזקה התשואה ארוכת הטווח של המניות הייתה נמוכה באופן מובהק מזו של מניות שהומליצו על ידי אנליסטים עצמאים. תוצאות אלה נובעות מן הגיאות בשוק המניות באותה התקופה – בשנים 1999 ועד 2000. לעומת זאת בתקופה השפל שנבחנה במחקר מצאנו עדויות לדיסקונט של השוק להמלצות של אנליסטים בעלי החזקות בחברות. פירושו של דבר שההתפוצצות הבועה בשוקי ההון הובילה ככל הנראה למידה מסוימת בקרב ציבור המשקיעים.

המשך המחקר עורך כדלקמן: בפרק השני מוצגים הנתונים, תוך תיאור שוק האנליסטים הפעילים בישראל ומאפייניו המלצותיהם; בפרק השלישי מוצגת השיטה של ניתוח אירועים והשערות המבחן; בפרק הרביעי מוצגים ניתוח והתוצאות, ובפרק האחרון – הסיכום והמסקנות.

## 2. מאגר הנתונים והמאפיינים של פעילות האנליסטים בישראל

### א. הנתונים

מאגר הנתונים, שהרכבנו ממספר מאגרי מידע, כולל נתונים על כ-1,000 המלצות אשר ניתנו על ידי אנליסטים בשנים 1999 ועד 2001 על מנויות של חברות הנסחרות בבורסת תל אביב ושicity למדד תל אביב 100. על חברות רבות יש יותר מהמלצה אחת (נספח א'). 1,000 ההמלצות היו 86 אחוזים מכלל המלצות (מסוג sell-side) של האנליסטים על חברות הנסחרות בבורסת תל אביב. (שאר המלצות ניתנו על חברות שאינן כוללות במדד תל אביב 100). מבין 100 החברות הכלולות במדד תל אביב 100 הומלצו 95 חברות. החברות המצוויות במדד תל אביב 100 מרכזות את רוב המבחן בבורסה – כ-77 אחוזים מחזורי המבחן במנויות ומנויות להמרה. המלצות נוספות

ניתנו על חברות ישראליות הנסהרות רק בחו"ל (בעיקר בארה"ב). אותן לא כללו בוגדים.

**המלצות האנלייטים:** כל המלצות של האנלייטים נשלפו ממאגר של חברת "פרדיקטה" בע"מ.<sup>6</sup> המידע על כל המלצה כולל את שם החברה המומלצת, התאריך שבו ניתנה המלצה, שם הגוף הממליץ וסוג המלצה – "קנייה חזקה", "קנייה", "ציבור", "החזקת", מכירה בגין "ביטחוני חסר" ו"מכירה חזקה". את שיש הקטגוריות האלה קיבצנו לשולש: "קנייה" – כולל "קנייה חזקה", "קנייה וציבור"; "חזקת" – כולל "מכירה בגין ביצועי חסר" ו"מכירה חזקה". בחלק מההמלצות הוצג גם מחיר היעד שהאנלייט הוצה למנה כעובר שנה ממועד ההמלצת.<sup>7</sup> המלצות אלה פורסמו בזמן הוצאתן באתר אינטרנט שניים, והישימוש בהן היה ללא תלות. הממליצים שיכולים לבתי השקעות או בנקים שחילקם עוסקים בניהול תיקי השקעות של לקוחות, והמלצותיהם הועברו, בעת הוצאתן, גם אל מנהלי תיקים אלה. لكن כל שינוי שהחל בשוק בעקבות ההמלצות יכול לנבוע בכך מתגובה של מSKIעים פרטיים וזה מתגובה של מנהלי תיקי השקעות.

**מחירים המניות:** לכל המלצה (איירוט) צירפנו את המחיר המותאם (adjusted) של המניה לפני ההמלצה ואחריה, וכן את מדד המניות הכללי בתקופה הרלוונטית, מתוך מאגרי הבורסה לנירות ערך.

**מידע שפורסם על החברה בחלון זמן ההמלצה:** עבור כל החברה הוצאנו ממערכת המידע של הבורסה את כל הודעה שהועברו לבורסה על אותה חברה, כגון מידע על פרסום דוחות כספיים ועל עסקאות גדולות שהחברה עומדת לבצע. מידע זה יצרנו משתני דמה עבור חברות שבחלון זמן ההמלצה פורסם עליהם מידע נוסף (נספח ד').

**מאפייני החברה:** לכל המלצה צירפנו גם מאפיינים של החברה המומלצת, כגון גודלה, רוחויתו וגילו – מתוך נתוני הדוחות הכספיים, כפי שהם מופיעים במאגר "דocus" של הבורסה לנירות ערך.

**אנגליסט בעל החזקות ואנלייסט עצמאי:** כדי לזהות אם האנלייט הממליץ על החברה קשור אליה בקשרי עסקים, וכן הוא בעל פוטנציאלי לניגוד עניינים (סיווג שעשו קוסנקו ובלומין, 2003), השתמשנו בדוח בעלי החזקה שהبورסה לנירות ערך בישראל מפרסמת בתדרות רבעונית. סף החזקה המינימלי שמעליו בעלי המניות רשומים בדוח זה של הבורסה הוא 0.01 אחוז ממניות החברה, אולם בפועל אחוז החזקה גבוהה יותר במידה משמעותית. השאלה מהו הוא סף החזקה המוביל להתחמשות הפוטנציאלית של ניגודי עניינים היא כMOVED שאלת אמפירית.

יצרנו משתנה דמה להמלצות אנלייט בעל החזקות, אשר קיבל ערך 1 כאשר:

<sup>6</sup> "פרדיקטה" בע"מ היא חברת האשטה מידע ממארגנים בתחוםים שונים, כולל תחומי שוק ההון.

<sup>7</sup> הייתה לנו אפשרות (שניצלנו רק חלקית) להוציא גם את דוח המחקר המלא של האנלייט בכל המלצה.

- א. הממליץ מחזיק לפחות 0.01 אחוז באחד מנויות הערך של החברה ("אם ממיליצה על בתה").
- ב. האנלייט ממליץ על מניה המוחזקת על ידי קבוצתו. (לדוגמה: בנק ממליץ על מניה המוחזקת על ידי קבוצה הגלם הקשורה אליו).
- בפועל בכל המקרים האמורים אחוז ההון המוחזק על ידי הקבוצה של המתווך הפיננסי הממליץ גבוה מחסף המינימלי לרשום האנלייט כבעל עניין לפי הגדרת הבורסה. (בממוצע 12.6 אחוזים).
- ג. האנלייט ממליץ על החברה האם שלו ("בת ממיליצה על אמה").
- במקרים האחרים משתנה הדינה קיבל ערך 0, והגדכנו את ההמליצה כהמליצה אןלייט עצמאית.<sup>8</sup> בחנו להתייחס לכל שלוש הקטגוריות האמורות במשתנה אחד, משום שבכל ההמלצות האמורות יש פוטנציאל לניגוד עניינים הנובע מקשרי בעלות ישירים או עקיפים של הממליץ עם חברה המומלצת. לאחר סיווג ההמלצות בחנו את מידת החפיפה בין המניות שהומלצטו על ידי בעלי החזקה לאלה שהומלצטו על ידי עצמאיים, וגילינו כי 35 מנויות הומלצטו על ידי שני סוגי האנלייטים, 2 מנויות הומלצטו רק על ידי אןלייטים בעלי החזקה, ו-58 מנויות הומלצטו רק על ידי אןלייטים עצמאיים. יתר על כן, עיתויי ההמלצות של אןלייטים בעלי החזקה ושל אןלייטים עצמאיים אינם זהים, דבר שיכל להיות גורם להבדל בתשואות המניות המומלצות.

## **ב. שוק האןלייטים בישראל**

פעילות האןלייטים התפתחה בישראל בשנים האחרונות, על רקע גיאות מחודשת בשוק ההון המקומי והלאומי, שהחלה בשנת 1999. מאותה עת פעלו בישראל 43 גופי השקעות, שפרסמו לציבור הרחב, חינם, דוחות מחקר על חברות. (לפיוות שנות המתווכים הפיננסיים ומספר המלצותיהם ראו נספח א'). כפי שניתן לראות בלוח 1, חלק גדול מפעילות האןלייטים (כ-40 אחוזים) מבוצע על ידי אןלייטים השיעיכים לקבוצות הבנקאיות הגדולות, ואחו גובה דומה מבוצע על ידי אןלייטים פרטיים, שאינם קשורים לגופים הבנקאיים. מגמה שאפיינה את התקופה הייתה כניסה משמעותית של בנקים השקעות זרים לפעילות במשק הישראלי<sup>9</sup>, בנקים שהקלם עסקו גם בפרסום דוחות מחקר והמלצות על חברות. עם זאת, עיקר פעילותם של בנקים אלה היה סכיב חברות הישראלית שהנפיקו ניירות ערך בבורסות בחו"ל ולآخر מכון באירופה, ולא נסחרו באותה עת גם בבורסת תל אביב. לפיכך בולט ההבדל בין משקלם הגבוה של האןלייטים הזרים בסך האןלייטים שפעלו במשק (16 גופי

<sup>8</sup> ייחן שגם אןלייט מסווג עצמו כעצמאי הוא בעל אינטרס אחר בחברה, לדוגמה אם הוא בנק שגם נתן לחברת אשראי.

<sup>9</sup> בשנת 2000 פעלו בישראל 20 בנקים להשקעות זרים בעלי כתובת מקומית (בר, לוקומט ונהמני, 2002).

**ЛОח 1**  
**האנגליסטים במשק הישראלי ומאפייניו המלצותיהם**

43 11 15 17	<b>מספר האנגליסטים במשק*</b> <b>מהם: شيءים לקבוצה בנקאית</b> <b>איןם בנקים</b> <b>זרים</b>
62 אחזים	<b>רכיביות הפעילות של אנגליסטים</b> <b>אחזו להמלצות שניתנו על ידי חמשת האנגליסטים הגדולים</b>
995 58 אחזים 42 אחזים  43 אחזים 44 אחזים 13 אחזים 95	<b>מספר המלצות*</b> <b>מהן על חברות גדולות (שייכות למדרך תל אביב 25)</b> <b>על חברות בגיןיות וקטנות</b>  <b>מהן ניתנו על ידי</b> <b>אנגליסטים שהשייכים לקבוצה בנקאית</b> <b>אנגליסטים שאינם בנקים</b> <b>אנגליסטים זרים</b>  <b>מספר החברות המומלצות</b>
76 אחזים 21 אחזים 3 אחזים  68 אחזים 32 אחזים 1 אחזים  68 אחזים 30 אחזים 2 אחזים	<b>התפלגות לפי סוג המלצות (ב אחוזים)</b>  <b>המלצות קנייה</b> <b>המלצות החזקה</b> <b>המלצות מכירה</b>  <b>מזה: המלצות של בעלי החזקה</b> <b>המלצות קנייה<sup>1</sup></b> <b>המלצות החזקה<sup>1</sup></b> <b>המלצות מכירה</b>  <b>מזה: התפלגות המלצות שניתנו בתקופה השפל בבורסה</b> <b>(אוקטובר 2000 ועד סוף 2001)</b>  <b>המלצות קנייה<sup>2</sup></b> <b>המלצות החזקה<sup>2</sup></b> <b>המלצות מכירה</b>

\* המידע מתייחס רק לאנגליסטים המפרסמים לציבור הרחב את דוחות המחקר ללא עלות.

\*\* המידע מתייחס רק להמלצות שניתנו על חברות ישראליות שנסחרות בבורסת תל אביב (כולל חברות דו-לאומיות), ואינו כולל המלצות על חברות ישראליות שנסחרות רק בחו"ל.

(1) שונה באופן מובהק מהמלצות שניתנו על ידי כלל האנגליסטים.

(2) שונה באופן מובהק מהמלצות שניתנו בכל התקופה (גיאות ו Shepard).

anolists מתקד (43) לבין משקלם הנמוך בפרסום דוחות המלצה על חברות ישראליות שנשחרות בבורסת תל אביב.

מאפיין נוסף של השוק, העולה מניתוח התפלגות המלצות שפורסמו על פי שנים המתווכים הפיננסיים הממליצים הוא ריכוזיות גדולה יחסית. לעומת מספרם הגדל של הגופים הפעיליםanganists, כ-60 אחוזים מהמלצות ניתנו על ידי חמישת הגוףים הגדולים ביותר (מהם ארבעה שאינם קשורים לבנקים).

אחד התופעות המעניינות העולות כאשר מחלקים את המלצות האנלייטים לפי סוג המלצה שפורסמו, היא האופטימיות הרבה המאפיינת אותם: 76 אחוזים מהמלצות שניתנו לגבי מנויות הנסחרות בבורסה בשלוש השנים הנבחנות היו המלצות يكنות את המניה. רק 3 אחוזים מהמלצות היו למכור את המניה. יתר ההמלצות היו להמשיך ולהחזיק את המניה. התקופה הנבחנת הייתה הטרוגנית מאוד מבחינה התפתחותית בשוק ההון. חלקה הראשון אופיין בעלות גדולה מאוד של מחירים המניות ומהזורי המסחר, בעקבות גיאות בשוקי ההון בעולם, וחלקה השני אופיין בירידות גדולות של המהירים והפעילות.

כאשר מחלקים את המלצות לאלה שניתנו עד אוקטובר 2000 – תקופת הגיאות בבורסה – ואלה שניתנו לאחר מכן, רואים כי אחוז המלצות הקנייה בתקופת הירידות היה נמוך מאשר בתקופת הגיאות, ועמד על 68 אחוזים (לוח 1; הבדל מובהק). עם זאת, שיעורן היה גבוה בהתחשב בנסיבות שאפיינה בתקופה זו את המשק בכלל ואת שוקי ההון בפרט. ניתן שהוא משקע הערכה של האנלייטים כי דזוקא כשהשוק יורדים כדי לרכוש מנויות. כמו כן מענין כי באותה תקופה שפל בשוק ההון לא גודל משקל המלצות המכירה של האנלייטים, והצטומם בהמלצות הקנייה התבטה בגידול מספונן של המלצות ההחזקה. האופטימיות הגדולה הזאת בתחום האנלייטים אינה ייחודית לישראל; בנתונים על המלצות של אנלייטים בארה"ב, מהשנים 1989 עד 1991 (Liu, 1996; Womack, 1990) מצאו שהיחס בין המלצות הקנייה להמלצות המכירה היה 1:7. Smith and Syed (1990) מצאו שהיחס היה 66 אחוזים המלצות "קנה" ו-34 אחוזים המלצות "מכור" ו"חזק". מובן שהאופטימיות הרבה הזאת מעוררת תהיות לגבי האובייקטיביות של המלצות, ומעלה חשש כי האנלייטים לא שירתו רק את האינטרסים של לקוחותיהם.

מידת האופטימיות של האנלייטים יכולה להיבחן גם לפי שיעור השינוי שהם הווים במחיר המניה בשנה הקרובה. (האנלייט כותב בדוח המחק את מחיר היעד של המניה בעוד שנה; ומהירות זה ומהירות בפועל של המניה ביום המלצה נתן לגוזר את שיעור העלייה החזוי במחיר). עם זאת, לא כל דוחות המחק כוללים מידע זה.<sup>10</sup> במאגר שלנו התוצאות למחיר המניה הוצגה ב-76 אחוזים מהמלצות, ונראה כי משתנה זה לוקה בסלקציה. (בדיקה סטטיסטית מעלה, באופן מובהק, כי דזוקא

---

<sup>10</sup> Brav and Lehavi (2002) בדקו אם מחיר היעד מספק מידע נוסף מעבר להמלצת.

בתקופת שלפּן ניתנו יותר המלצות קنية שככלו גם מחיר יעד למניה בעודה המידע על שיעור העלייה החזוי במדד המניה מוצג בלוח 2 לפי התכדים השונים. ניתן לראות (בסעיף א', טור 1) כי שיעור העלייה במדד שצפו כל האנலיסטים בהמלצות הקنية היה כ-27 אחוזים. שיעור עלייה זה, הצפוי לשנה הקרובה, מוגלים גם את ההערכה של האנலיסט לגבי העלייה של כלל שוק המניות. בהמליצם למוכר או להחזיק את המניה הערכו האנலיסטים כי במדד מוצע מהירות יעללה ב-6.4 אחוזים. חלוקת המלצות לאלה שניתנו בתקופה גיאות בבורסה ואלה שניתנו בתקופת שלפּן (סעיף ב', בלוח 2) מעלה כי במדינת האופטימיות של האנலיסטים אין הבדל (МОבק סטטיסטי) בין תקופות גיאות לתקופת שלפּן. גם בתקופה של ירידות במדדים ובהיקפי המשחר, כאשר גם התוצאות המקרו-כלכליות במשק היו במנגמת ירידה, חזו האנலיסטים כי מחיר המניות שהמליצו עליהם עלה במדד מוצע בכ-25 אחוזים.

אחד הזרים שהתפתח בספרות מדגיש את בדיקת טעויות החיזוי של האנலיסטים, כדי לבחון אם הן, באופן שיטתי, לכיוון אחד. התוצאות לגבי מדיניות הראוי כי אכן ישנה טעות לא-מקנית בתוצאות האנலיסטים, ששיעוריה מגיעה לכ-20 אחוזים. בחינה דומה עבור ישראל ערכו בломני וקוטנקו (2003), תוך חישוב מס' מדדים לטעות החיזוי. בהמשך לבדיקהם אנו מציגים בלוח 2 מדד אחד לחישוב אחוז טעות החיזוי של האנலיסטים. המדד מחושב כהפרש בין מחיר היעד, שצפה האנலיסט למניה בעוד שנה, למחיר המניה בפועל, ששור בדייבך שנה לאחר התחזית, ביחס למדד שערך שטור בדייבך. חישוב זה מגלה הטיה ברורה וסיסטמטית בהמלצות האנலיסטים. מוצע הטעות לכל המלצות הקنية הוא כ-27 אחוזים (לוח 2, טור 3), וב-80 אחוזים מהמלצות הטעות חיבית (גדולה מ一封ס): האנאליסט חזה מחיר גבוה מזה שטור בפועל. עם זאת, התקופה הנחקרה אופיינית בחלוקתו בשוקי ההון בארץ ובעולם. כיוון שמשבר, בדרך כלל, אינו ניתן לחיזוי, חילקו את כל התקופה לתקופות. (חלוקת התקופה נעשתה כך שגם ההמלצה ותחזית האנאליסט וגם מימוש מחיר המניה בשנה לאחר ההמלצה – נכללו באותה תקופה). ניתן לראות שעודף האופטימיות של האנאליסטים נרשם גם בתקופת השפל – מאוקטובר 2000 ואילך – שבה הם חזו עליית מחיר של כ-25 אחוזים, בדומה לתחזית שלהם בתקופות הגיאות, ובפועל מעריכי המניות המומלצות ירדו בכ-15 אחוזים. התוצאות הללו מתיחסות עם תוצאות שהתקבלו בדבר הטיה שיטית כלפי מעלה בהערכות שווי מוחמינות של מומחים פיננסיים (見積מי שוווי) לחברות ציבוריות (במסגרת עסקאות כגון מיזוגים, רכישות והקצאות פרטיות), הטיה שנמצאה, בנתונים על המשך הישראלי, גם אצל אלנטן, האוזר ומדר-גביז (2003).<sup>11</sup>

<sup>11</sup> הם בחנו מוגם של 44 הערכות שווי שנעשו לחברות, במטרה ללמד על תרומתן של מומחים פיננסיים ועל מידת האובייקטיביות שלהם. מסקנתם היא כי הערכות השווי מיועדות בעיקר להערכת פרמיית השליטה עבר בעלי השליטה, ואילו הערך המוסף שלהם עבר בעלי מנויות חיצוניים מוגבל.

**ЛОח 2**  
**תחזית האנגליסטים לשינוי במחיר המניה בשנה הקרוב<sup>1</sup> והטעות בתחזית<sup>2</sup> (אחוזים)**

טעות התחזית (בנקודות אחוז)	שיעור העלייה בפועל	שיעור העלייה הצפוי במחיר המניה	
* 27.4	-2.6	* 26.9	<b>א. המלצות לפי סוג ההמליצה</b> המלצות קנייה (604)
* 13.4	* -7.0	* 6.4	המלצות מכירה וחזקת (184)
* -9.0	* 42.5	* 29.9	<b>ב. המלצות קנייה לפי תקופה</b> עד אוקטובר 1999 (137)
* 38.4	* -17.2	* 24.0	נובמבר 1999-ספטמבר 2000 (181)
* 38.0	* -15.0	* 25.4	אוקטובר 2000 עד סוף 2001 (286)
			<b>ג. המלצות קנייה לפי הופונציגיאל לניגוד עניינים</b>
** , * 25.5	-1.7	26.1	<b>אנגליסטים עצמאיים (518)</b> מוחה :
* -9.0	* 43.2	* 30.5	עד אוקטובר 1999 (123)
** , * 34.0	* -16.1	** , * 22.5	נובמבר 1999-ספטמבר 2000 (154)
* 37.5	* -15.5	* 26.0	אוקטובר 2000 עד סוף 2001 (241)
** , * 39.2	-8.7	24.9	<b>אנגליסטים בעלי חזקה (86)</b> מוחה :
* -10.0	* 37.0	* 25.3	עד אוקטובר 1999 (14)
** , * 61.0	* -23.0	** , * 31.7	נובמבר 1999-ספטמבר 2000 (27)
* 41.3	* -14.0	* 20.7	אוקטובר 2000 עד סוף 2001 (45)

המדד על מחיר היעד שהזזה האנגליסט למניה מצוין ב-76 אחוזים מהמלצות. \* מסמל ערך שונה מ於是 ברמת מובהקות של 5 אחוזים ; \*\* מסמל ערך השונה מזה של קבוצת הייחוס, ברמת מובהקות של 5 אחוזים. בסוגרים מצוין מספר ההמלצות שניתנו בקטגוריה זו.

(1) מוחשכ ביחס בין מחיר היעד למניה בעוד שנה, שאותו מפרסם האנגליסט בדוח המחק, לאחר מכן שוחרר ביום ההמליצה. שיעור עלייה זה מבטא גם את היזכרה של האנגליסט לגבי כלל שוק המניות בשנה הקרובה.

(2) מוחשכת כהפרש בין מחיר היעד של האנגליסט לבין המחיר בפועל של המניה שנה לאחר ההמליצה (כמפורט לשכועים סביר מועד זה) ביחס למחיר המניה שנה לאחר ההמליצה.

במדגם המשמש במחקר הנוכחי 15 אחוזים מהמלצות האנלייטים ניתנו על חברות שהקבוצה הפיננסית המעסיקה אותם היא בעלת החזקה בהן – אנלייטים בעלי החזקה. בחינת האופטימיות של האנלייטים לפני הפטונציאל לניגוד עניינים מעלה כי אחוז המלצות הקنية של בעלי החזקה נמוך מעט, באופן מובהק, מזה של כלל האנלייטים – 68 אחוזים (לוח 1) – לעומת אחוז המלצות המכירה שלהם נמוך אף הוא. משמע שלפי מדד זה הם אינם אופטימיים יותר מהאנלייטים האחרים.

מידת האופטימיות יכולה להיבחן, כאמור, גם לפי אחוז השינוי במדד המניות, החזוי על ידי האנלייט ומפורסם בדוח המחקר (אך כי, כאמור, לא בכל המלצות מרגע מחיר יעד). כפי שניתן לראות בסעיף ג' בלוח 2, טעות החיזוי של אנלייטים בעלי החזקה גבוהה באופן מזו של אנלייטים עצמאים. בכל התקופה הטעות של אנלייטים עצמאים הייתה כ-25 נקודות אחוז, ואילו זו של אנלייטים בעלי החזקה – 39 נקודות אחוז. הטעות השיטתיות הגבוהה כלפי מעלה של אנלייטים בעלי החזקות נרשמה במיוחד בין נובמבר 1999 לסתמבר 2000 – תקופה שיא הגיאות בשוקי ההון – טעות של כ-60 נקודות אחוז לעומת 34 נקודות אחוז, בהתאם. תוצאה זו יכולה להעיד על ניסיון של אנלייטים לנצל את הגיאות בשוק ההון, כדי לקדם את המניות שבחן יש להם עניין.

חשוב לציין כי אין הסדרה מפורשת של תחום האנליהז בישראל. אמנם חוק הייעוץ להשקעות (התשנ"ה-1995) מתייחס ברוחו לפועלות האנלייט, משומש שייעוץ השקעות מוגדר בו כמתן ייעוץ לאחרים לגבי הcadiot של השקעה, החזקה, קנייה או מכירה של ניירות ערך ונכסים פיננסיים, ובוחוק נאמר ש לעניין זה "יעוץ" הוא "בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום בהזרמים, בהווות דעת, באמצעות הדואר... או בכל אמצעי אחר"; ואולם יתר סעיפי החוק מתיחסים לייעוץ כלפי מעלה – המחייבת חתימה על הסכם בין המיעוץ למקבל העצה, וה坦מה אישית של הייעוץ – מאפיינים שאינם רלוונטיים לייעוץ על ידי אנלייטים. בדיקת דוחות מחקר שפורסמו על ידי אנלייטים מעלה כי לא מצוי במסמך קשר הבעלות בין המתווך הפיננסי למיליצן לחברת המומלצת. ישנה הערתanzaה כללית מאוד, המציגת כי יתכן שהמיליצן הפיננסי המיליצן, חברות בננות שלג, או בעלי השליטה בו, מחזיקים, עבור עצם או מי מملכחותיהם, מנויות של החברה המומלצת). לעיתים ניתן להסיק בדבר קיומו של קשר כזה, משום שבדוח מוצגת טבלה בעלי עניין<sup>12</sup> – אולם נתקלנו במקרים שבהם טבלה בעלי העניין לא הוצגה בדוח המחקר המלא על החברה, ולכן לא ניתן להסיק לגבי קשרי הבעלות האמורים. בשל העדר גילוי נאות בנושא יתכן שהשוק לא יזהה את האנלייט כבעל החזקה במניות החברה, וממילא לא יראה בכך בעיה או יתרון. עם זאת ראוי לציין כי ניתן לרכוש גישה למארגן מידע המפרט את שמות בעלי העניין בחברות הבורסאיות, ובדרך זו לזהות אם המיליצן הוא גם בעל החזקה בחברה.

<sup>12</sup> בעל עניין מוגדר על ידי הרשות לנויות ערך כמשמעות המחזק 5 אחוזים או יותר מהון החברה.

### 3. המתודולוגיה של בדיקת אירועים והשערות

הקשר בין המלצות האנלייסטים לtagובת השוק נבדק בשיטה של בדיקת אירועים (event studies)<sup>13</sup>. אנו בוחנים את ההשפעה של פרסום המלצת האנלייסט בדבר כראיות הקנייה, המכירה או ההחזקה של מניה מסוימת על התשואה העודפת של המניה בחולון זמן סביר אידועה המלצתה. יום הפרסום של המלצה לציבור ידוע ורשום בהמלצתה).

תשואת המניה המוצטברת בחולון זמן, מעבר לו ש כלל השוק באותו חולון, נבדקת עבורה כל מניה ? כدلקמן<sup>14</sup> :

$$(1) \quad ER_i = \sum_{t=-1}^{t=n} (1+r_t^i) - \sum_{t=-1}^{t=n} (1+r_t^{market\_size}),$$

כאשר  $i$  היא תשואת המניה או השוק בחולון הזמן הנבדק, המוחשבת כשיעור במחד המניה או במדד השוק, בהתאם.

מן פניו אפקט גודל, שלפיו ביצועיהן של חברות קטנות טובים מלה של חברות גדולות (לדוגמה, Dimson and Marsh, 1986), הסמן ( $r^{market\_size}$ ) לחישוב התשואה העודפת צריך להיות תשואת השוק מותאמת לגודל הפירמה ( $r^i$ ). בחרנו לישם שיטה זו כدلקמן: עבור מנויות גדולות, השיעיות לממד תל אביב 25, חישבנו את התשואה העודפת של כל מניה ביחס לתשואה מדד זה, בתקופה הרלוונטית; עבור מנויות קטנות, השיעיות לממד תל אביב 75, חישבנו את התשואה העודפת ביחס לממד זה. חישוב זה מביא בחשבון גם את העובדה שהנזילות של חברות קטנות נמוכה משמעותית מזו של גדולות, וכך יש לבחון חברות קטנות ביחס לממד הרלוונטי לגודלן. כיוון שאת ממד תל אביב 25 החלו לפרסם בתחילת שנת 2000, ואילו המדגם שלנו מתחילה בשנת 1999, המלצות שניתנו בשנה הראשונה למדגם חושבו ביחס לממד תל אביב 100, כולל גם את החברות הקטנות וגם את הגודלות<sup>15</sup>.

ממוצע התשואה העודפת לכל החברות (או לפי קבוצות שונות) חושב כدلקמן :

$$(2) \quad AER_n = \frac{1}{n} \left( \sum_1^n ER_i \right).$$

<sup>13</sup> סקירה מקיפה של מתודולוגיה זו מביאים Campbell and Mackinlay (1997).

<sup>14</sup> זה תשואה עודפת עצברת בשיטת החישוב "קנה והחזק" (Buy and Hold), המניה שמנייה שנרכשו ביום המלצה מוחזקota במשך כל חולון הזמן הנבחן (שבע, שלושה וחמשים וכו'). חישבנו גם תשואה עודפת בשיטת "אייזן מחדש" (re-balancing) שעלה פיה מעריכים מהרווחים או ההפסדים של היום הקודם; התוצאות נתרו בעין.

<sup>15</sup> לחולפן חישבנו את התשואה העודפת לכל המניות ביחס לממד תל אביב 100; התוצאות נותרו בעין.

שיטה נוספת ששימשה כחלק מהחוקרים, ואלה לא יישמו, היא חישוב התשואה העודפת לפִי מודל השוק, אולם בשנים האחרונות נמזהה בקיורת רבה על שיטה זו (לדוגמה, Dimson and Marsh, 1986). לטענת המבקרים, לאחר שתקופת של שינויים גדולים בשוקים היפיננסיים יתכן כי- $\alpha$ , וה- $\beta$  של המניות לא יהיו קבועות, חישובן לתקופה מוקדמת ויישומן לתקופה מאוחרת הוא בעיתני. נראה לנו שהדברים אמורים גם בתקופה שאנו בודקים: תחילתה הייתה גדולה מאוד של הפעולות בשוק ההון ואחריה ירידה ממשמעותית – ואלה אכן החבטו בשינויי- $\beta$  של המניות. גם ה- $\alpha$ , המשפעת מהרכיבת נטולת הסיכון במשק, השתנתה מאוד במהלך התקופה, בכלל הירידה המשמעותית של הריבית נטולת הסיכון שקובע הבנק המרכזי. אף על פי כן אנו מציגים את מדד ה- $\beta$  בהמשך עבור שתי הקבוצות – חברות שהומלכו על ידי אנליסטים עם פוטנציאל לניגוד עניינים ואלה שהומלכו על ידי אנליסטים ללא פוטנציאלי כזה.

לאחר חישוב התשואה העודפת באחת משתי השיטות שתוארו, ובדיקה אם תשואה זו שונה מאפס באופן מובהק, אנו אומדים את ההשפעה של גורמים שונים – מאפייני ההמלצת, מאפייני החברה ומאפייני האנליסט – על גודלה של התשואה העודפת. בין מאפייני האנליסט אנו כוללים את התתייחסות להיווט בעל החזקה בחברה, כדי לבדוק אם השוק מעיריך כי הפוטנציאלי לניגוד עניינים פוגם באמנות הדוח של האנליסט, ולכן עושה discount להמלצתן. במסגרת זו נאמדת רגסיטית OLS (כאשר סטיות התקן מתוקנות בשיטת White), שבה המשנה המוסבר הוא תשואת השוק המctrברת סביר אידוע ההמלצת בהמלצות קنية. המשנים המסבירים הם: משתנה לפוטנציאלי לניגוד עניינים של אנליסט-בעל-החזקה (*conflict*). הוא מקבל ערך 1 אם המתווך היפיננסי המעסק את האנליסט הוא בעל החזקה ו-0 אחרת; גודל הפירמה (*size*) – כמדד לביעות מידע שיכולות להיות לגבייה. ההשערה היא כי חברות קטנות מופיעו ביחס אסימטריה במידע, ולכן פרטום ניתוח והמלצת של אנליסטים ישפיע על התשואה העודפת שלן יותר מאשר מאשר על החבות גדולות. בהתאם לכך, הצפי הוא כי אם לאנליסטים יש תרומה באיסוף, בעיבוד ובהעברה של מידע לשוק, היא תהיה גדולה יותר במקרה של חברות קטנות. כדי לבדוק זאת חילקו את החברות במדד לאלה השונות למדד תל אביב 25 ולשאר החברות; הוסףנו משני דמה לענף שהפירמה שייכת אליו ולפירמות שעלהין לא פורסם מידע נוסף (מעבר להמלצת) בשבוע הקודם להמלצת האנליסט. לאחרון, שנבנה מຕך מגאר הודיעות לבורסה (נספח ג'), חשוב כדי לבחון את השפעת האנליסטים על השוק מעבר לו שהייתם לפרסום מידע ציבורי אחר. שילבנו גם משתנה דמה המקבל ערך 1 עבור המלצות שניתנו בתקופת הגיאות עד אוקטובר 2000 ו-0 אחרת (*dum\_boom*); זאת משום שניתן לצפות כי השפעת האנליסטים בשוק גואה גדולה יותר.

- (3)  $ER_i = f(\text{conflict}, \text{size}, \text{industry}, \text{publication of other information}, \text{dum\_boom})$ .

אמידה זו אינה כוללת התייחסות למוניטין של האנelist. בדיקות שנעשו במחקריהם שונים מראות כי למוניטין של האנelist ושל בית ההשקעות המעסיק אותו יש השפעה מובהקת על ביצועי המניות המומלצות על ידו. האומד (proxy) למוניטין מוצג בדרך כלל כמדד של פרמטרים שונים, כגון מספר הדוחות שהאנelist פירסם והדיקות בתוצאות הרוחה שלו. ארגזציה זו מאפשרת לדרג את האנelistים ולספיק מידע זה למשקיעים פוטנציאליים המהפסים מקור מידע בעל מוניטין גבוה. (דירותים מסווגים ניתן לואות בפרסונים שונים, למשל ב-Wall Street Journal). בישראל, בשל צערותו של התחום ומיעוט פיקוח על מתוקים פיננסיים חוות-בנקאים, לא מתנהל מעקב סדייר אחר פעילות האנelistים (המלצות, תחזיות וכו'), ולכן אין כל דירוג של ביצועיהם.

**התיחסות להלota אפשרית בין התכיפות (Clusters - אשכולות):** במאגר הנתונים שלנו ישנן המלצות רבות של אותו אנelist והמלצות רבות שניתנו באותו Hodsh – דבר שיכול להוביל לתלות בין התשואות העודפות של המניות ברמת החטך (cross section). אנו מתייחסים לאפשרות זו באמצעות הסטטיסטיות של התשואה העודפת בחילנות הזמן השונים, בהסתמך על Campbell and MacKinlay (1997). באמידת המשוואות המרכזיות אנו משלבים משתנה דמה לחודש שבו ניתנה המלצה (35 משתנים) וכן משתנה דמה לאנelist הממליץ (42 משתנים, לוח 3).

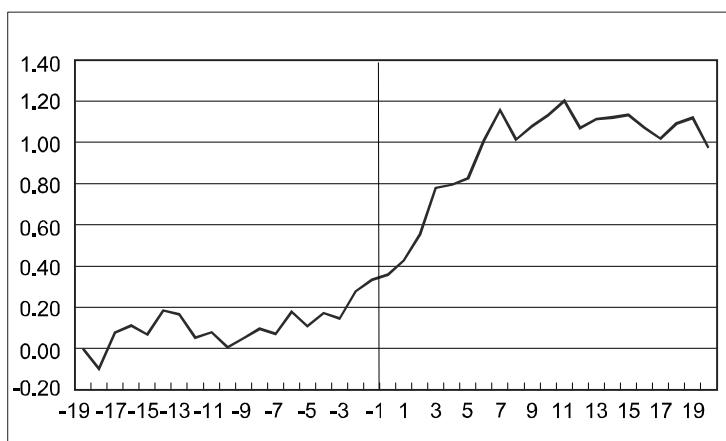
#### 4. הממצאים

קודם להתמקדות בשאלת ניגודי העניינים אנו מציגים את תגובת השוק באופן רציף ב- 40 ימים סביבה המלצות של כלל האנelistים. באירוע 1, המציג את התשואה המצתברת ביחס לתשואה ששורה 20 ימים לפני המלצה, ניתן לדאות "קפייצה" היובית ומובהקת של התשואה העודפת ביום סביבה המלצה הקנייה. חלוקת המלצות לפי גודל החברות מעלה כי תגובת השוק על המלצות קנייה של האנelistים לגבי חברות קטנות חזקה יותר מאשר לגבי חברות גדולות. (ההבדל בין שתי קבוצות הגודל מובהק). התשואה העודפת סביבה האירוע עברו המלצות לקנות מנויות של חברות קטנות היא מובהקת ונעה בטוחה של 1.4-1.6 אחוזים (וממשיכה לעלות גם לאחר שבוע מהמלצתה), בעוד שהתשואה העודפת על המלצות לשוניה מאפון מובהק. תוצאה זו גדולה נרוכה, ובשיטות היישוב מסויימות אינה שונה מאפון מובהק. תוצאה זו תומכת בהערכתה ששוק המניות יעל יהסית כshedover בחברות גדולות ואינו יעיל שמדוכר בחברות קטנות. יתרכן אף שהעליה של שעריר המניות בחברות הקטנות נובעת לא רק מהמידע שמוסדר האנelist, אלא גם מעצם העובדה שפורס משחו על

החברה: פרסום המידע גורם לשוק להבין שימושו עוקב אחר המניה. ראוי לשוב ולצין כי התשואה העודפת של מנויות החברות הקטנות מוחושכת ביחס לממד השוק של חברות קטנות. עם זאת, יש הבדלי גודל ניכרים בתווך קבוצת חברות הקטנות; יתכן אפוא שחלק מההתוצאות משקף סיכון גדול יותר, המאפיין בדרך כלל חברות קטנות. התייחסנו לכך באמידה הסטטיסטית.

איור 1

תגوبת השוק על המלצות קנייה: התשואה העודפת המצטברת  
(מעבר לתשואת השוק) לאחרים סביר ההמלצה



מהאיור עולה כי בעקבות המלצה אוליסטיים לקנות את המניות, מחרין עליה (מעבר לשינוי שהחל באותה עת בשוק).

#### **א. האם השוק מגיב באופן שונה על המלצות אוליסטיים בעלי פוטנציאל ישיך לניגודי עניינים?**

אנו מבקשים לבדוק אם השוק מזהה את המלצות האוליסטיים שהם בעלי החזקה, במניה, אם הוא רואה בכך פוטנציאל לניגוד עניינים, ולבן עוצה discount להמלצת, ואם ניתוח בדיעבד מלמד כי הערכתו של השוק הייתה נכונה. אנו מציגים שלושה שלבים של ניתוח, ובודקים אם יש הבדל בהשואה העודפת בין מנויות שהומלצו על ידי בעלי החזקה לאלה שהומלצטו על ידי אוליסטים עצמאיים; וזאת טרם ההמלצה, בשבוע סביר ההמלצה ובתקופות של 3 ו-6 חודשים לאחריה.

### (1) התשואה טרם המלצה

ניגוד עניינים בסיסי יכול להיווצר בהמלצתו של אנליסט על חברה שבה הוא מחזיק מנויות, יתבטא בבחירה עיתוי המליצה – העיתוי המתאים ביותר לצרכיו, ככלומר כשהם הידר מנינו יורד<sup>16</sup>; במקרה זה הוא יכול להפיץ המלצה קניה וכן לעצור את המגמה של ירידת המחיר בשוק. כדי לבדוק אם ישן עדויות לכך חישבנו את התשואה העודפת ב-20 ימים טרם המלצה לגבי מנויות שהומלכו על ידי בעלי החזקה ומניות שהומלכו על ידי אנליסטים עצמאיים. ואכן כפי שנראה בלוח 3, באמידה משווה שבה המשנה המוסבר הוא התשואה העודפת בעשרות ימים טרם המלצה קניה שבה המשנה המוסבר הוא התשואה העודפת בעשרות ימים טרם המלצה קניה (טורים 1 ו-2) – אמידה שבה מוחזקים קבוע גודל החברה והענף שהיא שייכת אליו – המקדם של משתנה הדמה "אנליסט בעל החזקה" נמצא שלילי ומובהק. זאת אומרת שיש חשש כי המלצות של אנליסטים בעלי פוטנציאלי לניגוד עניינים נבעו מירידת תשואת המניה, בשונה מהמלצותיהם של אנליסטים עצמאיים.

### (2) התשואה בשבועו המלצה

בשלב השני בדקנו אם השוק מזהה אנליסטים הממליצים על מנויות שבן יש להן החזקה<sup>17</sup>, ומגיב על כך. מהרגשות שבחן המשנה המוסבר הוא תשואת השוק סביר שביעת המלצה עולה כי אין הבדל מובהק בין הגובט השוק על המלצות של אנליסטים בעלי החזקה לתגובתו על המלצות של אנליסטים עצמאיים: המקדם של משתנה בעל החזקה באמידה (לוח 3, טורים 3 ו-4) אינו מובהק. משמע שהשוק אינו מבחין בין אנליסטים עצמאיים לאלה המאופיינים בפוטנציאלי לניגוד עניינים, והוא עושה discount להמלצות של אנליסטים שהם בעלי החזקה בחברות. תוצאה זו יכולה לנבוע מהעדר מידע על היותו של האnalיסט בעל החזקה, או מהערכה של הציבור כי היותו כזו אינה מטה את המלצותין.

<sup>16</sup> השערה שלפיה התפתחות המניה משמשת מקור מידע שעליו האנליסטים מתבססים בניתוחם, נוספת על מקורות מידע אחרים, העלו Amir, Lev and Sougiannis (1999).

<sup>17</sup> ההמלצה של בעל החזקה מושפעת כאמור מהתשואה טרם המלצה. ניתן לראות את המשנה "המלצת של בעל החזקה" אקסוגני להשואה חיים – שכן לפי הורסיה החלשה של עיליות שוק החון (the weak form hypothesis) מחייב המניות משקפים את המידע משוק החון עצמו (נתונים היסטוריים על מחירי המניות, התשואה, המחרוזים וכו'), וכך ניתן לניבא את מחיר המניה היום כפונקציה של המחיר ארטנול – או לפחות שהוא. התיחסות כזו לאקסוגניות של ההמלצה (אירוע) מוצגת במספרים רבים, ביניהם Michalely and Womack (1999). יש לציין כי גם אם מתקיימת הורסיה החלשה של עיליות שוק החון יתכן שלא מתקיימת עיליות חזי חזקה או עיליות חזקה, שעל פייה השוק משקפי באופן מלא מידע ציבורי (דיבידנדים, רווחים וכו'), או מידע ציבורי ופרטי, בהתאם. עם זאת, כיוון שאין אפשרות לדעת אם ובאיזה מובן שוק החון עיל (הגדרה החלשה, החזי חזקה או החזקה) בחנו גם את האמירות המתוירות להלן בשיטת 2SLS: שילבנו את התשואה העודפת של המניה טרם המלצה כמשנה עזר למשנה "המלצה של בעל החזקה". התוצאות המדוחחות להלן לא השתנו. נוסף על כן שילבנו ישירות, באמירה של התשואה העודפת בשבועו המלצה, את התשואה העודפת בפיגור של 20 ימים. משתנה זה לא התקבל כנובה.

**ЛОח 3**  
**אמידת תגوبת השוק להמלצות אנגליסטיים - בעלי החזקה וארגוני עצמאים**  
**תשואה עודפת לפני ובסביבם המלצות קניות וסבירן**  
**רגression OLS (עם תיקון להטרוסקדיםטיות)**

שבוע סביבם המלצה				טרם ההמלצה			
(7) תיקון Cluster	(6)	(5)	(4)	(3) תיקון Cluster	(2)	(1)	
כז				כז			
-0.36 (-0.46)	-2.08 (-1.83)**	-0.68 (-1.08)	-0.63 (-1.03)	-2.09 (-1.87)**	-1.55 (-1.88)**	-1.67 (-1.92)*	ארגוני בעל החזקה
	2.38 (1.84)**						rinteraction תקופת גיאות* ארגוני בעל החזקה
-1.31 (-2.80)*	-1.3 (-2.51)*	-1.32 (-2.56)*	-1.23 (-2.41)*	-0.94 (-1.4)	-0.93 (-1.45)	-0.81 (-1.23)	גודל החברה
-1.18 (-0.55)	-0.55 (-1.06)	-0.08 (-0.18)	-0.2 (-0.44)	2.61 (0.85)	0.08 (0.13)	0.26 (0.44)	המלצות בתקופת גיאות
0.52 (0.56)	0.18 (0.31)	0.08 (0.13)	0.16 (0.28)	0.24 (0.18)	0.24 (0.28)	0.16 (0.18)	ענף הבניינים
-2.1 (-1.11)	-2.08 (-1.77)**	-2.45 (-1.9)*	-2.1 (-1.76)**	-0.71 (-0.26)	-0.71 (-0.28)	-1.18 (-0.47)	ענף הבניינים למשכנתאות
1.83 (1.21)	2.58 (2.4)*	2.56 (2.34)*	2.61 (2.4)*	-2.76 (-1.26)	-2.68 (-1.90)*	-2.6 (-1.94)*	ענף הביטוח
0.96 (1.17)	0.84 (1.15)	0.48 (0.066)	0.78 (1.07)	0.57 (0.48)	0.73 (0.70)	0.14 (0.13)	ענף המסחר והשירותים
0.29 (0.25)	-0.15 (-0.16)	-0.37 (-0.38)	-0.09 (-0.09)	0.69 (0.41)	0.49 (0.42)	0.31 (0.26)	ענף הנדל"ז
0.76 (0.98)	0.83 (1.4)	0.33 (0.5)	0.83 (1.4)	0.44 (0.4)	0.64 (0.75)	0.06 (0.07)	ענף התעשייה
		-1.88 (-2.89)*			1.22 (1.54)		הודעת בורסה
733	733	733	733	733	733	733	מספר התצפיות
0.16	0.03	0.03	0.03	0.15	0.04	0.01	Adjusted R-squared

התשואה העודפת בתקופה טרם ההמלצה הושבה ב-20 הימים שלפני; התשואה העודפת בשבוע סביבם המלצה הושבה מיום לפני ההמלצה ועד ליום השישי אחריה; כל חישוב התשואה העודפת בוצעו ביחס לממד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; המשטנה "אנגליסט בעל החזקה" מקבל ערך 1 עבור המלצות של מתוק פיננס על חברות שבחן הוא בעל החזקה, כפי שמנוגדר בטקסט בסעיף 2א'; המשטנה "גודל החברה" מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הנכללות ממדד תל אביב 25, ואפס אחרת; המשטנה "תקופת גיאות" מקבל ערך 1 בתקופה שבין ינואר 1999 לאוקטובר 2000 ואפס לאחר מכן; המשטנה "הודעת בבורסה" מקבל ערך 1 עבור חברות שעלייהן לא הייתה הודעת בבורסה רלוונטית (לפי ההגדרה

בנספח ג') בשבוע טרם ההמליצה. משתני הדמה הענפים שלא נכללו באמידה הם ענף ההשקעות והחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. בטורים (3) ו-(7) בוצע תיקון למתאים הקים בין הצפויות, תוך הכנסת 35 משתני דמה עבור החודשים בהם פורסמו המלצות ו-42 משתני דמה עבור זהות האנלייט שבייע צל המלצה. \* מסמן ערך השונה מאפס ברמת מובהקות של 5 אחוזים, ו-\* - ברמת מובהקות של 10 אחוזים.

מהЛОוח עולה כי טרם ההמליצה יש הבדל שלילי ומובהק בין תשואת מנויות שהומליצו על ידי בעלי החזקה לבין של מנויות שהומליצו על ידי אנלייטים עצמאים (טורים 1-3); בשבוע סביר ההמליצה אין הבדל בין תגובת השוק על המלצות אנלייטים בעלי החזקה לתגובהו על המלצות אנלייטים עצמאים (טורים 4, 5 ו-7); המיקדם של גודל החברה שלילי ומובהק כמעט בכל האמירות. משמעו שתגובה השוק על המלצות לKENIIT מנויות של חברות גדולות נמוכה מהתגובה על המלצות לKENIIT מנויות של חברות קטנות.

בחרנו לבדוק גם אם התגובה זהזהה של השוק על המלצות האנלייטים השונים מתכפלות הן בתקופות גיאות והן בתקופות שפל. זאת מתחזק הערכה כי בתקופות גיאות ניזול הפטונציאלי לניגודי עניינים קל יותר. לשם כך כלנו באמידה משתנה אינטראקטיבית: אנלייט בעל החזקה כפול המלצות בתקופות גיאות (לוח 3, טור 6). התוצאה של הכללת משתנה זה באמידה היא שהמקדם של אנלייט בעל החזקה הופך להיות מובהק (ב-10 אחוזים), ובבעל סימן שלילי, ומשתנה האינטראקטיבית מובהק אף הוא באותה רמת מובהקות, ובבעל סימן חיובי. בחינה סטטיסטיות (באמצעות מבחן WALD) מעלה כי אין הבדל בין המלצות של בעלי החזקה להמלצות של עצמאיים (השפעת בעלי החזקה בתקופת גיאות הוא הסכום של מקדמי המלצותיהם שהוא שלילי בגובה 2.08, והמיקדם החיובי של משתנה האינטראקטיבית, שהוא 2.38). אולם בתקופת שפל נמצא discount של השוק למלצות של בעלי החזקה. (בתקופה זו ההשפעה של המלצות בעלי החזקה היא בגובה 2.08, לפי המקדם של המשתנה "אנלייט בעל החזקה").

### (3) התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות אנלייטים

בחינת התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות אנלייטים בעלי החזקה יכולה ללמד אם השוק צפה נכון את הפטונציאלי של ניגוד עניינים בעת ההמליצה. אם התשובה לכך חיובית – לא נצפה להבדל מובהק בDİUבר בין תשואת מנויות שהומליצו על ידי בעלי החזקה לבין של מנויות שהומליצו על ידי אנלייטים עצמאים, והיפוכו של דבר במקרה שהציפיות או הערכות של השוק בעת ההמליצה היו מוטעות. הראיינו לעיל כי במנוצע על פני כל התקופה הנחקרה השוק לא עשה discount למלצות אנלייטים בעלי החזקה. האם הפטונציאלי לניגוד עניינים בהמלצותם לא מומש?

כדי להסביר בדקדנו את התשואה העודפת של המניות ב-3 ו-6 חודשים לאחר המלצות האנלייטים (لوح 4). הבחירה של תקופה זו מקבלת תמייה מעודיוית אמפיריות שנאספו עבור ישראל (גילי, 2004). מהן עולה כי משקיעים מוחזקים במשך 3 חודשים מוניות ברווח, ובמשך 6 חודשים מוניות בהפסד. בדיקה עבור כל ההמלצות של קנייה 729 (המלצות), ללא חלוקה לפי סוג הממלץין (בעל החזקה או עצמאי), מעלה כי התשואה העודפת מעבר לתשואת השוק לאחר 3 חודשים היא 2.3 אחוזים ושונה מואפס באופן מובהק, ולאחר 6 חודשים התשואה עולה ל-4.3 אחוזים – תשואה שאף היא שונה מואפס באופן מובהק. משמע שהמלצות קנייה לוו במשמעותם – בעיליה מתמשכת של תשואת המניה מעבר לתשואת השוק. בחודשים לאחר מכן לא הייתה עלייה נוספת בתשואת העודפת של המניות.

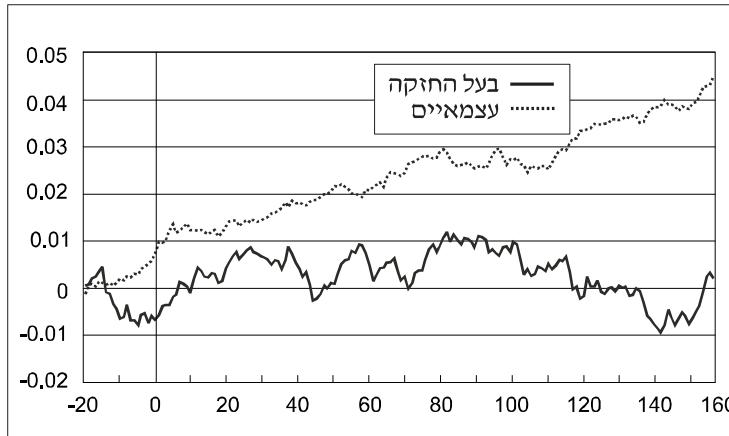
אמידה של משווה התשואה העודפת שלושה ושיתה חודשים לאחר המלצה, תוך הכללת משתי גודל החברה המומלצת והענף שהיא שייכת אליו, מעלה הבדל מובהק בתשואת ארוכת הטווח בין מניות שהומלצו על ידי אנלייטים בעלי החזקה לאלו שהומלצו על ידי אנלייטים עצמאים. המקדם של אנלייטים שבעל החזקה נמצא שלילי ומובהק ב-5 אחוזים (لوح 4, טורים 1 ו-3). גם גודלו של המקדם משמעותי: 3.5 אחוזים בתשואת של שלושה חודשים וכ-7 אחוזים בתשואת של שישה חודשים. זהו הפרש בין תשואת מניות (מעבר לתשואת השוק) שהומלצו על ידי בעלי החזקה לאלה שהומלצו על ידי אנלייטים עצמאים, כאשר מחשבים באמצעות העקריים של החברה המומלצת. במקרים אחרים: פרטיים או מנהלי תיק השקעות שרכשו מניות בהמלצת אנלייטים בעלי החזקה הפסידו ביחס לחלופה שעמדה בפניהם – לרכוש מניות בהמלצת אנלייטים עצמאים.

גם בחינתו של איור 2, המציג, לגבי התקופה הנחקרה כולה, את התשואה העודפת בעקבות המלצות שתי קבוצות האנלייטים, מעלה כי באלה שניתנו על ידי אנלייטים עצמאים נתקבלה תשואה עודפת היובית, שגדלה במשך מחצית השנה שלאחר המלצה. פירושו של דבר, שלמרות ההשפעה המובהקת של ההמלצות על התשואה העודפת מיד בשבוע שלאחר ההמלצה, מתרבר כי השפעה זו לא הייתה מלאה: היא נמשכה בהמלצות של אנלייטים עצמאים עד חצי שנה, ואז נפסקה. לעומת זאת בתשואת שבעל החזקה לא נרשמה מגמה בתשואת העודפת לאחר שבוע ההמלצה.

באיור בולטות גם שתי התוצאות הנוספות שהוצעו לעיל: (א) התשואה העודפת של המניות טרם המלצה אנלייטים בעלי החזקה ירדה והיתה נמוכה מזו של מניות שהומלצו על ידי אנלייטים עצמאים; (ב) הגובה השוק סביב שבוע ההמלצה (שיעור הגופים) בהמלצות בעלי החזקה דמתה לו שרשמה סביב המלצות האנלייטים העצמאים. תוצאות אלה דומות מאוד לתוצאות שהציגו Michaely and Womack (2004).

אייר 2

אנגליסטים בעלי החזקה לעומת אנגליסטים עצמאיים :  
התשואה העודפת המצטברת במשך חצי שנה לאחר המלצתה



ימם ביחס ליום פרסום המלצתה

מהאיור עולה כי טרם המלצתה יזרה התשואה העודפת של מנויות שהומלצטו על ידי אנגליסטים בעלי החזקה, ועלתה התשואה של מנויות שהומלצטו על ידי אנגליסטים עצמאיים; כי בשבוע סביר ההמלצת עלו התשואות העודפות בעקבות כל המלצות – הן של בעלי החזקה והן של עצמאיים; וכי במשך חצי שנה לאחר המלצות האנגליסטים העצמאיים נמשכה העלייה בתשואה המנויות שהם המליצו עליהם מעבר לו של השוק, בעוד שתשואה המנויות אשר הומלצטו על ידי אנגליסטים בעלי החזקה נותרה ללא שינוי.

מגמת עלייה מתמשכת (drift) בתשואה העודפת בעקבות המלצות התקבלה אף היא במחקרים אחרים. לבארה, אם כל המידע זורם לשוק במתירותו, והשחכנים הם רצינוניים, אין סיבה לצפota להשפעה נוספת של ההמלצת, מעבר להשפעה הראשונית. אולם ישנן כאמור עדויות מהעולם בדבר פיגור מסוים במידע המידע ובהפנתתו על ידי השוק. עדויות אלה נמצאו כשבחנה ההשפעה של פרסום מידע (מידע שהיה בו הפתעה מסוימת) על רוווחי החברה, וכן במקרה של המלצות אנגליסטים. Womack (1996)

(1996) הציעה כמה הסברים אפשריים לתופעה זו :

ראשית, על חלק מהחברות יש בתוקף תקופת המענק המלצות חזורת, המכפילות וייתר את ההשפעה על התשואה העודפת. תופעה זו קיימת גם אצלנו, וחזקה יותר לגבי חברות שהומלצטו על ידי אנגליסטים עצמאיים (משום שתדיירות ההמלצות עליהם גבואה יותר). כאשר הוציאנו המלצות שניתנו בפער של פחות משבוע מלהמלצתה

**לוח 4**  
**תగובת השוק בטוחה הארוך על המלצות אגוליסטים**  
**התשואה העודפת לאחר המלצות קנייה**  
**רגรสיה OLS (עם תיקון להטרוסקדיםות)**

<b>6 חודשים אחורי ההמלצת</b>		<b>3 חודשים אחורי ההמלצת</b>		
(4)	(3)	(2)	(1)	
<b>קן</b>		<b>קן</b>		<b>חותך</b>
-0.59 (-0.19)	-7.17 (-2.39)*	0.89 (0.37)	-3.53 (-2.01)*	<b>אנגוליסט בעל החזקה</b>
-9.85 (-2.17)*		-6.63 (-2.12)*		<b>אינטראקטיבית* תקופת גיאורט* אנגוליסט בעל החזקה</b>
-17.2 (-5.05)*	-17.5 (-5.08)*	-7.28 (-4.37)*	-7.5 (-4.86)*	<b>גודל החברה</b>
3.24 (1.33)	1.8 (0.82)	1.51 (1.19)	0.54 (0.46)	<b>המלצות בתקופת גיאורט</b>
-0.04 (-0.01)	-0.08 (-0.03)	0.03 (0.02)	-0.003 (-0.002)	<b>ענף הבנקים</b>
-35 (-2.98)*	-35 (-3.05)*	-8.4 (-1.68)**	-8.6 (-1.75)**	<b>ענף הבנקים למשמעותו</b>
4.02 (0.63)	3.84 (0.61)	1.97 (0.6)	1.85 (0.57)	<b>ענף הביטוח</b>
12.2 (2.46)*	12.2 (2.46)*	4.8 (2.19)*	4.8 (2.19)*	<b>ענף המסתחר והשירותים</b>
-24.4 (-4.32)*	-24.7 (-4.39)*	-4.59 (-1.48)	-4.77 (-1.54)	<b>ענף הנדל"ן</b>
1.33 (0.41)	1.16 (0.36)	2.03 (1.11)	1.91 (1.06)	<b>ענף התעשייה</b>
728	728	729	729	<b>מספר התצפויות</b>
0.09	0.09	0.06	0.06	<b>Adjusted R-squared</b>

כל חישובי התשואה העודפת בוצעו ביחס למדד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; המשנה "אנגוליסט בעל החזקה" מקבל ערך 1 עבור המלצות של מתווך פיננסי על חברות שבן הוא בעל החזקה, כפי שモוגדר בטקסט בסעיף 2א'; המשנה "גודל החברה" מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הכלכליות במדד תל אביב 25, ואפס אחרת; המשנה "תקופת גיאורט" מקבל ערך 1 בתקופה שבין ינואר 1999 לאוקטובר 2000, ואפס לאחר מכן; המשנה "המודעת בבורסה" מקבל ערך 1 עבור חברות שעיליהן לא הייתה הודעת בבורסה רלוונטית (לפי ההגדרה בסוף ג') בשבוע טרם ההמלצת. משתני הדמה הענפים שלא נכללו באמידה הם

ענף ההשקעות וההחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. \* מסמן ערך השונה מאפ"ם ברמת מובהקות של 5 אחוזים, ו-\*\* - ברמת מובהקות של 10 אחוזים. מהלוּחָה עולְה כִּי בְשָׁלוֹשׁ וְשָׁתַּה הַחֲזָקָה אֶלָּא הַמְלָצָה הַתְּשׂוֹאָה הַעֲוֹדָפָת שְׁלֵמָנָיו שְׁהוּמְלִצָּו עַל יְדֵי בָּעֵלְיָה הַיְּתָה נְמוּכָה אֶלָּא מְשֻׁמּוּתִי וְמוּבָּהָק מְזוּן שְׁלֵמָנָיו שְׁהוּמְלִצָּו עַל יְדֵי אַנְלִיסְטִים עַצְמָאִים (טורים 1 ו-3). עוד ניתן לראות כי המקדים של גודל החברה שלילי ומובהק כמעט בכל האמירות.

הקדמתה על אותה החברה, עדין קיבלנו עלייה בתשואה העודפת במשך שלושה ושישה חודשים לאחר המלצות האנליסטים העצמאים (נספח ד'). עם זאת ראוי לציין כי במשך כל ששת חודשים ניתנו המלצות חוזרות נוספת על חלק מהחברות.

יתכן גם שהסיבה לתשואה העודפת החביבה לאורך זמן היא שלא הובא בחשבון הסיכון של המניות. כך יתכן שהסיכון של המניות שעלייהן ממליצים אנליסטים בעלי החזקה שונה מזו של מניות המומלצות, וזאת לתקופה של 250 ימים לפני המלצה. נמצא את מדד הסיכון  $\beta$  של המניות המומלצות, והוא לתקופה של 250 ימים לפני המלצה. נמצא (לוח 5) כי הסיכון של המניות שאנליסטים בעלי החזקה המליצו לקנותן איינו שונה באופנים מובהקים מזו של מניות שהומליצו על ידי אנליסטים עצמאים. בהמלצות מכירה יש הבדל מובהק של 10 אחוזים בין רמת הסיכון של שתי הקבוצות. לנוכח הסיכון הגבוה יותר של מניות שהומליצו על ידי בעלי החזקה, קשה להסביר את הביצועים הנמוכים יותר של המניות המומלצות.

## ЛОח 5

### מדד $\beta$ לסתיכון המניות המומלצות

		המלצות אנליסטים		
		בעלי החזקה	המלצות קנייה	
		עצמאים	עצמאים	
	0.97	1.06		המלצות מכירה והחזקאה
	0.92	1.16	**	

מדד  $\beta$ -ה חושב עבור כל המלצה לתקופה של 250 ימים טרם המלצה. \* מסמל ערך שונה בין שתי קבוצות היחסים ברמת מובהקות של 5 אחוזים, ו-\*\* - ברמת מובהקות של 10 אחוזים.

על רקע ההשערה והתוצאות שקיבלנו, שלפייהן ניתן הפטנציאל לניגודי עניינים קל יותר בתקופה מסוימת, בדקנו גם לגבי התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות או התוצאות בתקופה מסוימת מן התוצאות בתקופה שפל. לשם כך כללו באמידה של משוואות התשואה ארוכת הטווח את משתנה האינטראקציה בין אנליסט בעל החזקה למשנה דמה לתקופה GIVEN בשוק ההון. גם במקרה לתוצאה

שהוזגה לעיל לגבי השפעת המלצות בשבוע סביב המלצה, נמצא כי ההבדל בין התשואה ארוכת הטווח של מנויות שהומלצו על ידי בעלי החזקה לוו של מנויות שהומלכו על ידי עצמאים נבע מן הגיאות בשוק ההון – שכן בתקופת השפל לא נרשם הבדל מובהק בהשואות ארוכות הטווח (לוחה 4, טורים 2 ו-4). ניתן לראות שבחכללה משנתה האינטראקטיבית הופכת את המשנה של אנגליסט בעל החזקה לבלתיה מובהק. מתוואות אלה ניתן ללמוד שה-discount שעשו המשקיעים להמלצות של אנגליסטים בעלי החזקה בתקופת השפל בשוק ההון היה בשיעור הנכון, וכך בדיעבד לא נוצר הבדל בתשואה שהושגה בין מנויות שהומלכו על ידי אנגליסטים בעלי החזקה לאלה שהומלכו על ידי אנגליסטים עצמאיים.

## **ב. בדיקות נוספת**

### **(1) השפעת גודל החברה המומלצת על תגوبת השוק להמלצה**

השפעת גודל החברה על תגوبת השוק להמלצות נבחנה גם באמצעות הכללת משנתה גודל החברה באמידת משווהות התשואה העודפת. משנתה זה קיבל ערך 1 עבור חברות גדולות, וערך אפס – אחרת. כפי שנitinן לראות בלוחות 3 ו-4, המקדם של גודל החברה שלילי מובהק. משמע שתגوبת השוק להמלצות על חברות גדולות נמוכה סטטיסטית מtagوبתו להמלצות על חברות קטנות.

### **(2) השפעת הודיעות בורסה הקודמות להמלצה על תגوبת השוק**

חלק מהמלצות האנגליסטים (כ-20 אחוזים) פורסמו בתוך שבוע לאחר שהחברה מסרה לבורסה הודעה על נושאים קשוריים לפעלותה – על פרסום דוחות כספיים ועוד (סיווג של הודיעות אלה ראו בנספח ד'). יתכן, כמובן, שלעצם הודעה יש השפעה על התפתחות מחיר המניה, גם ללא קשר לפרסום המלצה האנגליסט. במטרה לבדוק את ההשפעה של השינוי בתשואה העודפת בעקבות המלצה האנגליסט, מעבר לזה שבאה בעקבות פרסום המידע לבורסה, כלנו באמידה של משווהת התשואה העודפת משנתה דמה בשם "הודיעות בורסה"; משנתה זה קיבל ערך 1 עבור המלצות שעלייהן לא הייתה כל הודעה בבורסה בשבועו שלפני ההמלצה. המקדם של משנתה זה נמצא שלילי ומובהק (כלומר השינוי בתשואה העודפת בעקבות ההמלצה היה נמוך יותר אם טרם המליצה לא פורסם מידע קודם על החברה), וגם לאחר שיולבו באמידה נשמרו התוצאות הקודמות (לוחות 3 ו-4).

### **(3) השפעת המלצות חוזרות על אותה מנתה**

כ-20 אחוזים (142 תכיפות) מהמלצות שניתנו לקנות מנתה מסוימת פורסמו בתוך פחות משבוע מההמלצה הקודמת (שניתנה על ידי אנגליסט אחר) – עובדה שיכולה

להביא להערכת יתר של עוצמת השפעת הממלצות על תגوبת השוק. כדי לבחון את השפעתה של עובדה זו על מנתה, הוצאנו את הממלצות שניתנו עליה בטוחה של שבעה ימים מהמליצה הקודמת, ובחנו את חישובי התשואה העודפת. מובן שבשביטה זו מספר החצפיות מצטמצם. התוצאות לא השתנו (נספח ג'). עשוינו זאתשוב, בהוצאתה כל הממלצות שניתנו בטוחה של עד עשרים יום מהמליצה הקודמת על מנתה מסוימת.שוב, התוצאות האICONיות לא השתנו.

#### (4) תלות בין התצפיות

כפי שצוין לעיל, ניתן שהתשואות העודפות של המניות תלויות ברמת החתך (cross section), בפרט כאשר חלון האירועים של הממלצות השונות חופף או כאשר הממלצות ניתנות על ידי אותו ממליין. כדי להתמודד עם תלות זו הוצאנו, כאמור בסעיף קודם, את הממלצות שניתנו על מנתה מסוימת בתוך פהות מ-7 ימים מהמליצה הקודמת. נוסף על כך בחרנו להתמודד עם בעית המתייחס בין התצפיות גם על ידי Campbell and c. (1997) ומשתני דמה לחודש שבו ניתנה הממליצה – 35 מעתני דמה (MacKinlay, 1997) ומשתני דמה לאנלייט שנtan את הממליצה (42 מעתנים). בהגנה זו מתחשבת במייחס אפשרי בין הממלצות על מנויות שונות, אם הן ניתנו בחalon של אותו חדש קלנדרי, או ניתנו על ידי אותו אנלייט. גם כאן מתרור כי התייחסות למיתאמים זה אינה משנה את האICONיות והעוצמה של התוצאות (לוח 3 טורים 3 ו-7).

#### (5) חゴבת השוק על הממלצות בתקופות גיאות ושפלה

בדקנו אם ההשפעה של הממלצות כלל האנלייטים (לא כוללם לפי הפטונצייאל לניגוד עניינים) על השוק הייתה אותה השפעה כשהשוק גאה – מ-1999 עד אוקטובר 2000 – וכשהוא היה בשפלה. לשם כך כלנו באמצעות התשואה העודפת בשבעה המלצה משנתה דמה הנוכחי רץ 1 בתקופת הגיאות ואפס אחרות. כפי שנראה בלוחות 5 ו-6, משתנה זה לא התקבל כמובה, כאשר יתר הדברים קבועים. ממשמע שהתגובה על הממלצות של כלל האנלייטים בשתי התקופות היו זהות. עם זאת, כאמור, בתגובה של השוק על הממלצות אנלייטים בעלי חזקה נמצאה שונות בין תקופות גיאות לתקופות שפלה.

#### 5. סיכום

במחקר נמצא כי אנלייטים הממליצים לרכוש מנויות של חברות המוחזקות על ידי המתווך הפיננסי המעסיק אותם ניצלו את מעמדם לרעת ציבור המשקיעים. הממלצויותיהם אופיינו באופטימיות גדולה מאוד, בדרך כלל מוגזמת, והם נתנו להמליך על מנויות כאשר מהירן בשוק יורד.

הבעיה העיקרית המתבררת במחקר היא, שהשוק אינו מבין את מלא הפוטנציאלי לניגוד עניינים (את חוסר האובייקטיביות), ומתייחס להמלצות של אנலיסטים בעלי החזקה – הממליצים על מנויות שבhan מחזק המתווך הפיננסי המעשיך אותם – כמו להמלצות של אנலיסטים עצמאיים; זאת בפרט בהקפות גיאות בשוק ההון. בכלל התייחסות זו פרטם או מנהלי תики השקעות הרוכשים מנויות בעקבות המלצות של אנலיסטים בעלי החזקה משגיים לאחר מספר הודשים תשואה נמוכה ממשמעותית מזו שיבלו להציג לו השיקיעו במנויות שהומלכו על ידי אנאליסטים עצמאיים. בתקופת הירידות החודות בשוק ההון (בעקבות התபוצצות הבועה הטכנולוגית) נראה שהיכולה של אנאליסטים בעלי החזקה להשפייע על הציבור בהמלצותיהם הצטמצמה מאוד. במחקר מתכבלים גם עדויות יהודיות שלפיהן המלצות של אנאליסטים בעלי החזקה אשר פורסמו בתקופה שלפ בשוק ההון למשה נדחו (discount מלא). פירושו של דבר שלאחר התפוצצות בועת הטכנולוגיה השוק זיהה את הפוטנציאלי לניגוד עניינים והגיב עליו.

התוצאות שהתקבלו במחקר בדבר הפוטנציאלי לניגוד עניינים במקרה שה mammals הוו גם בעל החזקה והות לתוצאות שהתקבלו לגבי אריה"ב בבדיקה המלצות של אנאליסטים שהיו חתמים של החברה שהמליצו עליהם. שילוב הממצאים האמורים שהתקבלו בעבר ארצות שונות תומך בהערכה כי השחקנים בשוקים הפיננסיים נוטים להתייחס אל האנאליסטים כאלו יועצים אובייקטיביים, בעוד שחלק מהם פועלם כמשוקים עבור מעסיקיהם<sup>18</sup>, או לוקים בהתייה "טבעית" אשר אינה אפשרת להם להתחזק עוזן אובייקטיבי על נכסים שהם קשורים אליהם. ממצאים אלה בדרכו הפוטנציאלי לניגוד עניינים קשורים למונחים שהביאו להקמת צוות לרפורמה בשוק ההון בישראל (אשר הוביל להצעת חוק שאושרה ביוני 2005). אחת המטרות המרכזיות של הרפורמה הוגדרה כרצון לצמצם את הפוטנציאלי הרב לניגודי עניינים הקים בבנקאות האוניברסלית, ובפרט בתחום של "עוזן השקעות". תחום זה הופף את תחום האנליה, מתנהל בبنקים בצד פעילויות רבות אחרות, ולכן מעלה חשש להתמכשות ניגודי עניינים.

cash-flows בהשלכות של הפוטנציאלי לניגודי עניינים על המדיניות צריך לשאול תחילת אם בשוק מצוי המידע המספק לפיקוח על ניגוד העניינים<sup>19</sup>, שכן משמעת שוק – אם היא מתקיימת – עדיפה על התערבות וגולטורית. משמעת השוק במחקר הנידון במחקר הנוכחי יכולה להתבטא בבקوش נמוך יותר לשירותי אנאליסטים בעלי פוטנציאלי לניגוד עניינים (כלומר ב-discount להמלצותיהם). אולם כדי שהפתرون של השוק יפעלו, צריך, כאמור, לספק לשחקנים בשוק, באופן שקוּף ביותר, את המידע על

<sup>18</sup> Michaely and Womack (2003).

<sup>19</sup> ניתוח של מדיניות מומלצת במרקם של ניגודי עניינים מובא בסירה של Crockett, Harris, Mishkin and (2003) White.

קיום של קשרים אשר יכולים להוביל לניגודי עניינים. הסדרות בעולם<sup>20</sup> וזו הנעשה בימים אלה (2005) בישראל, על ידי הרשות לנירות ערך<sup>21</sup>, התייחסו לסוגיות הפטונציאלי לניגוד עניינים בפעולות אנליסטים תוך דרישת מפורטת לגילוי נאות של כל האינטרסים של המלץ או של בית ההשעות המעסיק אותו. הסדרות אלו עשוות לשיער למשמעות השוק לפועל, וזאת נדרש לבדוק בעתיד.

#### **נספח א': האנליסטים הפעילים בישראל\***

שם האנליסט	מספר המלצות בשנים 1999-2001
<b>أنلستيم كشوري لمبادرات البنوك</b>	
أوفك نيرות عرق و השקעות בע"מ	50
ايوستك ניהול נכסיים (ישראל) בע"מ	31
بنك אגד לישראל בע"מ	23
הבינלאומי הראשון סלקטי - חברה לניהול תיקי השקעות בע"מ	11
بنك הפעילים בע"מ	273
بنك לאומי לישראל בע"מ	3
بنك המזרחי המאוחד בע"מ	32
بنك דיסקונט לישראל בע"מ	1
מרכנתיל ניהול תיקים בע"מ	1
פועלים שוקי הון - بنك להשקעות בע"מ	1
תכלית דיסקונט - חברה ליעוץ וניהול השקעות בע"מ	4
<b>أنلستيم עצמאי</b>	
אי.בי.אי. קבוצת השקעות	8
אלינותו בטורחה בית השקעות בע"מ	39
איןfineiti גראוף בע"מ	3
אקסלנס-צמיחה נירות ערך ו השקעות בע"מ	
גמול ניהול נכסיים פיננסים בע"מ	89
הראל שוקי הון בע"מ	74
ליידר דש השקעות ופיננסים בע"מ	25
מורין את תוכלך בע"מ	4

<sup>20</sup> בארא"ב ב-2002 ועל ידי ארגון רשות הפיקוח הבינלאומי (IOSCO) ב-2003.

<sup>21</sup> ביולי 2005 פרסמה הרשות לנירות ערך ניר ענדיה מكيف המסדר את חובת הגילוי בעבודות אנליה, ניר שהסתמך על גוסה ורשותה של המחברת הנוכחית.

8	<b>מיטב יועצי השקעות ונירות ערך בע"מ</b>
80	<b>מנורה גאון בית השקעות בע"מ</b>
7	<b>החברה המרכזית לנירות ערך</b>
108	<b>נשואה זנס ניהול השקעות בע"מ</b>
1	<b>סוליד שווקים פיננסיים</b>
1	<b>רמקו ייעוץ וניהול השקעות בע"מ</b>
3	<b>תמיר פישמן זינגר ברנע ניהול השקעות בע"מ</b>
<b>אנגליסטים זרים</b>	
1	Bank of America
11	CIBC Oppenheimer Corp.
5	Credit Suisse First Boston
2	Goldman Sachs
1	Gruntal & Company LLC
2	Hambrecht & Quist Capital Management LLC
1	HSBC Republic
1	ING Barings
61	Lehman Bros.
16	Merril Lynch
3	Oscar Gruss
4	Robert Fleming & Co.
2	Salomon Smith Barney
15	UBS Warburg
<b>סוציאיטי גצל</b>	
1	פורמן סלז

הרשימה ומספר ההמלצות מתייחסים לאנגליסטים המפרסמים את דוחותיהם לציבור הרחב.  
המידע עובד לצורך המחקה מתוך מאגר הנתונים של חברת פודיקטה בע"מ, ומתייחס  
לשנתיים 1999 ועד 2001, וכלל כ-1000 המלצות.

**נספח ב': המלצות מרכובות על אותה חברה**

מספר חברות	
20	מספר הפירמות המומלצות פעם אחת
9	מספר הפירמות המומלצות 2 פעמים
7	מספר הפירמות המומלצות 3 פעמים
7	מספר הפירמות המומלצות 4 פעמים
5	מספר הפירמות המומלצות 5 פעמים
5	מספר הפירמות המומלצות 6 פעמים
5	מספר הפירמות המומלצות 7 פעמים
2	מספר הפירמות המומלצות 8 פעמים
2	מספר הפירמות המומלצות 9 פעמים
3	מספר הפירמות המומלצות 10 פעמים
13	מספר הפירמות המומלצות 11 עד 20 פעמים
11	מספר הפירמות המומלצות 21 עד 30 פעמים
6	מספר הפירמות המומלצות 31 ומעלה
<b>95</b>	<b>מספר חברות המומלצות בסך הכל</b>

**נספח ג': התיחסות למיתאמ אפסורי בין המלצות - מדגם חלק הכולל רק המלצות  
שניתנו על אותה חברה בהפרש של שבוע או יותר בין המלצה להמלצת**

**תשואה עודפת לפני, סביר, ולאחר המלצות קنية  
רגסיטו OLS (עם תיכון להטוטקסידטיות)**

6 חודשים אחרי המלצת		3 חודשים אחרי המלצת		שבוע סביר המלצת		תקופה טרם המלצת	
(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
כז		כז		כז		חוטך	
-0.07 (-0.02)	-7.87 (-2.02)*	-0.29 (-0.07)	-4.53 (-1.91)**	-2.32 (-1.71)**	-1.06 (-1.44)	-2.03 (-1.98)*	אנגליסט בעל החזקקה
-11.9 (-2.19)*		-6.45 (-1.35)		2.19 (1.47)			אינטראקטיבית תקופת גיאות * אנגליסט בעל החזקקה
-18.4 (-4.09)*	-18.61 (-4.11)*	-8.05 (-4.44)*	-8.18 (-4.52)*	-1.28 (-1.93)*	-1.26 (-1.91)*	-1.09 (-1.48)	גודל החברה
3.17 (0.99)	1.31 (0.46)	1.52 (0.79)	0.51 (0.28)	-0.57 (-0.89)	-0.24 (-0.41)	-0.19 (-0.31)	המלצות בתקופת גיאות
0.34 (0.09)	0.27 (0.07)	-0.08 (-0.02)	-0.12 (-0.03)	-0.12 (-0.16)	-0.15 (-0.20)	-0.60 (-0.65)	ענף הבנקים
-38.7 (-2.46)*	-39.2 (-2.54)*	-10.95 (-1.46)	-11.2 (-1.49)	-2.71 (-1.73)**	-2.71 (-1.74)**	-2.55 (-1.22)	ענף הבנקים למשמעותאות
10.7 (1.65)**	10.5 (1.64)**	3.55 (0.57)	3.42 (0.55)	1.19 (0.84)	1.17 (0.85)	-4.99 (-3.20)*	ענף הבינוי
9.95 (1.68)**	9.97 (1.69)**	3.55 (1.09)	3.56 (1.09)	0.68 (0.74)	0.61 (0.64)	0.11 (0.10)	ענף המסחר והשירותים
-28.5 (-4.21)*	-28.3 (-4.2)*	-6.35 (-1.29)	-6.21 (-1.26)	0.003 (0.002)	-0.06 (-0.05)	-0.18 (-0.13)	ענף הנדלין
-2.34 (0.55)	-2.56 (-0.65)	0.07 (0.02)	-0.04 (-0.01)	0.82 (1.06)	0.81 (1.04)	-0.72 (-0.76)	ענף התעשייה
495	495	495	495	498	498	498	מספר התצפיפות
0.08	0.08	0.07	0.06	0.028	0.024	0.024	Adjusted R-squared

התשואה העודפת בתקופה טרם המלצה חושבה ב-20 ימים לפני המלצה; התשואה העודפת בשבוע סביר המלצה חושבה עבור היום לפני המלצה ועוד ליום השישי אחריה; כל חישובי התשואה העודפת בוצעו ביחס לממד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; המשנה "אנגליסט בעל החזקה" מקבל ערך 1 עבור המלצה של מתווך פיננסי על חברה שהוא בעל החזקה, או על חברה שהוא מעוסק בה; המשנה "גודל החברה" מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הנכללות במדד תל אביב 25, ואפס אחרת; המשנה "תקופת גיאות" מקבל

ערך 1 בתקופה שבין נואר 1999 ועד אוקטובר 2000, ואפס לאחר מכן; משתני הדרמה הענפיים שלא נכללו באמידה הם ענף השקעות והחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. \* מסמן ערך השונה מ於是 ברמת מובהקות של 5 אחוזים ו- \*\* ברמת מובהקות של 10 אחוזים.

באמידה לא נכללו המלצות שניתנו בפער של פחות משבוע בלבד בינהן.

#### **נספה ד': סיווג הודעות לבורסה על החברה, סיבוב מועד ההמלצתה של האנליסט**

השתמשנו במ Lager הבורסה הכלול מידע על כל ההודעות שפורסמו החברות לציבור הרחב, וייצרנו משתנה דמה, שקיבל ערך 1 כשפורסם לבורסה מידע במשך השבוע לפני ההמלצתה במרקדים הבאים:

- הودעה על פרסום דוחות כספיים.

הודעה על שיפורים טכנולוגיים בייצור (כגון פיתוח ואיישור לקבלת תרופה).

הודעה על השקעה פיננסית ישירה או על ידי חברה בת, כולל חלוקת דיבידנד ואופציונות.

הודעה על החלפת הנהלה ו/או מינוי מנכ"ל.

הודעה על מיזוג של חברה אם עם חברה אחרת.

כניסה של בעלי החזקה/החזקות (שינוי הרכב הבעלים ולא המשקל).

המשתנה קיבל ערך אפס כאשר לא פורסם מידע כלל או כאשר פורסם המידע הבא:

- הודעה על כינוס אספה כללית.

הבהרה/תיקון לדוחות כספיים.

הודעות תזכורת "במהשך להודעה קודמת..." (ביצוע פעולה שנודע אליה כבר בעבר).

הודעה על הון עצמי.

#### **ביבליוגרפיה**

אלנתן, ד', שי האוזר וא' מד-גבאים (2003), *על ה"עדך" של העדמות שווי של חברות שמניותיהם לשומות למסחר בבורסה בתל אביב*, הרשות לניריות ערך, ירושלים.

בלומץ, ד' וק' קוסנקו (2003), *ኒגידי עניינים בהמלצות אנליסטים, עבודה סמינרונית לתואר ראשון, האוניברסיטה העברית, ירושלים*.

בר, ח', א' נחמני ור' לקובט (2002), *"כנית בנקים זרים להשקעות בישראל והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיים"*, *הבעון לכלכלה* 49, 805-773.

גילי, א' (2004), *האם אפקט הדיספוזיציה הנו אוניברסלי, אוניברסיטת בר-אילן, נייר פנים*.

הרשות לניירוט ערך (2005), נייד עמדת: חוכות גלוי בזוגע לעבודת אנליזה.  
פרוש, י' ומי' קראוס (2001), "יעוץ בנירות ערך וניגוד עניינים במסירת מידע",  
הרביעון לככללה, 3, 229-245.

- Amir, E., B. Lev and T. Sougiannis (1999). "What Value Analysts?", Tel Aviv University, Working Paper No. 12/99.
- Bhattacharya S. and A. Thakor (1993). "Contemporary Banking Theory", *Journal of Financial Intermediation* 3, 2-50.
- Ber, H., Y. Yafeh and O. Yosha (2001). "Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund Management", *Journal of Monetary Economics* 47, 189-218.
- Bjerring, Lakonishok and Vermaelen (1983). "Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations", *Journal of Finance* 38, 187-204.
- Blass, A. (1996). "Market Structure and Performance of Provident Funds", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No. 96.01.
- Brav, A. and R. Lehavy (2003). "An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-Term Informativeness and Long-Term Dynamics", *Journal of Finance* 58, 1933-1967.
- Campbell, J., A. Lom and C. Mackinlay (1997). *The econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Chapter 4, Event-study Analysis.
- Crockett, A., T. Harris, F. Mishkin and E. With (2003). *Conflict of Interests in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, ICMB International Center for Monetary and Banking Studies.
- Dimson, E. and P. Marsh (1986). "Event Study Methodologies and the Size Effect", *Journal of Financial Economics* 17, 113-142.
- Dugar, A. and S. Nathan (1995). "The effect of Investment Banking Relationships of Financial Analysts' Forecasts and Investment Recommendation", *Contemporary Accounting Research* 12, 132-160.

- Grossman, J. and J. Stiglitz (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review* 70(3), 393-408.
- IOSCO (2003). *Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interest*.
- Lin, H. and M. McNichols (1998). "Underwriting Relationships, Analysts Earnings Forecasts and Investment Recommendation", *Journal of Accounting and Economics* 25, 101-127.
- Liu, P., S. Smith and A. Syed (1990). "Stock Price Reactions to the Wall Street Journal's Securities Recommendations", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 399-410.
- Ljungqvist, A., F. Marston and W. Wilhelm (2003). "Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendation", memo.
- Michaely, R. and K. Womack (1999). "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendation", *The Review of Financial Studies* 12(4), 653-638.
- 
- (2003). "Brokerage Recommendation: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases", memo prepared for Advances in Behavioral Finance II edited by Richard Thaler.
- Rajan, R. and H. Servaes (1997). "Analyst Following of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 52, 707-527.
- U.S Securities and Exchange Commission (2003). "Regulation Analyst Certification", Final rule, April 14.
- Womack, K. (1996). "Do Brokerage Analysts Recommendation Have Invested Value?", *Journal of Finance* 51(1), 137-167.