

**האם אנליסטים של מניות משפיעים על שוק ההון
והאם השוק מבין את הפוטנציאל לניגודי עניינים?¹**

חדוה בר* קונסטנטין קוסנקו*

סדרת מאמרים לדיון 2004.12
אוקטובר 2004

¹ אנו מודים לישי יפה, לבועז אילון, שמואל האוזר, עמרי ידלון, ליעקב פרוש, למשתתפי הסמינרים במחלקת המחקר וברשות לניירות ערך, על הערות מועילות, ולשרה קנדלר מהרשות לניירות ערך על מידע מועיל.

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

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

מחלקת המחקר, בנק ישראל ת"ד 780 ירושלים 91007
Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

תקציר

אופטימיות גדולה מאפיינת באופן כמעט תמידי המלצות אנליסטים, ומתבטאת בכך שכ-80 אחוזים הן לקניה של המניות. גם התחזית שהאנליסטים נותנים לעליה צפויה במחיר המניה המומלצת מלמדת על אופטימיות רבה ולעיתים מוגזמת. תופעה זו יכולה להעלות חשש בקרב המשקיעים לגבי מידת האובייקטיביות של האנליסטים. למרות זאת, בניתוח המבוסס על 1,000 המלצות שניתנו על-ידי אנליסטים על מניות הנסחרות בבורסת תל-אביב, בין השנים 1999 ועד 2001, נמצא כי המלצות אלו משפיעות על תשואות אותן מניות (מעבר לתשואות השוק באותה עת). כך, המלצה לקנות מניה מסוימת מלווה בעליה מובהקת בתשואתה – אשר נמשכת מיום ההמלצה ובתקופה של מספר חודשים לאחריה, והמלצה למכור או להחזיק את המניה – בירידת תשואת המניה, בדומה לממצאים שהתקבלו בעולם. השפעה זו גדולה במיוחד עבור חברות קטנות יחסית. הממצאים הללו תומכים בכך שהציבור מעריך כי לאנליסטים יש תפקיד חשוב באספקת מידע וניתוחים לשוק, וכי השקעה על-פי המלצתם הנה בממוצע כדאית. על רקע ממצאים אלה אנו מתמקדים במחקר בבחינת תגובת השוק להמלצות של מתווכים פיננסיים-אנליסטים אשר הנם בעלי פוטנציאל ישיר לניגודי עניינים, המתבטא בכך שהם ממליצים על חברות הקשורות בקשרי בעלות אליהם (להלן אנליסטים בעלי אחזקות). לצורך כך אנו מסתמכים על מתודולוגיה זהה לזו שיושמה אצל Michaely and Womack, 1999. אנו מוצאים כי אנליסטים בעלי אחזקה ממליצים בעיתוי בו הדבר דרוש ביותר – כאשר ביצועי מנייתם יורדים, בשונה מאנליסטים עצמאיים. השוק אינו מזהה את הפוטנציאל לניגוד עניינים ומתייחס באופן דומה להמלצות של אנליסטים בעלי אחזקה ושל עצמאיים בשבוע סביב ההמלצה (אין עדויות ל- discount). בחינת התשואה במשך חצי השנה לאחר ההמלצות מעלה כי פרטים או מנהלי תיקי השקעות אשר קנו מניות בעקבות המלצות אנליסטים בעלי אחזקה השיגו בדיעבד תשואה נמוכה מזו שיכלו להשיג אילו היו פועלים על-פי המלצות של אנליסטים עצמאיים. הסבר אפשרי לתוצאות המחקר הוא כי מתווכים פיננסיים-אנליסטים הממליצים על חברות אשר את מניותיהן הם מחזיקים הנם בעלי הטיה "טבעית" המקשה עליהם להיות אובייקטיביים ולתת המלצות בעיתוי הנכון למשקיעים, בדומה למצבים בהם הורה ממליץ על ילדו.

מילות מפתח: אנליסטים, ניגודי עניינים, בעלי עניין ואחזקות, בנקים, בנקים להשקעות, שוק ההון.

1. מבוא

בשנים האחרונות גברה בישראל הפעילות של אנליסטים המפרסמים לציבור הרחב המלצות על מניות הנסחרות בבורסה. האם המלצות אלה נתפסות על-ידי הציבור כבעלות מידע ייחודי? האם הציבור פועל בהתאם להמלצות? מה קורה במצבים בהם הממליץ הנו בעל פוטנציאל ישיר לניגוד עניינים? שאלות אלה עומדות בבסיס המחקר הנוכחי. על-פי ספרות רחבה, אשר דנה בסוגיות אלה, אנליסטים המפרסמים לציבור הרחב המלצות קניה, מכירה וכו', מסייעים לפיתרון בעיות של העדר מידע מלא בשווקים הפיננסיים בין המלווים (הפרטים) ללווים (החברות)¹, בעיות הקיימות גם בשוקי הון אנונימיים וגדולים (בורסות).² במצבים כאלה יש מוטיבציה ופיצוי על השקעת משאבים כדי להשיג מידע. ההמלצות מבוססות על מידע שהאנליסטים אוספים ממנהלי החברות, מהספקים של החברות ומהצרכנים, וכן על ניתוחים כלכליים אותם הם מבצעים. מצד שני, הספרות מדגישה כי מסגרת פעילותם של האנליסטים מובילה לעיתים רבות להיווצרות ניגודי עניינים בין מחויבותם לתת ייעוץ אובייקטיבי ואמין לציבור הרחב, לבין תפקידם לשווק סחורה בשליחות המתווך הפיננסי בו הם מועסקים, במטרה להגדיל את רווחיו. החשיבות של בחינת השפעת האנליסטים על שוק ההון בישראל גדולה במיוחד - לא רק מנקודת מבטם של המשקיעים בשוק, אלא גם מנקודת מבט של קובעי המדיניות המנסים להשפיע על המבנה הענפי של שוק ההון והכספים, וזאת מצד אחד על רקע הסחירות הנמוכה של המניות, המשפיעה לשלילה על מידת הדומיננטיות של הבורסה במימון הפעילות המשקית, ומהצד הנוסף על רקע הרצון להגביר את הפעילות בשוק הכספים של מתווכים פיננסיים חוץ בנקאיים, כגון בנקים להשקעות (המעסיקים אנליסטים). השאלה של ניגודי עניינים עלתה בישראל פעמים רבות הן במחקרים (לדוגמה, Blass 1996, Ber, Yafeh and Yosha, 2001, פרוש וקראוס, 2001) והן בועדות ממלכתיות שונות אשר דנו במבנה שוק ההון הרצוי. אולם דיונים אלה נסבו כמעט רק על ניגודי עניינים בפעילות של הבנקים, בעיקר עקב הדומיננטיות שלהם בתיווך הפיננסי בישראל על היבטיו השונים, המשולבת בחוסר תחרות מספקת בענף זה. בפועל ניגודי עניינים ייתכנו גם בפעילות בנקים להשקעות ומתווכים פיננסיים אחרים, כאשר אלה עוסקים במספר רב של תחומי פעילות.

השאלה הראשונה בה מתמקד המחקר הנוכחי הנה האם האנליסטים משפיעים על שוק ההון ומצמצמים את בעיות העדר המידע הקיימות בו. התרומה לצמצום בעיות האסימטריה במידע נבחנת על-ידי בדיקת ההשפעה שיש לאנליסטים על תשואות המניות של החברות, סביב תקופת ההמלצות שפרסמו. אם השוק מגיב לפרסום המלצה של אנליסטים לקנות מניה מסוימת בעליה מובהקת של מחיר המניה, מעבר לעליה ששררה בשוק ההון באותה עת (כלומר נוצרת תשואה עודפת חיובית סביב אירוע ההמלצה), אזי פירושו שלמידע שנמסר על-ידי האנליסט היתה תרומה לשוק. באופן דומה ניתן לנתח המלצות מכירה. בנוסף, אנו בוחנים האם השפעת האנליסטים גדולה יותר על מחירי מניות של חברות קטנות (במונחי ערך שוק), בהן האסימטריה במידע צפויה

¹ בעיה זו של אי קיום מידע מלא הנה הבסיס לקיומם של מוסדות פיננסיים שונים כגון בנקים, הפועלים למעקב ופיקוח אחר חברות לצורך גילוי המידע, עיבודו, וצמצום הנוזקים הנגרמים עקב אסימטריה במידע (Bhattacharya and Thakor, 1993). חשיבות המוסדות הפיננסיים נובעת מכך שבאיסוף מידע יש עלות גבוהה, אשר בדרך כלל מונעת מפרטים לעסוק בו, וכן קיימת בעיה של "הנוסע החופשי".

² Ggrosman & Stiglitz, 1980, התייחסו לעובדה ששוקי ההון לא משקפים את כל המידע, אלא רק חלק ממנו.

להיות חמורה יותר, ולכן פרסום מידע עליהן על-ידי אנליסטים יכול להיות בעל ערך רב יותר עבור השחקנים בשוק.

השאלה השניה במחקר היא האם השוק מזהה ומגיב למקרים בהם קיים פוטנציאל לניגוד עניינים ישיר בהמלצה – כאשר האנליסט ממליץ לרכוש מניות של חברה בה המתווך הפיננסי בו הנו מועסק הוא בעל אחזקה. מסגרת הפעולה של אנליסטים יוצרת פוטנציאל לניגוד עניינים. הם מועסקים בבנק להשקעות או בבנק, העוסק במגוון פעילויות, בין היתר בפעילות חיתום (ליווי הנפקות של חברות), בניהול תיקי השקעות עבור לקוחות כולל פעילות מכירה וקניה של מניות (ברוקרז'), במתן אשראי, ולעיתים בנק ההשקעות הנו גם חלק מקבוצה פיננסית המשקיעה במניות עבור עצמה. במחקר הנוכחי אנו מתמקדים כאמור בפוטנציאל לניגוד עניינים הקיים בין שתיים מהפעולות הללו: פעילות אנליזה, והשקעה של המתווך הפיננסי במניות של חברות. אנו בוחנים האם עיתוי ההמלצה על-ידי אנליסטים בעלי אחזקה שונה מזה של אנליסטים עצמאיים, והאם השוק מזהה את הפוטנציאל האמור לניגוד עניינים ומגיב באופן שונה להמלצות של אנליסטים אשר הנם בעלי אחזקה בחברות עליהן הם ממליצים. כלומר האם השוק עושה discount להמלצות בעלי אחזקה. במטרה לבחון האם אכן הפוטנציאל לניגוד עניינים אכן בעייתי, אנו אומדים גם את התשואה ארוכת הטווח בחצי שנה לאחר המלצות אנליסטים, ובודקים האם מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה השיגו תשואה דומה או שונה מתשואת מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. בחינה ארוכת טווח של התשואה (העודפת) של מניות לאחר ההמלצה רלוונטית בפרט על רקע העובדה שהאנליסטים מפרסמים המלצות לטווח ארוך ולא לשם ספקולציה של טווח קצר.

לצורך המחקר ריכזנו מידע ייחודי ממספר מקורות, הכולל כ-1,000 המלצות (אירועים) שניתנו על-ידי 43 אנליסטים שונים, בשנים 1999 ועד 2001 על מניות של חברות הנסחרות בבורסת תל-אביב, ושייכות למדד תל-אביב 100. המידע על ההמלצות נלקח ממאגר "פרדיקטה"³ וכולל עבור כל המלצה של אנליסט על חברה, את התאריך בו ניתנה ההמלצה, אופייה של ההמלצה – כאשר זו מחולקת למספר קטגוריות (כגון קנה, החזק, ומכור); ומאפייני האנליסט הממליץ: גודלו, והשייכות שלו לבנק גדול במשק⁴. מאגר זה חיברנו למאגר של הבורסה לניירות ערך, כך שעל כל מתווך פיננסי יצרנו משתנה המסמל האם הוא בעל אחזקות של למעלה מ 0.01 אחוזים מהון של החברה המומלצת על-ידו. מאגר זה חיברנו גם למחירי המניות המומלצות בתקופות שונות, ובפרט סביב תקופת ההמלצה, ולתשואות של כל השוק בתקופות הרלוונטיות, וכן לנתונים כלליים מהדוחות הכספיים על מאפייני החברות – כגון גילן, גודלן, רווחיותן וכו' (ממערכת "דוכס" של הבורסה).

במחקר אנו עושים שימוש במתודולוגית ניתוח אירועים, ונשענים על שני מחקרים מרכזיים שנעשו בארה"ב, בהם נבחנה תגובת השוק לשינויים בהמלצות של אנליסטים (Womack, 1996), ונחקרו ניגודי עניינים בהמלצות אנליסטים, במקרים בהם המתווך הפיננסי המליץ על רכישת מניות של חברה אשר הוא גם היה החתם שלה בהנפקה (Michaely and Womack, 1999). הממצאים שהתקבלו במחקר האחרון הראו כי במקרים בהם האנליסט הנו גם חתם, הוא מספק הערכות

³ "פרדיקטה" בע"מ הנה חברה האוספת מאגרי מידע בתחומים שונים, כולל תחומי שוק ההון.
⁴ אין אנו משתמשים בשם הפרטי של האנליסט, כי אם במידע על המתווך הפיננסי בו מועסק האנליסט.

הרבה יותר אופטימיות, והשוק לא מבין עד תום את ניגוד העניינים האמור. התרומה של המחקר הנוכחי הנה בהרחבת בחינת תגובת השוק לפוטנציאל לניגוד עניינים לכיוון שטרם נבחן בספרות, ככל הידוע לנו – מצבים בהם אותו מתווך פיננסי הוא גם אנליסט וגם בעל אחזקה בחברה המומלצת. מצב בו ההמלצה של האנליסט ניתנת על חברה בה הוא מחזיק מניות, מעלה חשש כי מידת האובייקטיביות שלו תיפגע וכן כי האינטרס שלו כבעל אחזקה עלול לעמוד בניגוד לאינטרס של הציבור לקבל המלצה אמינה ואובייקטיבית בעיתוי האופטימלי. לעומת חשש זה, קיימת ספרות, התומכת באוניברסאליות בפעילות מתווכים פיננסיים (לאו דווקא אנליסטים), ומדגישה כי ייתכנו לכך יתרונות. לדוגמא, שילוב של פעילות אנליזה, ובעלות באותה חברה, יכול להוביל לכך שלאנליסט תהיה הבנה טובה יותר של החברה עליה הוא ממליץ, ולכן המלצתו תהיה מדויקת יותר.

הפוטנציאל לניגודי עניינים בפעילות של אנליסטים עלה לדיון מחודש ו"סוער" בשנים 2002 ו-2003 בארה"ב. באותה תקופה, על רקע ירידות גדולות במחירי המניות בבורסות (כ-72% במדד הנאסד"ק ו-43% במדד ה-S&P 500, מחודש מרץ 2000 ועד מרץ 2002), התגלו מספר רב של מקרים בהם נוצל לרעה הפוטנציאל לניגוד עניינים על-ידי אנליסטים, כאשר הם פרסמו דוחות חיוביים מידי על חברות, משיקולים זרים, והטעו כך את ציבור המשקיעים. יתר על כן הובהר לכל כי מערכת התגמולים לאנליסטים היא שיצרה עבורם מוטיבציה גדולה לספק דוחות מחקר אופטימיים מידי על החברות. הם תוגמלו במקרים בהם דו"ח המחקר שפרסמו הוביל להרחבת הפעילות של בנק השקעות עם החברה. כלומר כאשר אותה חברה שסוקרה על-ידי האנליסט פנתה אל בנק השקעות ורכשה ממנו שירותי חיתום של הנפקה, או ליווי של עסקת מיזוג או מכירה. ניגודי עניינים אחרים שהוזכרו לגבי אותה תקופה, אולם לא הוכח כי אכן התממשו, התייחסו לכך שבתי השקעות תרמו לניפוח "בועת הטכנולוגיה" כאשר המליצו על מניות בהן היתה להם נגיעה אישית, אם כבית השקעות ואם כמשקיעים בודדים, ללא שדיווחו על כך לציבור. סוגיה זו נבחנת כאמור באופן ישיר במחקרנו. בעקבות השערוריות שנתגלו החליט הנשיא האמריקאי על רפורמה שמטרתה לכפות נורמות התנהגות חדשות, בין היתר גם על אנליסטים (במקביל לרואי חשבון ומנהלי חברות) (US SEC, 2003). הסדרה זו לא אסרה על בנקים להשקעות לעסוק בשתי הפעילויות יחד: אנליזה וליווי הנפקות, אלא בחרה להטיל מגבלות על פעילות אנליסטים – בשיטת "החומות הסיניות" והגברת הגילוי הנאות במקרים של פוטנציאל לניגוד עניינים (ראה נספח א). הסדרה מקבילה נעשתה גם על-ידי ארגון רשויות הפיקוח הבינלאומי (IOSCO, 2003).

הממצאים העיקריים שקיבלנו במחקר הם כי המלצות של אנליסטים מאופיינות באופטימיות רבה לגבי התפתחויות הצפויות לחברות, גם כאשר הפעילות בשוק ההון מצומצמת וישנה מגמה חזקה של ירידות במחירי המניות, וגם כאשר הבורסה גואה. כ-80 אחוזים מההמלצות שניתנו על-ידי האנליסטים בשלוש השנים הנבחנות היו לרכישת המניות. רק 3% מההמלצות היו למכירת המניה. כמו כן, התחזית שמציגים האנליסטים למחיר המניה שישרור בעוד שנה מאופיינת בטעות שיטתית כלפי מעלה (כלומר התחזית גבוהה באופן משמעותי ומובהק ממחיר המניה בפועל, בדיעבד). זאת בפרט כאשר ההמלצות ניתנות בתקופת הגאות בשוק ההון כאשר האנליסטים ממליצים על מניות בהן הם בעלי אחזקה. אופטימיות בפעילות אנליסטים נמצאה גם בארה"ב, והיא מעוררת סימן שאלה לגבי מידת האובייקטיביות של דוחות המחקר.

למרות האופטימיות הרבה של האנליסטים, אנו מוצאים שהם נתפסים על-ידי השחקנים בשוק ההון כבעלי תרומה – המידע שהם מפרסמים מוביל לתגובה מובהקת במחירי המניות בכיוון הצפוי על-פי ההמלצה. כך, המלצות לקניה של המניות מלוות בעליית מחיר המניה מעבר לעליית המחירים בשוק ההון – כלומר בתשואה עודפת חיובית. ממצאים דומים מתקבלים עבור המלצות להחזקה או מכירה של המניה – המלוות בירידה מובהקת בתשואה העודפת. ממצאנו שעיקר ההשפעה של האנליסטים הנה בעת פרסום המלצות על חברות קטנות. תוצאה זו תומכת בהערכה ששוק המניות יעיל יחסית כשמדובר בחברות גדולות ואינו יעיל בחברות קטנות. ייתכן אף שהסיבה שבחברות קטנות מתקבלת עליה בשער המניה אינה מושפעת רק מהמידע שמוסר האנליסט, אלא מעצם העובדה שפורסם משהו על חברה זו. פרסום המידע גורם לשוק להבין שמישהו עוקב אחר המניה. עוד ממצאנו כי השפעה זו של האנליסטים מתרחשת הן בתקופות גאות בשוק המניות (1999 ועד אוקטובר 2000) והן בשפל בשוק (נובמבר 2000 ועד תום תקופת המדגם – סוף 2001). יתר על-כן, בחינת התשואה של המניות המומלצות לקניה מעבר לזו של השוק, לאורך מספר חודשים לאחר ההמלצה, מעלה כי היא חיובית באופן מובהק. כלומר במוצע פרטים אשר פעלו בהתאם להמלצות אנליסטים הרוויחו.

ניתוח הפוטנציאל לניגוד עניינים מעלה כי הוא אכן מתממש: אנליסטים בעלי אחזקה, בשונה מאנליסטים עצמאיים, בוחרים להמליץ על מניות בעיתוי בו ביצועיהן יורדים. למרות זאת, השוק אינו מזהה את הפוטנציאל לניגוד עניינים ומגיב באופן דומה להמלצות של אנליסטים בעלי אחזקה ושל אנליסטים עצמאיים, בשבוע סביב ההמלצה. אולם הציפייה או ההערכה של השחקנים בשוק כי לא קיים הבדל בין ההמלצות של האנליסטים השונים אינה מתבררת כנכונה בדיעבד. אנו מוצאים כי התשואה ארוכת הטווח של המניות, במשך כל ששת החודשים לאחר המלצות של בעלי אחזקה, נמוכה באופן מובהק מזו של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. תוצאות אלה נובעות מתקופת הגאות בשוק המניות. בתקופת השפל הנבחנת במחקר אנו מוצאים עדויות לכך שהשוק כן עשה discount להמלצות אנליסטים. אולם על רקע העובדה שהמדגם שלנו כלל חלק מצומצם מתקופת השפל ששררה עד תחילת שנת 2003 - בעיקר את השלב בו התהפכה באופן משמעותי המגמה בשוק "והתפוצצה הבועה", אין אנו רואים בעדויות אלה כמספקות על-מנת להסיק מסקנות לגבי שינוי בהתנהגות השוק בתגובה להמלצות אנליסטים.

המשך המחקר מסודר באופן הבא: החלק השני דן בקצרה בספרות אשר בחנה את השפעת אנליסטים על השוק וזו שהתמקדה בניגודי עניינים בפעילות אנליסטים. החלק השלישי מציג את הנתונים, תוך תיאור שוק האנליסטים הפועלים בישראל, ומאפייני המלצותיהם. בחלק הרביעי מוצגת המתודולוגיה של ניתוח אירועים, והחלק החמישי מציג את הניתוח והתוצאות של שאלות המחקר: האם השוק מגיב להמלצות אנליסטים, והאם השוק מזהה ומגיב לפוטנציאל לניגוד עניינים במקרים בהם האנליסט הוא גם בעל אחזקה במניות המומלצות. בחלק האחרון – מוצגים הסיכום ומסקנות המחקר.

2. סקירת ספרות

המחקר הנוכחי מתקשר לשני זרמים שהתפתחו בספרות. הראשון בוחן את ההשפעה שיש לאנליסטים על שוק המניות, על-רקע אסימטריה במידע שקיימת בשוקי הכספים ולעיתים גם

בשוקי מניות סחירים וגדולים. הזרם השני של הספרות נגזר מראשון, אולם מתמקד בהמלצות של אנליסטים ובהשפעתן על השוק במקרים בהם לאנליסט ישנו פוטנציאל ישיר לניגוד עניינים.

2.א השפעת אנליסטים על השוק

מחקרים רבים בחנו את השפעת ההמלצות של אנליסטים על ביצועיהן של המניות המומלצות. רוב המחקרים שבוצעו מסוף שנות השבעים ואילך מצאו כי להמלצות אלה אכן יש השפעה מובהקת על מחירי המניות⁵. אחד המחקרים הבולטים בנושא זה הינו מחקרו של Womack, 1996, בו מוצגות עדויות לכך שלאנליסטים בארה"ב ישנה השפעה מובהקת על השוק. המחקר מתבסס על כ-1,580 המלצות שניתנו על 822 חברות שונות אשר נסחרו בבורסה של ארה"ב בין השנים 1989 ל-1991 (מדגם מתוך אוכלוסייה של כ-15,000 המלצות שניתנו בכל אחת מהשנים הללו). הוא מזהה כי בעקבות המלצות קניה ישנה עליה של 2.4% בתשואה העודפת של המניות, והמלצות מכירה מלוות בירידה של 5% בתשואה זו. כמו כן נמצא שבמקרה של המלצות מכירה קיימת זליגה ארוכת טווח בהשפעה על מחירי המניות, וכך אחרי תקופה של שישה חודשים ניתן לראות ירידה של 9.1% בערך של מניות אלו. הפרשנות שניתנת לממצאים אלה הנה כי זו עדות לכך שיש תשואה לעלות הקיימת בחיפוש מידע. Bjerring, Lakonishok and Vermaelen, 1983, בדקו את ביצועי המניות אשר נסחרו בשווקים הפיננסיים של קנדה וארה"ב בין השנים 1977 עד 1981, והצביעו על קיומה של תשואה עודפת חיובית במקרה של המלצות קניה בגודל של 2.5% בשבועיים הראשונים אחרי ההמלצה. גם הם מצאו כי בחלוף זמן יותר רחב (שנה מיום ההמלצה) נרשמה תשואה מצטברת של 13%. Liu, Smith and Syed, 1990, השתמשו בהמלצות המתפרסמות ב"Wall Street Journal" Heard on the Street. מאגר הנתונים כלל כ-850 המלצות של אנליסטים והראה אף הוא שפרסום ההמלצות משפיע באופן מובהק על מחירי המניות ביום הפרסום (1.5% להמלצות קניה, ו-2% במקרה של המלצות מכירה), אך גם ביומיים הקודמים להמלצה ניתן לזהות שינוי מובהק במחירים (על אף שהינו נמוך יחסית).

2.ב: ניגודי עניינים בפעילות אנליסטים

האנליסטים מחולקים בפועל ובהתייחסות אליהם בספרות לשני סוגים עיקריים: אנליסטים מסוג Sell side המועסקים בבית השקעות או בבנק, המספק שירותים פיננסיים שונים לשחקנים בשוק ההון. אנליסטים אלה בדרך כלל מפרסמים את המלצותיהם בחינם לציבור הרחב, באמצעי התקשורת השונים; ואנליסטים מסוג buy side המועסקים על-ידי משקיעים מוסדיים המנתחים חברות לצרכים של ניהול תיק השקעות.

⁵ חלק מהמחקרים שבוצעו על תקופות מוקדמות יותר לא מצאו השפעה של אנליסטים. אחד ההסברים המוצעים להבדל בין התקופות הנו כיום היא ההשתכללות שחלה באמצעי התקשורת הגדילה את היכולת להעביר את ההמלצות לציבור רחב של אנשים.

הקבוצה הראשונה של האנליסטים (sell side) הנה בעלת פוטנציאל רב לניגודי עניינים, העלול להוביל ליתר אופטימיות בתחזיותיהם. ואכן מחקרים רבים מצאו כי אנליסטים אלה אופטימיים יתר על המידה. ניגודי העניינים האפשריים בפעילות האנליסטים הם הבאים:

- ראשית, המתווך הפיננסי בו מועסקים האנליסטים בדרך כלל מציע לציבור הרחב שירותי מכירה וקניה של מניות תמורת עמלות. במצב זה לאנליסט עלול להיות אינטרס להמליץ לציבור הרחב לרכוש מניות ולהגדיל בעקבות כך את היקף העמלות שיקבל. (אומנם גם בגין מכירת המניה מתקבלת עמלה, אולם המלצה זו תקפה רק עבור מחזיקי המניה בעוד המלצת קניה מאפשרת לאנליסט לפנות גם למשקיעים פוטנציאליים שאינם מחזיקים במניה ולהציע גם להם לרכוש אותה).
- גורם שני העלול ליצור אופטימיות יתר בהמלצות אנליסטים הנו העובדה שהמתווך הפיננסי בו הם מועסקים מציע גם שירותי חיתום לחברות הפונות לגיוס מקורות בבורסה. במצב זה בית ההשקעות עלול להפעיל לחץ ישיר או עקיף (דרך שיטת התגמול) על האנליסט על-מנת שזה יפיץ המלצות חיוביות על החברות אותן בית ההשקעות מיצג בהנפקה. מספר מחקרים המרכזיים דנו בסוגיה זו ובחנו אותה באופן אמפירי לגבי המשק האמריקאי. Rajan and Lin and McNichols ;1995, Dugar and Nathan ;1998 ; Michaely and Womack ;1997 ; ו- Servaes ;1997, הראו כי אכן החשש לניגוד עניינים זה התבטא בפועל בהמלצות אופטימיות יחסית של אנליסטים-חתימים, לעומת אנליסטים-עצמאיים. מחקרים אלה גם בחנו האם השוק זיהה מראש פוטנציאל זה לניגוד עניינים ומצאו סימנים שהשוק הגיב רק באופן חלקי להבדל בין המלצות אנליסטים-חתימים ואנליסטים עצמאיים (נמצא discount לא מלא). Michaely and Womack אף הראו כי בעקבות ההמלצות האופטימיות שסיפקו האנליסטים החתימים, ביצועי המניות שהומלצו על-ידם היו נמוכים (לאחר שנה) באופן מובהק מביצועי מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. מחקרים אלה מציינים כי גם אם המתווך הפיננסי אינו החתם של החברה הספציפית עליה ממליץ האנליסט, האחרון עשוי להפיץ דו"ח אופטימי לגבי אותה חברה ואחרות, על-מנת שבעתיד היא תפנה לבית ההשקעות אליו משתייך האנליסט כדי לקבל שירותי חיתום, כלומר הדו"ח החיובי מפורסם כשיטת "חיזור" אחרי חברות⁶.
- לעיתים האנליסט מועסק על-ידי מתווך פיננסי הנותן הלוואות לחברות. במקרים כאלה הוא עלול להמליץ על קנית מניה של חברה בקשיים, וזאת כדי להקל עליה את היכולת לגייס מקורות מימון שיאפשרו לה לפרוע את האשראי אותו היא חייבת למתווך הפיננסי בו הוא מועסק.
- סיבה נוספת לאופטימיות של אנליסטים נובעת מכך שעליהם לשמור על קשרים טובים עם מנהלי החברות אותם הם מסקרים, כי פעמים רבות האנליסטים מקבלים מאותם מנהלים מידע על החברה. במקרים בהם האנליסט יפרסם המלצת מכירה למניה, דרכו בעתיד למנהלי החברה עלולה להיחסם.

⁶ Ljungqvist, Marston and Wilhelm, 2003, בחנו האם המלצות של אנליסטים הובילו להגדלת הסיכוי של בנק ההשקעות להיות החתם בהנפקות הון ורוב של חברות בארה"ב ולא מצאו לכך עדויות עבור התקופה 1993 ועד 2002.

כמובן שלמרות הגורמים האמורים, אשר עלולים להוביל ליתר אופטימיות של האנליסטים, עליהם לשמור על האמינות כלפי המשקיעים כדי לא לאבד את המוניטין אשר הנו נכס מרכזי בפעילותם. כן על האנליסטים להתחשב באפשרות כי הם יתבעו במקרה של פרסום דוחות מטעים. עוד יש לציין כי אופטימיות של אנליסט יכולה לשקף העדפת סיכון גבוהה מזו של המשקיע, ולא דווקא ניגודי עניינים.

לעומת הספרות האמורה, המדגישה את ניגודי העניינים, ישנה ספרות המדגישה דווקא כי עיסוק במגוון פעילויות פיננסיות על-ידי מתווך פיננסי יכול גם להתבטא בכך שלממליץ-האנליסט יהיה מידע מועדף (superior information) על החברה, אשר יאפשר לו להציג המלצה מדויקת יותר.

3. מאגר הנתונים ומאפייני פעילות האנליסטים בישראל

א. הנתונים

מאגר הנתונים אותו הרכבנו ממספר מאגרי מידע כולל נתונים על כ-1,000 המלצות אשר ניתנו על-ידי אנליסטים על מניות של חברות הנסחרות בבורסת תל-אביב בשנים 1999 ועד 2001, השייכות למדד תל-אביב 100. על חברות רבות יש מספר רב של המלצות, ולא רק המלצה אחת (נספח ב). 1,000 ההמלצות היוו 86% מכלל ההמלצות שניתנו על-ידי אנליסטים (מסוג sell-side) על חברות הנסחרות בבורסת תל-אביב (שאר ההמלצות ניתנו על חברות אשר אינן כלולות במדד תל-אביב 100). החברות המצויות במדד תל-אביב 100 מרכזות את רוב המסחר בבורסה: כ-77% ממחזורי המסחר במניות והמירים. עוד 182 המלצות ניתנו על חברות ישראליות הנסחרות רק בחו"ל (בעיקר בארה"ב). אותן לא כללנו במדגם.

המלצות האנליסטים: כל ההמלצות של האנליסטים נשלפו ממאגר של חברת "פרדיקטה" בע"מ. המידע על כל המלצה כולל את שם החברה המומלצת, התאריך בו ניתנה ההמלצה, שם הגוף הממליץ, סוג ההמלצה – כאשר זו ממוינת לשש קטגוריות: קניה חזקה, קניה, צבור, החזק, ביצועי חסר ומכור. קיבצנו מידע זה לשלוש קטגוריות: קניה – אשר כללה את קניה חזקה, קניה, צבור; החזק – קטרוגיה בה הכנסנו המלצות החזק; וקטגורית מכור, בה נכללו המלצות ביצועי חסר ומכור. כמו כן, בחלק מההמלצות הוצג גם מחיר היעד אותו חוזה האנליסט למניה בעוד שנה ממועד ההמלצה.⁷ המלצות אלה פורסמו בזמן הוצאתן באתרי אינטרנט שונים ללא עלות. כמו כן, הממליצים שייכים לבתי השקעות או בנקים אשר חלקם עוסקים בניהול תיקי השקעות של לקוחות, וההמלצות האמורות הועברו בעת הוצאתן גם אל מנהלי תיקים אלה. לכן, כל שינוי שחל בשוק בעקבות המלצות אלה יכול לנבוע הן מתגובה של משקיעים פרטיים או בעקבות תגובה של מנהלי תיקי השקעות.

מחירי מניות: לכל המלצה (אירוע) צרפנו את מחירי המניה לפני ואחרי ההמלצה, וכן את מדד המניות הכללי בתקופה הרלוונטית, מתוך מאגרי הבורסה לניירות ערך.

מידע שפורסם על החברה בחלון זמן ההמלצה: עבור כל חברה הוצאנו ממערכת מידע של הבורסה את כל ההודעות שהועברו לבורסה על אותה חברה, כגון מידע על פרסום דוחות כספיים, עסקאות

⁷ היתה לנו אפשרות (אשר ניצלנו באופן חלקי בלבד) להוציא גם את דו"ח המחקר המלא שפורסם על-ידי האנליסט בכל המלצה.

גדולות שעומדות להתבצע על-ידי החברה וכו'. ממידע זה יצרנו משתני דמה עבור חברות שבחלון זמן ההמלצה פורסם עליהן מידע נוסף (נספח ד').

מאפייני החברה: צרפנו לכל המלצה גם מאפיינים של החברה המומלצת, כגון גודלה, רווחיותה, גילה – מתוך נתוני הדוחות הכספיים, כפי שהם מופיעים במאגר "דוכס" של הבורסה לניירות ערך.

אנליסט בעל אחזקות ואנליסט עצמאי: כדי לזהות האם האנליסט הממליץ על החברה קשור בקשרי בעלות אליה ולכן הנו בעל פוטנציאל לניגוד עניינים (סיווג שעשו קוסנקו ובלומין, 2003), השתמשנו בדו"ח בעלי אחזקה המפורסם על-ידי הבורסה לניירות ערך בישראל בתדירות רבעונית.

יצרנו משתנה דמה להמלצות אנליסט בעל אחזקות, אשר קיבל ערך 1 כאשר:

א. הממליץ מחזיק לפחות 0.01% באחד מניירות הערך של החברה ("אמא ממליצה על בת");

ב. האנליסט ממליץ על מניה המוחזקת על-ידי קבוצתו (לדוגמא, בנק X ממליץ על מניה המוחזקת על-ידי קופת הגמל הקשורה אליו);

ג. האנליסט ממליץ על חברת האם שלו ("בת ממליצה על האמא").

במקרים האחרים משתנה הדמה קיבל ערך 0, והגדרנו את ההמלצה ככזו שניתנה על-ידי אנליסט עצמאי⁸. לאחר סיווג ההמלצות בחנו את מידת החפיפה בין המניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה ומניות שהומלצו על-ידי עצמאיים, וגילינו כי היא כמעט מלאה. פרט ל-3 חברות שהומלצו רק על-ידי אנליסטים בעלי אחזקה, יתר החברות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה הומלצו גם על-ידי אנליסטים עצמאיים. אולם עיתוי ההמלצות של אנליסטים בעלי אחזקה ואנליסטים עצמאיים אינו זהה, דבר אשר יכול ליצור הבדל בתשואות המניות המומלצות.

ב. שוק האנליסטים בישראל

פעילות האנליסטים התפתחה בישראל בשנים האחרונות, על רקע גאות מחודשת בשוק ההון המקומי והעולמי, שהחלה בשנת 1999. מאותה עת פעלו בישראל 43 גופי השקעות אשר פרסמו לציבור הרחב (ללא עלות) דוחות מחקר על חברות (ראה נספח ב' לפירוט שמות המתווכים הפיננסיים ומספר המלצותיהם). כפי שניתן לראות בלוח 1, חלק גדול מפעילות האנליסטים מבוצע על-ידי אנליסטים השייכים לקבוצות הבנקאיות הגדולות (כ-40%), ואחוז דומה וגבוה מבוצע על-ידי האנליסטים הפרטיים, שאינם קשורים לגופים הבנקאיים. מגמה שאפיינה את התקופה היתה כניסה משמעותית של בנקים להשקעות זרים לפעילות במשק הישראלי (ראה בר, לוקומט ונחמני, 2002), אשר חלקם עסקו גם בפרסום דוחות מחקר והמלצות על חברות. עם זאת, עיקר פעילותם של בנקים להשקעות זרים אלה היה סביב החברות הישראליות שהנפיקו בבורסות בארה"ב ולאחר מכן באירופה, ולא נסחרו באותה עת גם בבורסת תל-אביב. עקב כך, בולט ההבדל בין משקלם של האנליסטים הזרים מסך האנליסטים שפעלו במשק – אשר הנו גבוה (16 גופי

⁸ ייתכן שגם אנליסט שסווג אצלנו כעצמאי הנו בעל אנטרס אחר בחברה, לדוגמא אם הוא בנק אשר גם נותן אשראי לחברה.

אנליסטים מתוך 43 שפעלו בשנים אלה במשק), לבין משקלם הנמוך בהרבה בפרסום דוחות המלצה על חברות ישראליות שנסחרות בבורסת תל-אביב.

מאפיין נוסף של השוק, העולה מניתוח התפלגות ההמלצות שפורסמו על-פי שמות המתווכים הפיננסיים הממליצים, הנו הריכוזיות הגדולה יחסית הקיימת בו. למרות מספרם הרב של הגופים הפועלים כאנליסטים, כ-60% מההמלצות ניתנו על-ידי חמשת הגופים הגדולים ביותר (מהם ארבעה אינם קשורים לבנקים).

לוח 1

האנליסטים במשק הישראלי ומאפייני המלצותיהם

43 11 15 17	מספר אנליסטים במשק* מהם: שייכים לקבוצה בנקאית אינם בנקים זרים
62%	ריכוזיות הפעילות של אנליסטים אחוז ההמלצות שניתנו על-ידי חמשת האנליסטים הגדולים
995 58% 42%	מספר המלצות** מהן על חברות גדולות (שייכות למדד תל-אביב 25) על חברות בינוניות וקטנות
43% 44% 13%	מהן ניתנו על-ידי אנליסטים השייכים לקבוצה בנקאית אנליסטים שאינם בנקים אנליסטים זרים
95	מספר החברות המומלצות
76% 21% 3%	התפלגות לפי סוג ההמלצות (באחוזים) המלצות קניה המלצות החזקה המלצות מכירה
68% 32% 1%	מזה: המלצות של בעלי אחזקה המלצות קניה המלצות החזקה המלצות מכירה
68% 30% 2%	מזה: התפלגות המלצות שניתנו בתקופת השפל בבורסה (אוקטובר 2000 ועד סוף 2001) המלצות קניה המלצות החזקה המלצות מכירה

* המידע מתייחס רק לאנליסטים המפרסמים לציבור הרחב את דוחות המחקר ללא עלות.
** המידע מתייחס רק להמלצות שניתנו על חברות ישראליות שנסחרות בבורסת תל-אביב (כולל חברות דואליות), ואינו כולל המלצות על חברות ישראליות שנסחרות רק בחו"ל.

אחת התופעות המעניינות, העולות כאשר מחלקים את ההמלצות של האנליסטים לפי סוג ההמלצה שפרסמו, הנה **האופטימיות הרבה** בה הם מאופיינים. 76 אחוזים מההמלצות, שניתנו

לגבי מניות הנסחרות בבורסה בישראל בשלוש השנים הנבחרות, היו לקנות את המניה. במקביל רק 3% מההמלצות היו למכור את המניה (יתר ההמלצות היו להמשיך להחזיק את המניה). התקופה הנבחרת היתה מאוד הטרוגנית מבחינת ההתפתחויות בשוק ההון. חלקה הראשון אופייני בעלויות מאוד גדולות במחירי המניות ובמחזורי המסחר, בעקבות גאות ששררה בשוקי ההון בעולם; וחלקה השני אופייני בירידות גדולות במחירים ובפעילות.

כאשר מחלקים את ההמלצות לאלה שניתנו עד אוקטובר 2000- תקופת הגאות בבורסה, ואלה שניתנו לאחר מכן, רואים כי אחוז המלצות קניה היה נמוך בתקופת הירידות מזה בתקופת הגאות, ועמד על 68 אחוזים (לוח 1). עם זאת, אחוז זה גבוה בהתחשב בעובדה שהתקופה אופיינה בפסימיות מקרו כלכלית בכלל ובשוקי ההון בפרט. כמו כן, מעניין לציין כי באותה תקופת שפל בשוק ההון לא גדל משקל המלצות המכירה של האנליסטים, והצמצום בהמלצות קניה התבטא בגידול בהמלצות החזקה. האופטימיות הגדולה הזו בתחזיות של האנליסטים אינה ייחודית לישראל. גם בנתונים על המלצות של אנליסטים בארה"ב (שניתנו בשנים 1989-91, Womack, 1996) רואים כי היחס בין המלצות קניה לאלה של מכירה הנו 7:1 (גם במחקרם של Syed, Smith and Liu ניתן לראות שהאחוזים הם 66%-קניה ו 34%-מכירה ו"החזק"). כמוכן שהאופטימיות הרבה הזו מעוררת תהיות לגבי מידת האובייקטיביות של ההמלצות, ומעלה חשש כי אינטרסים אחרים משפיעים על המלצות האנליסטים, כפי שתואר לעיל בדיון על הפוטנציאל לניגודי עניינים בפעילות אנליסטים.

מידת האופטימיות של האנליסטים יכולה להיבחן גם לפי שיעור השינוי שהם חוזים במחיר המניה בשנה הקרובה (האנליסט כותב בדו"ח המחקר את מחיר היעד של המניה בעוד שנה. ממחיר זה ומהמחיר בפועל של המניה ביום ההמלצה ניתן לגזור את שיעור העליה החזוי במחיר המניה). עם זאת, לא כל דוחות המחקר כוללים מידע זה⁹. במאגר שלנו התחזית למחיר המניה הוצגה ב- 76% מההמלצות ונראה כי ישנה סלקציה במשתנה זה. (בדיקה סטטיסטית מעלה כי באופן מובהק דווקא בתקופת שפל ניתנו יותר המלצות קניה שכללו גם מחיר יעד למניה בעוד שנה). ניתוח המידע על שיעור העליה החזוי במחיר המניה מוצג בלוח 2 לפי חתכים שונים. ניתן לראות (בסעיף א, טור 1) כי שיעור העליה במחיר המניה שצפו כלל האנליסטים בהמלצות קניה היה כ-27%. שיעור עליה זה, הצפוי לשנה הקרובה, מגלם גם את ההערכה של האנליסט לגבי העליה של כלל שוק המניות. בהמלצות למכור או להחזיק את המניה האנליסט העריך כי מחירן יעלה ב-6.4%. חלוקת ההמלצות לאלה אשר ניתנו בתקופת גאות בבורסה ואלה שניתנו בתקופת שפל (סעיף ב בלוח 2) מעלה כי אין הבדל (מובהק סטטיסטית) במידת האופטימיות של האנליסטים בתקופות גאות ושפל. גם כאשר שוק ההון אופייני בירידות גדולות במחירים ובהיקפי המסחר, וכאשר התחזיות המקרו כלכליות במשק היו במגמת ירידה, חזו האנליסטים כי מחיר המניות עליהן המליצו יעלה בממוצע בכ 25%.

אחד הזרמים שהתפתח בספרות מדגיש את הבדיקה של טעות החיזוי של האנליסטים, כדי לבחון האם היא ססטמטית לכיוון אחד. התוצאות עבור מדינות שונות הראו כי אכן ישנה טעות שאינה מקרית בתחזיות של האנליסטים, אשר שיעורה מגיע לכ-20 אחוזים. בחינה דומה נעשתה עבור

⁹ תחזית למחיר יעד בנוסף להמלצה מפורסמת גם בדוחות של אנליסטים בארה"ב. ישנם מחקרים שבחנו האם מחיר היעד מספק מידע נוסף מעבר להמלצה, לדוגמה Brav and Lehavi, 2002.

ישראל על-ידי בלומין וקוסנקו (2003), תוך חישוב מספר מדדי טעות חיזוי. בהמשך לבדיקתם אנו מציגים בלוח 2 מדד אחד לחישוב אחוז טעות החיזוי של האנליסטים. המדד מחושב כהפרש בין מחיר היעד אשר צפה האנליסט למניה בעוד שנה, למחיר המניה בפועל ששרר בדיעבד שנה לאחר התחזית, ביחס למחיר האמור ששרר בדיעבד. חישוב זה מעלה כי ישנה הטיה ברורה וססטמטית בהמלצות של אנליסטים. ממוצע הטעות עבור כלל המלצות הקניה הנו 27%, כאשר ב-80% מההמלצות הטעות הינה חיובית (גדולה מאפס) – כלומר האנליסט חזה מחיר מניה גבוה מהמחיר ששרר בפועל. עם זאת, התקופה הנבחנת אופיינית בחלקה במשבר גדול בשוקי ההון בארץ ובעולם. מכיוון שמשבר אינו ניתן לחיזוי בדרך כלל, חילקנו את כל התקופה לתת תקופות. (חלוקת התקופה נעשתה כך שגם ההמלצה ותחזית האנליסט וגם מימוש מחיר המניה בשנה לאחר ההמלצה – נכללו באותה תת תקופה). ניתן לראות שעודף האופטימיות של האנליסטים נרשם גם בתקופת השפל – מאוקטובר 2000 ואילך, בה הם חזו עליית מחיר של כ-25%, בדומה לתחזית שלהם בתקופות הגאות, ובפועל מחירי המניות המומלצות ירדו בכ-15%. התוצאות הללו עקביות עם תוצאות שהתקבלו בדבר הטיה שיטתית כלפי מעלה בהערכות שווי מוזמנות שעשו מומחים פיננסיים – מעריכי שווי, לחברות ציבוריות (במסגרת עסקאות כגון מיזוגים, רכישות, הקצאות פרטיות), אשר נמצאה בנתונים על המשק הישראלי גם אצל אלנתן, האוזר ומדר-גביוס, 2003¹⁰.

במדגם בו אנו עושים שימוש במחקר 15 אחוזים מההמלצות של אנליסטים ניתנו על חברות בהן הקבוצה הפיננסית בה הם מועסקים הנה בעלת אחזקה באופן ישיר בחברה. בחינת האופטימיות של האנליסטים לפי הפוטנציאל לניגוד עניינים מעלה כי אחוז המלצות קניה של בעלי אחזקה נמוך מעט, באופן מובהק, מזה של כלל האנליסטים, והנו 68%, אולם אחוז המלצות המכירה שלהם נמוך אף הוא. כלומר לפי מדד זה אין הם אופטימיים יותר משאר האנליסטים. מידת האופטימיות יכולה כאמור להיבחן גם לפי אחוז השינוי במחיר המניה, החזוי על-ידי האנליסט ומפורסם בדו"ח המחקר (אם כי כאמור לא בכל ההמלצות מוצג מחיר היעד). כפי שניתן לראות בסעיף ג' בלוח 2 טעות החיזוי של אנליסטים בעלי אחזקה גבוהה באופן מובהק מזו של אנליסטים עצמאיים. זאת בפרט בתקופה שבין נובמבר 1999 ועד ספטמבר 2000 – אשר אופיינית בשיא הגאות: טעות של כ-60 נקודות אחוז לעומת 34 נקודות אחוז בהתאמה. תוצאה זו יכולה להעיד על ניסיון של אנליסטים בעלי פוטנציאל לניגוד עניינים לנצל את ההזדמנות בה שוק ההון גואה.

10 הם בחנו מדגם של 44 הערכות שווי שנעשו לחברות, במטרה ללמוד על תרומתן של מומחים פיננסיים ועל מידת האובייקטיביות שלהם. מסקנתם הנה כי הערכות השווי מיועדות בעיקר להערכת פרמיית השליטה עבור בעלי השליטה והערך המוסף שלהן עבור בעלי מניות חיצוניים הנו מוגבל.

לוח 2

התחזית של האנליסטים לשינוי במחיר המניה בשנה הקרובה^א והטעות בתחזית^ב (אחוזים)

שעות התחזית (בנקודות אחוז)	שיעור העליה בפועל	שיעור העלייה הצפוי במחיר המניה	
			א. המלצות לפי סוג ההמלצה
*27.4	-2.6	*26.9	המלצות קניה (604)
*13.4	*-7.0	*6.4	המלצות מכירה והחזקה (184)
			ב. המלצות קניה לפי תקופה
*-9.0	*42.5	*29.9	עד אוקטובר 1999 (137)
*38.4	*-17.2	*24.0	נובמבר 1999 עד ספטמבר 2000 (181)
*38.0	*-15.0	*25.4	אוקטובר 2000 עד סוף 2001 (286)
			ג. המלצות קניה לפי הפוטנציאל לניגוד עניינים
**25.5%	-1.7%	26.1%	אנליסטים עצמאיים (518) מזה:
*-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-סוף 2001 (241)
**39.2%	-8.7%	24.9%	אנליסטים בעלי אחזקה (86) מזה:
*-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-סוף 2001 (45)

המידע על מחיר היעד שחוזה האנליסט למניה מצוי ב-76% מההמלצות; אנליסט בעל אחזקה בנו אנליסט המועסק אצל מתווך פיננסי הקשור בקשרי בעלות לחברה המומלצת, בהתאם להגדרה המוצגת בחלק 3א של המחקר. * מסמל ערך שונה מאפס ברמת מובהקות של 5%; ** מסמל ערך השונה מזה של קבוצת הייחוס, ברמת מובהקות של 5%. בסוגריים מצוין מספר ההמלצות שניתנו בקטגוריה זו.

א. שיעור העלייה הצפוי במחיר המניה מחושב כיחס בין מחיר היעד למניה בעוד שנה, אותו מפרסם האנליסט בדו"ח המחקר, למחיר המניה ששרר ביום ההמלצה. שיעור עליה זה מבטא גם את ההערכה של האנליסט לגבי כלל שוק המניות בשנה הקרובה.

ב. טעות החיזוי מחושבת כהפרש בין מחיר היעד של האנליסט לבין המחיר בפועל של המניה בשנה לאחר ההמלצה (ממוצע לשבועיים סביב מועד זה) ביחס למחיר המניה בשנה לאחר ההמלצה.

חשוב לציין כי לא קיימת הסדרה מפורשת של תחום האנליזה בישראל. אומנם חוק הייעוץ להשקעות (התשנ"ה-1995) מתייחס ברוחו לפעילות האנליסט, מכיוון שיעוץ השקעות מוגדר בו

כמתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך ונכסים פיננסיים. כאשר בחוק נאמר שלעניין זה "ייעוץ" – הנו "בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר... או בכל אמצעי אחר". אולם יתר סעיפי החוק מתייחסים לייעוץ כאל פעילות המחייבת חתימה על הסכם בין המייעץ למקבל העצה, והתאמה אישית של הייעוץ – מאפיינים אשר אינם רלוונטיים לייעוץ על-ידי אנליסטים. בדיקת דוחות מחקר שפורסמו על-ידי אנליסטים מעלה כי לא מצוין מפורשות קשר הבעלות בין המתווך הפיננסי הממליץ לחברה המומלצת (ישנה הערת אזהרה כללית מאוד, המציינת כי ייתכן שהמתווך הפיננסי הממליץ, או חברות בנות שלו, או בעלי השליטה בו, עשויים להחזיק עבור עצמם או מי מלקוחותיהם מניות של החברה המומלצת). לעיתים ניתן להסיק לגבי קיומו של קשר זה, מכיוון שבדו"ח מוצגת טבלת בעלי עניין. אולם נתקלנו במקרים בהם טבלת בעלי העניין לא הוצגה בדו"ח המחקר המלא על החברה – ולכן לא ניתן להסיק לגבי קשרי הבעלות האמורים. יתר על כן – במקרים בהם קיימים קשרי בעלות עקיפים בין המתווך הפיננסי אליו שייך האנליסט, לבין החברה המומלצת – בכל מקרה לא ניתן להקיש מדו"ח המחקר על קשרים אלה. אי קיומו של גילוי נאות בנושא זה יכול להתבטא בכך שהשוק לא יזהה את האנליסט כבעל אחזקה במניות החברה וממילא לא יראה בכך בעיה או יתרון. עם זאת, ראוי לציין כי קיימת אפשרות לרכוש גישה למאגר מידע המפרט את שמות בעלי העניין בחברות הבורסאיות ובדרך זו לזהות האם הממליץ הנו גם בעל אחזקה בחברה.

4. מתודולוגית בדיקת אירועים והשערות

בחינת הקשר בין המלצות האנליסטים לתגובת השוק נעשית תוך שימוש במתודולוגיה בדיקת אירועים (event studies)¹¹. מתודולוגיה זו בוחנת את ההשפעה של אירוע מסוים – במקרה הנוכחי את ההשפעה של פרסום המלצת האנליסט על כדאיות קניה, מכירה או החזקה של מניה מסוימת, על התשואה העודפת של המניה בחלון זמן סביב אירוע ההמלצה. כלומר התשואה מעבר לזו של השוק. יום הפרסום של ההמלצה לציבור ידוע ורשום בהמלצה.

שיטה 1: תשואה עודפת רגילה: חישוב תשואת המניה המצטברת בחלון זמן, מעבר לזו של כלל השוק באותו חלון. כך, עבור כל מניה i מחשבים:

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

אנו מיישמים חישוב זה תוך שימוש בשינויים במדד תל-אביב 100 כתשואת השוק.

ממוצע התשואה העודפת לכל החברות (או לפי קבוצות שונות) נעשה באופן הבא:

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

¹¹ סקירה מקיפה של מתודולוגיה זו מובאת ב Campbell and Mackinlay, 1997.

בדרך כלל נהוג לבחון השפעה קצרת טווח של האירוע: לדוגמא שבוע ימים סביב ההמלצה, ואת ההשפעה הארוכה יותר של ההמלצה.

שיטה 2: תשואה עודפת ביחס לגודל הפירמה: מחקרים רבים הראו כי בחישוב התשואה העודפת של הפירמה, יש לקחת בחשבון את גודלה. הסיבה הנה שקיים אפקט גודל לפיו חברות קטנות יש ביצועים טובים יותר (לדוגמא, Dimson and Marsh, 1986). אי לכך, נקודת הייחוס (benchmark) לחישוב התשואה העודפת צריכה להיות תשואת שוק מותאמת לגודל הפירמה (r^{size}). בשיטה 1, שתוארה לעיל תשואת השוק זהה לכל הפירמות, בכל הגדלים. החישוב לפי הגישה הנוכחית הנו:

$$(1a) ER_i = \sum_{t=-1}^{t=+n} (1 + r_t^i) - \sum_{t=-1}^{t=+n} (1 + r_t^{size})$$

בחרנו ליישם שיטה זו באופן הבא: עבור מניות גדולות, השייכות למדד תל-אביב 25, חישבנו את התשואה העודפת של כל מניה ביחס לתשואת מדד זה, בתקופה הרלוונטית; ועבור מניות קטנות, השייכות למדד תל-אביב 75, חישוב התשואה העודפת בוצע ביחס למדד תל-אביב 75. חישוב זה לוקח בחשבון גם את העובדה שהנזילות של חברות קטנות נמוכה משמעותית מזו של גדולות, ולכן יש לבחון חברות קטנות ביחס למדד הרלוונטי לגודלן. מכיוון שמדד תל-אביב 75 החל להתפרסם בתחילת שנת 2000, בעוד המדגם שלנו מתחיל בשנת 1999, ההמלצות שניתנו בשנה הראשונה למדגם חושבו ביחס למדד תל-אביב 100, הכולל גם את החברות הקטנות וגם את הגדולות.

שיטה נוספת בה נעשה שימוש בחלק מהמחקרים, אותה לא יישמנו, הנה חישוב תשואה עודפת לפי מודל השוק. לצורך כך נאמדת רגרסיה של מחיר המניה על המדד הכללי בשוק לתקופה של מספר חודשים לפני ההמלצה (לדוגמא תקופה של 250- עד 20- לפני יום ההמלצה), ובה מחושבות ה- α , וה- β לכל מניה. לאחר מכן מחושבת התשואה הצפויה של המניה בחלון סביב אירוע ההמלצה, תוך שימוש ב- α , וה- β האמורים ובתשואת השוק בפועל באותו חלון זמן. לבסוף, התשואה העודפת של המניה מחושבת כתשואה הצפויה פחות התשואה בפועל של המניה באותו חלון זמן. בשנים האחרונות הובעה ביקורת רבה על שיטה זו (לדוגמא Dimson and Marsh, 1986). הביקורת התמקדה בעיקר בעובדה שבתקופה של שינויים גדולים בשווקים הפיננסיים ייתכן שה- α , וה- β של המניות לא יהיו קבועים, ולכן חישובם לתקופה מוקדמת ויישומם לתקופה מאוחרת הנו בעייתי. נראה לנו שזה המקרה גם בתקופה אותה אנו בוחנים: ראשית חלה עלייה מאוד גדולה ולאחריה ירידה משמעותית בפעילות בשוק ההון – ואלה התבטאו אכן בשינוי בביטות של המניות. כמו כן, האלפא – המושפעת מריבית חסרת הסיכון במשק, השתנתה אף היא מאוד במהלך התקופה, עקב הירידה המשמעותית בריבית חסרת הסיכון שקובע הבנק המרכזי.

לאחר חישוב התשואה העודפת באחת משתי השיטות שתוארו, ובחינת השאלה האם תשואה זו שונה מאפס באופן מובהק, אנו עוברים לאמוד את ההשפעה של גורמים שונים על גודלה של התשואה העודפת. בתוך כך אנו בוחנים כיצד משפיעים מאפייני ההמלצה, מאפייני החברה ומאפייני האנליסט. בין מאפייני האנליסט אנו כוללים את ההתייחסות להיותו בעל אחזקה

בחברה, כדי לבחון האם השוק מעריך כי הפוטנציאל לניגוד עניינים פוגם באמינות הדו"ח של האנליסט ולכן עושה discount להמלצתו. במסגרת זו נאמדת רגרסית OLS (כאשר סטיות התקן מתוקנות תוך שימוש בשיטת White), בה המשתנה המוסבר הנו תשואת השוק המצטברת סביב אירוע ההמלצה בהמלצות קניה. המשתנים המסבירים הם: משתנה לפוטנציאל לניגוד עניינים של אנליסט-בעל אחזקה (Baal). הוא מקבל ערך 1 אם המתווך הפיננסי (אצלו מועסק האנליסט) הוא גם בעל אחזקה ו-0 אחרת; גודל הפירמה (Size) – כמדד לבעיות מידע שיכולות להיות לגביה. ההשערה הנה כי חברות קטנות מאופיינות ביתר א-סימטריה במידע, ולכן פרסום של ניתוח והמלצה של אנליסטים לגביהן יהיה בעל השפעה גדולה יותר על התשואה העודפת בהשוואה לחברות גדולות; משתני דמה לענף אליו שייכת הפירמה; משתנה דמה לפירמות עליהן לא פורסם מידע נוסף (מעבר להמלצה) בשבוע הקודם להמלצת האנליסט. משתנה זה חשוב כדי לבחון את השפעת האנליסטים מעבר לזו שהיתה לפרסום מידע ציבורי אחר לשוק. המשתנה נבנה כאמור מתוך מאגר הודעות לבורסה, כאשר סיווגנו את ההודעות למהותיות ולא לה שאינן מהותיות (ראה נספח ד); שלבנו גם משתנה דמה המקבל ערך 1 עבור המלצות שניתנו בתקופת הגאות (עד אוקטובר 2000) ו-0 אחרת (dum_boom). ניתן לצפות כי השפעת האנליסטים בשוק גואה גדולה יותר.

(3)

$$ER_i = f(\text{Baal}, \text{Size}, \text{Firm's industry}, \text{Publication of other information}, \text{dum_boom})$$

אמידה זו אינה כוללת התייחסות למוניטין האנליסט. בדיקות אשר נעשו במחקרים שונים מראות כי ישנה השפעה מובהקת למוניטין של האנליסט ובית ההשקעות בו הוא מועסק על ביצוע של המניות המומלצות על-ידו. האומדן (proxy) למוניטין מוצג בדרך כלל כאגרגציה של פרמטרים שונים, כגון מספר דוחות שפורסמו על-ידי האנליסט והדיוק בתחזיות הרווח. אגרגציה זו מאפשרת לבצע דירוג של אנליסטים ולספק אינפורמציה זו למשקיעים פוטנציאלים המחפשים אחרי מקור מידע בעל מוניטין גבוה (דירוגים מסוג זה ניתן לראות בפרסומים שונים, לדוגמה Wall Street Journal וכו'). בישראל, בשל צעירותו של התחום וכן עקב פיקוח נמוך על מתווכים פיננסיים חוץ בנקאיים, לא קיים מעקב סדיר על פעילות האנליסטים (המלצות, תחזיות וכו') ולכן לא ניתן לבנות דירוג כלשהו של ביצועם בשווקים הפיננסיים. על-רקע זה החלטנו להשמיט את משתנה המוניטין מהאמידה.

התייחסות לתלות אפשרית בין התצפיות: כאשר חלון האירועים של ההמלצות השונות חופף בחלקו ייתכן שקיימת תלות בין התשואות העודפות של המניות ברמת החתך (cross section). אנו מתייחסים לאפשרות זו בהמשך, באמידות הסטטיסטיות של התשואה העודפת בחלוונות הזמן השונים, בהסתמך על Campbell and MacKinlaly, 1997.

5. ממצאים

הממצאים המוצגים בשלושת הסעיפים להלן מתייחסים לשתי השאלות הנבחנות: האם השוק מגיב להמלצות אנליסטים; האם השוק מזהה ומגיב לפוטנציאל לניגוד עניינים במקרים בהם האנליסט הוא גם בעל אחזקה.

א. תגובת השוק להמלצות אנליסטים

התשואה טרום ההמלצה

בדיקה מקדימה לשאלה האם השוק מגיב להמלצות אנליסטים התמקדה בשאלה האם ההמלצה של האנליסטים ניתנה בעקבות ההתפתחויות בשוק? כך, קיימת אפשרות שהאנליסטים מפרסמים המלצה של קניה למניה מסוימת, לאחר שהם רואים כי בתקופה לא מבוטלת מחירי המניה עולים. כלומר התפתחות המניה מהווה מקור מידע עליו מתבססים האנליסטים בניתוחם, בנוסף למקורות מידע אחרים (Amir, Lev, Sougiannis, 1999). כדי לבחון האם זה המצב בשוק הישראלי, בדקנו את התשואות העודפות של המניות בחלון זמן של 20 יום טרום ההמלצה. הממצאים מוצגים בלוח 3. ניתן לראות שכל ההמלצות – הן אלה לקניה (טור 1) והן אלה למכירה או החזקה (טור 2), לא ניתנו בעקבות תשואה עודפת מצטברת שונה מאפס מבחינה סטטיסטית. אומנם בימים שלפני ההמלצה ישנו שינוי מסוים בתשואה העודפת (עליה לפני המלצות קניה וירידה לפני המלצות מכירה והחזקה), אולם זה אינו שונה כאמור מאפס באופן מובהק (כפי שניתן לראות בערך t המוצג לצד התשואה העודפת המצטברת בכל טור בלוח 3).

לוח 3

תשואה עודפת מצטברת בארבעים ימים סביב פרסום המלצת האנליסט

קנייה: ללא הודעת בורסה		קנייה: חברות קטנות		קנייה: חברות גדולות		מכירה והחזקה		קנייה		ימים מההמלצה
(5)		(4)		(3)		(2)		(1)		
ערך t	תשואה עודפת	ערך t	תשואה עודפת	ערך t	תשואה עודפת	ערך t	תשואה עודפת	ערך t	תשואה עודפת	
-0.6	-0.11%	-0.4	-0.16%	-0.9	-0.05%	-0.2	-0.02%	-0.7	-0.10%	-20
0.5	0.09%	0.6	0.20%	-0.2	-0.02%	0.3	0.04%	0.5	0.08%	-19
0.6	0.12%	0.7	0.26%	-0.0	0.00%	-0.3	-0.06%	0.6	0.11%	-18
0.2	0.04%	0.3	0.11%	0.3	0.04%	-0.6	-0.12%	0.4	0.07%	-17
0.6	0.14%	0.9	0.36%	0.3	0.04%	-0.5	-0.10%	1.0	0.18%	-16
0.2	0.04%	0.8	0.34%	0.2	0.03%	-0.9	-0.21%	0.8	0.17%	-15
0.2	0.05%	0.8	0.33%	-0.7	-0.16%	-0.3	-0.08%	0.2	0.05%	-14
0.3	0.06%	0.7	0.31%	-0.4	-0.11%	-0.3	-0.08%	0.3	0.08%	-13
-0.2	-0.05%	0.4	0.17%	-0.5	-0.12%	-0.6	-0.17%	0.0	0.01%	-12
0.1	0.03%	0.6	0.28%	-0.5	-0.13%	-1.0	-0.28%	0.2	0.05%	-11
0.3	0.10%	0.7	0.34%	-0.4	-0.09%	-0.8	-0.24%	0.4	0.10%	-10
0.4	0.11%	0.6	0.28%	-0.3	-0.09%	-0.8	-0.25%	0.3	0.07%	-9
0.8	0.26%	0.8	0.39%	0.0	0.01%	-1.2	-0.55%	0.6	0.18%	-8
0.7	0.23%	0.5	0.24%	0.0	0.00%	-1.3	-0.62%	0.4	0.11%	-7
1.0	0.32%	0.7	0.38%	0.0	0.01%	-1.1	-0.52%	0.6	0.17%	-6
1.1	0.34%	0.6	0.35%	-0.0	-0.02%	-1.4	-0.69%	0.5	0.15%	-5
1.4	0.48%	1.2	0.69%	-0.2	-0.05%	-1.5	-0.71%	0.9	0.28%	-4
1.6	0.54%	1.2	0.71%	0.1	0.04%	-1.5	-0.73%	1.1	0.33%	-3
1.7	0.60%	1.2	0.74%	0.2	0.06%	-1.1	-0.56%	1.1	0.36%	-2
1.7	0.59%	1.3	0.80%	0.4	0.13%	-0.8	-0.38%	1.3	0.43%	-1
1.7**	0.61%	1.8*	1.10%	0.4	0.12%	-1.3	-0.67%	1.7**	0.55%	0
2.3*	0.84%	2.5*	1.56%	0.5	0.16%	-1.6**	-0.85%	2.3*	0.78%	1
2.2*	0.80%	2.3*	1.46%	0.8	0.27%	-1.9*	-1.00%	2.4*	0.79%	2
2.1*	0.80%	2.5*	1.59%	0.7	0.22%	-2.1*	-1.11%	2.4*	0.83%	3
2.5*	0.95%	2.8*	1.87%	1.0	0.33%	-2.2*	-1.17%	2.9*	1.01%	4
2.6*	1.01%	3.1*	2.19%	1.0	0.34%	-2.3*	-1.22%	3.1*	1.16%	5
2.5*	0.97%	2.8*	1.98%	0.7	0.26%	-2.2*	-1.21%	2.7*	1.01%	6
2.5*	1.02%	2.9*	2.07%	0.8	0.30%	-2.1*	-1.15%	2.8*	1.08%	7
2.6*	1.05%	3.1*	2.22%	0.7	0.27%	-2.4*	-1.35%	2.9*	1.13%	8
2.8*	1.16%	3.4*	2.43%	0.6	0.23%	-2.5*	-1.41%	3.1*	1.20%	9
2.5*	1.06%	3.1*	2.22%	0.4	0.17%	-2.6*	-1.48%	2.8*	1.07%	10
2.6*	1.08%	3.1*	2.20%	0.7	0.26%	-2.5*	-1.43%	2.9*	1.11%	11
2.6*	1.13%	3.2*	2.34%	0.4	0.16%	-2.5*	-1.44%	2.9*	1.12%	12
2.7*	1.18%	3.3*	2.41%	0.3	0.13%	-2.3*	-1.38%	2.9*	1.13%	13
2.6*	1.11%	3.1*	2.22%	0.4	0.17%	-2.3*	-1.35%	2.8*	1.07%	14
2.6*	1.10%	3.1*	2.24%	0.1	0.06%	-2.2*	-1.33%	2.6*	1.02%	15
2.7*	1.19%	3.5*	2.56%	-0.2	-0.06%	-2.1*	-1.25%	2.8*	1.09%	16
2.7*	1.22%	3.4*	2.64%	-0.2	-0.08%	-2.1*	-1.28%	2.8*	1.12%	17
2.3*	1.07%	3.1*	2.42%	-0.4	-0.16%	-2.4*	-1.45%	2.4*	0.97%	18
2.6*	1.19%	3.4*	2.68%	-0.6	-0.24%	-2.4*	-1.45%	2.5*	1.04%	19
	576		323		411		232		734	תצפיות

מבחן t הנו להשערה שהערך שונה מאפס באופן מובהק. * מסמן ערך השונה מאפס ברמת מובהקות של 5% ו- ** ברמת מובהקות של 10%. יום 0 הוא יום פרסום ההמלצה לציבור; חברות גדולות הן חברות השייכות למדד תל-אביב 25, וחברות קטנות – השייכות למדד תל-אביב 75; חברות ללא הודעת בורסה (טור 5) הן חברות שלא פורסמה עליהן הודעה משמעותית בשבוע טרום ההמלצה, כפי שמוגדר בנספח ד'.

ניתן לראות בלוח כי טרום ההמלצה על קניה ומכירה התשואה אינה שונה מאפס באופן מובהק; המלצות קניה מלוות בעליה מובהקות בתשואה העודפת כבר ביום ההמלצה ובכל הימים לאחר מכן (טור 1); פרסום המלצות מכירה והחזקה מלווה בירידה מובהקת בתשואה מיום לאחר ההמלצה ואילך (טור 2); העליה בתשואה העודפת בעקבות המלצות קניה חלה רק בהמלצות על חברות קטנות. מניות של חברות גדולות עליהן מפורסמת המלצת קניה אינן משיגות תשואה עודפת שונה מאפס (טור 3); גם כאשר מוציאים מהמדגם את החברות עליהן פורסמה הודעה לבורסה בשבוע טרום ההמלצה (ראה נספח ד') - מקבלים שהתשואה העודפת בעקבות המלצות קניה הנה חיובית ושנה מאפס באופן מובהק.

התשואה בשבוע ההמלצה

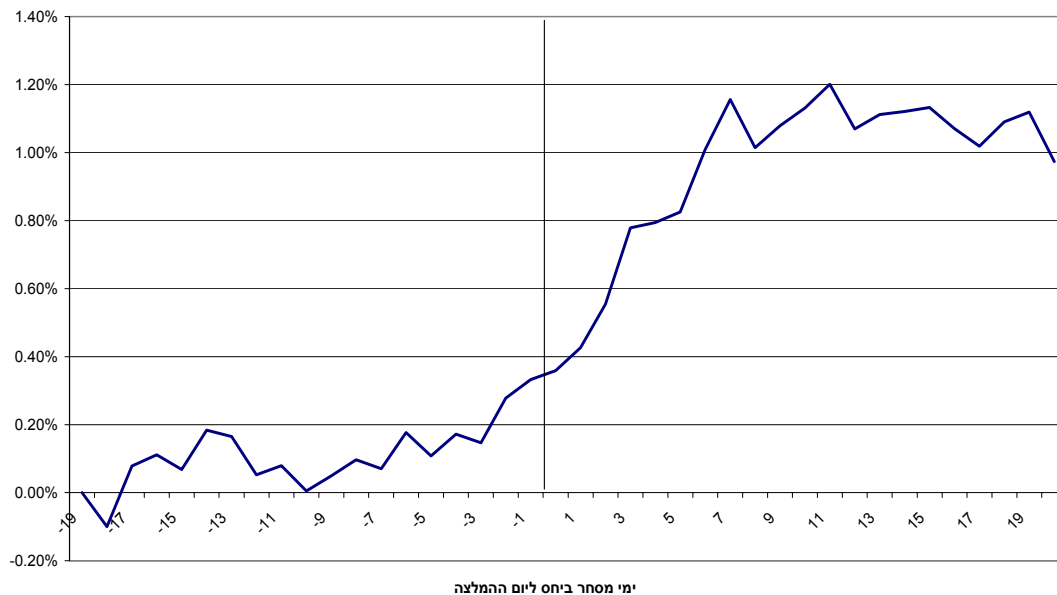
בחינת התגובה של השוק להמלצות קניה ומכירה נעשית בחלון זמן של שבוע סביב ההמלצה – מיום לפני ועד שישה ימים לאחר ההמלצה. הממצאים מוצגים בלוח 4. תגובת השוק להמלצות האנליסטים הנה מובהקת. המלצות קניה לוו בתשואה עודפת חיובית ומובהקת בשיעור של כ- 0.8%-0.9% בממוצע לכל החברות, בשבוע שלאחר ההמלצה. המלצות על מכירה או החזקה של מניות – אשר כפי שתואר לעיל שכיחותן נמוכה בהרבה מזו של המלצות קניה, לוו בתגובה של ירידה בתשואה העודפת בשיעור של 0.6%-0.7% (כאשר מבודדים רק את המלצות המכירה, שמספרן מצומצם, מקבלים תשואה עודפת שלילית של כ 1%). התוצאות נראות דומות בשתי שיטות החישוב (עם וללא תאום לפי גודל החברה). ראוי להדגיש כי העליה האמורה בתשואה הנה מעבר לשינוי שחל בשוק באותו חלון זמן¹².

את תגובת השוק באופן רציף ב-40 ימים סביב המלצות האנליסט ניתן לראות בדיאגרמה 1, המציגה את התשואה המצטברת ביחס ל-20 ימים לפני ההמלצה, לפי שיטה 2 (תוצאות זהות מתקבלות לפי שיטה 1). כפי שניתן לראות, ישנה "קפיצה" חיובית של התשואה העודפת בימים סביב המלצת הקניה.

דיאגרמה 1

תגובת השוק להמלצות קניה:

תשואה עודפת מצטברת (מעבר לשוק) בארבעים ימים סביב ההמלצה



מהדיאגרמה עולה כי בעקבות המלצות אנליסטים לקנות את המניות, מחיר המניות עולה (מעבר לשינוי שחל באותה עת בשוק).

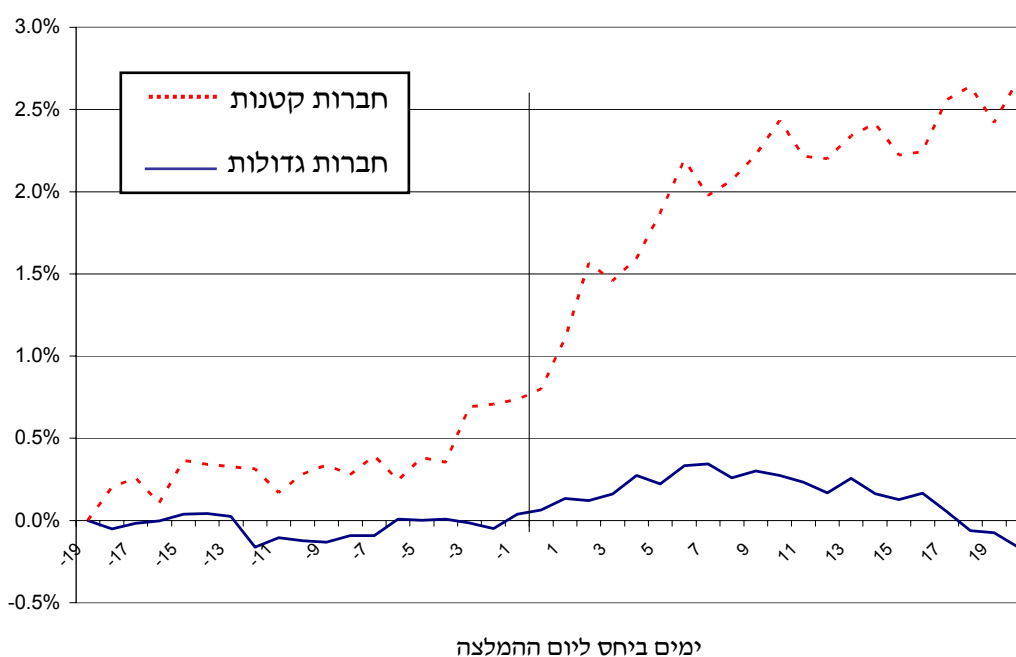
השפעת גודל החברה המומלצת על תגובת השוק להמלצה

הספרות הדנה בנושא אסימטריה במידע והשפעתה על התנהגות השחקנים בכלכלה, מדגישה לעיתים קרובות כי בעיות העדר מידע עלולות להיות גדולות יותר עבור חברות קטנות לעומת חברות גדולות – בעלות מוניטין. בהתאם לכך, הצפי הנו כי אם לאנליסטים יש תרומה באיסוף, עיבוד והעברה של מידע לשוק, השפעתם על פיתרון בעיות המידע הללו תהיה גדולה יותר במקרה של חברות קטנות. כדי לבחון זאת, חילקנו את החברות במדגם לאלה השייכות למדד תל-אביב 25 ולשאר החברות. מנתוני הבורסה לניירות ערך עולה כי הסחירות של החברות השייכות למדד 25 אכן גדולה באופן משמעותי. מחזורי המסחר במניות אלה מהווים כ-75 אחוזים מכלל מחזורי המסחר במדד תל-אביב 100¹³. בעוד שהמסחר בשאר מניות תל-אביב 75 מהווה בהתאמה רק 25 אחוזים ממחזור המסחר במדד תל-אביב 100. הבדלים אלה מושפעים באופן ישיר מגודל החברות הנסחרות (ערך שוק).

דיאגרמה 2

תגובת השוק להמלצות קניה של מניות חברות קטנות לעומת גדולות*

(תשואה עודפת מעבר לתשואת השוק)



* חברות גדולות הן חברות הנכללות במדד תל-אביב 25, וחברות קטנות הן אלה הנכללות במדד תל-אביב 75

מהדיאגרמה עולה כי רק המלצות על קניית מניות של חברות קטנות מלוות בעליה במחיר המניה (מעבר לזו של השוק). תשואת המניות של החברות הגדולות אינה משתנה בעקבות המלצת אנליסטים לרכוש אותן.

ניתוח השפעת אירוע ההמלצה, בשבוע סביב ההמלצה, כפי שניתן לראות בלוח 4, ובדיאגרמה 2, מעלה כי תגובת השוק להמלצות קניה של האנליסטים גדולה יותר עבור חברות קטנות (ההבדל בין שתי קבוצות הגודל מובהק). התשואה העודפת סביב האירוע עבור המלצות קניה של חברות

¹² אם לדוגמה מדד המניות עלה בחלוף זמן ההמלצה ב-5%, אזי המניה המומלצת עלתה בכ-6%.

קטנות יחסית הנה בטווח של 1.4%-1.6% ומובהקת (וממשיכה לעלות גם בתום שבוע מההמלצה), בעוד התשואה העודפת על המלצות קניה של חברות גדולות נמוכה ובשיטות חישוב מסוימות אינה שונה מאפס באופן מובהק. תוצאה זו תומכת בהערכה ששוק המניות יעיל יחסית כשמדובר בחברות הגדולות ואינו יעיל בחברות הקטנות. ייתכן אף שהסיבה שבחברות קטנות מתקבלת עליה בשער המניה אינה רק המידע שמוסר האנליסט, אלא העובדה שפורסם משהו על חברה זו. פרסום המידע גורם לשוק להבין שמישהו עוקב אחר המניה. בהמלצות מכירה והחזקה התוצאה שונה – המלצה על חברות גדולות מלווה בתשואה עודפת שלילית בגובה של 0.6%-0.7%. דווקא במקרה של המלצות מכירה והחזקה על חברות קטנות התוצאה פחות חד משמעית. אמנם התשואה העודפת שלילית אולם לא בכל דרכי החישוב היא שונה מאפס באופן מובהק. עם זאת, מספר המלצות המכירה והחזקה נמוך יותר וייתכן כי הוא משפיע על בחינת ההשערות.

לוח 4

תשואה עודפת (באחוזים) בשבוע ההמלצה

שיטה 2:		שיטה 1:		
תשואה עודפת מתואמת לגדול		תשואה עודפת רגילה		
חברות עליהן לא פורסמה הודעה בשבוע לפני ההמלצה	כלל החברות	חברות עליהן לא פורסמה הודעה בשבוע לפני ההמלצה	כלל החברות	
0.4	0.9	0.5	0.8	המלצות קניה
*2.4	*4.3	*2.5	*4.1	כל ההמלצות
			(n=733)	ערך t מספר תצפיות
0.9	1.6	0.8	1.4	חברות קטנות
*3.0	*4.2	*2.6	*3.8	
			(n=322)	
0.0	0.3	0.2	0.4	חברות גדולות
0.1	1.6	0.9	**1.9	
			(n=411)	
				מכירה והחזקה
-0.8	-0.6	-0.8	-0.7	כל ההמלצות
*2.7	*2.5	*2.5	*2.3	
			(n=232)	
-0.9	-0.6	-0.9	-0.9	חברות קטנות
**1.8	1.3	**1.9	1.6	
			(n=96)	
-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	חברות גדולות
**1.9	*2.1	**1.7	**1.7	
			(n=146)	

* מסמל ערך שונה מאפס באופן מובהק ב 5%, ** מובהק ב-10%; חברות גדולות הן חברות השייכות למדד תל-אביב 25, וחברות קטנות – אלה השייכות למדד תל-אביב 75; חברות ללא הודעת בורסה הן חברות שלא פורסמה עליהן הודעה משמעותית בשבוע טרום ההמלצה, כפי שמוגדר בנספח ד'.

בחירת השפעת גודל החברה על תגובת השוק להמלצות נעשתה גם באמצעות אמידה של משוואת התשואה העודפת שנרשמה לאחר המלצות קניה, כפונקציה של משתנה גודל של החברה. משתנה זה קיבל ערך 1 עבור חברות גדולות, וערך אפס – אחרת. כפי שניתן לראות בלוח 5 המקדם של גודל החברה שלילי מובהק. כלומר תגובת השוק להמלצות על חברות גדולות נמוכה באופן סטטיסטי מזו סביב המלצות על חברות קטנות.

השפעת הודעות בורסה הקודמות להמלצה על תגובת השוק

חלק מהמלצות האנליסטים (כ-20%) פורסמו במשך השבוע לאחר שנמסרה הודעה לבורסה על-ידי החברה, בנוגע לנושאים שונים הקשורים לפעילותה, כגון פרסום דוחות כספיים ועוד (ראה סיווג הודעות אלה בנספח ד). ייתכן כמובן שלעצם ההודעה יש השפעה על התפתחות מחיר המניה, גם ללא קשר לפרסום המלצת האנליסט. במטרה לבדוד את ההשפעה של השינוי בתשואה העודפת בעקבות המלצת אנליסט, מעבר לזו שהיתה בעקבות פרסום המידע לבורסה, בחנו את חישובי התשואה העודפת בארבעים ימים סביב ההמלצה ובשבוע סביב אירוע ההמלצה, ללא החברות עליהן פורסמה הודעת בורסה כאמור. התוצאות לא השתנו איכותית – לאחר המלצת אנליסט נרשמת תשואה עודפת מובהקת, אולם היא נמוכה מעט מזו שהתקבלה ללא הוצאת החברות עליהן נמסר מידע לבורסה טרום ההמלצה (לוח 3, טור 5, לוח 4). כללנו גם משתנה דמה באמידה של משוואת התשואה העודפת – בשם הודעות בורסה, אשר קיבל ערך 1 עבור המלצות עליהן לא היתה כל הודעת בורסה בשבוע שלפני ההמלצה. המקדם של משתנה זה שלילי ומובהק וגם לאחר הכנסתו לאמידה יתר התוצאות נשמרות (לוח 4 ו-5).

השפעת המלצות חוזרות על אותה מניה

כ-20 אחוזים (142 תצפיות) מההמלצות שניתנו לקנות מניה מסוימת פורסמו בטווח של פחות משבוע מההמלצה שקדמה לה (המלצות חוזרות לא ניתנו על-ידי אותו אנליסט). דבר זה יכול להוביל להערכת יתר של עוצמת השפעת ההמלצות על תגובת השוק. כדי לבחון את ההשפעה שיש לעובדה זו, ראשית, הוצאנו את התצפיות שניתנו על מניה מסוימת בטווח של שבעה ימים מההמלצה הקודמת, ובחנו את חישובי התשואה העודפת. כמובן שבשיטה זו מספר התצפיות מצטמצם. התוצאות לא השתנו (לוח נספח ה'). עשינו זאת שוב, כאשר הוצאנו את כל ההמלצות שנתנו בטווח הנמוך מעשרים ימים מההמלצה הקודמת על מניה מסוימת. שוב, התוצאות האיכותיות לא השתנו.

תלות בין התצפיות

ייתכן שתשואות העודפות של המניות תלויות ברמת החתך (cross section), בפרט כאשר חלון האירועים של ההמלצות השונות חופף. כדי להתמודד עם תלות זו ראשית הוצאנו כאמור בסעיף קודם, את ההמלצות שניתנו על מניה מסוימת בטווח הנמוך מ-7 ימים מההמלצה הקודמת. בנוסף, בחרנו להתמודד עם בעיית המתאם בין התצפיות גם על-ידי הכללת משתני דמה לחודש בו נתנה ההמלצה - סך הכל 36 משתנה דמה (Campbell and MacKinlaly, 1997). בחינה זו מאפשרת להתחשב במתאם אשר עשוי להיות בין המלצות על מניות שונות, אם הן ניתנו בחלון של

אותו חודש קלנדר. גם מהן עולה כי התייחסות למתאם אפשרי בין הסטיות אינו משנה את איכות ועוצמת התוצאות המוצגות בלוחות 5 ו-6.

תגובת השוק להמלצות בתקופות גאות ושפל

בדקנו האם ההשפעה של המלצות האנליסטים על השוק זהה גם כאשר השוק גואה – מ-1999 ועד אוקטובר 2000, וגם כאשר הוא בשפל. כללנו לצורך כך באמידה של התשואה העודפת בשבוע ההמלצה משתנה דמה המקבל ערך 1 בתקופת הגאות ואפס אחרת. משתנה זה לא התקבל כמובהק, כפי שנראה בלוחות 5 ו-6, כאשר מחזיקים את יתר הדברים קבועים.

תגובת השוק להמלצות "קניה חזקה"

כפי שתואר לעיל סיווגנו שלוש קטגוריות המפורסמות על-ידי האנליסטים לקטגוריה אחת של המלצות קניה (קניה חזקה, קנה וצבור). אולם ניתן לשער כי אם האנליסט מפיץ המלצה חמה במיוחד, ובטרמינולוגיה של התחום מדובר בהמלצת "קניה חזקה", תהיה לכך השפעה גדולה יותר על התשואה העודפת בשבוע ההמלצה. בחנו השערה זו תוך שילוב באמידת התשואה העודפת בהמלצות קניה משתנה דמה אשר קיבל ערך 1 כאשר ההמלצה היתה "קניה חזקה". היו כאלה 30 המלצות מתוך 733 המלצות קניה. משתנה זה לא התקבל כמובהק.

ב. האם השוק מגיב באופן שונה להמלצות אנליסטים בעלי פוטנציאל ישיר לניגודי עניינים?

במטרה לבחון האם השוק מזהה את ההמלצות בהן האנליסט הנו בעל אחזקה במניה, האם הוא רואה בכך פוטנציאל לניגוד עניינים ולכן עושה discount להמלצה, והאם ניתוח בדיעבד מלמד כי הערכתו של השוק היתה נכונה, אנו מציגים שלושה שלבים של ניתוח ובוחנים האם יש הבדל בתשואה העודפת של מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה לעומת המלצות אנליסטים עצמאיים **טרום** ההמלצה, בשבוע **סביב** ההמלצה ובתקופה של 3 ו-6 חודשים **לאחר ההמלצה**.

תשואה טרום ההמלצה

ניגוד עניינים בסיסי שיכול להיווצר כאשר אנליסט ממליץ על חברה בה הוא מחזיק מניות, הנו שהוא יבחר את עיתוי ההמלצה בו הדבר דרוש ביותר כדי לקדם את האינטרס שלו – כלומר כאשר מחיר מנייתו יורד. במקרה זה הוא יכול להפיץ המלצה של קניה ולנסות לעצור את המגמה של ירידת המחיר בשוק. במטרה לבחון האם ישנן עדויות כאלה חישבנו את התשואה העודפת ב-20 ימים טרום ההמלצה, עבור מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה ומניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. ואכן כפי שנראה בלוח 5, מהאמידה של משוואה בה המשתנה המוסבר הנו התשואה העודפת בעשרים ימים טרום המלצות קניה (טורים 1 ו-2), בה מוחזקים קבוע גודל החברה והענף אליו היא שייכת, המקדם של משתנה הדמה אנליסט בעל אחזקה הנו שלילי ומובהק.

לוח 5

אמידת תגובת השוק להמלצות אנליסטים-בעלי אחזקה ואנליסטים עצמאיים

תשואה עודפת לפני וסביב המלצות קניה

רגרסיות OLS (עם תיקון White להטרוסקדסטיות)

בשבוע סביב ההמלצה			טרום המלצה		
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
כך			כך		חותך
-2.08 (-1.83)**	-0.68 (-1.08)	-0.63 (-1.03)	-1.55 (-1.88)**	-1.67 (-1.92)*	אנליסט בעל אחזקה
2.38 (1.84)**					אינטראקציה תקופת גאות * אנליסט בעל אחזקה
-1.3 (-2.51)*	-1.32 (-2.56)*	-1.23 (-2.41)*	-0.93 (-1.45)	-0.81 (-1.23)	גודל החברה
-0.55 (-1.06)	-0.08 (-0.18)	-0.2 (-0.44)	0.08 (0.13)	0.26 (0.44)	המלצות בתקופת גאות
0.18 (0.31)	0.08 (0.13)	0.16 (0.28)	0.24 (0.28)	0.16 (0.18)	ענף בנקים
-2.08 (-1.77)**	-2.45 (-1.9)*	-2.1 (-1.76)**	-0.71 (-0.28)	-1.18 (-0.47)	ענף בנקים למשכנתאות
2.58 (2.4)*	2.56 (2.34)*	2.61 (2.4)*	-2.68 (-1.90)*	-2.6 (-1.94)*	ענף ביטוח
0.84 (1.15)	0.48 (0.066)	0.78 (1.07)	0.73 (0.70)	0.14 (0.13)	ענף מסחר ושירותים
-0.15 (-0.16)	-0.37 (-0.38)	-0.09 (-0.09)	0.49 (0.42)	0.31 (0.26)	ענף נדל"ן
0.83 (1.4)	0.33 (0.5)	0.83 (1.4)	0.64 (0.75)	0.06 (0.07)	ענף תעשייה
	-1.88 (-2.89)*		1.22 (1.54)		הודעת בורסה
733	733	733	733	733	מספר תצפיות
0.03	0.03	0.03	0.04	0.01	Adjusted R-squared

התשואה העודפת בתקופה טרום ההמלצה חושבה ב-20 ימים לפני ההמלצה; התשואה העודפת בשבוע סביב ההמלצה, חושבה מיום לפני ההמלצה ועד ליום השישי אחריה; כל חישובי התשואה העודפת בוצעו ביחס למדד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; משתנה אנליסט בעל אחזקה מקבל ערך 1 עבור המלצות של מתווך פיננסי על חברות בהן הוא בעל אחזקה, כפי שמוגדר בטקסט; משתנה גודל החברה מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הנכללות במדד תל-אביב 25, ואפס אחרת; משתנה תקופת גאות מקבל ערך 1 בתקופה שבין ינואר 1999 ועד אוקטובר 2000, ואפס לאחר מכן; משתנה הודעת בורסה מקבל ערך 1 עבור חברות עליהן לא היתה הודעת בורסה רלוונטית (לפי ההגדרה בנספח ד) בשבוע טרום ההמלצה. משתני הדמה הענפיים שלא נכללו באמידה הם ענף השקעות ואחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. * מסמן ערך השונה מאפס ברמת מובהקות של 5%; ו- ** ברמת מובהקות של 10%.

מהלוח עולה כי טרום ההמלצה קיים הבדל שלילי ומובהק בין תשואות מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה לעומת עצמאיים (טורים 1 ו-2); בשבוע סביב ההמלצה לא קיים הבדל בין תגובת השוק להמלצות אנליסטים בעלי אחזקה לעומת עצמאיים (טורים 3 ו-4); המקדם של גודל החברה שלילי ומובהק כמעט בכל האמידות. כלומר, תגובת השוק להמלצות קניה של מניות חברות גדולות נמוכה מזו הנוצרת בעקבות המלצות על מניות של חברות קטנות.

תשואה בשבוע ההמלצה

בשלב השני בחנו האם השוק מזהה ומגיב לעובדה שחלק מהאנליסטים ממליצים על מניות בהן יש להם אחזקה¹⁴. מאמידת תשואת השוק סביב שבוע ההמלצה עולה כי לא קיים הבדל מובהק בין תגובת השוק להמלצות אנליסטים בעלי אחזקה לעומת המלצות עצמאיים. המקדם של משתנה בעל אחזקה באמידה (לוח 5, טורים 3 ו-4) אינו מובהק. כלומר השוק אינו מבחין בין אנליסטים עצמאיים לאלה שיש להם פוטנציאל לניגוד עניינים, ואינו עושה discount להמלצות של אנליסטים אשר הנם בעלי אחזקה בחברות. תוצאה זו יכולה לנבוע מהעדר מידע מספיק על עובדת היותו של האנליסט בעל אחזקה, או מהערכה של הציבור כי עובדת היותו של האנליסט בעל אחזקה אינה מטה את המלצותיו.

בחרנו לבחון גם האם התגובה הזוהי של השוק להמלצות האנליסטים השונים דומה בתקופות גאות ובשפל. זאת מתוך הערכה כי ניצול הפוטנציאל לניגוד עניינים קל יותר בתקופות גאות בשוק ההון. לצורך כך כללנו באמידה משתנה אינטראקציה: אנליסט בעל אחזקה כפול המלצות בתקופת גאות (לוח 5, טור 5). הכללת משתנה זה באמידה מובילה לתוצאה שהמקדם של אנליסט בעל אחזקה הופך להיות מובהק (ב-10%), ובעל סימן שלילי, ומשתנה האינטראקציה מובהק אף הוא באותה רמת מובהקות, ובעל סימן חיובי. בחינה סטטיסטית (באמצעות מבחן WALT) מעלה כי אין הבדל מובהק בגודל שני המקדמים הללו. מתוצאות אלה עולה כי בתקופת הגאות השוק לא הבדיל בין המלצות של בעלי אחזקה לעומת אחרים (השפעת בעלי אחזקה בתקופת גאות הנה הסכום של מקדם המלצות בעלי אחזקה, אשר הנו שלילי בגובה 2.08, והמקדם החיובי של משתנה האינטראקציה, אשר הנו 2.38). אולם בתקופת השפל – כן היה discount של השוק להמלצות בעלי אחזקה (בתקופה זו השפעת המלצות בעלי אחזקה היא בגובה -2.08 אחוזים). עם זאת ראוי להסתייג במידת מה מהתוצאה האמורה לגבי תקופת השפל מכיוון שעמד לרשותנו רק חלק מהתקופה של השפל (שהתמשכה תקופה ארוכה לאחר סוף 2001).

התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות אנליסטים

בחינת התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות אנליסטים בעלי אחזקה יכולה ללמד האם השוק צפה נכון את בעיית הפוטנציאל לניגוד עניינים בעת ההמלצה. אם התשובה לכך הנה כן – אזי לא נצפה להבדל מובהק בדיעבד בין תשואת מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה לבין התשואה של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. ולהפך במקרה בו הציפיות או ההערכות של השוק בעת ההמלצה היו מוטעות. הראנו לעיל כי בממוצע על-פני כל התקופה הנבחנת השוק לא עשה

14 ההמלצה של בעל אחזקה מושפעת כאמור מהתשואה טרום ההמלצה. לכן ניתן להתייחס אל משתנה המלצה של בעל אחזקה כאקסוגני לתשואה היום. זאת מכיוון שלפי הוורסיה החלשה של יעילות שוק ההון (the weak form hypothesis) מחירי המניות משקפים את המידע משוק ההון עצמו (נתונים היסטוריים על מחירי המניות, תשואות, מחזורים וכו'), ולכן לא ניתן לנבא את מחיר המניה היום כפונקציה של המחיר אתמול – או לפני שבוע. התייחסות כזו לאקסוגניות של ההמלצה (האירוע) מוצגת במאמרים רבים, ביניהם Michaely and Womack, 1999. יש לציין כי גם אם מתקיימת הוורסיה החלשה של יעילות שוק ההון ייתכן שלא מתקיימת יעילות חצי חזקה או יעילות חזקה, שעל-פיהן השוק משקף באופן מלא מידע ציבורי (דיבידנדים, רווחים וכו'), או מידע ציבורי ופרטי, בהתאמה. עם זאת, מחקרם של Amir, Lev, Sougiannis, 1999, מראה כי האנליסטים בוחנים את מחירי השוק. עקב כך, ומכיוון שאין באפשרותנו לדעת האם ובאיזה מובן שוק ההון יעיל (הגרסה החלשה, החצי חזקה או אחזקה) בחנו גם את האמידות המתוארות להלן בשיטת 2SLS כאשר שלבנו את התשואה העודפת של המניה טרום ההמלצה כמשתנה עזר למשתנה המלצה של בעל אחזקה. התוצאות המדווחות להלן לא השתנו. בנוסף שילבנו ישירות באמידה של התשואה עודפת בשבוע ההמלצה את התשואה העודפת בפיגור של 20 ימים. משתנה זה לא התקבל כמובחה.

discount להמלצות אנליסטים בעלי אחזקה. האם אכן הפוטנציאל לניגוד עניינים בהמלצתם אינו

ממומש?

לוח 6
תגובת השוק בטווח הארוך להמלצות אנליסטים
 תשואה עודפת לאחר המלצות קניה
 רגרסיות OLS (עם תיקון White להטרוסקדסטיות)

6 חודשים אחרי ההמלצה		3 חודשים אחרי ההמלצה		
(4)	(3)	(2)	(1)	
כן		כן		חותך
-0.59 (-0.19)	-7.17 (-2.39)*	0.89 (0.37)	-3.53 (-2.01)*	אנליסט בעל אחזקה
-9.85 (-2.17)*		-6.63 (-2.12)*		אינטראקציה תקופת גאות * אנליסט בעל אחזקה
-17.2 (-5.05)*	-17.5 (-5.08)*	-7.28 (-4.37)*	-7.5 (-4.86)*	גודל החברה
3.24 (1.33)	1.8 (0.82)	1.51 (1.19)	0.54 (0.46)	המלצות בתקופת גאות
-0.04 (-0.01)	-0.08 (-0.03)	0.03 (0.02)	-0.003 (-0.002)	ענף בנקים
-35 (-2.98)*	-35 (-3.05)*	-8.4 (-1.68)**	-8.6 (-1.75)**	ענף בנקים למשכנתאות
4.02 (0.63)	3.84 (0.61)	1.97 (0.6)	1.85 (0.57)	ענף ביטוח
12.2 (2.46)*	12.2 (2.46)*	4.8 (2.19)*	4.8 (2.19)*	ענף מסחר ושירותים
-24.4 (-4.32)*	-24.7 (-4.39)*	-4.59 (-1.48)	-4.77 (-1.54)	ענף נדל"ן
1.33 (0.41)	1.16 (0.36)	2.03 (1.11)	1.91 (1.06)	ענף תעשייה
728	728	729	729	מספר תצפיות
0.09	0.09	0.06	0.06	Adjusted R-squared

כל חישובי התשואה העודפת בוצעו ביחס למדד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; משתנה אנליסט בעל אחזקה מקבל ערך 1 עבור המלצות של מתווך פיננסי על חברות בהן הוא בעל אחזקה, כפי שמוגדר בטקסט בסעיף 3א; משתנה גודל החברה מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הנכללות במדד תל-אביב 25, ואפס אחרת; משתנה תקופת גאות מקבל ערך 1 בתקופה שבין ינואר 1999 ועד אוקטובר 2000, ואפס לאחר מכן; משתנה הודעת בורסה מקבל ערך 1 עבור חברות עליהן לא היתה הודעת בורסה רלוונטית (לפי ההגדרה בנספח ד) בשבוע טרום ההמלצה. משתני הדמה הענפיים שלא נכללו באמידה הם ענף השקעות ואחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. * מסמן ערך השונה מאפס ברמת מובהקות של 5%; - ** ברמת מובהקות של 10%.

מהלוח עולה כי ב-3 וב-6 חודשים לאחר ההמלצה התשואה העודפת של מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה נמוכה באופן משמעותי ומובהק מזו של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים (טור 1 וטור 3). עוד ניתן לראות כי המקדם של גודל החברה שלילי ומובהק כמעט בכל האמידות.

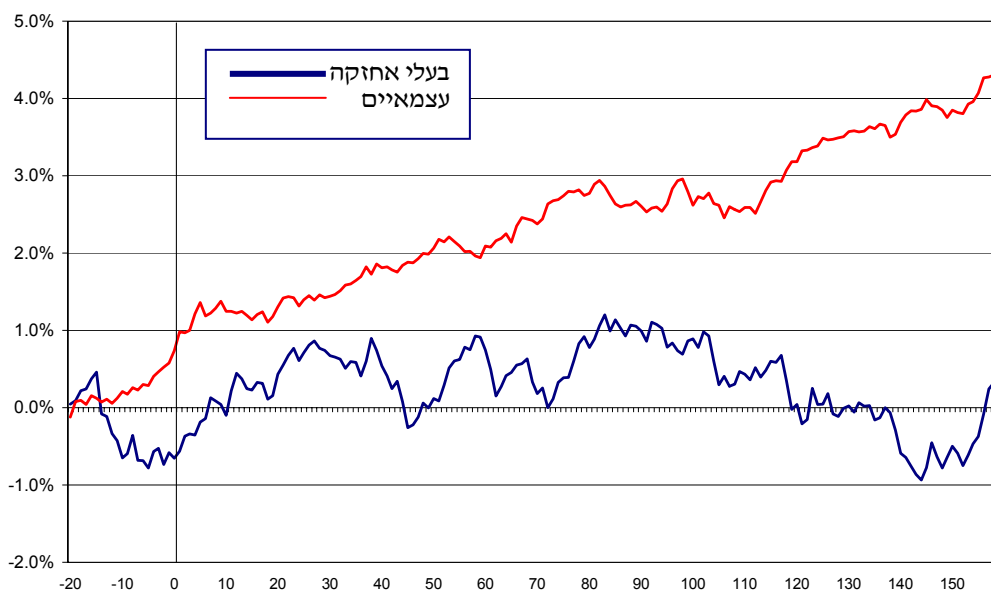
בחנו את התשואה העודפת של המניות ב-3 ו-6 חודשים לאחר המלצות האנליסטים. הבחירה של תקופה זו מקבלת תמיכה מעדויות אמפיריות שנאספו עבור ישראל (גלילי, 2004) על קיומו של אפקט דיספוזיציה, מהן עולה כי משקיעים מחזיקים במשך 3 חודשים מניות ברווח, ו-6 חודשים מניות בהפסד. בדיקה עבור כל ההמלצות של קניה (729 המלצות), ללא חלוקה לפי סוג הממליץ

(בעל אחזקה או עצמאי), מעלה כי התשואה העודפת מעבר לתשואת השוק לאחר 3 חודשים הנה 2.3% ושונה מאפס באופן מובהק, ולאחר 6 חודשים התשואה עולה ל-4.3%. תשואה שאף היא שונה מאפס באופן מובהק. כלומר המלצות קניה לוו במוצע בעליה מתמשכת בתשואת המניה מעבר לתשואת השוק. בחודשים לאחר מכן לא חלה עליה נוספת בתשואה העודפת של המניות.

אמידה של משוואת התשואה העודפת בשלושה ובשישה חודשים לאחר ההמלצה, תוך הכללת משתני גודל החברה המומלצת והענף בו היא פעילה, מעלה כי קיים הבדל מובהק בתשואה ארוכת הטווח של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים בעלי אחזקה לעומת המלצות של אנליסטים עצמאיים. המקדם של אנליסט בעל אחזקה שלילי ומובהק ב-5% (טור 1 וטור 3). גם גודלו של המקדם משמעותי: 3.5% בתשואה של 3 חודשים וכ-7% בתשואה של 6 חודשים. זהו הפרש בין תשואת מניות (מעבר לתשואת השוק) שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה לאלה שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים, כאשר מתחשבים במאפיינים העיקריים של החברה המומלצת.

דיאגרמה 3

אנליסטים בעלי אחזקה לעומת אנליסטים עצמאיים:
תשואה עודפת מצטברת במשך חצי שנה לאחר ההמלצה



ימים ביחס ליום פרסום ההמלצה

מהדיאגרמה עולה כי טרום ההמלצה חלה ירידה בתשואה העודפת של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים בעלי אחזקה ועליה בתשואה של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. בשבוע סביב ההמלצה, חלה עליה בתשואות העודפות בעקבות כל ההמלצות – הן של בעלי אחזקה והן של עצמאיים. במשך החצי שנה לאחר ההמלצות של אנליסטים עצמאיים נמשכה העליה בתשואת המניות מעבר לזו של השוק, בעוד התשואה של המניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים נותרה ללא שינוי.

גם בחינת דיאגרמה 3 המציגה עבור כל התקופה הנבחנת את התשואה העודפת בעקבות המלצות שתי קבוצות האנליסטים מעלה כי באלה שניתנו על-ידי אנליסטים עצמאיים ישנה תשואה עודפת חיובית אשר גדלה במשך החצי שנה לאחר ההמלצה. כלומר, למרות ההשפעה המובהקת של ההמלצות על התשואה העודפת מיד לאחר ההמלצה, מתברר כי היא לא מלאה ונמשכת בהמלצות של אנליסטים עצמאיים עד חצי שנה, ולאחריה נפסקת. לעומת זאת בהמלצות של אנליסטים בעלי אחזקה לא נרשמת מגמה בתשואה העודפת לאחר שבוע ההמלצה. מכיוון שקיימת חפיפה כמעט מלאה במניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה ואלה שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים – כפי שתואר לעיל, ההבדלים בתשואה העודפת של המלצות שתי קבוצות האנליסטים נובעים בעיקר מעיתוי ההמלצה ולא מאיכות החברות שהומלצו.

בדיאגרמה בולטות גם שתי התוצאות הנוספות שהוצגו לעיל: העובדה שהתשואה העודפת של המניות טרום המלצת אנליסטים בעלי אחזקה יורדת ונמוכה מזו של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים; וכן כי תגובת השוק סביב שבוע ההמלצה נראית דומה (שיפוע הגרפים) הן בהמלצות בעלי אחזקה והן באלה של עצמאיים. תוצאות אלה דומות מאוד לתוצאות שהוצגו על-ידי Michaely and Womack, בניתוח ניגודי העניינים של אנליסטים אשר הנם גם חתמים בהנפקה.

מגמת עליה מתמשכת (drift) בתשואה העודפת בעקבות המלצות התקבלה אף היא במחקרים אחרים. לכאורה, אם כל המידע זורם לשוק מהר, והשחקנים רציונאליים, אין סיבה לצפות להשפעה נוספת – מעבר להשפעה הראשונית, של ההמלצה. אולם קיימות כאמור עדויות מהעולם, לפיהן ישנה השעיה מסוימת בהעברת המידע והפנמתו על-ידי השוק. עדויות אלה נמצאו כאשר נבחנה השפעה של פרסום מידע על רווחי החברה (מידע אשר היה בו הפתעה מסוימת בהשוואה לצפוי), וכן במקרה של המלצות אנליסטים. לפי Womack, 1996, ייתכנו לתופעה מספר הסברים: ראשית, על חלק מהחברות ישנן המלצות חוזרות בתוך תקופת חלון זמן המעקב, אשר מכפילות ויותר את ההשפעה על התשואה העודפת. תופעה זו קיימת גם אצלנו וחזקה יותר עבור חברות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים (מכיוון שתדירות ההמלצות עליהן גבוהה יותר). כאשר הוצאנו המלצות שניתנו בפער של פחות משבוע מההמלצה הקודמת על אותה החברה עדיין קיבלנו עליה בתשואה העודפת בתקופה של 3 ו-6 חודשים לאחר המלצות אנליסטים עצמאיים (נספח ה'). אולם ראוי לציין כי במשך כל השישה חודשים נתנו המלצות חוזרות נוספות על חלק מהחברות.

ייתכן גם שהתשואה העודפת החיובית לאורך זמן נובעת מכך שלא נלקח בחשבון הסיכון של המניות. כך, ייתכן שהסיכון של המניות עליהן ממליצים אנליסטים בעלי אחזקה שונה מזה של מניות עליהן ממליצים אנליסטים עצמאיים. בעיה זו אינה צפויה להיות משמעותית במדגם שלנו, מכיוון שכמעט כל המניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה הומלצו גם על-ידי אנליסטים עצמאיים, כאמור, וההבדל בין המלצות בעלי אחזקה לאלה של עצמאיים נובע בעיקר מעיתוי שונה של ההמלצות. אולם מכיוון שהחפיפה אינה מלאה לחלוטין, חישבנו את מדד הסיכון ביטא של המניות המומלצות, כאשר מדד זה חושב עבור התקופה של 250 ימים לפני ההמלצה. כפי שניתן לראות בלוח 7 הסיכון של המניות שאנליסטים בעלי אחזקה המליצו לקנות אינו שונה באופן מובהק מזה של מניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. בהמלצות מכירה יש הבדל מובהק

ב-10% ברמת הסיכון של שתי הקבוצות. אולם סיכון גבוה יותר של מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה אינו יכול להסביר ביצועים נמוכים יותר של המניות המומלצות.

לוח 7

מדד ביטא לסיכון המניות המומלצות

המלצות אנליסטים בעלי	המלצות אנליסטים עצמאיים
אחזקה	
המלצות קניה	0.97
1.06	
המלצות מכירה והחזקה**	0.92
1.16	

מדד הביטא חושב עבור כל המלצה לתקופה של 250 ימים טרום ההמלצה. * מסמל ערך שונה בין שתי קבוצות הייחוס ברמת מובהקות של 5%, ו- ** ברמת מובהקות של 10%.

בחנו גם האם התוצאות של התשואה ארוכת הטווח בעקבות המלצות זהות עבור תקופת גאות ותקופת שפל. כללו לצורך כך באמידה של משוואות אלה את משתנה האינטראקציה בין אנליסט בעל אחזקה למשתנה דמה לתקופת גאות בשוק ההון. גם במקרה זה (בדומה לתוצאה שהוצגה לעיל לגבי השפעת ההמלצות בשבוע סביב ההמלצה) אנו מוצאים כי ההבדל בין התשואה ארוכת הטווח של מניות שהומלצו על-ידי בעלי אחזקה לעומת אלה שהומלצו על-ידי עצמאיים, נבע מתקופת הגאות בשוק ההון. התוצאות מראות כי בתקופת השפל לא נרשם הבדל מובהק בתשואות ארוכות הטווח (לוח 6, טורים 2 ו-4). ניתן לראות שהכללת משתנה האינטראקציה הופך את המשתנה של אנליסט בעל אחזקה לבלתי מובהק.

6. סיכום

תוצאות המחקר מראות כי אנליסטים של מניות היועצים לציבור לגבי הכדאיות של קניה, מכירה והחזקה של המניות, משפיעים על שוק ההון באמצעות דוחות המחקר שהם מפרסמים על חברות. השפעה זו מתבטאת בכך שלאחר המלצות קניה על מניה מחירה עולה – מעבר לשינוי שחל באותה עת בכלל שוק המניות. המלצות מכירה והחזק מלוות בירידת התשואה (העודפת) של המניה. השפעה זו מלמדת כי בממוצע קיים ערך כלכלי למידע שמספקים אנליסטים לשווקים, גם בטווח הקצר (מספר ימים לאחר ההמלצה) וגם בטווח בינוני (כחצי שנה לאחר ההמלצה). עדויות אלה על המשק הישראלי, הדומות לממצאים שנמצאו במשקים מפותחים אחרים אינן ברורות מאליהן. מהתיאוריות המאמינות ששוק ההון משוכלל וכל המידע גלום במחירי המניות, נגזר כי לא ניתן לזהות באופן עקבי חברות אשר יצליחו יותר מאחרות, או את עיתוי ההשקעה האופטימלי במניות.

למרות יכולת זו של האנליסטים לפרסם מידע הנתפס כחשוב על-ידי השוק, תוצאות המחקר גם מעלות שהם מגלים אופטימיות גדולה מאוד ולעיתים מוגזמת בהמלצותיהם- המתבטאת בכך שרוב המלצותיהם הן לקנות את המניות, וכן הם חוזים בממוצע עליה גבוהה מידי במחיר המניה (ובדיעבד טועים). זאת בפרט כאשר הם בעלי פוטנציאל לניגוד עניינים ישיר – כגון המקרה הנבחן

במחקרנו, בו חלקם ממליצים על חברות בהן הם בעלי אחזקה, עובדה הפוגעת באובייקטיביות שלהם.

הבעיה העיקרית המתבררת במחקר הנה שהשוק אינו מבין באופן מלא את הפוטנציאל לניגוד עניינים (או את חוסר האובייקטיביות) ומתייחס להמלצות אנליסטים בעלי אחזקה באופן דומה להתייחסותו להמלצות של אנליסטים עצמאיים. התייחסות זו מובילה לתוצאה על-פיה פרטים או מנהלי תיקי השקעות אשר רוכשים מניות בעקבות המלצות של אנליסטים בעלי אחזקה - הממליצים על מניות בהן מחזיק המתווך הפיננסי בו הם מועסקים, משיגים לאחר מספר חודשים תשואה נמוכה משמעותית מזו שיכלו להשיג לו היו משקיעים במניות שהומלצו על-ידי אנליסטים עצמאיים. נראה שעיקר ההבדל בין תשואות המניות המומלצות על-ידי אנליסטים בעלי אחזקה לעומת אנליסטים עצמאיים נגזר מעיתוי שונה בו ניתנות ההמלצות.

התוצאות שהתקבלו במחקר עבור הפוטנציאל הקיים לניגוד עניינים במקרה שהממליץ הוא גם בעל אחזקה זהות כמעט לחלוטין לתוצאות שהתקבלו עבור ארה"ב בבחינת המלצות של אנליסטים אשר היו חתמים של החברה עליה המליצו. לכן שילוב הממצאים האמורים שהתקבלו עבור ארצות שונות תומך בהערכה כי השחקנים בשווקים הפיננסיים מתייחסים אל האנליסטים כאל יועצים אובייקטיביים בעוד חלקם פועלים כמשווקים עבור מעסיקהם¹⁵, או שהנם בעלי הטיה "טבעית" אשר אינה מאפשרת להם לתת ייעוץ אובייקטיבי על נכסים אליהם הם קשורים.

כאשר דנים בהשלכות של פוטנציאל לניגודי עניינים על המדיניות צריך ראשית לשאול האם לשוק יש את המידע המספיק כדי לפקח על ניגוד העניינים?¹⁶ אם מתקיימת משמעת שוק - היא עדיפה על התערבות רגולטורית. משמעת השוק במקרה הנידון במחקר הנוכחי יכולה לפעול דרך ביקוש נמוך יותר לשירותי אנליסטים בעלי אחזקה. אולם כמובן שכדי שהפיתרון של השוק יפעל צריך לספק לשחקנים בשוק את המידע על קיומם של קשרים אשר יכולים להוביל לניגודי עניינים. בהקשר לישראל, ראוי להרחיב את הגילוי הנאות גם בפעילות של המלצות אנליסטים המועסקים בבנקים ובבנקים להשקעות, כך שיצוין באופן מפורש בראש דו"ח המחקר האם המתווך הפיננסי בו מועסק האנליסט קשור בקשרי בעלות ישירים או עקיפים לחברה המומלצת, וכן האם הוא קשור לחברה בדרכים אחרות - כגון קשרי ליווי הנפקות, עסקות מיזוג או רכישה, בדומה להסדרה שנעשתה בארה"ב בשנת 2002, ועל-ידי אגרון רשויות הפיקוח הבינ"ל (IOSCO) בשנת 2003.

¹⁵ סיכום מקיף של הספרות על אנליסטים ומסקנה דומה מוצגים אצל Michaely and Womack, 2003.
¹⁶ ניתוח של מדיניות מומלצת במקרים של ניגודי עניינים מובא בסקירה של Crockett, Harris, Mishkin and White, 2003.

- Amir., E., B. Lev, T. Sougiannis, 1999, "What Value Analysts?", Working Paper No. 12/99, , Tel Aviv University.
- Bhattacharya and Thakor, 1993, "Contemporary banking Theory", *Journal of Financial Intermediation* 3, pp. 2-50.
- Ber h., Yafeh y. and O. Yosha, 2001, "Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund Management", *Journal of Monetary Economics* 47, pp. 189-218.
- Bjerring, Lakonishok and Vermaelen, 1983, "Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations", *Journal of Finance*, 38, pp. 187-204.
- Blass A., 1996, "Market Structure and Performance of Provident Funds", Research Department Discussion Paper No. 96.01, Bank of Israel.
- Brav A., and R. Lehavy, 2003, "An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-Term In formativeness and Long-Term Dynamics", *Journal of Finance*, 58, pp. 1933-67.
- Campbell J., A. Lom C. Mackinlay, 1997, *The econometrics of Financial Markets*, Chapter 4, Event-study Analysis, Princeton University Press.
- Crockett A., T. Harris, F. Mishkin and E. With, 2003, "Conflicts 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, pp. 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, pp. 132-160.
- Grossman J. and J. Stiglitz, 1980, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review* 70(3), pp. 393-408.
- IOSCO Stetment of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interest, 2003.
- Lin H., and M. McNichols, 1998, "Underwriting Relationships, Analysts Earnings Forecasts and Investment Recommendation", *Journal of Accounting and Economics* 25, pp. 101-127.
- Ljungqvist A., F. Marston and W. Wilhelm, 2003, *Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendation*, memo.
- 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, pp. 399-410.
- Michaely R., and K. Womack, 1999, "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendation", *The Review of Financial Studies* 12(4), pp. 653-638.
- Michaely R., and K. Womack, 2003, *Brokerage Recommendation: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases*", memo prepared for *Advances in Behavioral Finance II* edited by Richard Rhaler.

Rajan R. and H. Servaes, 1997, "Analyst Following of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 52, pp.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), pp. 137-167.

אלנתן ד., האוזר ש., מדר-גביוס א., 2003, "על "הערך" של הערכות שווי של חברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה בתל-אביב", הרשות לניירות ערך, ירושלים.

בלומין ד., וק., קוסנקו, 2003, "ניגודי עניינים בהמלצות אנליסטים", עבודה סמינריונית לתואר ראשון, האוניברסיטה העברית, ירושלים.

בָּר ח., נחמני. א., ולוקומט ר., 2002, "כניסת בנקים זרים להשקעות בישראל והשפעתה על שווי המשקל התחרותי בשוק החיתום", הרבעון לכלכלה, מספר 49, ע"מ 773-805.

גלילי א., 2004, האם אפקט הדיספוזיציה הנו אוניברסלי, נייר פנימי, אוניברסיטת בר-אילן.

פרוש י., וקראוס מ., 2001, "ייעוץ בניירות ערך וניגוד עניינים במסירת מידע", הרבעון לכלכלה, כרך 3, ע"מ 229-245.

נספח א': עיקרי ההסדרה של פעילות האנליסטים העולם

המשברים שחלו בשווקים פיננסיים של ארה"ב בתחילת שנת 2000 גרמו לחשיפת אופן פעולתם של האנליסטים וגררו ביקורת רבה נגדם. בעקבות זאת הוחלט על הגברת הפיקוח על אנליסטים ועל הסדרה חדשה בתחום האנליזה הפיננסית. להלן מוצגים עיקרי הדברים אשר הועלו לסדר היום בארה"ב (מתוך הסדרה של הרשות לניירות הערך וכללי בורסה), ועל-ידי ארגון רשויות הפיקוח הבינלאומי :

Final Rule Regulation Analyst Certification (Securities and Exchange Commission) (April 2003)

- הסדרת הרשות לניירות ערך קובעת כי ברוקרים, דילרים וכל הפרטים הקשורים בדרך כלשהי לאותם מתווכים פיננסיים חייבים לציין בדוחות מחקר אשר הם מפרסמים :
- גילוי נאות לגבי עמלות או פיצויים שקיבלו בהקשר להמלצה הספציפית. כאשר ייתכנו שני מצבים :
- 1) הפיצוי אשר קיבל בגין ההמלצה לא התקבל או יתקבל בעקבות אותה המלצה ספציפית או עמדתו המוצגת בדוח המחקר ; או :
 - 2) שחלק מהפיצוי הוא בעקבות אותה המלצה, ואם כך זה אזי חייב אותו אנליסט לציין מה הוא מקור של אותו פיצוי, סכום הפיצוי, הכוונה במתן הפיצוי, ולגלות מהי ההשפעה האפשרית של פיצוי זה על דוח מחקר וההמלצה אשר נובעת ממנו.

NASD-2711 and NYSE-472

(July 2002)

- כללי הבורסות מגדירים את הפוטנציאל לניגודי עניינים של אנליסטים ; מציגים את המושגים הבסיסיים וקובעים דרישות לגבי מידע אשר חייב להופיע בדוח מחקר עליו מבוססת ההמלצה של האנליסט. כמו כן, כללים אלה מגדירים הגבלות על הקשרים בין הגופים השונים המשתתפים בתהליך של ניתוח ביצועי החברה הנסקרת והפצה של המלצות על כדאיות של ההשקעה במניותיה.
- לפי הכללים האמורים חלה חובה על אנליסט לציין בין היתר :
- 1) האם יש לו אינטרס פיננסי כלשהו בניירות הערך של החברה הנסקרת.
 - 2) האם עד לסוף החודש הקודם למתן ההמלצה האנליסט או הקשורים אליו החזיקו לפחות 1% מהמניות של החברה הנסקרת.
 - 3) האם קיים סוג אחר של ניגודי עניינים, או יש סיבה לחשוד שקיים, עליו ידוע לאנליסט בעת פרסום ההמלצה.
 - 4) האם האנליסט קיבל בונוס/פיצוי המבוסס על חלוקת הרווחים של בית ההשקעות בו הוא מעוסק, או שהאנליסט קיבל פיצוי מהחברה הנסקרת במהלך השנה האחרונה, או שהבונוס ניתן על-ידי "חבר" שהשתתף בהנפקה של מניות החברה המומלצת ב- 12 חודשים האחרונים או ש"חבר"

- קיבל פיצוי בגין מתן שירותים פיננסיים ב-12 החודשים האחרונים, או צופה לקבל פיצוי דומה ב-3 חודשים קרובים מאותה חברה הנסקרת.
- (5) האם בהווה או בשנה האחרונה החברה הנסקרת הייתה בקשרי "ספק" "לקוח" עם בית השקעות או האנליסט עצמו. אם כן, יש לציין את סוג השירותים אשר סיפק אותו בית השקעות.
- (6) האם לאנליסט או ל"חבר" קיים קשר כלשהו של בעלות בחברה הנסקרת או שהוא חלק מצוות המייעץ לאותה החברה.
- (7) האנליסט חייב לציין את המשמעות של דירוגי הביצוע הצפוי של מניות החברה.
- (8) האנליסט חייב להציג גרף ביצועים של מניות החברה הנסקרת בשנה האחרונה כולל ציון של התקופות בהן הוא ביצע עדכון של מחיר יעד או שינוי בדירוג ההמלצה, וכן לציין מהו אותו שינוי.
- (9) האנליסט חייב לציין את השיטות בהן השתמש לטובת החישוב של מחיר היעד הצפוי למניה.
- (10) הגילוי הנאות האמור חייב להיות מוצג בעמוד הראשון של הדוח או במקרה אחר אותו עמוד חייב לכלול הפנייה ברורה למקום בדוח בו מופיע אותו גילוי.
- (11) חייב להתקיים רישום פעיל של כל המלצות של אנליסטים. כל רישום כזה יישמר שלוש שנים מיום ההמלצה.
- (12) על האנליסט נאסר לרכוש מניות של החברה המומלצת לפני הנפקה ראשונית.

המלצות ארגון רשויות הפיקוח הבינלאומי IOSCO Technical Committee (ספטמבר 2003):

- (1) יש ליצור מנגנונים אשר יובילו לכך שהאינטרסים הפיננסיים של האנליסט לא ישפיעו על המלצותיו ומחקריו. לדוגמא, איסור על אנליסטים לסחור במניות או ניירות ערך אחרים של חברה אותה הם סוקרים.
- (2) צריך להיות מנגנון אשר ימנע מצבים בהם החברה המעסיקה את האנליסט תשפיע על המלצותיו ומחקריו.
- (3) דוחות על העמלות והפיצויים של האנליסט כתרומה לעבודתו צריכים להיות גלויים על מנת להגביל או למנוע היווצרות של ניגודי עניינים.
- (4) חברות המעסיקות את האנליסטים צריכות לפרסם רשימת נהלים שמטרתה לזהות, לפקח ולנטרל כל ניגוד עניינים הקיים או שקיים פוטנציאל להיווצרותו.
- (5) השפעה מופרזת של המנפיקים, משקיעים מוסדיים או אחרים על האנליסט צריכה להיות מנוטרלת או מנוהלת.
- (6) חשיפה של הפוטנציאל לניגודי עניינים חייבת להיות שלמה, בזמן הנכון, ברורה, תמציתית, ספציפית ובולטת.
- (7) אנליסט אמור לפעול תחת סטנדרטים של יושר.

נספח ב': האנליסטים הפועלים בישראל*

שם האנליסט	מספר המלצות בשנים 1999-2001
אנליסטים קשורים לקבוצות הבנקאיות	
אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ	50
איוסטק ניהול נכסים (ישראל) בע"מ	31
בנק אגוד לישראל בע"מ	23
הבינלאומי הראשון סלקטיב-חברה לניהול תיקי השקעות בע"מ	11
בנק הפועלים בע"מ	273
בנק לאומי לישראל בע"מ	3
בנק המזרחי המאוחד בע"מ	32
בנק דיסקונט לישראל בע"מ	1
מרכנתיל ניהול תיקים בע"מ	1
פועלים שוקי הון-בנק להשקעות בע"מ	1
תכלית דיסקונט-חברה לייעוץ וניהול השקעות בע"מ	4
אנליסטים עצמאיים	
אי.בי.אי. קבוצת השקעות	8
אילנות בטוחה בית השקעות בע"מ	39
אינפיניטי גרופ בע"מ	3
אקסלנס-צמיחה ניירות ערך והשקעות בע"מ	
גמול ניהול נכסים פיננסיים בע"מ	89
הראל שוקי הון בע"מ	74
לידר דש השקעות ופיננסיים בע"מ	25
מוריץ את טוכלר בע"מ	4
מיטב יועצי השקעות וניירות ערך בע"מ	8
מנורה גאון בית השקעות בע"מ	80
החברה המרכזית לניירות ערך	7
נשואה זנקס ניהול השקעות בע"מ	108
סוליד שווקים פיננסיים	1
רמקו ייעוץ וניהול השקעות בע"מ	1
תמיר פישמן זינגר ברנע ניהול השקעות בע"מ	3
אנליסטים זרים	
Bank of America	1
CIBC Oppenheimer Corp.	11
Credit Suisse First Boston	5
Goldman Sachs	2
Gruntal & Company LLC	1
Hambrecht & Quist Capital Manegment LLC	2
HSBC Republic	1
ING Barings	1
Lehman Bros.	61
Merril Lynch	16
Oscar Gruss	3
Robert Fleming & Co.	4
Salomon Smith Barney	2
UBS Warburg	15
סוסייטי ג'נרל	1
פורמן סלו	1

הרשימה ומספר המלצות מתייחסים לאנליסטים המפרסמים את דוחותיהם לציבור הרחב. המידע עובד לצורך המחקר מתוך מאגר הנתונים של חברת פרדיקטה בע"מ, ומתייחס לשנים 1999 ועד 2001, וכלל כ-1000 המלצות.

נספח ג: המלצות מרובות 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 פעמים ומעלה
95	סה"כ מספר חברות מומלצות

נספח ד': סיווג הודעות לבורסה על החברה, סביב מועד ההמלצה של האנליסט

השתמשנו במאגר הבורסה הכולל מידע על כל ההודעות שפורסמו על-ידי החברות לציבור הרחב, ויצרנו משתנה דמה אשר קיבל ערך 1 כשפורסם לבורסה מידע במשך **השבוע** לפני ההמלצה במקרים הבאים:

- הודעה על פרסום דוחות כספיים
- הודעה על שיפורים טכנולוגיים בייצור (כגון פיתוח, אישור לקבלת תרופה..)
- הודעה על השקעה פיננסית ישירה או על-ידי חברת הבת, כולל חלוקת דיבידנד, ואופציות.
- הודעה על החלפת הנהלה וואו מינוי מנכ"ל.
- הודעה על מיזוג של חברת האם עם חברה אחרת.
- כניסה של בעלי אחזקה/אחזקות (שינוי הרכב הבעלים ולא משקל).

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 "בהמשך להודעה קודמת..." (ביצוע של משהו שנודע עליו כבר בעבר).
- הודעה על הון עצמי מתואם.

נספח ה'

התייחסות למתאם אפשרי בין ההמלצות
מדגם חלקי הכולל רק המלצות שניתנו על אותה חברה בהפרש של שבוע או יותר אחת מהשניה

תשואה עודפת לפני, סביב, ולאחר המלצות קניה
רגרסיות OLS (עם תיקון White להטרוסקדסטיות)

6 חודשים אחרי ההמלצה		3 חודשים אחרי ההמלצה		שבוע סביב ההמלצה		תקופה טרום המלצה	
(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
כן		כן		כן		כן	חותך
-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)*	אנליסט בעל אחזקה
-11.9 (-2.19)*		-6.45 (-1.35)		2.19 (1.47)			אינטראקציה תקופת גאות * אנליסט בעל אחזקה
-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 גאות
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 בנקים
-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 בנקים למשכנתאות
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 ביטוח
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 מסחר ושירותים
-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 נדל"ן
-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 תעשייה
495	495	495	495	498	498	498	מספר תצפיות
0.08	0.08	0.07	0.06	0.028	0.024	0.024	Adjusted R-squared

התשואה העודפת בתקופה טרום ההמלצה חושבה ב-20 ימים לפני ההמלצה; התשואה העודפת בשבוע סביב ההמלצה, חושבה עבור היום לפני ההמלצה ועד ליום השישי אחריה; כל חישובי התשואה העודפת בוצעו ביחס למדד השוק הרלוונטי לגודל החברה המומלצת; משתנה אנליסט בעל אחזקה מקבל ערך 1 עבור המלצות של מתווך פיננסי על חברות בהן הוא בעל אחזקה, או חברות בהן החברה המומלצת הנה בעלת אחזקה בו; משתנה גודל החברה מקבל ערך 1 עבור חברות גדולות הנכללות במדד תל-אביב 25, ואפס אחרת; משתנה תקופת גאות מקבל ערך 1 בתקופה שבין ינואר 1999 ועד אוקטובר 2000, ואפס לאחר מכן; משתני הדמה הענפיים שלא נכללו באמידה הם ענף השקעות ואחזקות וענף הנפט. בסוגרים מוצגים ערכי T. * מסמן ערך השונה מאפס ברמת מובהקות של 5%, ו- ** ברמת מובהקות של 10%.

באמידה לא נכללו המלצות אשר ניתנו בפער של פחות משבוע מההמלצה הקודמת על אותה החברה.