

## ניגודי עניינים בפעילות מתווכים פיננסיים

חדוה בר – מחלקת המחקר

לדוגמה גם בייעוץ וניהול תיקים וגם בחיתום של הנפקות. גם בארה"ב, לאחר המשבר של שנות השלושים, התייחסה החקיקה (של גלס-סטיגל) רק למערכת הבנקאות המסחרית, ולכן, גם לו הייתה בתוקף בשנים 1999 ו-2000, לא הייתה מונעת את ניגודי העניינים שהתגלו בפעילות של בנקים להשקעות.

2. גם בישראל וגם בארה"ב הפוטנציאל לניגודי עניינים התממש כשמתווך פיננסי היה גם הקונה (כמנהל תיקי השקעות), או הממליץ

על קנייה (כאנליסט), וגם המוכר (כחתם) של אותו מוצר פיננסי - מניות. במצב זה לא היה ברור את מי אותו מתווך פיננסי ייצג. בישראל הבנקים גם מכרו את מניותיהם בבורסה וגם ניהלו כספים של הציבור בקופות גמל וקרנות נאמנות אשר רכשו את אותן מניות - וכך יצרו ביקושים שהעלו את מחיר מניותיהם באופן מלאכותי. בארה"ב הבנקים להשקעות, כחתמים בהנפקות, הציעו מניות של חברות, וכאנליסטים המליצו לציבור בחום לרכוש מניות אלה.

3. בשני המקרים - בישראל בתחילת שנות השמונים ובארה"ב בשנים 1999 ו-2000 - מימוש הפוטנציאל לניגוד עניינים התאפשר על רקע גיאות של הביקושים בשוק ההון (אף כי ניתן לטעון כי בישראל בתחילת שנות השמונים הוויסות הוא שיצר את הגיאות בבורסה). גם בגיאות ששררה בבורסת תל אביב

בשנים 1992 ו-1993 נמצאו עדויות אשר לפיהן קופות

בשנת 1983 פרץ משבר מניות הבנקים בישראל; זאת בתום מספר שנים שבהן הבנקים ויסתו את מניותיהם - כלומר העלו את מחיריהן מעבר למחיר הכלכלי שלהן. השנה

סיכמו בארה"ב את תוצאות "הבועה הפיננסית" שאפיינה את שוקי המניות שם בשנים 1999 ו-2000, והתגלו מקרים רבים של בנקים להשקעות שניסו להשפיע על מחיריהן של מניות אשר בהן היה להם אינטרס. כך נמצא, כי אנליסטים בבנקים גדולים

להשקעות המליצו לציבור בחום לרכוש מניות של חברות שאותם בנקים היו החתמים שלהן (כלומר המתווכים המציעים את המניות למכירה). אפיזודות אלו זעזעו את שני המשקים, והבעיות שהן חשפו בתחום ניגודי העניינים טרם נפתרו במידה מספקת. ראוי אפוא לשוב ולדון בנושא ניגודי העניינים בפעילות של מתווכים פיננסיים.

בעמוד הבא מובאת רשימה של שילובי פעילויות היוצרים פוטנציאל של ניגודי עניינים. מהרשימה ומהדמיון בין האירועים בישראל לאירועים בארה"ב עולות כמה מסקנות:

1. הפוטנציאל לניגוד עניינים קיים לא רק בפעילות של בנקים אלא גם בזו של מתווכים פיננסיים אחרים, כשהם עוסקים במספר פעילויות יחד. דוח בייסקי, שחקר את ויסות מניות הבנקים, דן רק במקרה עצמו; הוועדה לא הרחיבה

את המלצותיה למתווכים פיננסיים נוספים, העוסקים

הפוטנציאל לניגוד עניינים קיים לא רק בפעילות של בנקים אלא גם בזו של מתווכים פיננסיים אחרים, כשהם עוסקים במספר פעילויות יחד.

בישראל הבנקים גם מכרו את מניותיהם בבורסה וגם ניהלו כספים של הציבור בקופות גמל וקרנות נאמנות אשר רכשו את אותן מניות - וכך יצרו ביקושים שהעלו את מחיר מניותיהם באופן מלאכותי. בארה"ב הבנקים להשקעות, כחתמים בהנפקות, הציעו מניות של חברות, וכאנליסטים המליצו לציבור בחום לרכוש את אותן מניות.

## שילובי פעילויות היוצרים פוטנציאל של ניגודי עניינים (רשימה לא מלאה)

שילוב של פעילויות	רלוונטי עבורם	מתווכים פיננסיים שהשילוב	פעולות מניעה שנקטו הרשויות
1. מתן אשראי + חיתום	בנקים		טופל במסגרת הפיקוח על הבנקים <b>בהוראות ניהול בנקאי תקין</b> - הקמת "חומות סיניות" בין הפעילות הקלאסית של הבנק לפעילותו בשוק ההון.
2. מתן אשראי + ניהול תיקים וייעוץ	בנקים		טופל במסגרת הפיקוח על הבנקים <b>בהוראות ניהול בנקאי תקין</b> - הקמת "חומות סיניות" כאמור לעיל.
3. חיתום + ניהול תיקים וייעוץ	כל המתווכים הפיננסיים		לא טופל. "חומות סיניות" - לגבי פעילות ייעוץ.
4. ניהול תיקים וייעוץ + החזקה (רכישה/מכירה) של מניות כבעל עניין בחברות	כל המתווכים הפיננסיים		טופל רק במסגרת הוראות הפיקוח על הבנקים, כאמור בסעיף 1 לעיל.

\* "החומות הסיניות" בין הבנק לכל פעילותו בתחום ההשקעות (כולל ניהול תיקים, קופות גמל, ייעוץ וחיתום) כוללות, בין היתר, הפרדה ארגונית ומקצועית בינו לבין אותם גופים ואיסור עליו להדריך את גוף ההשקעות ברכישה או מכירה של נכסים. חומות אלו כוללות איסור על הבנק או על תאגיד שבשליטתו לרכוש ניירות ערך שהנפיק, וכן לתת אשראי למימון רכישתם.

\*\* "החומות הסיניות" בארה"ב מטילות מגבלות על פעילות הייעוץ - כגון איסור מתן ייעוץ לגבי חברות שבהן המתווך הפיננסי היה מעורב כחתם, במשך תקופה מוגדרת לאחר ההנפקה, ומחייבות גילוי נאות של הפוטנציאל לניגודי העניינים בכל עסקה.

להלן הגדרת הפעילויות ותיאור האינטרס של כל מתווך פיננסי בהן:

**מתן אשראי:** העמדת הלוואות לחברות וליחידים. מטרת המתווך הפיננסי היא לתת אשראי לחברות או פרטים אשר יפרעו אותו במועד, כדי להגדיל את רווחיו, תוך שמירה על יציבותו. נותני האשראי העיקריים כיום הם בנקים, אולם אפשר שבעתיד יהיה

תפקיד זה גם נחלתם של משקיעים מוסדיים כקופות גמל.

**חיתום:** ליווי הנפקות של מניות. מטרת החתם היא למכור לציבור הרחב מניות של החברה שהוא מלווה במחיר גבוה ככל הניתן. החתם מקבל עמלות, הנגזרות מערך החברה המונפקת (כלומר ממחיר מניותיה בהנפקה).

**ניהול תיקים וייעוץ:** ניהול כספי עמיתים, כולל ניהול קופות גמל וקרנות נאמנות. פעילות הייעוץ (אנליסה) כוללת ניתוח ופרסום של דוחות מחקר על חברות וייעוץ על קנייה ומכירה של מניות. מטרת המתווך הפיננסי היא לנהל את כספי העמיתים (או להמליץ על ניהולם) כך שהם יניבו תשואה גבוהה, בסיכון המזערי הנדרש.

**החזקת מניות:** רכישה או מכירה של מניות בתיק האישי של המתווך הפיננסי באמצעות שליטה או שלא באמצעות שליטה, כולל המניות של המתווך הפיננסי עצמו. מטרת המחזיק היא להשיג תשואה גבוהה על החזקותיו.

למרות האמור, נראה שהעדר תחרות מקל על ניצול הפוטנציאל לניגודי עניינים.

5. ישנם תחומים ששילובם לא הביא להתממשות של ניגוד עניינים, למרות הפוטנציאל. כך הדבר בשילוב בין מתן אשראי לחיתום של הנפקות. במחקר של בר, יושע ויפה לא נמצאה הוכחה לחשדות שהועלו נגד הבנקים בישראל בעת הגיאות בשוק המניות בתחילת שנות התשעים, כי הם הנפיקו כחתמים חברות כושלות אשר לוו מהם, כדי שאלה יגייסו כספים בבורסה וכך יוכלו לפרוע את האשראי. ממצאים דומים התקבלו גם במחקרים על ארה"ב - הן על התקופה שלפני המשבר של שנות השלושים (קרוזנר ורג'אן, 1994; אנג וריצ'רדסון, 1994; פורי, 1996) והן על השנים האחרונות (גנדי ואחרים, 1997) - וגם במחקרים על יפן.

6. יש גם תחומים שביניהם קיים פוטנציאל לניגוד עניינים, אך טרם נבדק אם הוא נתממש. שילוב כזה הוא בין פעילות של מתווכים פיננסיים כאנליסטים ובין היותם בעלי עניין בחברות שעליהן הם ממליצים. מבין כ-1,000 המלצות שפרסמו אנליסטים בשנים 1999 עד 2001 על מניות הנסחרות בבורסת תל אביב, כ-25 אחוזים היו של אנליסטים העובדים אצל מתווכים פיננסיים שהם בעלי עניין בחברות שעל מניותיהן הם המליצו. מובן שהמלצה

הגמל הבנקאיות קנו במחיר גבוה מדי מניות של חברות שהונפקו על ידי חתם מאותה קבוצה בנקאית (כפי שעולה ממחקרם של בר, יושע ויפה משנת 2001), והדבר פגע בתשואה שקיבלו העמיתים בקופות. בארה"ב הרקע לניצול של ניגודי העניינים בשנים 1999 ו-2000 היה ביקושים גדולים של הציבור למניות, ובפרט לאלה של "הכלכלה החדשה". ואולם, עדויות לניצול של אותו פוטנציאל לניגודי עניינים נמצאו עוד קודם לכן, בתקופות

שלא אופיינו בגיאות בבורסה, וראו מחקרם של מיכאלי ווומאק (1999) על התקופה 1990 ו-1991 בארה"ב. הם הראו כי הנטייה של אנליסטים לפרסם המלצות לקניית מניות של חברות הייתה חזקה במיוחד כאשר הבנקים להשקעות שבהם עבדו גם ליוו את ההנפקות כחתמים, וכי מניות שהומלצו על ידי אנליסטים-חתמים השיגו תשואות נחותות, יחסית לאלה שהומלצו על ידי אנליסטים עצמאיים.

4. מימוש הפוטנציאל לניגודי עניינים אפשרי הן בשוק הון וכספים ריכוזי והן בשוק תחרותי. בישראל הפוטנציאל לניגוד עניינים נוצל במערכת בנקאות ריכוזית מאוד (שלא הייתה חשופה לחו"ל באותה עת). לעומת זאת בארה"ב הדברים אירעו למרות התחרות הגדולה השוררת בתיווך הפיננסי, גם בתחום פעילותם של הבנקים להשקעות.

לגבי הגיאות ששררה בבורסת תל אביב בשנים 1992 ו-1993 מעידים מחקרים כי קופות הגמל הבנקאיות קנו במחיר גבוה מדי מניות של חברות שהונפקו על ידי חתם מאותה קבוצה בנקאית והדבר פגע בתשואה שקיבלו העמיתים בקופות.

של מתווך פיננסי לרכוש מניות שהוא מושקע בהן עלולה ללקות באי אובייקטיביות.

הן בישראל והן בארה"ב, בחקיקה שפורסמה השנה, הרשויות המפקחות בחרו שלא לאסור על הגופים השונים לעסוק בפעילות זו או אחרת, בשונה מהמדיניות שננקטה

בארה"ב בשנות השלושים, בחקיקה של גלס-סטיגל, שאסרה לחלוטין על הבנקים לעסוק בפעילויות בשוק ההון. (חקיקה זו בוטלה רשמית בשנת 2000, אולם למעשה היא בוטלה עוד קודם לכן). בישראל, למרות דוח ועדת בייסקי והמלצות של ועדות שונות לאחר מכן, לא נאסר על הבנקים עד עתה להיות מעורבים בבעלות וניהול של גופים

הפועלים בשוק ההון, אך ההסדרה הציבה "חומות סיניות" בין חלק מפעילויות. בארה"ב החקיקה שפורסמה לאחרונה על ידי הרשות לניירות ערך לא אסרה על בנקים להשקעות לפעול בחיתום ובייעוץ כאנליסטים גם יחד, אך דרשה גילוי נאות על האינטרסים הנוספים של האנליסטים בחברות שאודותן הם מפרסמים דוחות מחקר והמלצות. מדוע בחרו רשויות הפיקוח שלא לאסור לחלוטין על מתווכים פיננסיים את העיסוק בפעילויות מסוימות? ייתכנו כמובן הסברים פוליטיים, שבהם לא נעסוק כאן. מבחינה כלכלית ניתן להצדיק גישה של הגבלת הפעילות והמעורבות בניהול, ולא איסור מוחלט לעסוק בה. אחד היתרונות הגדולים של פעילות גופים פיננסיים במספר תחומים יחד הוא תרומתה ליכולתם לפזר סיכונים (כלומר להקטנתם). הקטנת סיכונים חשובה מאוד במקרה של בנקים, משום שהיא מגדילה את יציבותם. ברם, הקטנת הסיכונים, על ידי פיזורם בין מספר פעילויות אינה מחייבת מעורבות בניהול של אותן פעילויות; היא אפשרית גם על ידי השקעה מגוונת ללא ניהול.

בסיכום - אם תאומץ בישראל באופן רשמי הגישה

של הגבלת שילובי הפעילויות מבחינת ההיקף והניהול, ולא איסורם המוחלט, עדיין יידרש לעשות רבות למניעת ניגודי עניינים, מעבר להסדרה שנעשתה במסגרת "החומות הסיניות". הדברים אמורים במיוחד בתחום קופות הגמל וקרנות הנאמנות, שכיום כ-90% מהן קשורות לבנקים בקשרי בעלות או ניהול. יתר על כן,

הניסיון בארץ ובארה"ב מלמד כי על רשויות הפיקוח לטפל בנושא ניגוד העניינים לא רק בהקשר של הבנקים, אלא בזה של כל המתווכים הפיננסיים, וזאת מתוך חשיבה ארוכת טווח על המבנה הרצוי של שוק ההון והכספים בישראל בכללו (כמובן, תוך התייחסות לריכוזיות).

אחד היתרונות הגדולים של פעילות גופים פיננסיים במספר תחומים יחד הוא תרומתה ליכולתם לפזר סיכונים (כלומר להקטנתם). ברם, הקטנת הסיכונים, על ידי פיזורם בין מספר פעילויות אינה מחייבת מעורבות בניהול של אותן פעילויות.

#### ביבליוגרפיה

Ang, J. and T. Richardson (1994). "The Underwriting Experience of Commercial Bank Affiliated Prior to the Glass-Steagall Act", *Journal of Banking and Finance* 18, 352-395.

Ber, H., Y. Yafeh and O. Yosha (2001). "Conflict of Interests & in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund management", *Journal of Monetary Economics* 47, 189-218.

Gande, A., M. Puri, A. Saunders and I. Walter (1997). "Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence", *Review of Financial Studies* 10, 1175-1202.

Kroszner, R. & R. Rajan (1994) "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the US experience with Universal Banking Before 1933", *American Economic Review* 84, 810-832.

Michaely, R. and K. Womack (1999). "Conflict of Interests and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations", *Review of Financial Studies* 12, 653-686.

Puri, M. (1996). "Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification role?", *Journal of Financial Economics* 40, 373-401.