

תקציר

מטרת העבודה היא לבחון את ההשפעה של האנליסטים במחלקות המחקר בבתי השקעות ובנקים שאחראים על פרסום ועדכון המלצות במגוון רחב מאוד של ניירות ערך, בעיקר מניות, על התנהגות ציבור המשקיעים בכללותו, ותרומתה להשגת יעדי תשואה עודפים עבור משקיעים שמסתמכים על המלצות האנליסטים בבואם לקבל החלטות השקעה חדשות.

במסגרת העבודה נבחנו דפוסי התפלגות ההמלצות ההיסטוריים, כפי שנדגמו במחקרים שונים במהלך שני העשורים האחרונים, היבטים שונים של בחינת מהימנות המלצות האנליסטים, כמו קורלציה בין ההמלצות להתנהגות מחירי המניות במבחנים אמפיריים כפי שנדגמו בשווקי מניות בארה"ב, השוואת השפעת ההמלצות במשך פרקי זמן שונים, הבדלים ברמת הכיסוי האנליטי בהתאם לשווי השוק של החברות המסקרות, בחינת רמת האיות של המחקר ופערים בין המלצות של אנליסטים שונים שנסמכים על אותם נתוני בסיס.

נתייחס בעבודה לשוני מהותי בין משקיעים מוסדיים גדולים (המשקיעים המתוחכמים) אשר עומדים לרשותם משאבי הון וכוח אדם מקצועי לבין משקיעים פרטיים שאין ביכולתם לבחון וליישם הלכה למעשה את השינויים ועדכונים תכופים של המלצות האנליסטים בתיקי השקעות המנוהלים.

כמו כן נסקור ניגודי עניינים מובנים ופוטנציאליים אשר עלולים להשפיע על אובייקטיביות ועצמאות עבודת המחקר של האנליסטים, ננתח את סוגיית השקיפות והקשרים הבין-ארגוניים בבתי השקעות, דרכי התמודדות של בתי השקעות עם ניגודי עניינים מובנים אלה ומסגרות רגולטוריות חדשות אשר נועדו להגן על האינטרס של המשקיע ולמנוע ניגודי עניינים מובנים בעבודת האנליסטים.

על סמך הנתונים והממצאים במחקרים שהסתמכנו עליהם, ניתן להסיק בבירור כי קיים מתאם חיובי בין תוצאות עבודת מחלקת המחקר – סקירות ועדכוני המלצות, לבין התנהגות מחירי המניות של החברות המסקרות, וכמו כן, היקפי וכיווני הפעילות של ציבור המשקיעים הרחב, וביתר שאת השפעה זו ניכרת בהתנהגות המשקיעים המוסדיים הגדולים, כגון קרנות פנסיה וביטוח, קרנות נאמנות ואחרים.

כמו כן, ניתן להסיק ממסקנות המחקרים כי בשנים האחרונות מהימנות, שקיפות ואובייקטיביות עבודת המחקר השתפרה בצורה משמעותית, הודות לתהליכי בקרה עצמית שאימצו בתי השקעות וכן נורמות ומגבלות רגולטוריות נוקשות שנאכפות בכל המדינות המפותחות, ומצמצמות למינימום את ניגודי העניינים הפוטנציאליים אשר עלולים לפגום בעבודת מחקר.

מבוא

העבודה הבא תסקור את מהימנות המלצות האנליסטים ותבחן את טיב הקשר ביחס לשינוי במחירי המניות המסקרות, השפעותיהם של המלצות על המחירים ועל התנהגות ציבור המשקיעים, בהפרדה בין משקיעים מוסדיים גדולים ומשקיעים פרטיים, ניגודי עניינים מובנים ופוטנציאליים בעבודת האנליסט, פתרונות רגולטוריים שנועדו לפתור ניגודי עניינים אלה ולהגביר את שקיפותם של נותני ההמלצות והשפעת הרגולציה על מהימנות ההמלצות ואמון המשקיעים באנליסטים.

האם רוב רובם של האנליסטים הם אנשים אופטימיים מטבעם ואוהבי סיכון שנוטים תמיד להעדיף את תרחיש המקרה-הטוב-ביותר בבניית המודלים שלהם על פני התרחיש המציאות הסבירה – או שמא הם מושפעים מלחצים וקונפליקטים פנימיים שמונעים יותר משיקולי הרווחיות של החברה שמעסיקה אותם ובאים על חשבון (ולפעמים בניגוד ברור ל) העדפת אינטרס ציבור המשקיעים?

מחקרים אמפיריים שנערכו בארה"ב (שוק המניות הגדול בעולם, המוערך כיום בכ-26 טריליון דולר) ובישראל במהלך שני העשורים האחרונים ודגמו כמות רבה ביותר של המלצות האנליסטים והשפעתם על מכלול תהליכי קבלת החלטות של המשקיעים, הראו בבירור כי קיים קשר חיובי בין המלצות האנליסטים לבין התנהגות ציבור המשקיעים והתנהגות מחירי המניות של החברות המסוקרות.

בהעדר הוכחות חותכות להתנהלות רבתי לא אתית מצדם של האנליסטים במחקרים שנבחנו, ניתן להסיק כי אכן מחלקות המחקר מבצעות את עבודתן נאמנה ובצורה אובייקטיבית ושקופה, במיוחד לאחר יישום השינויים הרגולטוריים בענף במהלך השנים האחרונות, בעקבות התנהלות שערורייתית של אנליסטים במהלך שנים 2000-2003 בארה"ב שנחשפה על ידי הרגולטור, וביתר שאת כתוצאה מהמשבר הפיננסי הגלובלי בשנים 2007-2009 והכישלון הקולקטיבי של הענף כולו.

סקירת ספרות

לצורך כתיבת העבודה השתמשנו בנתונים אמפיריים ומסקנות מחקרים שפורסמו בכתבי עת בינלאומיים מובילים כמו *Journal of Accounting Research*, *Quarterly Journal of Finance*, *Management Science*, *The Journal of Finance*, *Journal of Accounting & Economics* על ידי טובים המומחים האקדמיים שהתמקדו בנושא השפעת המלצות האנליסטים על מחירי המניות ובחינת ניגודי העניינים השונים.

כמו כן, נעשה שימוש נרחב בנתוני מחקר בנק ישראל משנת 2004, בעניין השפעת המלצות האנליסטים על שוק ההון והתמודדות עם ניגודי עניינים.

בחינת מהימנות השפעת המלצות על רווחיות המשקיעים

4.1 סיווג האנליסטים, סוגי ההמלצות המקובלות ושיטות דירוג, מבנה ההמלצה

באופן מהותי אפשר לחלק את ענף ניתוח ומחקר לשתי קבוצות עיקריות: אנליסטים שעובדים עבור בתי ההשקעות והבנקים (המתווכים הפיננסיים) אשר מוכרים את המוצרים שלהם – דוגמת מחקר, פעילות ברוקראז', פעילות חיתום ובנקאות השקעות, לציבור המשקיעים. קבוצת אנליסטים זו נקראת בהגהה מקצועית *Sell-Side Analysts*, הנה בעלת פוטנציאל גדול לניגודי עניינים.

ככלל, שירותי מחקר של אנליסטים *Sell-Side* בבתי ההשקעות והבנקים ניתנים ללקוחות החברה בחינם או תמורת מחיר סמלי, כמעטפת נלוות לפעילות ההשקעה והמסחר שמבצעים אותם לקוחות.