

## השפעת קבוצות עסקיות על תמחור הנפקות ראשוניות בבורסת תל-אביב 2004-2007<sup>1</sup>

אהרון כהן מוהליבר<sup>2</sup>

גיתית גור גרשגורן

במשק הישראלי רווחת תופעת הקבוצות העסקיות והמבנה הפירמידיאלי בו הן מאוגדות. בשנים האחרונות הדיון הציבורי נסוב סביב השפעותיה של תופעה זו על הריכוזיות במשק ועל הפעילות בשווקים הריאליים והפיננסיים, ואף מונתה הוועדה להגברת התחרותיות במשק ("ועדת הריכוזיות") במטרה להתייחס לסוגיה זו. עבודה זו בוחנת היבט אחד של נושא הריכוזיות: אחזקתם של מתווכים פיננסיים המנהלים כספיהם של אחרים על ידי קבוצות עסקיות. עבודה זו מתמקדת בתקופה שבין 2004-2007. ממצאיה הוגשו לוועדת הריכוזיות והיוו תשתית לשינויים שעשתה רשות ניירות ערך כדי להתמודד עם הסוגיות שהועלו במסגרתה<sup>3</sup>. שינויים אלה כוללים בין השאר את הגדרת רכישת ני"ע בהנפקות קשורות כעסקאות בניגוד עניינים, חיוב מנהלי הקרנות לבסס עסקאות, חיוב מנהלי הקרנות למסור דיווח חודשי הכולל מידע לגבי רכישה בהנפקה קשורה ועמדת הדירקטוריון לגביה. כמו כן, בשנים 2008-2009 הושתו על מספר מנהלי הקרנות עיצומים כספיים בגלל הפרת הוראות הדין בנוגע לאישור עסקאות מתואמות ומחוץ לבורסה (לרבות רכישות בהנפקה) ו/או בנוגע לאופן דיווחם. לאחר הטמעת חוק הריכוזיות והשינויים הרגולטורים שהוזכרו לעיל יש לשוב ולבחון אספקטים אלה כדי לראות האם התמורות החברתיות, הערכיות והרגולטוריות שהתרחשו מאז אכן התממשו. נושאים אלה יבחנו לכשיצטברו הנתונים הנדרשים לשם כך.

בחינה של כלל אוכלוסיית ההנפקות הראשוניות במשק הישראלי בין ינואר 2004 לדצמבר 2007 מגלה כי בעלות של קבוצות עסקיות על מתווכים פיננסיים מובילה לתמחור יתר של הנפקות ראשוניות של

---

<sup>1</sup>הדעות המובאות בעבודה זו אינן משקפות בהכרח את עמדתה של רשות ניירות ערך. אנו מודים למכון מילקן ובפרט לפרופ' גלן יאגו על הסיוע והתמיכה בהכנת מחקר זה. כמו כן אנו מודים לעובדי המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך: ליזה טפר, ריטה ינקלוביץ ורחל וינד על התמיכה, העזרה, התובנות והעבודה הרבה בעיבוד הנתונים למחקר זה.

<sup>2</sup> London Business School

<sup>3</sup> כאן נסקרו צעדים של הרשות אולם גם אצל רגולטורים אחרים נעשו פעולות שונות במטרה דומה

הקבוצה ותשואה נמוכה משמעותית על ההשקעה בהנפקות של חברות השייכות לקבוצה העסקית שבעלות קרנות נאמנות שהשתתפו בהנפקה. ממצאים אלה מצביעים על אפשרות לשימוש של הקבוצות במתווכים הפיננסיים בכדי לתמוך במחיר ההנפקה של חברות השייכות לקבוצה. הממצאים כוללים הסתברות גבוהה יותר להשתתפות הקרנות בהנפקות של החברות השייכות לקבוצה העסקית ומכירה מהירה של המניות שנרכשו בהנפקה. ממצאים אלה מהווים הרחבה של הממצא בספרות המחקרית על העברת עושר מבעלי מניות המיעוט לידי בעלי השליטה בקבוצה העסקית (tunneling).

עדויות אלו יכולות להצביע על פגיעה בהקצאת המקורות במשק וזאת מאחר וחברות המשתייכות לקבוצות עסקיות מונפקות במחירים גבוהים יותר. ממצאים אלה לא שוללים כי על אף זאת, ישנה תועלת לחוסכים כתוצאה מהשתייכות המתווך לקבוצה העסקית שמתקזזת עם (או אף עולה על) חסרונות אפשריים אלה (למשל כתוצאה מעדיפות בגישה המידע לגבי החברות המונפקות).

בעשור האחרון החלה הספרות המחקרית להתעמק בנושא קבוצות השליטה, ובייחוד בקבוצות השליטה הפירמידיאליות הנשלטות על ידי משפחות (Morck *et al.* 2005; Khanna & Yafeh Granovetter 1995). ההתעניינות בקבוצות השליטה החלה עם ב 1999 עם פרסום סדרה של מחקרים המראה כי במרבית הכלכלות בעולם נשלטת חלק גדול מהפעילות הכלכלית על ידי קבוצות עסקיות, ובפרט על ידי קומץ משפחות (La Porta *et al.* 1999; La Porta *et al.* 1998). מספר מחקרים אקדמיים ושאינם אקדמיים בחנו את קיומן של קבוצות שליטה בישראל, התפתחותן והשפעותיהן הכלכליות והחברתיות (BDI and D&B 2004-2009; Aharoni 1998; Kosenko 2007; Maman 2002; Maman 1999; Khanna & Rivkin 2001). הממצאים מראים כי בישראל ישנה ריכוזיות משקית גבוהה הנובעת משליטת מספר מצומצם של משפחות בחברות גדולות בענפים בהם הריכוזיות גבוהה.

במחקר זה אנו בוחנים את השפעותיהן של הקבוצות על הקצאת המקורות במשק, וביתר פירוט אנו בודקים האם שליטת קבוצות עסקיות במתווכים פיננסיים מעוותת את הקצאת המקורות בין חברות עצמאיות (שאינן שייכות לקבוצה עסקית) ובין חברות השייכות לקבוצה. המחקר מתבסס על ענף בספרות המוצא כי בקבוצות פירמידיאליות מעבירים בעלי השליטה מקורות מחברות בהן הזכויות התזרימיות שלהם קטנות (אך הם בעלי השליטה בהן מכוח השרשור ביו החברות בפירמידה) לחברות בהן הזכויות התזרימיות שלהם גבוהות, ביניהן חברות פרטיות. התנהגות זאת נקראת בספרות "תיעול" (tunneling) (Johnson *et al.* 2000). הספרות המחקרית על תיעול מראה כי תופעה זאת מתגלמת בצורות שונות ביניהן העברות מוצרים במחירים שאינם מחירי שוק, ביטוח הדדי ומשיכת טובות הנאה מחברות הממוקמות נמוך בפירמידה (Bae *et al.* 2002); (Bertrand *et al.* 2002). במחקר זה אנו מרחיבים על רעיון זה ומוצאים ממצאים שיכולים להצביע על כך שקבוצות עסקיות השולטות במתווכים פיננסיים יכולות להעביר מקורות לקבוצה במחירים גבוהים גם ממשקיעים פסיביים. נציין כי במחקרם התיאורטי מפתחים Almeida and Wolfenzon מודל לפיו הבחירה במבנה הפירמידיאלי יכולה להיות מוסברת במלואה על ידי רצון בעלי השליטה להעביר משאבים מחברות בהן זכויותיהם התזרימיות נמוכות לחברות הממוקמות גבוה יותר בפירמידה (Almeida & Wolfenzon 2006).

מחקר זה מרחיב את היפותזת התיעול ובוחרן מקרים ספציפיים בהם מועברים משאבים מחוסכים חיצוניים לקבוצה העסקית לתוך שוק ההון הפנימי של הקבוצה. אנו מעריכים את גודל הפגיעה בחוסכים הקטנים כתוצאה מהעברת המשאבים המיוחסת להנפקות ראשוניות של חברות המשתייכות לאותה קבוצה ומוצאים כי הבעלות של קבוצות על מתווכים פיננסיים יוצרת עיוותים בהקצאת ההון במשק (כאמור לעיל, ממצאים אלה לא שוללים כי ישנה תועלת לחוסכים כתוצאה מהשתייכות המתווך לקבוצה העסקית שמתקזזת עם או אף עולה על חסרונות אפשריים אלה). לצורך כך בחרנו במדגם היכול לענות על שאלות נוספות כגון הקיום לאורך זמן של קבוצות עסקיות (sustainability) במשקים מתפתחים ומפותחים כאחד. אנו גם מאששים הנחות מחקריות שהבעלות של קבוצות עסקיות על מתווכים פיננסיים מאפשרת לקבוצות להשתמש בהם כ"אמצעי של עוצמה" במשק (Leff 1978; F. & M. 2001). לצורך כך אספנו את כל החלטות ההשקעה של קרנות נאמנות בהנפקות ראשוניות במשק בתקופה של ארבע שנים (ינואר 2004 – דצמבר 2007).

1. מתווכים פיננסיים בקבוצה העסקית

קבוצות עסקיות הינן דומיננטיות ונפוצות הן בכלכלות המתפתחות והן ברוב הכלכלות המפותחות, כפי שתועד בספרות בהרחבה (La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Barca & Becht 2001). קבוצות אלה נפוצות במיוחד בכלכלות מתפתחות, שם, על פי הטענה, הן מפצות על השווקים הבלתי מפותחים בדרך כלל בהקשר שלשווקי הקצאות ההון (Chang & Hong 2000; Khanna & Rivkin 2001; Khanna & Yafeh 2007). לעתים קרובות, קבוצות עסקיות שולטות במנגנונים שבאמצעותם הן יכולות לקבל עדיפות בגישה למימון: בנקים, חברות ביטוח וחברות לניהול נכסים.

כמו כל החברות, לקבוצות עסקיות יש מוטיבציה לשפר את הגישה להון, ומחקרים הראו כי הן משתמשות באמצעים שונים למימון חברות קשורות, חלקן בסיוע הפיקוח הרופף יותר בשווקים אלה (La Porta et al. 1998). נציין כי ישראל יוצאת דופן בהקשר זה שכן מידת ההגנה על בעלי מניות המיעוט בישראל נחשבת גבוהה אך עם זאת קיימות בישראל קבוצות עסקיות פיראמידיאליות השולטות בחלק משמעותי מהחברות במשק. בספרות קיימות עדויות רבות לעסקים פנימיים בתוך קבוצות: לדוגמה, Shin and Park (1999) גילו שהשקעות של חברות בתוך קבוצה עסקית רגישות פחות לתזרים המזומנים שלהן-עצמן (בהשוואה לחברות שאינן קשורות לקבוצה), אך רגישות מאוד לתזרים המזומנים של חברות אחרות בקבוצה. הם מפרשים מימצא זה כמצביע על קיומם של שוקי הון פנימיים בתוך הקבוצות. (Chang and Hong (2000) מראים כי בקוריאה קיימות צורות שונות של עסקים פנימיים בתוך קבוצות, לרבות ערבויות חוב, סחר פנימי והשקעות הוניות בין חברות באותה הקבוצה. אחד היתרונות הייחודיים של צורת שליטה ארגונית של קבוצה עסקית היא נגישות משופרת להון.

חשוב שלציון, שאף ששוקי ההון הפנימיים מייצרים אפשרויות מימון טובות יותר עבור חברות קשורות, הם גם עשויים להקטין את יעילות הקצאת ההון בכלכלה, זאת גם כאשר שוקי ההון הפנימיים יעילים בהקצאת כספים בתוך הקבוצה (Almeida & Wolfenzon 2006a). עסקאות פנימיות כמו הקצאת הון בין חברות, ערבויות לחוב ומסחר פנימי עשויים לעבוד לטובת הקבוצה או לטובת בעלי הקבוצה על ידי הפניית כספים מחברות שבהן לבעלים זכויות מעטות על תזרים המזומנים לחברות שבהן הזכויות של הבעלים על תזרים המזומנים גדולות יותר. Almeida and Wolfenzon מראים כי ניתן להסביר באופן תיאורטי את הבחירה של קבוצה עסקית במבנה פירמידה כניסיון למקסם את רווחי תזרים המזומנים הפוטנציאליים של הבעלים הסופי (Almeida & Wolfenzon 2006b). כמו כן, פיצול הזכויות על תזרים המזומנים מזכויות השליטה קושרה לבעיות הנציג ברמת החברה בגין חברות שבשליטת קבוצה עסקית, כאשר האינטרסים של בעלי השליטה שונים מאלה של בעלי המניות שבמיעוט עם הקיטון בזכויות על תזרים המזומנים של בעל השליטה (Morck et al. 2005).

ניגוד עניינים זה אינו מוגבל למנהלי חברות שאינן פיננסיות בקבוצות עסקיות. הבעלות על מתווכים פיננסיים עשויה להוביל להתנהגות המועילה לקבוצה על חשבון החוסכים, בדומה לעלות המתהווה לבעלי מניות שבמיעוט בחברות שאינן פיננסיות. מכיוון שמתווכים פיננסיים ממלאים תפקיד קריטי בהקצאת הון בין חברות, עשוי להיווצר עיוות בהקצאה היעילה של ההון בכלכלה מקומית.

מבדיקת תיעול בחברות שאינן פיננסיות עלה כי סביר שקבוצות עסקיות ינקטו פעילויות תיעול, אך עד כה תועדו בספרות פעילויות תיעול שיטתיות מעטות בקבוצות עסקיות עקב הקושי שבמעקב אחר המחירים בעסקאות המתבצעות בין חברות. הדבר כולל עבודות רבות השפעה כגון (Bertrand et al. 2002), אשר בוחנות את רגישותן של חברות בקבוצות עסקיות לתזרימי מזומנים בענף שלהן לעומת תזרימי המזומנים בקבוצה שאליה הן משתייכות, וכן (Bae et al. 2002), אשר בחנו את הערך המוסף כתוצאה ממיזוגים. Tarun Khanna and Yishai Yafeh בוחנים ביטוח הדדי בין חברות בקבוצות עסקיות (Khanna & Yafeh 2005) ו-Gopalan et al. מנתחים הלוואות בין חברות בתוך קבוצות עסקיות (Gopalan et al. 2007).

## 2. ניגוד עניינים אצל מתווכים פיננסיים

מחקרים רבים הראו כי תחת תנאים מסויימים מתווכים פיננסיים כמו קרנות נאמנות, חברות ביטוח ובנקים מתנהלים באופן המיטיב עם החברה על חשבון החוסכים. נתגלה כי כאשר מידע בנוגע להתנהגות שיטתית הפוגעת במחזיקי הקרנות אינו זמין בנקל, קרנות הנאמנות מצביעות באופן דיספרופורציונלי עם ההנהלה (Davis & Kim 2007) ולאחר מכן רוכשים אותן. Kim Davis and הראו כי גם בשווקים מפוקחים ושקופים מאוד כמו ארה"ב קיימת זיקה חיובית בין קשרים עסקיים וקרנות נאמנות נוטות להצביע עם ההנהלה. מחקרים הראו כי זיקה קרובה לחתם עשויה להשפיע על המלצות של אנליסטים באופן שהם מפרסמים דו"חות אופטימיים יותר על החברה (Michaely & Womack 1999). אנליסטים בעלי זיקה ממהרים פחות להמליץ על הורדות דירוג וממהרים יותר לשדרג אותן (Brien et al. 2005), ומניות שאנליסטים בעלי זיקה המליצו עליהן מציגות ביצועי חסר (Michaely & Womack 1999). מימצאים אלה מתפרשים כסימן להטיה העשויה לנבוע מניגודי עניינים בתפקידים שממלאים בנקים להשקעות - הן כחתמים והן כספקי מידע ותחזיות בנוגע לחברה (לסקירה של ניגודי העניינים בספרות ראו (Mehran & Stulz 2007)). אפילו בארה"ב, שבה השווקים יעילים יחסית, ההטיות הללו מתומחרות רק באופן חלקי בלבד. Malmendier and Shanthikumar מראים כי רק משקיעים גדולים מתאימים את התנהגותם לתמריצים הנסתרים של אנליסטים, בעוד שדומה כי משקיעים קטנים אינם מודעים לניגודי העניינים של אנליסטים בעלי זיקה כאשר הם מפרסמים המלצות, אולי בשל עלות השגת המידע (Malmendier & Shanthikumar 2007). Ber et.al. גילו שבישראל קרנות המנוהלות על ידי הבנקים משלמות יותר מדי עבור הנפקות ראשונות לציבור בחיתום הבנק על חשבון התשואות למשקיעים (Ber et al. 2001).

הרקע להעברת ההון מחברות המנהלות קרנות נאמנות לקבוצה דומה לניגוד העניינים שנחקר בספרות על הבנקאות האוניוורסלית, שבה בנקים מסחריים, כחתמים של חברות, יכולים להשתמש בהערכות שווי כדי להמיר חוב של החברה לבנק למניות הנמכרות בהנפקה ראשונה לציבור (ראו (Drucker & Puri 2007) לסקירת הספרות בנושא), מאשר לניגוד העניינים של חתמים-אנליסטים. גם כאן ממלא המידע תפקיד חיוני בהתאמות המשקיעים. המימצאים בנוגע לבנקים מסחריים העוסקים בהעברת חוב כזו לציבור היו מגוונים, ונחלקו בין מידע א-סימטרי לבין עלות השגת המידע בכל צדדי העסקה.

במחקר זה אנו משלבים את התובנות מהספרות בנוגע לבנקאות אוניוורסלית ואת המחקר המראה סימנים לבעיית הנציג בניהול קרנות על מנת לבחון העברת ערך מקרנות המנוהלות על ידי קבוצה עסקית. קבוצות עסקיות הפעילות בשוקי ההון יכולות להשתמש בשליטתן בקרנות נאמנות ובקופות גמל כדי להעלות את מחירי ההנפקות הראשונות לציבור שהן עצמן מבצעות, ועל ידי כך להעביר ערך ממשקיעים קטנים לתוך כיסהן. זאת ועוד: שכן בנוסף להשפעה על מחירי ההנפקה בעלי קבוצות עסקיות יכולים להשתמש במתווכים פיננסיים שבשליטתם כדי לצמצם את האפשרות לאיום על השליטה באמצעות אחזקת חלקים של מניות השליטה בידי מנהלי קרנות, כל זאת בעלות נמוכה לבעלי הקבוצה ביחס לאחזקה ישירה או בשרשור שליטה דרך חברות אחרות בפירמידה.



השוק הישראלי ושיטת המכרז בהנפקות ראשוניות לציבור הנהוגה בישראל

בשנים 2003-2007 ישראל סווגה ככלכלה מתעוררת. 627 חברות היו רשומות למסחר בבורסה של תל אביב, וכ- 7% מהן היו רשומות ברישום כפול בבורסות זרות. שווי השוק הממוצע של המניות והמניות ההמירות שנסחרו בבורסה של תל אביב עמד על 156 מיליארד דולר ארה"ב, ונפח המסחר היומי הממוצע עמד על 300 מיליארד דולר. במהלך השנים הללו פעלו בישראל בין 795 ל-1,167 קרנות נאמנות, שניהלו נכסים בשווי של 113 מיליארד דולר.

במהלך אותה תקופה נעשה שימוש בבורסה הישראלית בשיטת המכרז ההולנדי (Dutch auction system) להנפקות ציבוריות ראשוניות, ולא בשיטת book building (Jagannathan & Sherman 2006; Hauser et al. 2009). בדומה לצרפת, פינלנד, ניו זילנד, ברזיל, ארגנטינה ואוסטריה, שיטת המכרז המשמשת בישראל באותה תקופה הייתה של מחיר מוצע אחיד, שבה המחיר הנמוך ביותר הסוגר את המכרז נקבע לכל המשתתפים (Oh 2008; Jagannathan & Sherman 2009). במסגרת התקנות בישראל בכל ההנפקות הראשוניות לציבור יש מכרז המורכב משני שלבים. בשלב הראשון, החתם יכול לקבל הזמנות ממשקיעים מוסדיים עד ל-80% מהמניות הנמכרות, ובשלב השני מתקיים מכרז שבו יכולים להשתתף כלל המשקיעים. אף שהשלב הראשון כולל מחירי מקסימום שהגישו קרנות הנאמנות, המחיר הסופי נקבע בשלב השני. אם החתם אינו מצליח למלא את ההתחייבות ל-80% בשלב הראשון, הדבר מתפרש כאיתות שלילי באשר לאיכות ההנפקה. ברוב ההנפקות הראשוניות לציבור קיים חיתום יתר, דבר המאותת בנוגע למחירים שהמשקיעים המוסדיים ייחסו להנפקה. כל ההתחייבויות בשלב הראשון (מבחינת מחיר ואיכות) נגישות למשקיעים בשלב השני.

המדגם כולל מעל מ-300 הנפקות ראשוניות לציבור, המהוות את כל ההנפקות שנרשמו בבורסת תל אביב בין ינואר 2003 לדצמבר 2007. הוצאנו את כל ההנפקות הראשוניות לציבור שאינן של חברות (הנפקות ETF ו-RIT). לאחר מכן חילקנו את המדגם להנפקות שבהן נמכרו מניות ולהנפקות של אגרות חוב, והשארנו רק את הנפקות המניות. הדבר מאפשר לנו לעקוב אחר היקף ההון המועבר באמצעות התבוננות במחירים של המניות כפי שנקבעו בסוף יום המסחר הראשון. מתוך 117 החברות במדגם, לחברה אחת הייתה תשואה חריגה

שעלתה על 400% ביום המסחר הראשון. גילינו שחברה זו הנפיקה דו"ח מיידי ביום המסחר הראשון אשר גרם לזינוק במחיר המניה; מכיוון שמידע זה לא היה זמין לקרנות בשלב הגשת ההצעות במכז, לא כללנו את התצפית הזו במדגם.

### III : סטטיסטיקה תיאורית

אף שמחקרים שנערכו בשנות ה-90 העידו כי בהנפקות ראשונות לציבור בישראל קיים תמחור חסר של 4.5% ביום הראשון למסחר (Kandel et al. 1999), גילינו שכאשר מחלקים את המדגם להנפקות של קבוצות עסקיות ולהנפקות של חברות שאינן משתייכות לקבוצות עסקיות, ההנפקות של האחרונות אינן מתומחרות בחסר או ביתר מבחינה סטטיסטית, ואילו ההנפקות של קבוצות עסקיות בישראל מתומחרות ביתר. תמחור היתר הממוצע לחברות בקבוצות עסקיות הוא 4.16% להנפקה בסדר גודל ממוצע של 340 מיליון ש"ח (כ-85 מיליון דולר), עם סטיית תקן של 8.81%. בממוצע, הדבר מתבטא בהעברה נטו של 3.5 מיליון דולר מהמשקיעים בקרנות לקבוצה או למשפחה השולטת בקבוצה בהשוואה למחיר החברה ביום הראשון למסחר.

טבלה 1 מציגה את המאפיינים הבלתי מותנים העיקריים של חברות שהנפיקו מניות בתקופה הנדונה במחקר לפי סיווג הבעלות על הקבוצה.

#### טבלה 1

מאפייני חברות המנפיקות מניות לפי סיווג BG (משתייכות לקבוצות עסקיות) ו-NBG (עצמאיות)

מאפייני החברות מפורטים לגבי כל 116 החברות במדגם. הסיווג לפי ענפים הוא בהתאם לתקנות רשות ניירות ערך לגבי שבעת המגזרים הענפיים העיקריים. מאפייני ההנפקות כוללים סימנים המעידים על איכות, כגון אם מסמכי ההנפקה כוללים ייעוד ספציפי לתקבולים (תקבולים מיועדים), אם המניות הונפקו בנפרד או יחד עם אגרות חוב (מניה + אג"ח), האם החתם התחייב לרכוש ניירות ערך בהנפקה ומה הייתה ההתחייבות המוסדית בהנפקה לפני ההנפקה ביום הסגירה של המכרז. מאפייני ההנפקה הכלליים הם סכום הכסף שגויס (תקבולים), נתוני היום הראשון למסחר וביצועי המניות בטווח הקצר, הבינוני והארוך.

קבוצה עסקית (BG)		עצמאית (NBG)		
24		92		מספר תצפיות
s.e.	μ	s.e.	μ	
				מאפיינים כלליים:
	8%		0%	ענף: בנקאות
	29%		24%	ענף: מסחר
	21%		44%	ענף: חברה תעשייתית
	4%		7%	ענף: השקעות והחזקות
	38%		24%	ענף: נדל"ן

24	29	12	14	גיל
	46%		61%	% לאחר האירוע <sup>4</sup> (רפורמת בכר)
				<b>מאפייני ההנפקה:</b>
	83%		61%	תקבולים מיועדים
	58%		63%	מניה + אג"ח
12%	24%	11%	25%	התחייבות החתם
12%	75%	13%	73%	התחייבות של משקיעים מוסדיים (גבול עליון: 80%)
12%	73%	14%	72%	משקיע מוסדי בתוצאות (לאחר המכרז)
183	150	48	45	תקבולים מההנפקה – מניות (במיליוני ש"ח)
400	340	114	96	תקבולים מההנפקה – מניות + אג"ח (במיליוני ש"ח)
				<b>נתוני היום הראשון למסחר</b>
1,080	854	208	186	שווי שוק
55,531	18,410	8,493	3,996	נפח
8.81%	-4.16%	30%	-0.52%	המחרה בחסר
				<b>ביצועי המניות</b>
				<u>ביצועי המניות בטווח הקצר (3)</u> <u>חודשים לא כולל 5 ימי המסחר</u> <u>הראשונים</u>
15%	-1.34%	18%	-6.46%	תשואה חריגה מעל למדד
1,904	953	256	229	נפח מסחר יומי ממוצע
				<u>טווח בינוני (6 חודשים לא כולל 5</u> <u>ימי המסחר הראשונים)</u>
20%	-7.22%	28%	-9.31%	תשואה חריגה מעל למדד
1,300	788	297	220	נפח מסחר יומי ממוצע
				<u>טווח ארוך (שנה אחת, לא כולל 5</u> <u>ימי המסחר הראשונים)</u>

<sup>4</sup> האירוע הוא חוק מקיף שאילץ את הבנקים למכור את חברות ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל שבבעלותם.

40%	-5.12%	48%	-13.63%	תשואה חריגה מעל למדד
1,171	849	290	225	נפח מסחר יומי ממוצע
	8%		7%	<b>ביקוש עודף בהנפקה</b>

קבוצות עסקיות נוטות להנפיק חברות גדולות וותיקות יותר מאשר חברות שאינן משתייכות לקבוצה. ייתכן כי ניתן להסביר זאת ביכולתן של הקבוצות לממן את פעילותן באמצעות המערכת הבנקאית. כמו כן, גילינו כי חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות מנפיקות לציבור עם יחס חוב גבוה יותר, מה שעולה בקנה אחד עם ההסבר הזה. השאלה מדוע חברות בקבוצות עסקיות יכולות להתקיים במשך תקופות ארוכות יותר ללא הנפקה לציבור הינה מעבר לתחום העיסוק של מאמר זה, ואנו מותירים אותה למחקר עתידי. לסכום ההון המגויס עבור חברות שאינן משתייכות לקבוצה יש התפלגות מוטה ביותר. מכיוון שרוב ההנפקות מתבצעות מחוץ למגזר ההיי-טק, אין ביכולתנו להסביר זאת אך ורק על ידי כך שהחברות מנסות ליצור מנגנוני תגמול תלוי-ביצועים לעובדים. חלק מהמימצאים הראשוניים מראה כי לחברות שאינן משתייכות לקבוצות יש גישה מצומצמת להון ממערכת הבנקאות, מה שעשוי להוביל חברות לצאת לבורסה בשלב מוקדם יותר ולגייס סכומים נמוכים יותר.

סיווג ההשקעות על פי צמדי בעלות חברה-קרן

סיווגנו חברות ככאלה המשתייכות לקבוצות עסקיות (business group ,BG) או כעצמאיות (non ,NBG), (business group). לצורך מחקר זה נהגנו בדומה למחקרים קודמים על קבוצות עסקיות בישראל (Maman 1999, 2002) והשתמשנו בסיווג של Dan and Bradstreet (D&B) של 19 הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל. נתוני D&B כוללים חברות ציבוריות ופרטיות, ולכן הינם מדויקים יותר ממיפוי הקבוצות על פי בעלות של חברות ציבוריות, כפי שנעשה בעבר בישראל (Kosenko 2007).

השתמשנו באותה שיטת סיווג לזיהוי הבעלות על קרנות נאמנות, כאשר קרן נאמנות עשויה להיות BG (להשתייך לקבוצה עסקית), או NBG (עצמאית), בהתאם לבעלים הסופי. ניתחנו את רמת ההשקעה בשני שלבים : ראשית חילקנו את המדגם לבעלות על קבוצה עסקית (BG) ולבעלות שאינה על קבוצה עסקית (NBG) (ראה טבלה 2), ואז קודדנו את מטריצת BG-BG כך שהאלכסון שבו קרנות הנאמנות שהשקיעו בהנפקות הינן בבעלות הקבוצה ששייכת לה גם החברה המנפיקה (*same group – אותה קבוצה*), ואילו כאשר קרנות הנאמנות השקיעו בקבוצות אחרות הן מצויות מחוץ לאלכסון (*different group – קבוצה שונה*) (ראה טבלה 2). השליטה הוגדרה לפי הבעלים על הנתח הגדול ביותר של מניות ההצבעה, כשלאף שילוב של שלושה מבעלי המניות האחרים ביחד אין יותר מניות הצבעה. השתמשנו ברף (cutoff) של 25% כך שאף בעל מניות עם פחות מ-25% ממניות ההצבעה לא הוגדר כבעל שליטה.

### טבלה 2א'

קידוד של קרנות נאמנות וחברות מנפיקות בצמדים, לפי בעלות

בעלות על חברה המנפיקה מניות			
		BG	NBG
בעלות על קרן נאמנות	BG	BG-BG	BG-NBG
	NBG	NBG-BG	NBG-NBG

### טבלה 2ב'

קידוד לצמדים BG-BG

בעלות על חברה המנפיקה מניות			
		BG <sub>i</sub>	BG <sub>j</sub>
בעלות על קרן נאמנות	BG <sub>i</sub>	אותה קבוצה	קבוצה שונה
	BG <sub>j</sub>	קבוצה שונה	אותה קבוצה

בעזרת סיווגים אלה ביכולתנו לבחון את התנהגות קרנות הנאמנות כשהן ניצבות בפני עולם השקעות דומה. הבקרה על מאפייני הקרנות מאפשרת לנו לבחון האם הבעלות על הקרנות משפיעה על ההחלטה של קרנות באילו הנפקות להשקיע.

סטטיסטיקה תיאורית ברמת ההשקעה

כעת נבחן את המימצאים הבלתי מותנים ברמת ההשקעה. בחנו את החלטות ההשקעה של קרנות הנאמנות על רקע כלל ההנפקות הזמינות להשקעה בשנה נתונה. גילינו שתמחור היתר הממוצע להשקעה קיצוני יותר כאשר קרנות משקיעות בקבוצה שלהן. השקעות באותה הקבוצה מניבות תשואה ממוצעת שלילית של 6.33% ביום הראשון. לא ניתן להסביר זאת במיומנות גרועה של הקרנות בבחירת השקעות, מכיוון שהשקעותיהן בחברות דומות מקבוצות עסקיות אחרות הניבו הפסד הקטן פי חמישה אשר אינו שונה באופן מובהק מאפס - רק 1.42% ביום הראשון למסחר.

ההפסד גדול יותר באופן ברור מאשר בכל ההשקעות האחרות של קרנות נאמנות במדגם שלנו. השקעות של קרנות עצמאיות ושל קרנות המשתייכות לקבוצות עסקיות בכל החברות האחרות הניבו הפסדים נטו שהם בין שליש למחצית מאלה שהיו להן בתוך הקבוצה. **טבלה 3**

מאפייני ההשקעות של קרנות הנאמנות לפי הבעלות הסופית על הקרן ועל החברה המנפיקה

מאפייני ההשקעות מפורטים לכל 2124 צירופי הנפקה-קרן. הסיווג לפי ענפים הוא בהתאם לתקנות רשות ניירות ערך לגבי שבעת המגזרים הענפיים העיקריים. מאפייני ההנפקות כוללים סימנים המעידים על איכות, כגון אם מסמכי ההנפקה כוללים ייעוד מסוים לתקבולים (תקבולים מיועדים), אם המניות הונפקו בנפרד או יחד עם אגרות חוב (מניה + אג"ח), האם החתם התחייב לרכוש בהנפקה ומה הייתה ההתחייבות המוסדית לפני ההנפקה ביום הסגירה של המכרז. מאפייני ההנפקה הכלליים הם סכום הכסף שגויס (תקבולים), נתוני היום הראשון למסחר וביצועי המניות בטווח הקצר, הבינוני והארוך. המחרה בחסר מוצגת כסך ההמחרה בחסר בהנפקה, ההמחרה בחסר משוקללת כחלקה של הקרן בסך ההתחייבות וההמחרה בחסר במונחים כספיים (אלפי ש"ח).

משתנה	משקיעים עצמאיים n= 1367			משקיעים מקבוצות עסקיות n= 757		
	משקיעים בחברה עצמאית		משקיעים בחברה שבעלות קבוצה	משקיעים בחברה עצמאית		משקיעים בחברה של קבוצה אחרת
	תצפיות	ממוצע	ממוצע	תצפיות	ממוצע	ממוצע
<b>משתנים אינדיקטורים ענף</b>						
בנקאות וביטוח	0.00%		1.39%	0.00%	1.32%	0.00%
מסחר ושירותים	14.48%		13.61%	14.53%	7.40%	4.23%
ייצור תעשייתי	29.99%		6.00%	28.27%	5.68%	0.53%



חברות השקעות והחזקות	4.32%	3.29%	3.57%	2.64%	0.26%
נדל"ן ובנייה	18.58%	7.24%	20.74%	9.91%	0.13%
<b>שיעור השתתפות בהנפקות לאחר האירוע</b>	37.02%	15.44%	39.63%	12.81%	4.23%
<b>אינדיקציות ממשלכ ההנפקה</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
קיים ייעוד לתקבולים מההנפקה	29.26%	44.84%	44.39%	25.76%	3.70%
חבילת ההנפקה כוללת אג"ח	47.26%	22.09%	46.90%	19.15%	4.62%
הקרן קשורה לבעל זכויות בחברה המנפיקה	0.59%	0.51%	0.13%	0.00%	0.13%
הקרן קשורה לאחד החתמים	18.58%	8.27%	10.57%	3.83%	0.00%
הקרן קשורה לחתם הראשי	13.17%	1.54%	8.85%	3.43%	3.96%
<b>משתנים רציפים</b>					
גיל החברה המנפיקה					

שיעור המניית בהנפקה	68.47%	53.5 3	53.74	31.53%	216. 76	249.51	67.90%	52.3 1	50.71	26.95 %	202.38	244.22	5.15%	238.5 8	183.46
סך גודל ההנפקה (מניות + אג"ח)	68.47%	117. 62	128.8 2	31.53%	473. 82	479.37	67.90%	112	119.44	26.95 %	456.29	483.08	5.15%	493.4	351.68
שיעור השתתפות הקרן מבין כל המשקיעים המוסדיים	68.47%	0.03	0.03	31.53%	0.01	0.01	67.90%	0.03	0.03	26.95 %	0.01	0.02	5.15%	0.03	0.09
שיעור השתתפות הקרן מבין כל המשקיעים המשתתפי סם	68.47%	0.02	0.02	31.53%	0.01	0.01	67.90%	0.02	0.02	26.95 %	0.01	0.01	5.15%	0.02	0.05
<b>היום הראשון למסחר</b>															
שווי השוק של החברה	68.47%	246. 61	255.2 6	31.53%	1,28 7.81	1,421.2 6	67.90%	240. 92	240.92	26.95 %	1,275.9 2	1,411.8 5	5.15%	1,113. 17	1,038.0 2
המחרה בחסר	68.47%	- 0.05	30.38	31.53%	- 3.22	9.6	67.90%	- 1.32	31.71	26.95 %	-1.42	10.51	5.15%	-6.33	5.39
המחרה בחסר לקרן	68.47%	- 28.4 4	815.6 9	31.53%	- 220. 24	572.58	67.90%	- 196. 78	1,955. 40	26.95 %	-186.35	587.37	5.15%	-270.8	327.12
תמחור בחסר בשי"ח לקרן	68.47%	- 0.02	0.19	31.53%	- 0.03	0.12	67.90%	- 0.03	0.26	26.95 %	-0.06	0.22	5.15%	-0.08	0.14
	0.00%			0.00%			0.00%			0.00%			0.00%		
המחרה בחסר משוקללת לקרן ביצועי ההנפקה בטווח הקצר (3 חודשים)	68.47%	0	0.01	31.53%	0	0	67.90%	0	0.01	26.95 %	0	0	5.15%	0	0

תשואה מעל השוק	68.47%	-4.6	29.36	31.53%	-	18.66	67.90%	-6.6	29.74	26.95	-1.52	19.37	5.15%	-13.99	3.95
					3.66					%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	488,537	539,330	31.53%	2,644,257	4,286,412	67.90%	508,562	540,864	26.95%	2,360,611	4,216,937	5.15%	2,570,706	3,102,527
תשואה מעל השוק	68.47%	-	18.94	31.53%	-	15.41	67.90%	-4.3	20.6	26.95%	0.32	16	5.15%	-7.28	5.15
		3.87			0.17					%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	305,832	283,204	31.53%	1,804,372	2,742,592	67.90%	329,533	305,154	26.95%	1,601,284	2,700,428	5.15%	1,822,819	1,994,518
<b>ביצועי ההנפקה ב- 6 חודשים</b>															
תשואה מעל השוק	68.47%	-	34.43	31.53%	-	18.81	67.90%	-	35.74	26.95%	-13.51	19.47	5.15%	-28.39	14.49
		6.27			15.92			7.34		%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	396,957	440,732	31.53%	1,834,536	2,632,197	67.90%	384,800	415,959	26.95%	1,624,107	2,593,055	5.15%	1,909,624	1,937,825
תשואה מעל השוק	68.47%	-	30.35	31.53%	-	19.04	67.90%	-	32.95	26.95%	-11.37	19.18	5.15%	-21.67	20.43
		5.18			12.22			4.56		%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	304,834	353,182	31.53%	1,394,853	1,829,226	67.90%	293,112	320,419	26.95%	1,226,411	1,802,079	5.15%	1,520,601	1,369,439
<b>ביצועי ההנפקה בטווח הארוך (שנה אחת)</b>															
תשואה מעל השוק	57.79%	-	48.55	31.31%	-	39.17	55.35%	-	47.71	26.68%	-17.57	36.19	4.62%	-42.08	41.79
		10.04			17.53			13.71		%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	57.79%	366,931	401,591	31.31%	1,482,281	1,819,673	55.35%	340,622	355,366	26.68%	1,318,625	1,803,955	4.62%	1,658,775	1,321,104

תשואה מעל השוק	57.79%	-	48.92	31.31%	-	43.25	55.35%	-	49.05	26.68	-15.58	38.16	4.62%	-34.91	51.21
		7.61			13.4	4		8.54		%					
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	57.79%	314,614	366,752	31.31%	1,258,069	1,433,440	55.35%	287,314	307,519	26.68%	1,115,736	1,422,342	4.62%	1,438,216	1,024,535

תמחור היתר מעיד כי המשקיעים רכשו מניות בחברה במחיר גבוה מכפי שהיו משלמים אילו היו רוכשים את המניות בסוף היום הראשון למסחר. לחילופין, ניתן לטעון שיייתכן שמשקיעים מעריכים כי החברה היא השקעה טובה לטווח הארוך וכי ברצונם להבטיח לעצמם מניות בהנפקה ללא קשר ליום הראשון למסחר. הנתונים אינם תומכים בטיעון זה. השקעות באותה קבוצה מפסידות במוצע 13.99% בשלושת חודשי המסחר הראשונים ו-28.39% במחצית השנה הראשונה, לעומת הפסד של 1.52% על השקעות בקבוצות עסקיות אחרות באופק של שלושה חודשים ו-13.5% באופק של שישה חודשים.

באופן כללי, מימצאים אלה תואמים את השערת התיעול (tunneling) ומראים כי כאשר קרנות נאמנות משקיעות בהנפקות של חברות בקבוצה שלהן, הן משיגות תשואות גרועות על השקעותיהן, ולמעשה, הן מעבירות כספים ממשקיעים קטנים לקבוצה העסקית. מימצאים אלה עולים בקנה אחד גם עם המחקר על בנקאות אוניברסלית, שהראה כי קרנות רוכשות מניות בחברות עם אותה בעלות במחירים גבוהים. כמו כן, המימצאים הללו מראים כי שוקי ההון הפנימיים שיש לחברות הללו אינם מוגבלים לבנקים. קבוצות יכולות להשתמש במישרין בחסכוניות המנוהלים בקרנות הנאמנות ולעוות על ידי כך את הקצאת ההון היעילה של חסכוניות הציבור באמצעות אותם מתווכים פיננסיים.

בהמשך, שללנו את האפשרות שההשקעות מהוות חלק מאסטרטגיה ארוכת טווח הנובעת ממידע משופר המצוי בידי אותן קרנות. השתמשנו באותה שיטת סיווג ובנינו מערכת נתונים חדשה של כל האחזקות של קרנות הנאמנות לתקופה של עד 3 שנים לאחר תצפית הרכישה האחרונה, כדי לבדוק מתי המניות נמכרו. הגדרנו מכירה משמעותית כקרנות שמכרו לפחות 50% מהמניות וחישבנו את פרק הזמן בין ההנפקה למכירה המשמעותית הראשונה. המימצאים מופיעים בטבלה 4. **טבלה 4**

תקופת החזקה ותשואות על ההשקעה ביום המכירה המשמעותית הראשונה לפי קרן

מכירה משמעותית מוגדרת כמכירה של לפחות 50% מהמניות שנרכשו בהנפקה. התשואה חושבה כהפרש בין מחיר הרכישה בהנפקה לבין מחיר המכירה הממוצע במהלך התקופה מחולק במחיר ששולם, לפי ממוצע שנתי. לא נכללו תשואות גבוהות מ-100% ונמוכות מ-50%. לכל קרן עשויות להיות מספר השקעות במהלך התקופה.

סטטית תקן	מיני	מקסי	חציון	ממוצע	n=726	
8.08	2	54	8	10.3		<b>יום המכירה המשמעותית הראשונה</b>
7.87	2	46	9	10.3	42.84%	בחברות של קבוצה עסקית
8.24	2	54	7	10.3	57.16%	בחברות עצמאיות
7.42	2	46	7	9.26	50.41%	בקרנות של קבוצה עסקית
8.59	2	54	9	11.32	49.59%	בקרנות עצמאיות
4.4	2	16	11	9.8	2.07%	באותה קבוצה
8.8	2	46	9	10.5	9.92%	בקבוצה אחרת

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

הממצאים מראים כי קבוצות עסקיות מחזיקות מניות הנרכשות בהנפקה לפרק זמן קצר יותר ממניות הנרכשות מקבוצות אחרות או מחברות עצמאיות. לניתוח זה הצמדנו את מחירי המניות בהנפקה וחישבנו את התשואה עד למכירה, והיא איננה חיובית. לפיכך אנו שוללים כי רכישות אלו נעשו בהתאם למידע עודף ובנייתאסטרטגית השקעה ארוכת טווח או תזמון נכון של מכירת המניות.

כפי שטוענת הספרות, מימצאים בלתי מותנים אלה מפגינים דפוסים התואמים תיעול (tunneling). קרנות נאמנות המשתייכות לקבוצות עסקיות משתתפות בהנפקות מאותה הקבוצה במחיר גבוה על חשבון המשקיעים בקרנות.

בהמשך בדקנו אם לקבוצות עסקיות יש יתרון שיטתי בהנפקת מניות באמצעות כמה מודלים של בחירת השקעות על ידי הקרנות. תחילה אספנו את הדו"חות הכספיים מלפני ההנפקה של כל החברות במדגם, כדי להסביר הבדלים שיטתיים כלשהם בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות הכלולות במדגם שלנו. בהמשך ניתחנו את דפוסי הפעילות של החלטות של קרנות הנאמנות ברמת ההשקעה, תקופת החזקה והתשואה הכוללת על ההשקעה. לאחר מכן הרצנו את אותם המודלים על תת מדגם של קרנות נאמנות המשתייכות לקבוצות עסקיות שגם הייתה להן פעילות הנפקות במהלך התקופה. כמו כן, הוספנו לניתוח זה מערכת נתונים של כל קרנות הנאמנות שפעלו בשוק ההנפקות במהלך התקופה וביצענו מידול של הסיכוי שהן ישתתפו בהנפקה תוך שימוש בקידוד *קבוצה שונה ואותה קבוצה*. לבסוף בדקנו אם יש הבדל מובהק בנתונים החשבונאיים ובביצועי המניות לטווח הארוך אצל חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות אשר שולטות במתווכים פיננסיים ואם קיים הבדל מובהק בביצועי השוק המותאמים של קרנות נאמנות המנוהלות על ידי קבוצות עסקיות לבין אלה של קרנות עצמאיות.

### V : תוצאות המודלים

בעת הצגת ההנפקה (road show), קרנות נאמנות נחשפות לדו"חות הכספיים של החברה המנפיקה וכן למידע בנוגע לשווקים ולהזדמנויות העומדות בפני החברה. המידע הזמין על החברות מתומצת בדו"חות הכספיים, ואנו מנתחים אותו בדומה לניתוח של (Pagano et al. 1998) הנפקות ראשונות לציבור באיטליה ובדומה לניתוח של (Ber et al. 2001) הנפקות בישראל, על מנת לראות האם קיימים הבדלים שיטתיים בין חברות

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין חברות שאינן משתייכות לקבוצות עסקיות, ראשית לפי יחסים פיננסיים, ובהמשך לפי ביצועי המניות. גילינו שחברות המשתייכות לקבוצות עסקיות פעילות במשך תקופה ארוכה יותר מבלי לגייס הון משוקי המניות, כי הן גדולות יותר וכי יש להן מינוף לטווח ארוך יותר. חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות שגם שולטות במתווכים פיננסיים רווחיות פחות, בשתי סטיות תקן, מהחברות שבמדגם שלנו, מימצא מובהק מבחינה סטטיסטית ומשמעותי מבחינה כלכלית. המימצאים מופיעים בטבלה 5.

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 5

ההשפעה המותנית של קבוצות עסקיות ושל בעלות של "אותה קבוצה" על היחסים החשבונאיים של חברות המנפיקות מניות

מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום המסחר הראשון לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, "ההתחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, "הרווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה.

	גיל		שווי שוק		יחס נזילות מיידי		מינוף פיננסי		רווח גולמי / נכסים	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<b>Intercept</b>	13.862**	14.260**	-8.558	115.244	-1.174	-0.931	3.966	14.257	0.155	0.101
	(5.924)	(6.184)	(196.325)	(200.093)	(0.738)	(0.759)	(46.745)	(48.286)	(0.134)	(0.135)
<b>חברה של קבוצה עסקית</b>	15.638**	15.010**	706.977**	512.039**	0.705	0.339	-66.102*	-81.619**	-0.078	0.001
	(3.735)	(4.593)	(123.769)	(148.615)	(0.527)	(0.596)	(33.372)	(37.910)	(0.098)	(0.105)
<b>אותה קבוצה</b>		1.782		553.538**		1.194		50.632		-0.321*
		(7.525)		(243.483)		(0.918)		(58.443)		(0.170)
רגרסיה ליניארית	0.1732	0.1737	0.3104	0.3431	0.1725	0.1862	0.1223	0.1288	0.2485	0.279
מספר	116	116	116	116	116	116	116	116	116	98
<b>ניטרול ענף ומגמות על פני זמן</b>										

הביצועים המותנים של המניות במודל, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, מתנהגים בהתאם לתחזיות בספרות. הרווחיות מגדילה את התשואה שמעל לממוצע השוק, המינוף מקטין אותה ולחברות גדולות יותר יש שיעור צמיחה נמוך יותר מעבר לגידול הממוצע בתשואת השוק (Fama & French 1993)

בכל המודלים, על אף שלחברות המשתייכות לקבוצות עסקיות יש ביצועים טובים יותר בטווח הקצר, הרי שלחברות שהנפיקו קבוצות אשר בבעלותן מתווכים פיננסיים ושהמתווכים השתתפו בהנפקות היו ביצועים גרועים. הביצועים לתקופות של 3, 6 ו-12 חודשים מפורטים בטבלאות 6-8. על מנת



## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

לנטרל את ההשפעה של תמחור היתר של היום הראשון ואת התנודתיות של ימי המסחר הראשונים מדדנו את ביצועי המניות החל מחמישה ימים לאחר ההנפקה. בטווח הארוך אין הבדל מובהק בין ביצועי החברות המשתייכות לקבוצות עסקיות ולקבוצות עסקיות בעלות מתווכים פיננסיים, והביצועים של שני סוגי החברות הם מתחת לביצועי השוק.

### טבלה 6

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שלושה חודשים

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 63 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשונים אינם כלולים). גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, "התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, "רווח גולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים נכללים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל את השפעות הזמן על ההנפקה קבועות, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1)	(2)	(3)
	תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		2.188** (1.102)	2.373** (1.115)
אותה קבוצה עסקית			-4.455*** (0.822)
גודל ההנפקה	0.00649*** (0.00131)	0.00526*** (0.00152)	0.00540*** (0.00151)
שווי שוק	-0.00504*** (0.000412)	-0.00539*** (0.000431)	-0.00541*** (0.000432)
יחס נזילות מידי	-1.591*** (0.268)	-1.699*** (0.281)	-1.690*** (0.281)
רווח גולמי להון	0.162** (0.0667)	0.147** (0.0685)	0.145** (0.0683)
התחייבויות להון	-0.00660 (0.0265)	-0.00437 (0.0269)	-0.00508 (0.0269)
קבוע	-5.538*** (0.932)	-5.456*** (0.929)	-5.467*** (0.930)
תצפיות	2,174	2,174	2,174

טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

---

גרסיה לינארית	0.140	0.142	0.143
---------------	-------	-------	-------

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 7

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שישה חודשים

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 125 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשונים אינם כלולים). גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב על מנת לנטרל את השפעות הזמן של הנפקה כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1)	(2)	(3)
	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		-12.58*** (1.491)	-12.58*** (1.509)
אותה קבוצה עסקית			0.0338 (2.486)
גודל ההנפקה	-0.0101*** (0.00276)	-0.00301 (0.00273)	-0.00301 (0.00272)
שווי שוק	-0.00171* (0.000959)	0.000283 (0.000819)	0.000283 (0.000818)
יחס נזילות מיידי	-0.645** (0.327)	-0.0275 (0.355)	-0.0276 (0.355)
רווח גולמי להון	0.384*** (0.139)	0.474*** (0.130)	0.474*** (0.131)
התחייבויות להון	-0.0788 (0.0510)	-0.0917* (0.0468)	-0.0917* (0.0468)
קבוע	-1.315 (1.694)	-1.785 (1.645)	-1.785 (1.645)
תצפיות	2,174	2,174	2,174
רגרסיה ליניארית	0.144	0.169	0.169

סטיות תקן בסוגריים

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### טבלה 8

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שנים עשר חודש

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 250 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשונים אינם כלולים). "גודל ההנפקה" הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים חלקי ההתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל השפעות הזמן על ההנפקה, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1)	(2)	(3)
	תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		-8.630*** (2.845)	-8.781*** (2.864)
אותה קבוצה עסקית			4.035 (5.760)
גודל ההנפקה	-0.0656*** (0.00413)	-0.0606*** (0.00466)	-0.0607*** (0.00466)
שווי שוק	0.0103*** (0.00138)	0.0123*** (0.00141)	0.0124*** (0.00141)
יחס נזילות מיידי	-1.162* (0.618)	-0.714 (0.667)	-0.722 (0.668)
רווח גולמי להון	0.179 (0.173)	0.251 (0.163)	0.255 (0.163)
התחייבויות להון	0.119* (0.0711)	0.104 (0.0653)	0.104 (0.0652)
קבוע	3.559* (2.104)	2.771 (2.105)	2.752 (2.105)
תצפיות	1,949	1,949	1,949
רגרסיה ליניארית	0.316	0.320	0.320

סטיות תקן בסוגריים

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

בהתאם להשערת התיעול (tunneling) לשוקי הון פנימיים, גילינו שכאשר קרנות נאמנות משקיעות בתוך הקבוצה שלהן, הביצועים שלהן נמוכים מביצועי השוק באופן מובהק בטווח הקצר, ולאחר מכן תואמים את המגמה הכללית של כל החברות האחרות השייכות לקבוצה עסקית.

בטבלה 9 ביצענו מידול של תמחור היתר, וכימתנו את הסכום ששולם ביתר על המניות על ידי המשקיעים המוסדיים שהגישו הצעה במכרז. כל קרן רואה את כל ההנפקות ויכולה לבחור האם להשקיע בהנפקה או לא ואיזה מחיר להציע. גילינו שהמשתנים "קבוצה עסקית" ו"אותה קבוצה" מעידים על תמחור יתר של 1.79% ו-5.75% ברמות מובהקות גבוהות ( $p < 0.001$  להנפקות של קבוצות עסקיות). יש לציין שבהגדרה, המשתנה *אותה קבוצה* מתייחס רק לקרנות נאמנות שבניהול הקבוצות עסקיות אשר מנהלות גם את החברה שאת מניותיה הן רוכשות.

היות והמדגם כולל החלטות השקעה של מספר קרנות במספר מצומצם יותר של הנפקות החלטות ההשקעה אינן בלתי תלויות (*independent*). לצורך כך כללנו במודל תיקון להתקבצות של תצפיות בין תאים (*clustering*). הממצאים עומדים בעינם גם לאחר הכנסת הבקרה לחוסר תלות בין התצפיות.

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### התשואות על השקעות קרנות הנאמנות ביום הראשון

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה ביום הראשון למסחר. גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. "גודל ההנפקה" הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים חלקי ההתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל השפעות הזמן על ההנפקה, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר	(2) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר	(3) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר
חברה של קבוצה עסקית		-1.917*** (0.602)	-1.794*** (0.597)
אותה קבוצה עסקית			-3.364*** (0.741)
גודל ההנפקה	-0.0234*** (0.00121)	-0.0226*** (0.00125)	-0.0224*** (0.00124)
שווי שוק	0.0103*** (0.000459)	0.0106*** (0.000467)	0.0106*** (0.000465)
יחס נזילות מהיר	0.0568 (0.142)	0.156 (0.148)	0.167 (0.149)
רווח גולמי להון	-0.314*** (0.0387)	-0.301*** (0.0377)	-0.303*** (0.0375)
התחייבויות להון	0.166*** (0.0105)	0.164*** (0.0100)	0.164*** (0.0100)
תצפיות	2,174	2,174	2,174
רגרסיה ליניארית	0.178	0.181	0.182

סטיות תקן בסוגריים

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ביחד, מעידים הממצאים כי קרנות נאמנות משקיעות בחברות המשתייכות לקבוצה שלהן במחירים גבוהים, המתבטאים בהפסדים בטווח הקצר והארוך. השווקים מתמחרים את החברות הללו במחיר נמוך יותר במשך תקופה של עד שנה לאחר ההנפקה.

כעת נבחן את הסבירות שקרנות ישקיעו בתוך הקבוצה שלהן. על מנת לתמוך במחיר ההנפקה ולהקל על התיעול (tunneling) לתוך שוקי ההון הפנימיים, על הקרנות בקבוצה להיות פעילות בהנפקות מטעם הקבוצה שלהן. באופן בלתי מותנה, טבלת התדירות המופיעה בטבלה 10 מראה כי קיימת סבירות גבוהה יותר שקרנות

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

השייכות לקבוצות עסקיות ישתתפו בהנפקה של קבוצה עסקית כלשהי, וסבירות כמעט כפולה שישתתפו בהנפקה מטעם הקבוצה שלהן, בהשוואה להנפקות של חברות עצמאיות.

### טבלה 10

תדירות ההשתתפות בהנפקה ראשונה לציבור

מדדנו את התדירות של השתתפות הקרנות בהנפקה על ידי בניית מערכת של כל הקרנות שהיו קיימות בכל תאריך הנפקה נתון וספירת מספר ההנפקות שבהן הן השתתפו בכל אחד מותאי הטבלה, ואז חילקנו את המספר בסך ההנפקה בכל תא.

בעלות על חברה המנפיקה מניות		
	NBG	BG <sub>j</sub>
בעלות על NBG	13%	16%
קרן נאמנות BG <sub>i</sub>		23%
	17%	"קבוצה שונה"
BG <sub>j</sub>		31%
		"אותה קבוצה"

ההשתתפות בהנפקה ראשונה לציבור מאותתת על איכות ההנפקה. מכיוון שבשוק הישראלי ההנפקות מתנהלות באמצעות מכרז, ההשתתפות מסייעת גם למלא את הביקוש בשלב טרום המכרז, דבר המאותת למגישי ההצעות בשלב השני על איכות ההנפקה. השתמשנו במערכת נתוני קרנות הנאמנות כולה על מנת ליצור מודל לסבירות ההשתתפות בהנפקה. התוצאות מפורטות בטבלה 11 ועולות בקנה אחד עם טבלת התדירות הבלתי מותנית. בעלות של אותה קבוצה מעלה את הסבירות להשתתפות בהנפקה, והיא מהווה את גורם הניבוי החזק ביותר לגבי סיכוייה של קרן להשתתף בהנפקה נתונה.

### טבלה 11

סבירות ההשתתפות בהנפקה

באמצעות מדגם של כל קרנות הנאמנות הקיימות לכל אורך תקופת המדגם יצרנו מודל של הסבירות להשתתפות בהנפקה. מודל הסבירות מבוסס על יחסים פיננסיים שהתגלו כמשמעותיים במודלים הקודמים, שווי השוק של החברה שבוע לאחר היום הראשון למסחר, מדיניות ההשקעות המוצהרת של הקרן (מניות, אג"ח או נגזרים), הצלחת ההתחייבות בשלב טרום-המכרז בהנפקה (התחייבות יתר מקבלת את הערך 1 אם להנפקה היה ביקוש גבוה מ-80% בשלב הראשון, 0 במקרה אחר) וגודל ההנפקה במיליוני ש"ח. כללנו גם משתני דמי המציינים את זהות הבעלים העיקרי של הקרן (BG- קבוצה עסקית, או NBG- עצמאית). המשתנה "same" (אותה קבוצה) מתייחס למקרים שבהם הבעלים העיקריים של הקרן והבעלים העיקריים של החברה הם אותה קבוצה עסקית. המודל מנטרל את הענף ומגמת הזמן. המקדמים ברגרסיה הלוגיסטית מפורטים, טעויות התקן בסוגריים.

טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

משוואה	משתנים	(1) משתתפים	(2) משתתפים	(3) משתתפים	(4) משתתפים
משתתפים	אותה קבוצה				0.595*** (0.220)
	חברת של קבוצה עסקית			0.423*** (0.129)	0.290* (0.151)
	משקיע של קבוצה עסקית		-0.0962 (0.218)	-0.0864 (0.220)	-0.127 (0.220)
	התחייבויות להון	-0.00359* (0.00192)	-0.00361* (0.00192)	-0.00405** (0.00187)	-0.00324* (0.00190)
	שווי שוק	0.000637*** (0.000230)	0.000635*** (0.000230)	0.000551*** (0.000213)	0.000512** (0.000218)
	קרן מניות	1.642*** (0.364)	1.635*** (0.364)	1.635*** (0.364)	1.638*** (0.361)
	קרן אג"ח	1.660*** (0.363)	1.655*** (0.363)	1.672*** (0.363)	1.666*** (0.360)
	התחייבות יתר	0.229 (0.194)	0.228 (0.194)	0.252 (0.198)	0.276 (0.198)
	גודל ההנפקה	0.000169 (0.000453)	0.000174 (0.000453)	-2.74e-06 (0.000430)	9.72e-05 (0.000447)
	קבוע	-4.419*** (0.705)	-4.324*** (0.730)	-4.369*** (0.730)	-4.301*** (0.731)
	תצפיות	5,069	5,069	5,069	5,069

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

המודלים מראים כי קרנות צפויות יותר להשקיע בתוך הקבוצה שלהן, וכן כי המשתנה "אותה קבוצה" מובהק מאוד ובעל ההשפעה החזקה ביותר אחרי מדיניות ההשקעות של הקרן.



השאלה אם קבוצות עסקיות מסייעות לכלכלה המקומית או מאיטות את התפתחותה ( Khanna & Yafeh 2007) רחוקה מהכרעה. המחקר זיהה טיעונים תיאורטיים הן לגבי השפעות חיוביות והן לגבי השפעות שליליות שיש לקבוצות עסקיות על האופן שבו פועלים השווקים במדינות שבהן הקבוצות חולשות על חלק גדול מספיק מכלכלת המדינה. הטיעון המרכזי בעד ההשפעה המיטיבה של קבוצות על הצמיחה הכלכלית הלאומית מתמקד באופן שבו שוקי הון פנימיים מחליפים שווקים חיצוניים בלתי יעילים, מאפשרים לכלכלת המדינה להתפתח בקצב מהיר יותר ומדלגים על השלבים ההופכים הקצאת הון חיצונית באמצעות הבנקים ושוקי ההון לבלתי יעילה (Shin & Park 1999; Khanna & Palepu 2000; Khanna & Yafeh 2007).

מאידך, הסברה היא כי הכוח וההשפעה הפוליטית המוגברים, העברת מנהיגות הקבוצה לבעלים בני הדור השני והשלישי שהינם מוכשרים פחות מן המייסד, והתבצרות השליטה בקבוצות, אשר מאטה את התפתחותם של שווקים יעילים ברמת הכלכלה - מאטים את הצמיחה הכלכלית ( Morck et al. 1998; Moreck et al. 2005; Khanna & Yafeh 2007). יש לציין כי קבוצות בעלות מבנה של פירמידה יוצרות פער בין זכויות השליטה לבין הזכויות על תזרים המזומנים ובכך מעניקות לבעלי המניות העיקריים תמריץ להעביר משאבים מהחברות ברמות הנמוכות יותר (תיעול - tunneling) (Johnson et al. 2000), מה שעלול לפגוע בהתפתחות שוקי הון חיצוניים יעילים.

כאשר בעלי שליטה משתמשים במתווכים פיננסיים על מנת להעביר הון, עולים חששות חדשים מבחינת הספרות בנושא רמת ההתפתחות של שוקי ההון בכלכלות הנשלטות בידי קבוצות עסקיות. השליטה על המתווכים הפיננסיים מאפשרת לקבוצות נגישות טובה בהרבה להון מזו הזמינה לחברות שאינן משתייכות לקבוצה. שחקנים בעלי זיקה בשוקי המניות המקומיים יכולים לתמוך בבעלי השליטה בעת איומי השתלטות ולהעביר אף יותר כספים בעת רכישות חוזרות של מניות.

גילינו שבמיפוי ההשקעות של קרנות נאמנות בהנפקות יש דפוס ברור של תמיכה של קרנות נאמנות בעלות זיקה בהנפקות של הקבוצה שלהן. הסבירות שקרנות נאמנות ישקיעו בהנפקה של הקבוצה שלהן על אף העובדה שהמחירים גבוהים בממוצע ב-6.33% מהערכת השוק לגבי מניות החברה.

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

העובדה שממצאים אלה מצביעים על התנהגות אסטרטגית לטובת הקבוצה העסקית של קרנות נאמנות בישראל על חשבון החוסכים אינה שוללת את האפשרות שגם החוסכים נהנים מהשקעה בקרן המנוהלת על ידי קבוצה עסקית. לדוגמה, קבוצות עסקיות נתפסות לעתים קרובות כ"גדולות מכדי לקרוס" ויוצרות ביטוח משתמע לחוסכים בקרנות אלה. החלטנו שלא לנתח את ההשפעה נטו של התנהגות זו על המשקיעים בקרנות שבניהול קבוצות עסקיות. המימצאים מעידים כי גם אם החוסכים עצמם בוחרים באופן רציונלי להשקיע בקרנות שבניהול קבוצה עסקית, התוצאה היא הקצאת הון לא יעילה בבורסה המקומית.

עבודה זו בוחנת היבט אחד של נושא הריכוזיות: אחזקתם של מתווכים פיננסיים המנהלים כספיהם של אחרים על ידי קבוצות עסקיות. עבודה זו מתמקדת בתקופה שבין 2004-2007. התחלנו את המחקר בניתוח פעילות קרנות הנאמנות בהתאם לשיטת הסיווג של קבוצות עסקיות וצמדים השייכים לאותה קבוצה. באמצעות סיווג זה הצגנו ראיות עקביות לכך שסביר יותר שקרנות השייכות לקבוצות עסקיות ישתתפו בהנפקות שמקורן באותה קבוצה, שהנפקות אלה מתומחרות ביתר באופן מובהק ושלהשקעות אלה ביצועים מתחת לרמת השוק בטווח הקצר, ובהמשך יש תיקון לביצועים, אשר שאינם שונים באופן מובהק מאלה של חברות בקבוצות עסקיות אחרות. בהמשך בחנו את תקופת האחזקה של קרנות במניות הנרכשות בהנפקה ומצאנו כי המניות של החברות הקשורות לאותה קבוצה עסקית אינן מוחזקות לפרק זמן ארוך יותר מהמניות הנרכשות מקבוצות אחרות או מהנפקות של חברות עצמאיות.

יחדיו, מצביעים ממצאים אלה על דפוס שיטתי בהשקעות של קרנות המשתייכות לקבוצות עסקיות. הן צפויות יותר להשקיע בהנפקות שמקורן בקבוצה שלהן ומממשות את המניות מהר יותר, למרות העובדה שהשקעות אלה אינן חיוביות בטווח הקצר או הארוך. הדבר עולה בקנה אחד עם תמיכה במחירי ההנפקה של הקבוצה.

הממצאים מצביעים על אפשרות סבירה ששליטת קבוצות עסקיות במתווכים פיננסיים משפרת את גישתן לשוק ההון החיצוני, מאפשרת להן להנפיק מניות במחירים גבוהים ולהסיט כספים מחסכונות הציבור לשוקי ההון הפנימיים של הקבוצה. הממצאים הבלתי מותנים תקפים כאשר מנטרלים את מאפייני החברה והקרן, המגמה לאורך זמן ועל תנאי השוק.

מחקרים הראו כי קבוצות עסקיות מעבירות כספים בין חברות בקבוצה בשוק הון פנימי. הממצאים שלנו מראים כי מקור הכספים הללו אינו בהכרח רק בפעולות שביצעה החברה בתנאי שוק, אלא ניתן גם להשלים אותן על ידי תיעול כספים (tunneling) ממקורות חיצוניים לקבוצה, כגון חסכונות בקרנות נאמנות, כאשר הללו יכולים לעוות את הקצאת המקורות במשק ובכך לפגוע ביעילותו. מסקנות המחקר מהוות אישוש נוסף לצורך בהתייחסות רגולטורית כפי שנעשה במסגרת הוועדה לקידום התחרותיות במשק ובפעולות רשות ניירות ערך שהוזכרו לעיל.

- Aharoni, Y., 1998. The Changing Political Economy of Israel. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 555, 127-146
- Almeida, H., Wolfenzon, D., 2006. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance* 61, 2637-2680
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., Kim, J.-M., 2002. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. *The Journal of Finance* 57, 2695-2740
- Bertrand, M., Mehta, P., Mullainathan, S., 2002. Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups\*. *The Quarterly Journal of Economics* 117, 121-148
- F., B., M., B., 2001. In: F. B & M. B (eds.) *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford.
- Granovetter, M., 1995. Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy. *Industrial and Corporate Change* 4, 93-130
- Johnson, S., Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90, 22-27
- Khanna, T., Rivkin, J.W., 2001. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal* 22, 45-74
- Khanna, T., Yafeh, Y., 2007. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature* 45 331-372
- Kosenko, K., 2007. Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy *Israel Economic Review* 5, 55-93
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 54, 471-517
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155
- Leff, N.H., 1978. Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. *Economic Development and Cultural Change* 26, 661-675
- Maman, D., 1999. Research Note: Interlocking Ties within Business Groups in Israel--A Longitudinal Analysis, 1974-1987. *Organization Studies* 20, 323-339
- Maman, D., 2002. The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared. *Organization Studies* 23, 737-758
- Morck, R., Wolfenzon, D., Yeung, B., 2005. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature* 43, 655-720

**טבלה 1**

מאפייני חברות המנפיקות מניות לפי סיווג BG (משתייכות לקבוצות עסקיות) ו-NBG (עצמאיות)

מאפייני החברות מפורטים לגבי כל 116 החברות במדגם. הסיווג לפי ענפים הוא בהתאם לתקנות רשות ניירות ערך לגבי שבעת המגזרים הענפיים העיקריים. מאפייני ההנפקות כוללים סימנים המעידים על איכות, כגון אם מסמכי ההנפקה כוללים ייעוד ספציפי לתקבולים (תקבולים מיועדים), אם המניות הונפקו בנפרד או יחד עם אגרות חוב (מניה + אג"ח), האם החתם התחייב לרכוש ניירות ערך בהנפקה ומה הייתה ההתחייבות המוסדית בהנפקה לפני ההנפקה ביום הסגירה של המכרז. מאפייני ההנפקה הכלליים הם סכום הכסף שגויס (תקבולים), נתוני היום הראשון למסחר וביצועי המניות בטווח הקצר, הבינוני והארוך.

קבוצה עסקית (BG)		עצמאית (NBG)		
24		92		מספר תצפיות
s.e.	μ	s.e.	μ	
				מאפיינים כלליים:
	8%		0%	ענף: בנקאות
	29%		24%	ענף: מסחר
	21%		44%	ענף: חברה תעשייתית
	4%		7%	ענף: השקעות והחזקות
	38%		24%	ענף: נדל"ן
24	29	12	14	גיל
	46%		61%	% לאחר האירוע <sup>5</sup> (רפורמת בכר)
				מאפייני ההנפקה:
	83%		61%	תקבולים מיועדים
	58%		63%	מניה + אג"ח
12%	24%	11%	25%	התחייבות החתם
12%	75%	13%	73%	התחייבות של משקיעים מוסדיים (גבול עליון: 80%)

<sup>5</sup> האירוע הוא חוק מקיף שאילץ את הבנקים למכור את חברות ניהול קרנות הנאמנות וקופות הגמל שבבעלותם.

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

12%	73%	14%	72%	משקיע מוסדי בתוצאות (לאחר המכרז)
183	150	48	45	תקבולים מההנפקה – מניות (במיליוני ש"ח)
400	340	114	96	תקבולים מההנפקה – מניות + אג"ח (במיליוני ש"ח)
				<b>נתוני היום הראשון למסחר</b>
1,080	854	208	186	שווי שוק
55,531	18,410	8,493	3,996	נפח
8.81%	-4.16%	30%	-0.52%	המחרה בחסר
				<b>ביצועי המניות</b>
				<u>ביצועי המניות בטווח הקצר (3)</u> <u>חודשים לא כולל 5 ימי המסחר</u> <u>(הראשונים)</u>
15%	-1.34%	18%	-6.46%	תשואה חריגה מעל למדד
1,904	953	256	229	נפח מסחר יומי ממוצע
				<u>טווח בינוני (6 חודשים לא כולל 5</u> <u>ימי המסחר הראשונים)</u>
20%	-7.22%	28%	-9.31%	תשואה חריגה מעל למדד
1,300	788	297	220	נפח מסחר יומי ממוצע
				<u>טווח ארוך (שנה אחת, לא כולל 5</u> <u>ימי המסחר הראשונים)</u>
40%	-5.12%	48%	-13.63%	תשואה חריגה מעל למדד
1,171	849	290	225	נפח מסחר יומי ממוצע
	8%		7%	<b>ביקוש עודף בהנפקה</b>

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 2א'

קידוד של קרנות נאמנות וחברות מנפיקות בצמדים, לפי בעלות

בעלות על חברה המנפיקה מניות			
		BG	NBG
בעלות על קרן נאמנות	BG	BG-BG	BG-NBG
	NBG	NBG-BG	NBG-NBG

### טבלה 2ב'

קידוד לצמדים BG-BG

בעלות על חברה המנפיקה מניות			
		BG <sub>i</sub>	BG <sub>j</sub>
בעלות על קרן נאמנות	BG <sub>i</sub>	אותה קבוצה	קבוצה שונה
	BG <sub>j</sub>	קבוצה שונה	אותה קבוצה

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 3

מאפייני ההשקעות של קרנות הנאמנות לפי הבעלות הסופית על הקרן ועל החברה המנפיקה

מאפייני ההשקעות מפורטים לכל 2124 צירופי הנפקה-קרן. הסיווג לפי ענפים הוא בהתאם לתקנות רשות ניירות ערך לגבי שבעת המגזרים הענפיים העיקריים. מאפייני ההנפקות כוללים סימנים המעידים על איכות, כגון אם מסמכי ההנפקה כוללים ייעוד מסוים לתקבולים (תקבולים מיועדים), אם המניות הונפקו בנפרד או יחד עם אגרות חוב (מניה + אג"ח), האם החתם התחייב לרכוש בהנפקה ומה הייתה ההתחייבות המוסדית לפני ההנפקה ביום הסגירה של המכרז. מאפייני ההנפקה הכלליים הם סכום הכסף שגויס (תקבולים), נתוני היום הראשון למסחר וביצועי המניות בטווח הקצר, הבינוני והארוך. המחירה בחסר מוצגת כסך ההמחירה בחסר בהנפקה, ההמחירה בחסר משוקללת כחלקה של הקרן בסך ההתחייבות וההמחירה בחסר במונחים כספיים (אלפי ש"ח).

משתנה	משקיעים עצמאיים n= 1367			משקיעים מקבוצות עסקיות n= 757									
	משקיעים בחברה עצמאית			משקיעים בחברה שבבעלות קבוצה			משקיעים בחברה של קבוצה אחרת			משקיעים בחברה מהקבוצה שלהם			
	תצפיות	ממוצע	סטיית תקן	תצפיות	ממוצע	סטיית תקן	תצפיות	ממוצע	סטיית תקן	תצפיות	ממוצע	סטיית תקן	
<b>משתנים אינדיקטורים ענף</b>													
בנקאות וביטוח	0.00%			1.39%			0.00%			1.32%			0.00%
מסחר ושירותים	14.48%			13.61%			14.53%			7.40%			4.23%
ייצור תעשייתי	29.99%			6.00%			28.27%			5.68%			0.53%
חברות השקעות והחזקות	4.32%			3.29%			3.57%			2.64%			0.26%
נדל"ן ובנייה	18.58%			7.24%			20.74%			9.91%			0.13%
<b>שיעור השתתפות בהנפקות לאחר האירוע</b>	37.02%			15.44%			39.63%			12.81%			4.23%
<b>אינדיקציות ממסמכי ההנפקה</b>	0.00%			0.00%			0.00%	0.00%					0.00%



טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

קיים ייעוד לתקבולים מההנפקה	29.26%			44.84%			44.39%			25.76%			3.70%		
חבילת ההנפקה כוללת אג"ח	47.26%			22.09%			46.90%			19.15%			4.62%		
הקרון קשורה לבעל זכויות בחברה המנפיקה	0.59%			0.51%			0.13%			0.00%			0.13%		
הקרון קשורה לאחד החתמים	18.58%			8.27%			10.57%			3.83%			0.00%		
הקרון קשורה לחתם הראשי	13.17%			1.54%			8.85%			3.43%			3.96%		
<b>משתנים רציפים</b>															
גיל החברה המנפיקה															
שיעור המניות בהנפקה	68.47%	53.53	53.74	31.53%	216.76	249.51	67.90%	52.31	50.71	26.95%	202.38	244.22	5.15%	238.58	183.46
סך גודל ההנפקה (מניות + אג"ח)	68.47%	117.62	128.82	31.53%	473.82	479.37	67.90%	112	119.44	26.95%	456.29	483.08	5.15%	493.4	351.68
שיעור השתתפות הקרון מבין כל המשקיעים המוסדיים	68.47%	0.03	0.03	31.53%	0.01	0.01	67.90%	0.03	0.03	26.95%	0.01	0.02	5.15%	0.03	0.09

טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

שיעור השתתפות הקרן מבין כל המשקיעים המשתתפי סם	68.47%	0.02	0.02	31.53%	0.01	0.01	67.90%	0.02	0.02	26.95	0.01	0.01	5.15%	0.02	0.05
<b>היום הראשון למסחר</b>															
שווי השוק של החברה	68.47%	246.61	255.26	31.53%	1,287.81	1,421.26	67.90%	240.92	240.92	26.95	1,275.92	1,411.85	5.15%	1,113.17	1,038.02
המחרה בחסר	68.47%	-0.05	30.38	31.53%	-3.22	9.6	67.90%	-1.32	31.71	26.95	-1.42	10.51	5.15%	-6.33	5.39
המחרה בחסר לקרן	68.47%	-28.44	815.69	31.53%	-220.24	572.58	67.90%	-196.78	1,955.40	26.95	-186.35	587.37	5.15%	-270.8	327.12
תמחור בחסר בשיח לקרן	68.47%	-0.02	0.19	31.53%	-0.03	0.12	67.90%	-0.03	0.26	26.95	-0.06	0.22	5.15%	-0.08	0.14
	0.00%			0.00%			0.00%			0.00%			0.00%		
המחרה בחסר משוקללת לקרן	68.47%	0	0.01	31.53%	0	0	67.90%	0	0.01	26.95	0	0	5.15%	0	0
<b>ביצועי ההנפקה בטווח הקצר (3 חודשים)</b>															
תשואה מעל השוק	68.47%	-4.6	29.36	31.53%	-3.66	18.66	67.90%	-6.6	29.74	26.95	-1.52	19.37	5.15%	-13.99	3.95
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	488,537	539,330	31.53%	2,644,257	4,286,412	67.90%	508,562	540,864	26.95	2,360,611	4,216,937	5.15%	2,570,706	3,102,527
תשואה מעל השוק	68.47%	-3.87	18.94	31.53%	-0.17	15.41	67.90%	-4.3	20.6	26.95	0.32	16	5.15%	-7.28	5.15

טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	305,832	283,204	31.53%	1,804,372	2,742,592	67.90%	329,533	305,154	26.95%	1,601,284	2,700,428	5.15%	1,822,819	1,994,518
<b>ביצועי ההנפקה ב- 6 חודשים</b>															
תשואה מעל השוק	68.47%	-	34.43	31.53%	-	18.81	67.90%	-	35.74	26.95%	-13.51	19.47	5.15%	-28.39	14.49
		6.27			15.92			7.34							
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	396,957	440,732	31.53%	1,834,536	2,632,197	67.90%	384,800	415,959	26.95%	1,624,107	2,593,055	5.15%	1,909,624	1,937,825
תשואה מעל השוק	68.47%	-	30.35	31.53%	-	19.04	67.90%	-	32.95	26.95%	-11.37	19.18	5.15%	-21.67	20.43
		5.18			12.22			4.56							
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	68.47%	304,834	353,182	31.53%	1,394,853	1,829,226	67.90%	293,112	320,419	26.95%	1,226,411	1,802,079	5.15%	1,520,601	1,369,439
<b>ביצועי ההנפקה בטווח הארוך (שנה אחת)</b>															
תשואה מעל השוק	57.79%	-	48.55	31.31%	-	39.17	55.35%	-	47.71	26.68%	-17.57	36.19	4.62%	-42.08	41.79
		10.04			17.53			13.71							
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	57.79%	366,931	401,591	31.31%	1,482,281	1,819,673	55.35%	340,622	355,366	26.68%	1,318,625	1,803,955	4.62%	1,658,775	1,321,104
תשואה מעל השוק	57.79%	-	48.92	31.31%	-	43.25	55.35%	-	49.05	26.68%	-15.58	38.16	4.62%	-34.91	51.21
		7.61			13.44			8.54							
נפח מסחר יומי ממוצע במניה	57.79%	314,614	366,752	31.31%	1,258,069	1,433,440	55.35%	287,314	307,519	26.68%	1,115,736	1,422,342	4.62%	1,438,216	1,024,535

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 4

תקופת החזקה ותשואות על ההשקעה ביום המכירה המשמעותית הראשונה לפי קרן

מכירה משמעותית מוגדרת כמכירה של לפחות 50% מהמניות שנרכשו בהנפקה. התשואה חושבה כהפרש בין מחיר הרכישה בהנפקה לבין מחיר המכירה הממוצע במהלך התקופה מחולק במחיר ששולם, לפי ממוצע שנתי. לא נכללו תשואות גבוהות מ-100% ונמוכות מ-50%. לכל קרן עשויות להיות מספר השקעות במהלך התקופה.

סטיית תקן	מיני	מקסי	חציון	ממוצע	n=726	
8.08	2	54	8	10.3		<b>יום המכירה המשמעותית הראשונה</b>
7.87	2	46	9	10.3	42.84%	בחברות של קבוצה עסקית
8.24	2	54	7	10.3	57.16%	בחברות עצמאיות
7.42	2	46	7	9.26	50.41%	בקרנות של קבוצה עסקית
8.59	2	54	9	11.32	49.59%	בקרנות עצמאיות
4.4	2	16	11	9.8	2.07%	<i>באותה קבוצה</i>
8.8	2	46	9	10.5	9.92%	<i>בקבוצה אחרת</i>

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 5

ההשפעה המותנית של קבוצות עסקיות ושל בעלות של "אותה קבוצה" על היחסים החשבונאיים של חברות המנפיקות מניות

מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום המסחר הראשון לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, "ההתחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, "הרווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה.

	גיל		שווי שוק		יחס נזילות מיידי		מינוף פיננסי		רווח גולמי / נכסים	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<b>Intercept</b>	13.862**	14.260**	-8.558	115.244	-1.174	-0.931	3.966	14.257	0.155	0.101
	(5.924)	(6.184)	(196.325)	(200.093)	(0.738)	(0.759)	(46.745)	(48.286)	(0.134)	(0.135)
<b>חברה של קבוצה עסקית</b>	15.638**	15.010**	706.977**	512.039**	0.705	0.339	-66.102*	-81.619**	-0.078	0.001
	(3.735)	(4.593)	(123.769)	(148.615)	(0.527)	(0.596)	(33.372)	(37.910)	(0.098)	(0.105)
<b>אותה קבוצה</b>		1.782		553.538**		1.194		50.632		-0.321*
		(7.525)		(243.483)		(0.918)		(58.443)		(0.170)
רגרסיה ליניארית	0.1732	0.1737	0.3104	0.3431	0.1725	0.1862	0.1223	0.1288	0.2485	0.279
מספר	116	116	116	116	116	116	116	116	116	98
<b>ניטרול ענף ומגמות על פני זמן</b>										

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 6

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שלושה חודשים

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 63 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשונים אינם כלולים). גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידית" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים נכללים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל את השפעות הזמן על ההנפקה קבועות, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1) תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5	(2) תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5	(3) תשואה עודפת ב-63 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		2.188** (1.102)	2.373** (1.115)
אותה קבוצה עסקית			-4.455*** (0.822)
גודל ההנפקה	0.00649*** (0.00131)	0.00526*** (0.00152)	0.00540*** (0.00151)
שווי שוק	-0.00504*** (0.000412)	-0.00539*** (0.000431)	-0.00541*** (0.000432)
יחס נזילות מיידית	-1.591*** (0.268)	-1.699*** (0.281)	-1.690*** (0.281)
רווח גולמי להון	0.162** (0.0667)	0.147** (0.0685)	0.145** (0.0683)
התחייבויות להון	-0.00660 (0.0265)	-0.00437 (0.0269)	-0.00508 (0.0269)
קבוע	-5.538*** (0.932)	-5.456*** (0.929)	-5.467*** (0.930)
תצפיות	2,174	2,174	2,174
רגרסיה ליניארית	0.140	0.142	0.143

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 7

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שישה חודשים

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 125 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשונים אינם כלולים). גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים לחלק להתחייבויות השוטפות, "התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, "הרווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב על מנת לנטרל את השפעות הזמן של הנפקה כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1)	(2)	(3)
	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5	תשואה עודפת ב-125 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		-12.58*** (1.491)	-12.58*** (1.509)
אותה קבוצה עסקית			0.0338 (2.486)
גודל ההנפקה	-0.0101*** (0.00276)	-0.00301 (0.00273)	-0.00301 (0.00272)
שווי שוק	-0.00171* (0.000959)	0.000283 (0.000819)	0.000283 (0.000818)
יחס נזילות מיידי	-0.645** (0.327)	-0.0275 (0.355)	-0.0276 (0.355)
רווח גולמי להון	0.384*** (0.139)	0.474*** (0.130)	0.474*** (0.131)
התחייבויות להון	-0.0788 (0.0510)	-0.0917* (0.0468)	-0.0917* (0.0468)
קבוע	-1.315 (1.694)	-1.785 (1.645)	-1.785 (1.645)
תצפיות	2,174	2,174	2,174
רגרסיה ליניארית	0.144	0.169	0.169

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 8

ביצועי מניות בהשקעות שביצעו קרנות נאמנות במהלך שנים עשר חודש

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה בתקופה של 250 יום בתיקון של המחרה בחסר (5 ימי המסחר הראשוניים אינם כלולים). "גודל ההנפקה" הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים חלקי ההתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל השפעות הזמן על ההנפקה, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1) תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5	(2) תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5	(3) תשואה עודפת ב-250 יום ללא 5
חברה של קבוצה עסקית		-8.630*** (2.845)	-8.781*** (2.864)
אותה קבוצה עסקית			4.035 (5.760)
גודל ההנפקה	-0.0656*** (0.00413)	-0.0606*** (0.00466)	-0.0607*** (0.00466)
שווי שוק	0.0103*** (0.00138)	0.0123*** (0.00141)	0.0124*** (0.00141)
יחס נזילות מיידי	-1.162* (0.618)	-0.714 (0.667)	-0.722 (0.668)
רווח גולמי להון	0.179 (0.173)	0.251 (0.163)	0.255 (0.163)
התחייבויות להון	0.119* (0.0711)	0.104 (0.0653)	0.104 (0.0652)
קבוע	3.559* (2.104)	2.771 (2.105)	2.752 (2.105)
תצפיות	1,949	1,949	1,949
רגרסיה ליניארית	0.316	0.320	0.320

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 9

התשואות על השקעות קרנות הנאמנות ביום הראשון

נתוני הביצועים הם התשואות מעל השוק על מניות החברה ביום הראשון למסחר. גודל ההנפקה הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. "גודל ההנפקה" הוא שווי המניות ואגרות החוב שנמכרו בהנפקה. מדדים חשבונאיים מדווחים במסמכי ההנפקה המוגשים לבורסה לניירות ערך בתל אביב ברבעון הקודם לתאריך ההנפקה ובשנה הקודמת לו. "גיל" הוא גיל החברה מאז שהפכה לתאגיד, "שווי שוק" הוא שווי השוק של החברה ביום הראשון למסחר לפי נתוני המסחר היומי של הבורסה, "יחס נזילות מיידי" (quick ratio) הוא המזומנים + נכסים בשווי מזומנים חלקי ההתחייבויות השוטפות, ה"התחייבויות להון" הן סך ההתחייבויות של החברה לחלק להון המושקע בחברה, ה"רווח הגולמי לנכסים" הוא מכירות החברה בניכוי עלויות המוצרים שנמכרו לחלק לנכסים של החברה. משתני דמי ענפיים כלולים בהתאם לסיווג הענפי של הבורסה של תל אביב. על מנת לנטרל השפעות הזמן על ההנפקה, כללנו משתני דמי לשנת ההנפקה.

משתנים	(1) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר	(2) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר	(3) תמחור בחסר ביום הראשון למסחר
חברה של קבוצה עסקית		-1.917***	-1.794***
		(0.602)	(0.597)
אותה קבוצה עסקית			-3.364***
			(0.741)
גודל ההנפקה	-0.0234*** (0.00121)	-0.0226*** (0.00125)	-0.0224*** (0.00124)
שווי שוק	0.0103*** (0.000459)	0.0106*** (0.000467)	0.0106*** (0.000465)
יחס נזילות מהיר	0.0568 (0.142)	0.156 (0.148)	0.167 (0.149)
רווח גולמי להון	-0.314*** (0.0387)	-0.301*** (0.0377)	-0.303*** (0.0375)
התחייבויות להון	0.166*** (0.0105)	0.164*** (0.0100)	0.164*** (0.0100)
תצפיות	2,174	2,174	2,174
רגרסיה ליניארית	0.178	0.181	0.182

סטיות תקן בסוגריים

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 10

תדירות ההשתתפות בהנפקה ראשונה לציבור

מדדנו את התדירות של השתתפות הקרנות בהנפקה על ידי בניית מערכת של כל הקרנות שהיו קיימות בכל תאריך הנפקה נתון וספירת מספר ההנפקות שבהן הן השתתפו בכל אחד מתאי הטבלה, ואז חילקנו את המספר בסך ההנפקה בכל תא.

בעלות על חברה המנפיקה מניות			
		NBG	BG <sub>j</sub>
בעלות על	NBG	13%	16%
	BG <sub>i</sub>		23%
קרן נאמנות		17%	"קבוצה שונה"
	BG <sub>j</sub>		31%
			"אותה קבוצה"

## טיוטה ראשונית, לשימוש פנימי בלבד

### טבלה 11

#### סבירות ההשתתפות בהנפקה

באמצעות מדגם של כל קרנות הנאמנות הקיימות לכל אורך תקופת המדגם יצרנו מודל של הסבירות להשתתפות בהנפקה. מודל הסבירות מבוסס על יחסים פיננסיים שהתגלו כמשמעותיים במודלים הקודמים, שווי השוק של החברה שבוע לאחר היום הראשון למסחר, מדיניות ההשקעות המוצהרת של הקרן (מניות, אג"ח או נזרים), הצלחת ההתחייבות בשלב טרום-המכרז בהנפקה (התחייבות יתר מקבלת את הערך 1 אם להנפקה היה ביקוש גבוה מ-80% בשלב הראשון, 0 במקרה אחר) וגודל ההנפקה במיליוני ש"ח. כללנו גם משתני דמי המציינים את זהות הבעלים העיקרי של הקרן (BG- קבוצה עסקית, או NBG- עצמאית). המשתנה "same" (אותה קבוצה) מתייחס למקרים שבהם הבעלים העיקריים של הקרן והבעלים העיקריים של החברה הם אותה קבוצה עסקית. המודל מנטרל את הענף ומגמת הזמן. המקדמים ברגרסיה הלוגיסטית מפורטים, טעויות התקן בסוגריים.

משוואה	משתנים	(1) משתתפים	(2) משתתפים	(3) משתתפים	(4) משתתפים
משתתפים	אותה קבוצה				0.595*** (0.220)
	חברת של קבוצה עסקית			0.423*** (0.129)	0.290* (0.151)
	משקיע של קבוצה עסקית		-0.0962 (0.218)	-0.0864 (0.220)	-0.127 (0.220)
	התחייבויות להון	-0.00359* (0.00192)	-0.00361* (0.00192)	-0.00405** (0.00187)	-0.00324* (0.00190)
	שווי שוק	0.000637*** (0.000230)	0.000635*** (0.000230)	0.000551*** (0.000213)	0.000512** (0.000218)
	קרן מניות	1.642*** (0.364)	1.635*** (0.364)	1.635*** (0.364)	1.638*** (0.361)
	קרן אג"ח	1.660*** (0.363)	1.655*** (0.363)	1.672*** (0.363)	1.666*** (0.360)
	התחייבות יתר	0.229 (0.194)	0.228 (0.194)	0.252 (0.198)	0.276 (0.198)
	גודל ההנפקה	0.000169 (0.000453)	0.000174 (0.000453)	-2.74e-06 (0.000430)	9.72e-05 (0.000447)
	קבוע	-4.419*** (0.705)	-4.324*** (0.730)	-4.369*** (0.730)	-4.301*** (0.731)
	תצפיות	5,069	5,069	5,069	5,069

סטיות תקן בסוגריים  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$