

בחנינה אמפירית של התנהגות המשקיעים המוסדיים לנוכח חוק רישום כפול

אסתר גלקופ-אליאש*

רשימה זו בוחנת לראשונה האם הגופים המוסדיים הישראליים, המהווים את עיקר המשקיעים בישראל ומייצגים את המשק הישראלי באמצעות קופות גמל וקרנות פנסיה, מנצלים את קיומו של תיקון מס' 21 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968. ברשימה נעשית בחינה אמפירית האם חלו תמורות בחשיפת המוסדיים לחברות הדואליות בבורסות בתל אביב, קרי, חברות שנרשמו בבורסה בתל אביב במסגרת הסדר הרישום הכפול, תוך השוואה להשקעות המוסדיים באותן חברות בבורסות זרות. לכאורה, באפשרותם להשקיע בבורסות זרות בהתאם לאנליזות ולפי תשואה מיטבית, ובכלל כך בחברות שאינן רשומות בבורסה בתל אביב. נוכח התוצאות, ובכללן שהגופים המוסדיים נוטים להשקיע בחברות הדואליות עם רישומן למסחר בבורסה בתל אביב, נאיר על הרחבת תופעת הטיית הביתיות (או: אפקט המגרש הביתי) ותחולתה לפי זירת מסחר ספציפית. זאת, כאשר לפי תאוריית הטיית הביתיות ולפי מחקרים קודמים קיים קשר בין רישום כפול להטיית ביתיות, כאשר משקיעים עשויים להיות מוטים לטובת השקעה בחברות המצויות לידם באופן פיזי. מעבר ללמידה על אודות התנהגות הגופים המוסדיים בישראל, החשובה בפני עצמה, תוצאות המחקר מהוות בסיס חשוב להמשך פיתוחו של החוק ועדכון הרגולציה החלה על שוק ההון הישראלי.

א. מבוא. ב. היבטי רקע; 1. ועדת ברודט; 2. תיקון מס' 21 לחוק ניירות ערך – חוק רישום כפול; 3. רישום כפול בישראל ובעולם. **ג. שחקנים במגרש;** 1. הבורסה בתל אביב; 2. גופים מוסדיים. **ד. תאוריות רלוונטיות;** 1. המרוץ לפסגה והמרוץ לתחתית; 2. הטיית הביתיות. **ה. מתודולוגיה. ו. תוצאות. ז. דיון. ח. סיכום.**

* עו"ד, תלמידת מחקר (LL.B., MBA), מרכז צבי מיתר ללימודי משפט מתקדמים, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.
תודתי העמוקה לאסף חמדני ולדן עמירם, שסייעו רבות לכל אורך המחקר. תודתי גם לעמיתות ולעמיתים שהעירו ביחס לטיטות קודמות של מחקר זה: אודליה מינס, אמיר וסרמן, איריס סורוקר והמשתתפים בכנס "רגולציה פיננסית", יוני 2022, המכללה למינהל. תודה למרכז חת לחקר התחרות והרגולציה במסלול האקדמי המכללה למינהל על תמיכה במחקר.

א. מבוא

בשנתיים האחרונות ניתן לראות גידול משמעותי במספר ההנפקות בבורסה בתל אביב, עם 73 חברות מנפיקות חדשות נכון לחודש יולי 2021, לעומת 27 הנפקות חדשות בשנת 2020 ו-7 הנפקות חדשות בשנת 2019.¹ עם זאת, בעוד בבורסה בתל אביב גויסו כ-4 מיליארד ש"ח על ידי 42 מנפיקות הייטק חדשות בשני הרבעונים הראשונים של 2021, בבורסות ארצות הברית גויסו כ-5 מיליארד ש"ח על ידי 11 חברות הייטק ישראליות. לאורך השנים, חברות ההייטק הגדולות פונות לרישום וגיוס מידיים בבורסות ארצות הברית ואף מוותרות על רישום כפול בבורסה בתל אביב, עניין אשר מעלה תהיות לגבי ההסדר הייחודי למדינת ישראל, כמפורט להלן.² הבורסה בתל אביב יחד עם הרגולטורים הישראליים מנסים "למשוך" את החברות הגדולות שיירשמו למסחר בבורסה בתל אביב עוד משנת 2000, עת הועבר תיקון מס' 21 לחוק ניירות ערך, התש"ס-2000 (להלן – חוק רישום כפול), המהווה הקלה רגולטורית ייחודית בעלת שווי כספי על חברות המעוניינות להיסחר בכמה בורסות זרות המנויות בחוק.⁴ אחת המטרות המרכזיות שעמדו בבסיס תיקון החוק הייתה הגדלת מספר החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב, בין היתר לטובת גיוון ההיצע עבור המשקיעים המקומיים. לאורך השנים, הרגולטורים בישראל משקיעים משאבים רבים כדי לשכלל, להרחיב ולשפר את ההסדר. למרות כל זאת, כאמור, חברות הטכנולוגיה הגדולות מוותרות על ביצוע רישום כפול בבורסה בתל אביב. חוק הרישום הכפול מאפשר לחברות זרות או ישראליות שהנפיקו מניות בבורסות חו"ל הקבועות בחוק להירשם למסחר גם בבורסה בתל אביב. ההסדר אינו מותנה בהנפקת מניות חדשות או הגדלת ההון, אך לאחר הרישום החברה יכולה לגייס גם בשוק ההון בישראל. במסגרת ההסדר ישנה הכרה של הרגולטור הישראלי במסמכי הגילוי שהוכנו עבור דיווח לאחת הבורסות הזרות כתחליף למסמכי הגילוי הנדרשים בישראל לצורך הצעת ניירות ערך ודיווחים שוטפים. הרגולטור הישראלי "מוותר" לכאורה על תפקידו כמאסדר ו"מסכים" להחיל רגולציה זרה תוך הסתמכות בלעדית לטענתו על הרגולציה הזרה, על אף קיומו של ואקום רגולטורי. עם ציון 22 שנים לחוק רישום כפול, המחקר בוחן את השפעת החוק על הגופים המוסדיים בישראל. מתוך הכרה בגופים מוסדיים כגופים מתוחכמים, נשאלת השאלה האם ומדוע גופים מוסדיים זקוקים לחוק רישום כפול. השאלה רלוונטית לנוכח העובדה שאין מגבלה חוקית על הגופים המוסדיים לרכוש ניירות ערך בבורסות זרות כדוגמת ניו יורק ונאסד"ק ובשים לב להיותם גופים מתוחכמים אשר אמורים להכיר את החברות, לפחות את הישראליות שבהן. על

- 1 ראו באתר הבורסה: <https://katrz.net/00e1c9>.
- 2 ראו למשל שירי חביב ולדהורן ועומרי כהן "מדוע היוניקורנים הישראליים דוהרים לוול סטריט במקום לבורסה בת"א" **גלובס** (6.7.2021) <https://katrz.net/e0ba2d>.
- 3 החברות חוסכות עלויות דיווח כפול כאשר רשות ניירות ערך מקבלת את הדיווחים שדווחו בבורסה זרה מוכרת במסגרת הסדר רישום כפול.
- 4 The NASDAQ Capital Market; NYSE; NASDAQ; List of the London Stock Exchange's Main Market (official U.K. listing authority), Premium Listing; London Stock Exchange's Main Market, High Growth Segment (LSE);); The Stock Exchange of Hong Kong Limited Mainboard, Primary Listing (HKEX); Singapore Exchange Mainboard, Primary Listing (SGX); Toronto Stock Exchange, Primary Listing (TSX).

מחקרי רגולציה ח בחינה אמפירית של התנהגות המשקיעים המוסדיים לנוכח חוק רישום כפול

כן, הם יכולים להשקיע בחברות בבורסות זרות, ואין יתרון ממשי עבורם בכך שהחברות נסחרות בתל אביב.

המחקר בוחן לראשונה האם הגופים המוסדיים הישראליים, המהווים את עיקר המשקיעים בישראל ומייצגים את המשק הישראלי באמצעות קופות גמל וקרנות פנסיה, מנצלים את קיומו של החוק. כלומר, המחקר מנסה לבודד את ההשפעה של החוק על הגופים המוסדיים כשחקנים ספציפיים ויבחן אותה באופן אמפירי. המחקר כולל שני היבטים. תחילה, נבחן האם ככלל חוק הרישום הכפול משפיע במידה מסוימת על התנהגות הגופים המוסדיים. לכאורה, באפשרותם להשקיע בבורסות זרות בהתאם לאנליזות ולפי תשואה מיטבית, ובכלל כן בחברות שאינן רשומות בבורסה בתל אביב. בהקשר זה נערוך בדיקה אמפירית שתבחן האם חלו תמורות בחשיפת המוסדיים לחברות הדואליות בבורסה בתל אביב. לבסוף, נוכח התוצאות, ובכללן שהגופים המוסדיים נוטים להשקיע בחברות הדואליות עם רישומן למסחר בבורסה בתל אביב, בעוד הם לא נטו להשקיע באותן חברות ככלל עובר לרישום למסחר בבורסה בתל אביב, נציע כיוון חשיבה על אודות הרחבת תופעת הטיית הביתיות (או: אפקט המגרש הביתי) ותחולתה לפי זירת מסחר ספציפית. זאת, כאשר לפי תאוריית הטיית הביתיות ולפי מחקרים קודמים קיים קשר בין רישום כפול להטיית ביתיות, כאשר משקיעים עשויים להיות מוטים לטובת השקעה בחברות שאותן הם מכירים באופן ספציפי.

המחקר בוחן באופן אמפירי האם המשקיעים המוסדיים משנים את חשיפתם לחברה דואלית, קרי, חברה שנרשמה בבורסה בתל אביב במסגרת הסדר הרישום הכפול, תוך השוואה להשקעות המוסדיים באותן חברות בבורסות זרות.

במחקר נמצא כי החוק תורם בהיבט זה כאשר ההנפקה בבורסה בישראל עשויה להיות אטרקטיבית יותר עבור החברות, בכך שהמשקיעים המוסדיים משנים את התנהגותם בהתאם לרישומה של חברה בבורסה בתל אביב במסגרת החוק. ניתן להצביע על שתי השלכות חשובות למחקר. הראשונה, נוכח היקף הכספים המנוהלים על ידי המוסדיים, עניין זה עשוי להוות תמריץ לרישום כפול בתל אביב של חברות הטכנולוגיה הגדולות. זאת, כאשר במערכת החיסכון ארוך הטווח בישראל מנוהלים חסכונות בערך כ-1.9 טריליון ש"ח.⁵ עצם ניצול חוק הרישום הכפול על ידי הגופים המוסדיים עשוי להוות תמריץ עבור חברות לביצוע רישום כפול, בשים לב לכך שבחלוף 22 שנים עדיין חברות רבות בוחרות שלא להירשם למסחר בבורסה בתל אביב.

ההשלכה השנייה נוגעת לזיהוי הטיית הביתיות של גופים מוסדיים, במובן זה שהגופים המוסדיים מעדיפים זירת מסחר מסוימת, ובפרט – זו הביתית. במצב עניינים שכזה מדובר בהטיה חריפה, בשונה מהשקעת יתר עקב היכרות עם החברה. בענייננו מדובר בהשקעה עקב היכרות עם זירת המסחר. עצם העובדה שנייר ערך החברה החל להיסחר בבורסה הקרובה מבחינה גאוגרפית למשקיע תרמה לכך שהגוף המוסדי בחר להשקיע באותה חברה. בשים לב לכך שהבחינה נעשית בקרב הגופים המוסדיים, אם ההשקעות מוטות על ידי הטיית הביתיות,

5 הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון בנושא בחינת הוצאות ישירות טיוטת ד"ר"ח הוועדה (יוני 2021).

מדובר במצב עניינים אשר מעלה שאלות לנוכח היותם משקיעים מתוחכמים, כאשר בהתאם לחוק הישראלי, ניתן לטעון כי השיקול הרצוי בבחירת השקעותיהם הוא שיקול כלכלי גרידא. ככל שהיה נמצא כי החוק אינו "תורם" בהיבט זה, ייתכן שניתן היה להסיק כי חוק הרישום הכפול אינו רלוונטי עבור הגופים המוסדיים, שכאמור מהווים גורם משמעותי בשוק ההון הישראלי, ובכך ההנפקה בבורסה בישראל פחות אטרקטיבית עבור החברות. במצב עניינים שלפיו חוק הרישום הכפול אינו רלוונטי עבור הגופים המוסדיים, הייתה עולה השאלה שעמדה עוד בזמן תיקון החוק, נדונה רבות בספרות ועוסקת במתח שבין תכליות חוק ניירות ערך לבין תיקון מס' 21 לחוק. לכאורה, תכלית חוק ניירות ערך היא ההגנה על ציבור המשקיעים בשוק ההון הישראלי, בעוד תכליתו של תיקון מס' 21 לחוק הייתה סיוע לפיתוח שוק ההון הישראלי, ובעיקר הגנה על בורסת תל אביב מפני "התייבשותה", גם במחיר ההגנה על ציבור המשקיעים המקומיים. הפרק השני של המאמר יציג את ההיסטוריה של חוק הרישום הכפול והצעדים שהובילו לכדי תיקון החוק, המהווים היבטים משמעותיים לצורך בחינת המתח האמור, ואת השאלה האם החוק מגשים את התכלית המצויה בבסיסו, הנוגעת להרחבת היצע החברות עבור המשקיעים הישראליים.⁶

הפרק השלישי של המאמר סוקר בקצרה את התמורות שחלו בבורסה בתל אביב מבחינה מבנית ורגולטורית וידון על אודות המשקיעים המוסדיים כשחקן מפתח. בפרק הרביעי נציג, נדון ונשווה את תאוריית "המרוץ לפסגה" אל מול תאוריית "המרוץ לתחתית" תוך מתן זרקור על חוק הרישום הכפול וכן נערוך סקירת ספרות על אודות הטיית הביתיות, תוך חשיבה מחודשת לעניין תאוריה זו בשים לב להשקעה בחברה שאינה בהכרח קרובה באופן גאוגרפי, אלא זירת המסחר קרובה באופן גאוגרפי. בפרק החמישי נפרט על אודות הנתונים ומתודולוגיית המחקר האמפירי. בפרק השישי נציג את תוצאות הבחינה האמפירית, ובפרק השביעי נדון בממצאים, ננתח את התוצאות תוך שנסיק מסקנות ונציע מדיניות מוצעת להטמעה וליישום, תוך הצעת מחקר המשך בנושא. בפרק השמיני והאחרון נסכם את המאמר.

ב. היבטי רקע

1. ועדת ברודט

נוכח הגלובליזציה והתמורות שחלו בשוק ההון העולמי, ובישראל בפרט, המחוקק הישראלי החליט לבצע הקלות משמעותיות ולוותר על ריבונותו תוך החלת הסדר הרישום הכפול. ההיסטוריה של חוק הרישום הכפול והצעדים שהובילו לכדי חקיקת החוק הם משמעותיים

6 יוער כי קיימים מחקרים רבים הדנים במהות חוק הרישום הכפול, בשאלה האם קיים דיסוננס בין תכלית חוק רישום כפול למטרה שהיא "הגנה על ציבור המשקיעים". ישנם מחקרים רבים הבוחנים את היתרונות שברישום כפול בעולם ואת השאלה האם הרישום הכפול מיטיב עם החברות הבוחרות להירשם בכמה בורסות, או שאינו, ומה מידת התרומה. נדגיש כי רשימה זו אינה ממצה היבטים אלה, שבעניינם קיימת ספרות ענפה, והיא ממצה אך את ההיבטים שצוינו לעיל.

לצורך בחינה האם החוק מגשים את משאלת מחוקקיו, ויתר על כן, האם מגשים הוא את התכלית המצויה בבסיס החוק. נראה כי התכלית החקיקתית של תיקון מס' 21 לחוק ניירות ערך (חוק רישום כפול) שונה במהותה במעט מהתכלית הכללית של חוק ניירות ערך, באופן המעלה שאלה האם ההסדר רצוי. בחינה זו חשובה כאשר נתמקד בהשפעת החוק על הגופים המוסדיים. על פי נתונים שפרסמה הבורסה בתל אביב, לפני קבלת תיקון החוק ונכון לשנת 2000, 127 חברות ישראליות היו רשומות למסחר בשווקים זרים. 99 חברות היו רשומות בארצות הברית, כאשר מתוכן 83 היו רשומות בנאסד"ק. 26 חברות היו רשומות באירופה, מתוכן 8 בבורסת לונדון, 18 בבורסת האיחוד האירופי. 2 חברות היו רשומות בבורסה בקנדה. מתוך סך החברות, 22 חברות היו רשומות ברישום כפול גם בבורסה בתל אביב. יודגש כי עיקר החברות הן חברות מתחום ההייטק, תחום אשר התפתח במדינת ישראל עד כדי שכונתה Start Up Nation. הדאגה שרווחה בקרב הבורסה בתל אביב והרגולטורים היא שאומנם המשק הישראלי מקים חברות הייטק רבות, אך שוק ההון הישראלי לא נהנה מהן ואף נותר נבוך כאשר החברות פונות באופן מיידי לגיוס הון בבורסות ארצות הברית ומוותרות על רישום בבורסת האם. עקב המשבר שחל בשוק ההון בשנת 1994, לעומת השגשוג בשוקי הון בחו"ל, כאמור התמעט מספר החברות שביצעו גיוסי הון בישראל. על כן, יו"ר רשות ניירות ערך דאז מינתה את הוועדה לנושא רישום כפול של ניירות ערך בראשותו של דוד ברודט. הוועדה התבקשה לבחון האם יש לתת הקלות ברישום למסחר של ניירות ערך ובדיווחים של חברות שנרשמו קודם לכן למסחר בבורסה מחוץ לישראל.

דוח ברודט מנה כמה סיבות להעדפת הרישום למסחר בבורסות בחו"ל. בין הסיבות הוא מנה את השיקול המסחרי, כאשר רישום בבורסות כמו NYSE, NASDAQ, AMEX מהווה תו תקן לאיכות החברה, מביא להכרה בהן בשוק ההון המקומי והן בשוק המוצרים ומעניק לה יחסי ציבור. סיבה נוספת היא השיקול הפיננסי, כאשר רישום למסחר בבורסה בארצות הברית יוצר למנפיק זמינות לביקוש של הרבה משקיעים וגיוס הון בהיקף גדול בהרבה מהשוק בישראל. כמו כן, השוק האמריקאי היה מוכן להשקיע בטכנולוגיה גם בשלב מוקדם של התפתחותו, לפני יתר העולם.

הוועדה סברה כי למשק הישראלי צריך להיות שוק הון משוכלל שאחד ממאפייניו הוא יכולת הנפקה ומסחר של ניירות ערך. עם זאת, מעבר לתדמית של מרכז פיננסי ישראלי, אין הסבר מפורט לבסיס ההנחה. מעבר לכך, אף מצוין כבדרך אגב כי יש יתרון שחברות ישראליות יירשמו למסחר בבורסות זרות, באופן שלפיו הן יגייסו הון זר שיתרום לכלכלת המשק הישראלי בכך שייכנס למדינה כסף חדש.

הוועדה הצביעה על כמה המלצות, כאשר המשותף להן הוא שחברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בחו"ל תוכל להציע ניירות ערך שלה בישראל, בין אם היא רשומה כבר למסחר בישראל ובין אם לאו, על פי מסמך הצעה הדומה למסמך הנדרש לעניין זה בארצות הברית. לצד זאת הוועדה המליצה לא לשנות מהוראות הדין הישראלי החל על עסקאות הכרוכות בניגוד עניינים, אף שבארצות הברית אין הוראות בדיני ניירות ערך הפדרליים המתייחסות לעסקאות עם בעלי עניין או עם בעלי שליטה בחברה ואופן אישור העסקאות. זאת, כאשר מצוין

כי בארצות הברית אין הרבה עסקאות שכאלה וכי קיימים מנגנוני שוק ונורמות המגיבות לעסקאות מסוג זה.⁷

הבסיס לקביעת המלצות הוועדה היה בכך שהמשטר החשבונאי והמשפטי בישראל דומה למשטר החל על מנפיקים בארצות הברית, בהיבט מידת ההגנה שהוא מספק למשקיעים. זאת, לצד משטר נחות החל בארצות הברית על חברות רשומות זרות לעומת זה החל בישראל על חברות רשומות זרות.⁸

2. תיקון מספר 21 לחוק ניירות ערך – חוק רישום כפול

בשנת 2000 קיבלה הכנסת את חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס–2000, ס"ח 252. החוק מתיר לתאגיד שהואגד בישראל ושניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל המנויה בתוספת השנייה או השלישית להירשם למסחר בבורסה בתל אביב בתנאים מקילים. משמעות החוק היא שחברות הרשומות למסחר בבורסות בארצות הברית (NASDAQ, NYSE, AMEX) יכולות להירשם בבורסה בתל אביב ללא צורך במסמכי גילוי נוספים על מנת לקיים את דרישות הגילוי לפי חוק ניירות ערך, הן בשוק הראשוני והן בשוק המשני. זאת, כאשר כלל הגילוי ייעשה באמצעות מסמכי הדיווח השוטף שאותם הן מדווחות בבורסות בארצות הברית. ניתן לפטור את החברה מהוראות בקשר עם מבנה התשקיף בהצעת ניירות ערך לציבור בישראל על ידי חברה שהתאגדה בישראל וניירות ערך שלה רשומים למסחר בבורסה בחו"ל או שיירשמו בה למסחר לאחר פרסום התשקיף. ככל שלא חלו על החברה חובות דיווח לפי חוק ניירות ערך עובר להנפקה, החברה תוכל להמשיך לדווח לפי הדין הזר בלבד.

אף שלאורך כל הליך החקיקה וטרם החקיקה הוצע כי ההסדר יחול על חברות הנסחרות בבורסות בארצות הברית, התיקון אפשר גם הוספה והשמטה של בורסות או שווקים בעתיד, תחת סעיף 35ט, על ידי רשות ניירות ערך. כמו כן, אף שבמשך הליך החקיקה וטרם החקיקה, בין היתר בוועדות הכנסת, הוצע כי ההסדר יחול על חברות אשר התאגדו בישראל שעליהן חל חוק החברות, תחת סעיף 35 הוצע לקבוע כי הרשות רשאית להחליט כי ההסדר יחול גם על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל וניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל.⁹ זאת, כאשר לאורך הדיונים בוועדות הכנסת ובמליאה הנושא לא הועלה, כמו גם בוועדת ברודט, וכביכול נראה כי החלת הסדר רישום כפול על חברות זרות שונה מהתכלית המקורית של תיקון החוק. לאורך השנים, בנוסף לבורסות בארצות הברית, נוספו בורסות נוספות, כאשר הבורסות הזרות המוכרות לצורכי רישום כפול מופיעות בתוספות השנייה והשלישית לחוק ניירות ערך.

יצוין כי מדובר בהסדר ייחודי המשקף הכרה חרד-חדידית, ללא סיכום עם הבורסה הזרה. בעצם ההכרה החרד-חדידית, הרגולטור מוותר על ריבונותו בפיקוח על החברות הנסחרות בבורסה, תוך הסתמכות בלעדית על הפיקוח הנעשה על החברה הנסחרת בבורסה הזרה במדינה הזרה. כאשר המדינה מאמצת את עקרון ההכרה החרד-חדידית היא מביעה את דעתה שמשטר

7 הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך, דוח הוועדה, בעמ' 35–38 (1998).

8 שם, בעמ' 15–16, 25.

9 ס' 35 להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 21), התש"ס–2000, ה"ח 2887.

הפיקוח של המדינה הזרה מקיים את המטרות שלשמן קבעה היא עצמה את משטר הפיקוח שלה במידה מספקת. הכרה חד-צדדית על ידי מדינה נעשית ללא משא ומתן מוקדם עם המדינה הזרה וללא רשותה.

ההסדר החל בפועל מבוסס על הדין האמריקאי החל על מנפיקים זרים, הסדר הכולל שורה של הקלות בהשוואה לדין החל על חברות מקומיות. הסדר זה גם מקל יותר בהשוואה לדין הישראלי החל על מנפיקים בשוק הישראלי, וערכי הסף שנקבעו כדי שחברה תוכל לחסות תחת הסדר רישום כפול שהם נמוכים באופן העשוי לפגוע במידת האכיפה בפועל.¹⁰ כפי שפורט לעיל, ההסדר החל בפועל מקל יותר מזה שהומלץ על ידי ועדת ברודט, אשר סברה כי רק הדין האמריקאי החל על חברות אמריקאיות (מקומיות) שקול לדין הישראלי בהיבט ההגנה על המשקיעים. קיימים הבדלים בחובת הגילוי החלה על מנפיקים זרים ועל מנפיקים אמריקאיים. הבדלים אלה נוגעים לכללי החשבונאות, דיווח על עניינים עסקיים ובהיבט של חוק החברות. בין היתר, גילוי על פי טופס 20-F (החל על מנפיקים זרים) מקל יותר עם נושאי משרה ובעלי עניין בהשוואה לדיווח המבוסס על טופס 10-K ולדיווח לפי חוק ניירות ערך. על כן, חברה ישראלית המנפיקה בארצות הברית ומדווחת לפי טופס 20-F "מפוקחת" פחות מאשר חברה ישראלית הנסחרת בתל אביב ומפוקחת על ידי רשות ניירות ערך, ופחות מאשר חברה אמריקאית הנסחרת בבורסת ארצות הברית ומפוקחת על ידי ה-SEC.¹¹ עם זאת, חוק ניירות ערך הישראלי מאפשר להסתפק בסטנדרט הגילוי הזר על אף היותו נמוך מזה שבישראל.¹² חברות ישראליות הרשומות למסחר בבורסה בארצות הברית ובבורסה בתל אביב אינן חוסות תחת דרישות הגילוי של החוק הישראלי מכוח סעיף 35 ללא לחוק ניירות ערך המאפשר לרשות ניירות ערך לפטור תאגיד חוץ מן הדרישות בישראל.

האם הסדר הרישום הכפול, במתכונתו הקיימת בדין הישראלי, משרת את האינטרסים של ציבור המשקיעים בחברות ציבוריות?

התרומה העיקרית המצופה מחוק הרישום הכפול היא "החייאת" הבורסה בתל אביב, בהיבט המקור-כלכלי ובהיבט התדמיתי, כפי שגם הודגש בזמן ועדת ברודט. זאת, כאשר בזמן

10 להרחבה ראו עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים לב 561, 586-589 (2018).

11 ראוי לציין כי על חברה ישראלית יש פיקוח מבחינת חוק החברות כאשר היא התאגדה בישראל, אך לדוגמה חברה אירופית הנסחרת בנאסד"ק או בניו יורק ומדווחת לפי הדיווח המקל יותר ולאחר מכן מבצעת רישום כפול בבורסה בתל אביב, כביכול מפוקחת פחות מיתר החברות ומספקת פחות גילוי. בהשוואה לדיווח על פי טופס K-10, ההבדלים העיקריים נוגעים לנקודות הבאות: דיווח על שכר ותנאי העסקה; אין חובה למסור פרטים על אודות עסקאות מהותיות בין התאגיד לבין נושאי משרה, דירקטורים ובעלי שליטה; החובה לדווח על החזקות מהותיות במנפיק מתעוררת רק עם חציית סף של עשרה אחוזים, לעומת סף של חמישה אחוזים בחברה מנפיקה אמריקאית; אין חובה לדווח על החזקות של נושאי משרה ודירקטורים עם פירוט אינדוידואלי; חובת גילוי במסגרת מנגנון הפרוקסי מוחלשת ביחס להסדר במנפיקים אמריקאיים; ניתן פטור מהאיסור על נושאי משרה לבצע עסקאות בחסר ועסקאות סיבוביות קצרות מועד העלולות לעורר ניגוד עניינים או שימוש במידע פנים, לפי ס' 16 ל-Exchange Act of 1934. ראו עיקרי חובות דיווח אמריקאיים (1943) Securities Exchange Act, §13, §15(d) וכן הקלות 17 CFR §240.3a12-3(b) (1979). ראו ליכט, לעיל ה"ש 10, בעמ' 586, ה"ש 7.

12 ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 18040-11-12 חנס נ' טבע תעשיות פרמצבטיית (נבו) 29.9.2013.

ועדת ברודט ועד שנת 2019 הבורסה הייתה גוף לא למטרות רווח, בעוד משנת 2019 מדובר בחברה ציבורית, עובדה המעוררת קושי בהשקעת משאבים בחוק רישום כפול ככל שתרומתו לשוק ההון המקומי אינה משמעותית דיה, קל וחומר ככל שהמשקיעים המקומיים לא "מנצלים" הסדר זה ולא משנים את השקעתם בעקבות רישום החברות הדואליות למסחר בתל אביב. זאת, כפי שנדון בהרחבה בספרות, בעיקר לנוכח הפגיעה האפשרית בהגנה על עניינם של המשקיעים תוך הסתמכות בלעדית על האסדרה הנעשית בבורסות הזרות.

אף שחוק הרישום הכפול קיים למעלה משני עשורים, סוגיית הדין החל על החברות הדואליות בישראל אינה חד-משמעית.¹³ את מגמת חוסר הוודאות ניתן לראות בפסיקה, כאשר בפסקי הדין שניתנו בעניין **מנקיינד** ובעניין **טאואר** נפסק כי על חברות דואליות חלים כללי האחריות של הדין האמריקאי, מדינת האם של אותן חברות דואליות.¹⁴ כל זאת, בזמן שהמחוקק שותק בעניין. בפסק הדין השופטים סברו כי המחוקק ביקש לאמץ כללי אחריות בהתאם לעיקרון שהנחה אותו לעניין כללי הדיווח, הדין האמריקאי.¹⁵ זאת, גם נוכח עמדתה של רשות ניירות ערך שלפיה תכלית החוק היא שיחול הדין האמריקאי. בד בבד, בית המשפט העליון העיר כי יש מקום לשקול תיקון חקיקתי שיבהיר את מצב הדברים בסוגיה באופן מפורש. לצד זאת, ובשים לב לעמדתה של ועדת ברודט אשר כאמור קבעה את הבסיס לתיקון 21 לחוק ניירות ערך, בעת שוועדת ברודט דנה בעניין כללי האחריות היא קבעה כי ראוי שיחולו כללי האחריות של הדין הישראלי. עניין זה אך מחזק את אי-הבהירות אשר חלה בכל הנוגע לדין החל על החברות הדואליות.

לאחרונה, במסגרת אישור הבקשה לתובענה ייצוגית בעניין **סרגון**,¹⁶ חלה התפתחות משמעותית ביחס של בתי המשפט והדין הישראלי לגבי זכויות המשקיעים לתבוע חברה דואלית. ההחלטה בעניין **סרגון** מגיעה על רקע פסק דין **מוריסון**¹⁷ האמריקאי שקבע את ה"transaction test", אשר למעשה מונע מתושבים זרים שרכשו ניירות ערך של חברה נסחרת בארצות הברית במדינה זרה "לרכב" על מערכת המשפט האמריקאית במימוש זכויותיהם ובייזום של הליכים משפטיים בגין ניירות הערך הנסחרים בישראל. מנגד, למרות המשמעויות האפשריות על היכולת להגן על המשקיעים הישראליים, וכדי למנוע את ההשפעות השליליות הפוטנציאליות של החלטת בית המשפט, הודיעה רשות ניירות ערך כי היא מקדמת תיקון חקיקה שלפיו אחריות החברות ברישום הכפול היא מכוח הדין הזר, ולא מכוח הדין הישראלי. כלומר, בבואו של בית המשפט לדון בענייניה של החברה בגין פגיעה במשקיע ישראלי, על בית

13 דנה ליבנה זמר ואורי וולובלסקי "הסדר הרישום הכפול ושאלת הדין החל" **תאגידים ח/4** 101 (2011).

14 ע"א 2889/18 **כהן נ' טאואר** (נבו 16.10.2018); ת"צ (ת"א) 28811-02-16 **דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן** (נבו 12.10.2017); ת"צ (ת"א) 44775-02-16 **כהן נ' טאואר סמיקונדקטור** (החלטות מיום 7.11.2017 ומיום 20.2.2018).

15 עניין **מנקיינד**, שם; עניין **טאואר**, שם; ת"צ (מרכז) 3912-01-08 **שטרן נ' Verifone Holding**, פס' 4 לפסק דינה של הנשיאה גרסטל (נבו 25.8.2011).

16 ת"צ (ת"א) 7363-01-15 **חזן נ' סרגון נטוורקס** (נבו 27.5.2021).

17 *Morrison v. nat'l Austl. Bank Ltd*, 130 S. Ct 2869 (2010).

המשפט להחיל את הנורמות החלות על החברה בבורסת האם.¹⁸ בהחלטתו בעניין סרגון, השופט מגן אלטוביה אישר ניהול תובענה ייצוגית כנגד החברה שנסחרה בבורסת נאסד"ק ותל אביב בגין מידע מטעה שפרסמה ובהתבסס על כללי האחריות של הדין הישראלי.¹⁹ זאת, בשונה מהחלטות קודמות שהוזכרו לעיל, מה שבתורו תרם להגברת אי-הוודאות המשפטית. בדיון חוזר באותו עניין, בית המשפט לא הפך את החלטתו של השופט אלטוביה, אך קבע כי "יש להחיל באופן גורף את כללי האחריות הזרים – ביחס להפרות של כללי הדיווח הזרים – על כל החברות הדואליות". כלומר, אומצה העמדה של רשות ניירות ערך בעניין.²⁰

על רקע הדברים, רשות ניירות ערך פרסמה כי בהתאם להמלצת בית המשפט העליון, הרשות מקדמת תיקון חקיקה שיעדכן בחוק את עמדתה באשר לתחולת כללי האחריות האזרחיים על חברות דואליות. התיקון קובע כי על החברות הדואליות יחולו כללי האחריות על הפרות של חובת הגילוי והדיווח לפי הדין הזר, באופן העולה בקנה אחד עם התפיסה שרווחה בעת חקיקת החוק שדי בלהחיל את הוראות הדין הזר בכל הקשור לחברות דואליות.²¹

נדמה כי הסדר הרישום הכפול חווה תמורות רבות מעת חקיקתו ועד עצם היום הזה, וייתכן כי צפויות עוד תמורות רבות בדרך. הרגולטור הישראלי בוחר להחיל את הרגולציה הזרה ולוותר על תפקידו כמאסדר בכל הקשור לדין החל על החברות הדואליות. כלומר, הוא מפרש את הסדר הרישום הכפול באופן שלפיו חל על החברה הדין המקומי במדינת האם שבה היא נסחרת, תוך שתהיה כפופה לרגולטור במדינת האם. עם זאת, ויתור זה אינו מלא, והרגולטור עדיין אוזח ביכולת להחיל את הדין הישראלי בהיבטים מסוימים. מעבר לכך, כאמור, בהחלט הרגולציה הזרה ישנו חשש שקיים ואקום רגולטורי, העשוי לגרום לפגיעה בציבור המשקיעים. מכאן שגם ציבור המשקיעים וגם החברות הדואליות מצויים בווקום רגולטורי, והדין החל אינו חד-משמעי.

נוכח הפערים האמורים, החוק אשר נועד להקל על החברות המנפיקות עלול לפגוע בציבור המשקיעים, קרי, שחקני שוק ההון הישראלי. כבכל פגיעה, ניתן לבחון את האיזונים תוך בחינת שיקולי עלות מול תועלת החוק. ככל שהחוק תורם לשוק ההון הישראלי, הפגיעה בהגנה על ציבור המשקיעים תהיה יותר לגיטימית. נוכח המאמצים הרבים שמדינת ישראל משקיעה בפיתוח הרישום הכפול, העובדה שתרומה לשוק ההון הישראלי היא תכונה קשה לכימות, ובשים לב לכך שקיימות מעט ראיות אמפיריות המציגות את יתרונות החוק על התנהגות הגופים המוסדיים, במחקר נציג את ההשפעה על התנהגות הגופים המוסדיים. נראה האם החוק הביא את המשקיעים הגדולים והמתוחכמים במשק הישראלי, דהיינו הגופים המוסדיים, להשקיע באותן חברות שבחרו להנפיק בבורסה בתל אביב במסגרת חוק הרישום הכפול. ודוק, נבחן האם הגופים המוסדיים הרחיבו את המסחר בבורסה בתל אביב נוכח הרישום הכפול.

18 שירי חביב ולדהורן "הרישום הכפול בת"א לאן? רשות ני"ע והבורסה יוצאות נגד תקדים סרגון" **גלובס** (10.6.2021).

19 ת"צ סרגון נטוורקס, לעיל ה"ש 16.

20 ת"א (מחוזי ת"א) 16214-09-21 סרגון נטוורקס נ' חזן (נבו 27.1.2022).

21 הצעת חוק ניירות ערך (סעיפי האחריות האזרחית) (תיקון מס'), התשפ"א-2021.

3. רישום כפול בישראל ובעולם

מאז סוף שנת 2000 נרשמו בבורסה הישראלית 82 מניות במסגרת רישום כפול. נכון לסוף 2020 בבורסה היו רשומות 53 חברות דואליות ו-26 מתוכן במדד ת"א 125. החברות הדואליות היו כ-12% מכלל החברות הציבוריות וכ-20% במדד ת"א 125. סך שווי שוק של דואליות כ-300 מיליארד ש"ח אשר היווה כ-36% מסך שווי השוק של המניות בבורסה.²²

בספרות נכתב רבות על אודות הערך הנוצר לחברה כתוצאה מרישום כפול, כלומר רישום למסחר בבורסה נוספת על הבורסה הראשונה. הערך האמור נוצר הן מטעמים מימוניים, הגדלת מחזורי המסחר וחשיפה למשקיעים ולשווקים נוספים;²³ הן מטעמים של תאוריית קשר משפטית; והן מטעמים של סגמנטציית שווקים, הארכת יום המסחר בשל הפרשי השעות ומסחר בימים שבהם אחת הבורסות סגורה והשנייה פעילה.²⁴ עבור חלק גדול אם לא רוב החברות הדואליות יש משמעות נוספת למסחר בתל אביב לנוכח העובדה שהן נכללות במדדים, כך שתעודות הסל עוקבות אחריהן באופן פסיבי, עניין המגדיל את מחזורי המסחר בהן. לצד מחקרים אלה ישנם מחקרים שלפיהם הרישום הכפול אינו משפר בהכרח את נזילות החברה. עם זאת, גם מחקרים אלה ממליצים למנהלי חברות לשקול רישום כפול מסיבות אחרות כגון חדירה לשווקים חדשים.²⁵

עבור חברות משווקים מפותחים יתרונות הרישום הכפול היו משמעותיים עד סוף שנות ה-90, אך הפכו לנמוכים עד זניחים בעשרים השנים האחרונות. חלק מהיתרונות רלוונטיים בעיקר לטווח הזמן הקצר. יתרונות הרישום הכפול נמצאו משמעותיים ביותר עבור חברות קטנות בעלות מגבלות פיננסיות שמגיעות לרישום כפול בשווקים מפותחים ממדינות מקור מתפתחות המאופיינות בשווקים ריכוזיים ואטומים.

בעשרים השנים האחרונות פחת מספר החברות הרשומות ברישום כפול בבורסות בניו יורק, לונדון וטוקיו מקרב חברות משווקים ראשיים מפותחים, מגמה הפוכה מזו של חברות משוקי מקור מתפתחים. כך, מספר החברות הרשומות ברישום כפול בעולם נמצא סביב אלפיים חברות, ירידה של למעלה מ-50% לעומת סוף שנות ה-90. הירידה במספר החברות ברישום

22 נתונים מתוך אתר הבורסה בתל אביב.

23 Shmuel Hauser, Rita Yankilevitz & Rami Yosef, *The Effects of Dual Listing on Share Prices and Liquidity in the Absence of Registration Costs*, 4 J. SERVICE SCI. & MGMT 15 (2011); Ryan T. Ball, Luzi Hail & Florin P. Vasvari, *Equity Cross-Listings in the U.S. and the Price of Debt*, 23 REV. ACCOUNTING STUD. 385 (2018)

24 Imen Ghadhab, Mouna M'rad, *Does US Cross-Listing Come With Incremental Benefit for Already UK Cross-Listed Firms*, 69 QUART. REV. ECON. & FIN. 188, 204 (2018) האזור וריטה ינקילוביץ' בחינת התועלת לחברות מרישום כפול של מניות למסחר ב NASDAQ ובבורסה בתל אביב (רשות ניירות ערך מאי 2007) ; <https://did.li/JJ6w5> Nuno Fernandes, ; Mariassunta Giannetti, *On the Fortunes of Stock Exchanges and Their Reversals: Evidence from Foreign Listings*, 23 J. FIN. INTERMEDIATION 157, 157–176 (2014)

25 Stephen Matheka Makau, Samuel Owino Onyuma, Agatha Nabwire Okumu, *Impact of Cross-Border Listing on Stock Liquidity: Evidence from East African Community*, 3 J. FIN. & ACCOUNTING 10, 18 (2015)

כפול מוסברת על ידי כמה גורמים, ביניהם: בשנת 2008 הקל ה־SEC את הדרישות לביטול הרישום. בעקבות זאת חברות אירופיות רבות הסירו את עצמן מהרישום בארצות הברית. חלק מהיתרונות של הרישום הכפול רלוונטיים בעיקר בטווח הקצר, ויתרונות הרישום הכפול מזעריים עבור חברות ממדינות מפותחות.²⁶ כמו כן, יתרונות הרישום הכפול נמצאו משמעותיים ביותר עבור חברות קטנות, בעלות מגבלות פיננסיות, אשר מגיעות לרישום כפול לשווקים מפותחים (בעיקר לשוק האמריקאי) ממדינות מקור מתפתחות המאופיינות בשווקים ריכוזיים ו"אטומים".²⁷ בהקשר זה, ישנם כמה גורמים הקובעים את מידת ההשפעה של הרישום הכפול על שווי השוק וכיוונו. הראשון, רמת התפתחות של המדינה, כאשר כאמור רישום כפול תורם בעיקר לחברות שמקורן בכלכלות מתפתחות. עבור חברות שמקורן במדינות מפותחות פחות מאלה שבהן נעשה הרישום הזר, נצפתה עלייה בשווי השוק בחמש שנים שלאחר הרישום.²⁸ השני הוא גודל החברה, כאשר כאמור התרומה גדולה יותר עבור חברות קטנות יותר.²⁹

לאורך השנים נעשים מאמצים רבים כדי לשכלל את החוק: נוספו בורסות זרות להסדר, ומושקעים משאבים רבים אשר נועדו לכך שהחברות אכן ינצלו את ההקלה הרגולטורית המשמעותית שבבסיס התיקון לחוק. לצד זאת, כאמור, יש מעט אם בכלל ראיות אמפיריות ליתרונות החוק וההשפעה על התנהגות הגופים המוסדיים.

ג. שחקנים במגרש

1. הבורסה בתל אביב

הבורסה בתל אביב הייתה חברה פרטית שהתאגדה בשנת 1953 כחברה מוגבלת בערבות ללא הון מניות והיא הבורסה היחידה במדינת ישראל. המסחר בבורסה נעשה באמצעות חברי הבורסה הגובים עמלה בעבור השירותים שהם מספקים, וחוק ניירות ערך, אסר על הבורסה בתל אביב לחלק רווחים.³⁰ הבורסה מהווה צד ברגולציה הפיננסית בישראל, כאשר במידה מסוימת הרגולציה אינה באה לידי ביטוי בהוראה היררכית מטעם הרשות הציבורית לגופים

26 *Why Cross-Listing Shares Doesn't Create Value*, Mckensey & Company (November 1, 2008) <http://bit.ly/46rgNRE>.

27 hunhua Chen, Songhe Shi, Xiaoping Song, Steven X. Zheng, *Financial Constraints and Cross-Listing*, *J. International Fin Markets*, INSTITUTIONS AND MONEY art. 101290 (2021), <https://bit.ly/46tNtdo>.

28 Nicola Cetorelli & Stavros Peristiani, *Firm Value and Cross Listing: The Impact of Stock Market Prestige*, 3 *J. RISK & FIN. MGMT.* 80 (2010).

29 Makau, Onyuma, Okumu, לעיל ה"ש 25.

30 ס' 45(ב)(2) לחוק ניירות ערך, אסר על הבורסה בתל אביב לחלק רווחים, אך הסעיף נמחק במסגרת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז–2017, ס"ח 1062.

הפרטיים המוסדרים, אלא בשיתוף פעולה הדוק בין הרשות הציבורית לשוק עצמו.³¹ המחקק, בחוק ניירות ערך, העניק לבורסה לניירות ערך סמכות רחבה להסדיר עניינים הנוגעים למסחר בניירות ערך.³² מעבר לאותה סמכות, סעיף 51 לחוק ניירות ערך קובע כי הבורסה לניירות ערך כפופה לפיקוח רשות ניירות ערך. תוך השוואה לבורסות בארצות הברית, לבורסה בתל אביב פחות סמכויות לאסדרת שוק ההון. זאת, כאשר ה־FINRA בעלת סמכויות רחבות לאחר שהזרועות הרגולטוריות של ה־NASDAQ ו־NYSE העניקו לה את הסמכויות לרגולציה עצמית.³³

בשנים המוקדמות של העשור השני לשנות האלפיים היו דין ודברים בין רשות ניירות ערך למנכ"ל ויו"ר הבורסה בתל אביב, ובמסגרתם ולאחריהם התפטרו מתפקידם יו"ר ומנכ"ל הבורסה.³⁴ במסגרת מאמרו, הציע אנדיג'ר הרחבת סמכויות הבורסה בתל אביב, כאשר הוא סבור כי היא בעלת מומחיות רבה בהיבטים מסוימים ולכן נכון שהיא תפקח על אותם היבטים בדומה לסמכויות ה־FINRA האמריקאית.

יצוין, כי לצד היתרונות שבהרחבת סמכות האסדרה לבורסה המקומית, רשות ניירות ערך האמריקאית סברה לאחר הונאת הפונזי שביצע מיידוף שאלמלא הייתה מאפשרת אסדרה עצמית בידי הבורסות כפי שאפשרה, ייתכן כי ההונאה הייתה מתגלה בשלב מוקדם יותר.³⁵ כפי שתואר לעיל, עקב המשבר בשוק ההון בשנת 1994, לעומת השגשוג בשוקי הון בחו"ל, התמעט מספר החברות שביצעו גיוסי הון בישראל. על כן, כאמור, מונתה הוועדה לנושא רישום כפול של ניירות ערך. בשנת 2000 עבר כאמור חוק רישום כפול, אשר בעקבותיו עלה מספר החברות שנרשמו למסחר בבורסה בתל אביב, כאשר רק בין השנים 2000–2002 נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב במסגרת הסדר הרישום כפול כ־31 חברות.³⁶

בשנים האחרונות של העשור הראשון של שנות האלפיים החל שפל במחזורי המסחר בבורסה בתל אביב. במסגרת הסדר הרישום הכפול נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב בשנת 2006 6 חברות, בשנת 2007 נרשמו 6 חברות, בשנת 2008 לא נרשמה אף חברה, בשנת 2009 נרשמו 2 חברות ובשנת 2010 נרשמו 5 חברות.³⁷ נוכח השפל במחזורי המסחר, בשנת 2013 מינה יו"ר רשות ניירות ערך את הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה. הוועדה

Janson M. Solomon, *Law and Governance in The 21st Century Regulatory State*, 86 TEXAS L. REV. 819, 822 (2008) 31
 ס' 46 לחוק ניירות ערך; ראו הרחבה לאון יהודה אנדיג'ר "הבורסה לניירות ערך בתל אביב ורגולציה עצמית בשוק ההון המקומי" **דיבייט** 20–22 (2015). 32
 לפירוט נוסף במאמרו של אנדיג'ר, שם, בעמ' 16–18 ובעמ' 22–23. 33
 ראו רחל בינדמן וגולן חזני "יו"ר רשות ניירות ערך שמואל האזור פועל להדחת יו"ר הבורסה סם ברונפלד" **כלכליסט** (24.7.2013) <https://did.li/NJ6w5>; ליטל איסטמטי "יו"ר הבורסה מתפטר מתפקידו באופן מיידי – ומשתלח בשמואל האזור: 'אני נאלץ להתפטר בגלל השתלטות עוינת על הבורסה מצד רשות ניירות ערך'" **גלובס** (25.7.2013) <https://did.li/Chsrl>. וכן ניתוח העניין במאמרו של אנדיג'ר, לעיל ה"ש 32, בעמ' 26. 34
 Sec Office of Investigations, *Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme*, 372–389 (2009), <https://did.li/aEmlw> 35
 נתונים שהתקבלו מרשות ניירות ערך במסגרת בקשת חופש מידע. 36
 שם. 37

הצביעה על ירידה של 50% במחזורי המסחר היומיים במניות בשנת 2013 לעומת שנת 2007. כמו כן, בשנות המשבר הכלכלי, בין השנים 2008 ו-2009, כמעט 90% מהמסחר היה מרוכז בידי 10% מהחברות בבורסה. לצד הירידה בהיקפי המסחר בניירות ערך בבורסה חלה ירידה גם במספר החברות שבחרו להנפיק את מניותיהן בבורסה בתל אביב. לאחר בחינת כמה צעדים שניתן היה לנקוט, המליצה הוועדה לשנות את מבנה הבעלות על הבורסה ממודל של חברים ללא זכויות הוניות למודל של חברה למטרות רווח. לפי דו"ח הוועדה, בורסות בעולם שעברו שינוי מבנה בעלות הצליחו לשפר פרמטרים בפעילותן, ביניהם, שקיפות וממשל תאגידי, סחירות, יעילות ושיתוף פעולה עם בורסות אחרות ומשקיעים.³⁸

לפי דברי ההסבר לתיקון מספר 63 לחוק ניירות ערך, המטרה המרכזית הייתה יצירת תשתית חוקית להפרדה בין הבעלות בבורסה לזכות של חברי הבורסה להשתמש בשירותים שלה, וכן הסרת המגבלה על חלוקת רווחים. זאת, על מנת שהבורסה תהיה גורם תחרותי ויעיל מול הבורסות בעולם. מטרה עיקרית נוספת, הדומה למטרה שהייתה בבסיס חוק רישום כפול, היא הרחבת בסיס החברות בבורסה בתל אביב. מדברי ההסבר נראה כי הסברה הייתה שהמעבר לחברה למטרות רווח יאפשר לבורסה להיות יותר תחרותית.

היבט מרכזי בהצעת החוק הוא חיזוק מנגנוני הפיקוח על פעילות הבורסה, הן מבחינת הסדרי ממשל תאגידי לטיפול בניגודי עניינים והן מנגנוני הפיקוח החיצוניים באמצעות פיקוח רגולטורי. לאחר שינוי המבנה, עולים קשיים, כגון אילו אינטרסים עליה לקדם – האם אינטרסים של בעלי מניותיה, אינטרסים של ציבור המשקיעים, או שמא אינטרסים של הציבור הרחב בכללותו.³⁹

החל משנת היווסדה, בשנת 1953, ועד יום 1 באוגוסט 2019, הבורסה לניירות ערך בתל אביב פעלה שלא למטרות רווח והייתה בבעלות הבנקים הישראליים ובתי השקעות ישראליים וזרים. משנת 2019 ובעקבות תיקון מספר 63 לחוק ניירות ערך, הבורסה הפכה לחברה מסחרית למטרות רווח בשליטתם של גופי השקעה זרים שאינם חברי בורסה בעצמם.⁴⁰ רווחי הבורסה נגזרים מפעילותה, כאשר מנגנון הרווח הבסיסי של הבורסה מבוסס על עמלות. ככל שהבורסה תיכנס למדרים בחו"ל, תמשוך משקיעים זרים אליה ותמשוך חברות שייסחרו בה, כך יעלו רווחיה.

אי לכך, יש העשויים לטעון כי נוצרים יחסים סימביוטיים בין המפקח לבין המפוקח, העשויים להוביל לכדי טשטוש הגבולות ביניהם ופגיעה באינטרס הציבורי שלמענו הוקם מנגנון הרגולציה, ובהתאם לספרות ייתכן כי מתקיימת תאוריית "השבי הרגולטורי".⁴¹ מנגד,

38 הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה דו"ח הוועדה (2014).

39 Andreas M. Fleckner, *Stock Exchanges at the Crossroads*, 74 FORDHAM L. REV. 2541, 2590–92 (2006); דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז–2017, ה"ח 1062.

40 רחלי בינדמן "אחרי עיכוב של חצי שנה: הבורסה בת"א יוצאת להנפקה" כלכליסט (6.6.2019) <https://did.li/rPOIC>.

41 George J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, 2 BELL J. ECON. & MGMT. SCI. 2 (1971); דיויד גילה "רגולציה מגוף ראשון, איזה סוג של רגולציה עדיף?" **מסדירים רגולציה משפט ומדיניות** 115 (ישי בלנק, דוד לוי פאור ורועי קרייטנר עורכים, 2016).

חשוב להדגיש כי הבורסה מהווה מעין נכס של המדינה, ולא חברה ציבורית קלסית, כאשר חוק ניירות ערך מתייחס אליה באופן מפורש. על כן, נוכח היות הבורסה חברה ציבורית למטרות רווח, וכדי שלא תתגשם תאוריית השבי הרגולטורי, נדמה כי מעבר להחלת משטר ממשל תאגידי תקין, רצוי שהסדר רישום כפול וכלל המשאבים הנעשים בתחום יובילו להשקעה באותן חברות הנסחרות בבורסה, ולא רק לרישום למסחר, וכי התרומה של ההסדר תהא מהותית עבור שוק ההון הישראלי.

2. גופים מוסדיים

הגופים המוסדיים בישראל, חברות ביטוח, חברות המנהלות קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות השתלמות וחברות המנהלות קרנות נאמנות, מהווים גורם מרכזי בשוק ההון המקומי. על פי מחקר שפורסם על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך, אחת התמורות המרכזיות שחלו בעשור האחרון בשוק ההון המקומי היא עלייה בשיעור החזקות המשקיעים המוסדיים בשוק. מדובר בגופים המנהלים היקף עצום של כספי ציבור, וכפועל יוצא, מרכזים את עיקר הפעילות בשוק ההון. זאת, כאשר במערכת החיסכון ארוך הטווח בישראל מנוהלים חסכונות בערך כולל של כ-1.9 טריליון ש"ח.⁴² בין הגורמים לעליית קרנם של הגופים המוסדיים ניתן למנות את יישום המלצות ועדת בכר במסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה–2005 כמו גם הרפורמה של פנסיית החובה משנת 2008 אשר הביאו לכך שהגופים המוסדיים מנהלים את כספי הציבור בקרנות הנאמנות וקופות הגמל, סכומים אשר בעבר היו בידי המערכת הבנקאית, וכן מספקים הסדרה כוללת של ניהול קופות הגמל וקרנות הפנסיה.⁴³ בנוסף, בין הגורמים ניתן למנות את ועדת חודק, אשר קבעה נהלים להשקעות באג"ח קונצרניות, הכוללים בין היתר חובת אנליזה בידי הגוף המוסדי עובר להשקעה. פעילות קרנות פנסיה וקרנות השתלמות כמו גם ניהול קופות גמל מוסדרים בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005. לפי החוק, החברות המנהלות ינהלו את קופות הגמל לפי רישיון שניתן על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון ועל פי תקנון שיחול על כלל העמיתים. פעילותן של קרנות נאמנות מוסדרת באמצעות חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994. ההשקעה נעשית באמצעות יחידות השקעה שוות שהציבור רוכש ממנהל קרן הנאמנות. לפי החוק, על הגופים המוסדיים מוטלות חובות שונות, ביניהן חובה לפעול במימנות ולנקוט צעדים סבירים לשם שמירה על נכסי החוסכים.⁴⁴ בספרות נמצאה הפריה הדדית בין הגופים המוסדיים לשוק המניות. כלומר, גופים מוסדיים יוצרים סביבה המסייעת לפיתוח שוק המניות, ושוק מניות מפותח תורם להתפתחות הגופים

42 טיוטת דו"ח הוועדה, לעיל ה"ש 5.

43 צוות הבין משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, דו"ח הצוות (2004); צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז–1957, י"פ 1736.

44 ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה–2005; ס' 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994.

המוסדיים.⁴⁵ נוכח גודל הגופים והעובדה שהם עתירי משאבים, הם יכולים להשקיע תשומות בנייתו חברות עובר להשקעה ולהשקיע מתוך ראייה ארוכה טווח. על מנהלי ההשקעות בגוף המוסדי מוטלת האחריות לנהל באופן יצירתי את כספי החוסכים ולהשיא את הכספים בהתאם למסלול ההשקעות שנבחר על ידי החוסך ובהתאם למדיניות ההשקעה שנקבעה.⁴⁶ כמו כן, בהתאם לסעיף 7 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב–2012, על גופים מוסדיים מוטלת חובת נאמנות ו"עליהם לבחון אפשרויות השקעה חלופיות מאותו סוג, בשים לב לתשואות ולסיכונים הצפויים וליחס ביניהם".

יודגש כי העובדים בישראל, הן השכירים והן העצמאים, מחויבים להפריש משכרם לפנסיה. על כן הם מהווים "לקוחות שבויים" של הגופים המוסדיים אשר מנהלים את כספם, בעוד חובות האמון והזהירות של מנהלי הגופים הפנסיוניים אינן מוסדרות באופן חד-משמעי. מקובל לדון בבעיית הנציג הקיימת כאשר פרט, היינו הנציג, מנהל את ענייניו של פרט אחר באופן שתוצאות פעולות הנציג משפיעות על הרכוש של האחר. הבעיה הורחבה כאשר הוכר כי היא חלה במערכת היחסים הקיימת בין הגופים המוסדיים לבין הציבור המפקיד את כספו בידי הגופים המוסדיים, החוסכים. ניגודי העניינים באים לידי ביטוי בכמה דרכים במערכת יחסים זו, כאשר זו העיקרית היא ההתנגשות בין אינטרס הגוף המוסדי לבין אינטרס החוסכים.⁴⁷ עיקר הבעיה והתעצמות ניגוד העניינים באים לידי ביטוי במצבים שבהם אופן ההצבעה של גופים מוסדיים באספות של חברות שהם משקיעים בהן, או בחירת החברות שבהן הם יבצעו השקעה, לא ייקבעו על פי שיקול של טובת החוסכים כמשקיעים, אלא יושפעו מאינטרסים של הגוף המוסדי או בעל השליטה בו.⁴⁸

בין הדוגמאות לניגודי עניינים העלולים להיווצר הודגם ניגוד עניינים הנובע ממנגנון דמי ניהול, כאשר גידול בדמי ניהול יהיה בעיקר כתוצאה של גיוס משקיעים חדשים (או: עמיתים חדשים) וגידול בכסף המושקע באופן כללי. קביעת דמי הניהול כשיעור נמוך משווי הנכסים מובילה לכך שהחוסך הוא הנהנה העיקרי משווי של התיק. על כן, דמי הניהול תלויים במידה פחותה בביצועים של הגוף המוסדי, וכמעט שאינם מושפעים מההצלחה או מהכישלון של

Guler Aras & Alovzat Muslumov, *Institutional Investors and Stock Market Development: A Causality Study*, 29 ISE REVIEW 1 (2005) 45

להרחבה ראו דב סולומון ואופיר ויצמן "חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים" 309, 314–319, 334 **המשפט** כו (2020). יצוין כי כיום אין חובה רגולטורית לאלוקציות השקעה בשווקים מסוימים ובכלל זאת להשקעה בבורסה המקומית, ואף מבחינת מתודולוגיית העבודה של הגופים המוסדיים, מבחינה אקראית עולה כי לגופים עצמם אין נוהל מוסדר לעניין הכתבה לאלוקציה קבועה זו או אחרת לשווקים מסוימים ואין הוראה קבועה בקרב הגופים המוסדיים לאלוקציה כאמור. 46

להרחבה ראו דיון של עמיר ליכט דיני **אמונות** – חובת האמון בתאגיד וברדין הכללי 53–54 (2013) וכן סולומון ויצמן, לעיל ה"ש 46, בעמ' 314–319. 47

Gerald F. Davis & E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. FIN ECON. 552 (2007) 48

הגוף המוסדי בניהול תיק הנכסים, מה שבתורו אינו מהווה תמריץ להשקעת משאבים בתיק הנכסים.⁴⁹

חובת אמונים וחובות זהירות נועדו לתת פתרון למגוון ניגודי האינטרסים היוצרים בעיית נציג המאפיינת את מערכת היחסים בין הגופים המוסדיים לבין החוסכים.⁵⁰ עם זאת, מלבד בהיבטי רישיון, גם בית המשפט העליון בעניין צולר וגם רשות שוק ההון כגורם המאסדר טרם הביעו את עמדתם לגבי מעשים ומחדלים שייחשבו להפרה של חובות אמון וזהירות של מנהלי גופים פנסיוניים.⁵¹

לשם הדגשת הבעייתיות העלולה להיווצר בניגוד העניינים, ניתן לפנות לסוגיית החלת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים. כאמור, השופטת ברון נמנעה מלהידרש לסוגיה בדיון בערעור שהוגש לבית המשפט העליון בעניין צולר.⁵² לצד זאת, פרופ' ליכט סבור כי ככל שאין תכלית של השאת רווחים, אלא תכלית של נאמנות לשמירת הנכסים והזכויות של החוסכים, אין מקום להחלת כלל שיקול הדעת העסקי.⁵³ מנגד, סולומון וויצמן קוראים להחלת כלל שיקול הדעת העסקי על נושאי משרה בגופים פנסיוניים.⁵⁴

כאמור, לגופים המוסדיים שליטה על סכומים כספיים ניכרים השייכים לציבור המפקיד את כספו ללא בחירה או שליטה ממשית באופן ההשקעה. על כן, לטיב ההשקעה כמו גם לתמריצי ההשקעה של הגופים המוסדיים משמעות רבה.

לצד האמור, תיתכן הנחה רציונלית שלפיה משקיע רציונלי אינו צריך להתייחס לאין סוף השקעות, אף שמדובר במשקיע מתוחכם. זאת, בשים לב לכך שקיימת מגבלה על כמות המשאבים שחברות יכולות להשקיע כדי לבחון הזדמנויות, ולכן ייתכן לטעון כי הציפייה כי גופים מוסדיים יבחנו את כל האפשרויות הקיימות בעולם אינה ריאלית מבחינה כלכלית. עם זאת, ומפרשנות לשונית של הוראות החוק, התקנות וקודקס הרגולציה של שוק ההון, האידיאל הוא שהגופים המוסדיים יבחרו להשקיע לפי החלטה מושכלת הנובעת משיקולים כלכליים לאחר ביצוע אנליזה, ושלא תהא מושפעת מהטיה זו או אחרת.⁵⁵

49 להרחבה ראו סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 46, בעמ' 316–317. יצוין כי שיקולים של מוניטין ותחרות בשוק המוסדי עשויים להניע את הגופים להשאת תשואות על תיק הנכסים. בנוסף ראו אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309 (2011).

50 להרחבה ראו סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 46, בעמ' 322–328.

51 ש.ם.

52 ע"א 6187/15 פסגות קופות גמל ופנסייה בע"מ במעמדה כנאמן לעמיתי "קרן הפנסייה של הסדרות העובדים הלאומית" נ' צולר, פס' 42 לפסק דינה של השופטת ברון (נבו 28.5.2018).

53 עמיר ליכט "הפרוטוקולים של גימלאי ציון – חובת זהירות של מנהל קרן פנסייה" נקודה בסוף משפט (29.6.2015) <https://did.li/gnbgT>.

54 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 46.

55 רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון "קודקס הרגולציה" (26.8.2020) <https://did.li/OJ6w5>.

ד. תאוריות רלוונטיות

1. המרוץ לפסגה והמרוץ לתחתית

תאוריית המרוץ לפסגה ותאוריית המרוץ לתחתית הן שתי תאוריות המתארות השפעות של תחרות רגולטורית בכלכלה העולמית. התאוריות מסבירות כיצד חברות יכולות להשיג יתרון תחרותי בשווקים גלובליים.

תאוריית "המרוץ לתחתית" מציעה שכאשר מדינות מתחרות על השקעות וגיוס הון, הן עשויות להוריד את הסטנדרטים הרגולטוריים שלהן כדי למשוך הון. הדבר עלול לגרום ל"מרוץ לתחתית" במנחים של עבודה, איכות הסביבה או הגנת הצרכן, שכן מדינות שואפות להפחית את הרף הרגולטורי.

תאוריית "המרוץ לפסגה" מציעה שרגולציה אפקטיבית יכולה להביא גם לסטנדרטים גבוהים יותר, שכן מדינות מתחרות על משיכת השקעות על ידי הצעת משטרים רגולטוריים אטרקטיביים יותר. בתפיסה זו, תחרות בין מדינות יכולה להוביל לאימוץ של סטנדרטים רגולטוריים גבוהים.

לשתי התאוריות יש תמיכה אמפירית מסוימת והן נתונות לוויכוח מתמשך בין כלכלנים וחוקרי משפט. יש הטוענים שתחרות רגולטורית יכולה להוביל ל"מרוץ לתחתית" בתחומים מסוימים, תוך קידום "מרוץ לפסגה" באחרים. אחרים מציעים כי השפעות התחרות הרגולטורית תלויות במגוון גורמים, כולל אופי התעשייה, המוסדות הפוליטיים המעורבים ורמת הפיתוח במדינות המתחרות.

הוויכוח בין תאוריות "המרוץ לתחתית" ו"המרוץ לפסגה" משקף שאלות רחבות יותר לגבי תפקידה של הרגולציה בקידום צמיחה כלכלית והגנה על טובין ציבוריים.

התופעה של מרוץ לתחתית בתחרות בין מדינות נחקרה בעיקר בתחום המיסים והקניין הרוחני.⁵⁶ משמעות המרוץ לתחתית היא היווצרות משטר פיקוח תת-אופטימלי כתוצאה מתחרות רגולטיבית. על רקע מלחמת הסחר בין סין לארצות הברית, ולנוכח הברקזיט, קיים לחץ גאופוליטי רב. בנוסף לכך, נוכח הגלובליזציה, לאורך השנים האחרונות בורסות בכל העולם מנסות למשוך חברות למסחר בהן, על מנת להגדיל את הנזילות ואת היקפי המסחר, באופן שלפיו סבורים כי ימשוך גם משקיעים באופן אשר יתרום לשוק ההון ולכלכלה המקומית.⁵⁷

לפי התפיסה המקובלת, רגולציה בדרך כלל מהווה חסם כניסה לשוק. תפיסה זו מקובלת בכל הנוגע לעידוד מסחר בבורסה ופיתוח של שוק ההון. על כן, רגולטורים בעולם מניחים כי הורדת הרף הרגולטורי מחברות נסחרות תעודד כניסה של חברות נוספות לשוק. עמדה זו נובעת מהגישה כי תחרות בין מדינות בעלות מנגנון רגולטורי שונה גורמת ל"מרוץ לתחתית",

56 צילי דגן "מדיניות המס בעידן של תחרות גלובלית" **משפט ועסקים** כא 1 (2018).
57 ראו Rogers Meeghan, Campbell Gareth & Turner John, *From Complementary to Competitive: The London and U.K. Provincial Stock Markets*, 80 J. ECON. HIST. 501 (2020).

אשר משמעותו הורדת הרף הרגולטורי כפי שפורט לעיל.⁵⁸ בין הנוקטים בעמדה זו הוא ליכט, הסבור כי החברות הישראליות הנרשמות למסחר בבורסה בארצות הברית נהנות מהקלות רגולטוריות וייתכן כי עניין זה מהווה את המניע לרישומן. זאת, כאשר באופן ספציפי הוא מצביע על הפער הרגולטורי כאמור בין הרגולציה החלה על חברות אמריקאיות מקומיות לבין חברות זרות הרשומות למסחר בארצות הברית. בבסיס לכך סבור ליכט כי הרגולציה המוטלת על חברות זרות הנרשמות בבורסה בארצות הברית נמוכה מזו המוטלת על חברות מקומיות.⁵⁹ יש הסבורים, כדוגמת ג'ון קופי, כי רגולציה חזקה עשויה לעודד כניסה לשוק. קופי ואחרים סבורים כי הסטנדרט הרגולטורי הגבוה מהווה מעין ערבות של בעל השליטה ונושאי המשרה לכך שהם לא ינצלו את כוחם לרעה על חשבון בעלי המניות.⁶⁰ לפי קופי, סברה זו מנמקת את הפער בין עליית ערך מחיר המניה לאחר הנפקה לבין עליית ערך מתונה במקרה של רישום ללא הנפקה בארצות הברית לנוכח העובדה שהסטנדרט הרגולטורי החל על חברה זרה המנפיקה בארצות הברית גבוה מזה החל על חברה הנסחרת בארצות הברית לפי הסדר רישום כפול אך לא מנפיקה.⁶¹ לפי התאוריה של קופי, לנוכח הרגולציה האדוקה, עליית הערך של המניה של החברה שהנפיקה גבוהה מזו של החברה שלא הנפיקה. תימוכין נוספים לתאוריה מצויים במחקר אשר מצא כי עיקר הגידול בהנפקות של חברות עם רישום כפול הוא בבורסה במדינת המוצא של החברה, ולא בבורסה האמריקאית שאליה נרשמה.⁶² כלומר, במדינות המוצא המחילות סטנדרט רגולטורי מחמיר יש גידול בהנפקות לעומת ההנפקות בבורסה האמריקאית, שם הסטנדרט הרגולטורי מקל על חברות זרות. גם ליבזון במאמרו מנתח באמצעות פרשת מיילן ופריגו מדוע דווקא השארות מגבלות רגולטוריות על תילן כדוגמת סעיף 46 לחוק ניירות ערך עשויה למשוך חברות זרות להיסחר בבורסה בתל אביב.⁶³ על כן, לפי קופי, התחרות הגלובלית בין הבורסות בעולם תהא על ציר הגילוי, ולא על ציר הנזילות והעמלות, כאשר בשונה מן האמור לעיל, חלק מהחברות יעדיפו סטנדרט גילוי מחמיר, וחלקן יעדיפו סטנדרט מקל. לפי קופי, המרוץ לא יהיה בהכרח לתחתית ולא יהיה בהכרח

58 Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2 T. I. L. 387 (2001); Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L.J. 2359, 2427 (1998); Stephen Choi & Andrew Gozman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 S. CAL. L. REV. 903, 922–24 (1998); עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" **משפטים** לב 561, 572–570 (2002).

59 לנוכח קוצר היריעה ובשים לב לעיקר התזה במחקר, לא ניכנס במסגרת מחקר זה לכלל התמריצים לרישום כפול.

60 John C. Coffee, Jr., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 COLUM. L. REV. 1757, 1780 (2002).

61 שם, בעמ' 1780–1783.

62 William A. Reese Jr. & Michael S. Weisbach, *Protection of Minority Shareholder Interests Cross-Listing in the United States and Subsequent Equity Offerings*, 66 J. FIN. ECON. 65, 95, 101 (2002).

63 עדי ליבזון "רישום כפול כאמצעי לביצור שליטה: השלכותיו על שאלת הפרשנות הראויה של סעיף 46 לחוק ניירות ערך" **משפטים** מח 208 (2018).

לתקרה מבחינה רגולטורית, אלא יהיה מותאם להעדפות החברה. מכאן, שלפי קופי, כמו גם לפי מלומדים נוספים, התחרות הגלובלית היא בהיבט הרגולטורי. בהיבט הרגולטורי קיימים שינויים רבים שניתן לבצע, בתחומים שונים, אשר ישפיעו במישרין או בעקיפין על התאגדות של חברה במדינה מסוימת או רישומה למסחר באותה מדינה. תחת הנחה זו, ככל שהמדינה תאמץ מנגנונים רגולטוריים מסוימים, כך היא תיעשה אטרקטיבית יותר או פחות בעיני החברות ובעיני המשקיעים. על אף התאוריה של קופי, מרבית מדינות העולם באופן אינטואיטיבי משתתפות במרוץ לתחתית.⁶⁴ לדוגמה, הבורסה בסינגפור עברה שינויים והקלות רגולטוריים. בין השינויים: החלת הסדר רישום כפול עם מספר בורסות במדינות שונות בעולם, כאשר בשנת 2018 נחתם הסכם הדדי של רישום כפול בין הבורסה לניירות ערך בסינגפור לבין הבורסה לניירות ערך הישראלית.⁶⁵ הבורסה בסינגפור היא היחידה בין הבורסות בהסדרי הרישום הכפול שמאמצת את הרגולציה הישראלית.⁶⁶ שינוי נוסף שחל מבחינת הרגולציה בסינגפור הוא המעבר למסחר במניות דואליות.

נכון לשנת 2017, בבורסות בארצות הברית היו רשומות חברות סיניות עם שווי שוק כולל של 2.2 טריליון דולר. CSI 300 index הסיני הוא אחד מהמדדים עם הביצועים הטובים בעולם. ניתן לבחון את הנפקת עלי באבא כמקרה קלסי של הפסד של סין לארצות הברית במרוץ לתחתית. עלי באבא, חברה סינית, הנפיקה מניות לראשונה בארצות הברית לנוכח מבנה המניות שבבעלותה, כאשר היו לה שני סוגי מניות. בשים לב לכך שבבורסת הונג קונג הרגולציה לא אפשרה מסחר בשני סוגי מניות, עלי באבא פנתה להנפקה בניו יורק, כאשר במסגרת ההנפקה היא גייסה 25 ביליון דולר, ההנפקה הגדולה בעולם. בעקבות ההנפקה עלה חששה של סין שכפי שהפסידה את הנפקת עלי באבא, כך תפסיד הנפקות נוספות, וכחלק מן המרוץ לתחתית, התירה הונג קונג בשנת 2018 מסחר בשני סוגי מניות, ובעקבותיה גם סינגפור התירה זאת.⁶⁷ בדומה לרשות ניירות ערך הישראלית, נציבות ניירות ערך האמריקאית SEC הכירה גם בצורך באיזון בין המנדט להגנה על ציבור המשקיעים לבין הצורך לסייע לשוק ההון האמריקאי, ונקטה מסוף שנות ה-80 צעדים שנועדו להקל על מנפיקים זרים להירשם למסחר בארצות הברית וגם על מנפיקים אמריקאיים הפונים לשווקים זרים, ללא עלות רגולטיבית החלה בארצות הברית. בנוסף, ה-SEC מכירה בתקני חשבונאות בין-לאומיים כדי להימנע מפגיעה בתחרותיות.⁶⁸ גם בקרב הבורסות האמריקאיות עלה רצון להגביר את אטרקטיביות המסחר בהן עד כדי שבשנת 2004 השיקה נאסד"ק את תוכנית הרישום הכפולה שלה,

64 להרחבה ראו Ehud Kamar, *Beyond Competition for Incorporations*, 94 GEO. L.J. 1725 (2006).

65 <https://did.li/6Uxaa>, SGX, Regulatory Framework for Secondary Listings

66 צו ניירות ערך (תיקון התוספת השלישית לחוק), התשע"ח-2018.

67 Jonathan Breen "SGX Allows Dual-Class Structures for Secondary Listings" GLOBAL CAPITAL (20.4.2017) <https://did.li/Dhsrl>

68 ראו הפנייה בה"ש 110 ל-Louis Loss & Joel Seligman במאמר Amir N. Licht, *David's Dilemma: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market*, 2 T. I. L. 673 (2001).

המאפשרת לחברות הרשומות בניו יורק לרשום במקביל בנאסד"ק.⁶⁹ ב-21 במרץ 2007, רשות ניירות ערך האמריקאית העבירה את Exchange Act Rule 12h-6. לפני התקנה, מעט חברות היו רשומות בבורסות בארצות הברית לנוכח דרישות רישום מחמירות. התקנה מאופיינת כאחד השינויים הרגולטוריים הגורפים מאז Securities Act of 1933 ו־ Securities Exchange Act of 1934, כאשר היא נועדה להפוך את השוק האמריקאי לאטרקטיבי במסגרת המרוץ לתחתית.⁷⁰ בבלגיה הונהג הסדר רישום כפול דומה לזה הישראלי כדי לסייע לשוק EASDAQ להתחרות עם הבורסות האירופיות על פלח השוק של חברות ההייטק.⁷¹ גם בהונג קונג יש הסדר דומה, אך גם בבלגיה וגם בהונג קונג לא באופן מלא ומפורט כמו בישראל. הסדר זה אומץ על ידי ה־SEC בשיתוף עם קנדה ומכונה Multijurisdictional Disclosure System.⁷² בהסדר זה המטרה הייתה לעודד מנפיקים קנדיים להירשם בארצות הברית, ומנפיקים אמריקאיים בקנדה. בבורסות אירופיות כדוגמת איסדק בלונדון והבורסה בברלין הקימו זירות מסחר המאפשרות רישום אוטומטי למסחר של ניירות ערך של חברות זרות על סמך דיווחים שבהם חייבות אותן חברות בשוק המקומי שלהן. בארצות הברית קיימים הסדרים ייחודיים בדין האמריקאי עבור חברות זרות הכוללים הקלות בדיווח ובגילוי ומאפשרים רישום מהיר של ניירות ערך זרים בארצות הברית.

עד שנות ה־80 חברות ישראליות לא פנו לבורסות זרות. בשנות ה־90 גבר עניינם של המשקיעים המוסדיים האמריקאיים בחברות ישראליות. במקביל, חלה עליה במספר חברות ההייטק הישראליות, הייתה גאות בבורסות בארצות הברית, כך שהתבקש שחברות ישראליות רבות החלו להנפיק בבורסות בארצות הברית.⁷³ באותה תקופה חל משבר אמון של הציבור הישראלי בבורסה בתל אביב, הן לאחר משבר מניות הבנקים בשנת 1983 והן לאחר התנפצותה של הבורסה הפינינסית בשנת 1994. על כן, המחוקק והרגולטורים בחרו להשתתף במרוץ לתחתית, כדי לגרום לבורסה בתל אביב ולשוק ההון המקומי להיות אטרקטיביים. ומכאן, בין היתר, חוק הרישום הכפול.

2. הטיית הביתיות

לפי תורת המימון הקלסית, על משקיעים לפזר את תיק ההשקעות בין היתר על פני אזורים גאוגרפיים שונים, כדי לצמצם סיכונים בלי לפגוע בתשואה. זאת, כאשר ריכוז השקעות בשוק ביתי עלול להגביר את הסיכון.

69 לפרטים נוספים ב Shantaram Hegde, Hao Lin & Sanjay Varshney, *Competitive Stock Markets: Evidence from Companies' Dual Listings on the NYSE and NASDAQ*, 66 FIN. ANALYSTS J, 77 (2010).

70 Ghosh Chinmoy & He Fan, *The Diminishing Benefits of U.S. Cross-Listing: Economic Consequences of SEC Rule 12h-6*, 52 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS, 1143, 1181 (2017).

71 ליכט, לעיל ה"ש 10, בעמ' 598–601.

72 Multijurisdictional Disclosure and Modification to the Current Registration and Reporting System for Canadian Issuers, Exchange Act Release No. 33-6902, 49 SEC Docket (CCH) 260 (21.6.1991).

73 ליכט, לעיל ה"ש 10, בעמ' 573.

גישה מוגברת לשווקים פיננסיים ברחבי העולם מספקת הזדמנויות רבות עבור משקיעים לצורך גיוון השקעותיהם על פני שווקים שונים. ידוע שפיזור חוצה גבולות של תיקי מניות מציע רווחים פוטנציאליים למשקיעים.⁷⁴ על אף הפחתת החסמים הכלכליים והיתרונות הידועים של הגיוון העולמי, משקיעים עדיין מפגינים העדפה גבוהה מהצפוי לנכסים מקומיים. הנטייה הזו, המכונה "הטיית הביתיות", נחקרה רבות בספרות ומייצגת את אחת החידות שטרם נפתרו בעולמות הפיננסיים הבין-לאומיים.⁷⁵ הסיבות המובילות לתופעה עדיין אינן מובנות לחלוטין.

באופן כללי, הטיית הביתיות מתארת התנהגות של משקיעים הנוטים להשקיע באופן נרחב ולא פרופורציונלי בנכסים של מדינת מולדתם בהשוואה לחלקה בתיק השוק הכולל. ההטייה המקומית היא תופעה פנים-לאומית, הקשורה למרחק בתוך מדינה מסוימת. משקיעים נוטים להשקיע אחוז גבוה באופן לא פרופורציונלי בנכסים של חברות הממוקמות קרוב אליהם, ללא תלות בגבולות המדינה, לעיתים ללא גיוון.

הסברים רבים ושונים הוצעו כסיבות אפשריות להטיית הביתיות, בין היתר הסברים כלכליים כגון מתאם גבוה בין תשואות השוק, עלויות ועמלות של עסקאות המרה, מידע איסימטרי עקב חסמי זרימת מידע, תנודתיות וסיכוני שער החליפין, פערי רגולציה, תקני חשבונאות שונים, מיסים וגורמים התנהגותיים כגון תרבות ארגונית, היכרות, פטריוטיות ואפילו מחסומי שפה והטיות התנהגותיות.⁷⁶

חלק מההסברים הללו הם התנהגותיים, אך אחרים טוענים שהטיית הביתיות היא תוצאה של בחירה רציונלית של משקיעים.⁷⁷ בספרות מנסים להבחין בין התאוריות השונות על ידי תיעוד עובדות הקשורות להטיית הביתיות. אף שכל עובדה לבדה עשויה להיות מוסברת על ידי תאוריות חלופיות, קשה למצוא תאוריה אחת שיכולה להסביר את כל העובדות הקשורות להטיית הביתיות. כך, למשל, אף אחד מהמחקרים אינו דוחה במישרין כל השפעה של עלויות עסקה על הטיית ביתיות, אלא שעלויות עסקה ומיסים כסיבה יחידה אינם מסבירים באופן מלא את הטיית הביתיות. כן נמצאה תמיכה בעובדה שעלויות ישירות על השקעות זרות קיימות ותורמות לרמה מסוימת, אך לא מוגדרת, של הטיית הביתיות.

Herbert G. Grubel, *Internationally Diversified Portfolios*, 58 AM. ECON. REV. 1299, 1314 (1968); Haim Levy & Marshall Sarnat, *International Diversification of Investment Portfolios*, 60 AM. ECON. REV. 668, 675 (1970); Bruno Solnik, *An Equilibrium Model of the International Capital Market*, 8 J. ECON. THEORY 500 (1974); Giorgio DeSantis & Bruno Gerard, *International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk*, 52 J. FIN. 1881, 1912 (1997)

Vicentiu Covrig, Lilian Ng, & Kalok Chan, *What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Equity Mutual Fund Allocations Worldwide*, 60 J. FIN. 1495, 1534 (2005)

Erik Gaar, Daniel Scherer, & Dirk Schiereck, *The Home Bias and the Local Bias: A Survey*, 72 MANAG. REV. Q. 21 (2022)

שם. 77

כך, למשל, כחלק מהסיכון בשער החליפין, עם חשיפה גבוהה למניות בחו"ל קיים סיכון שהתשואה תישחק בתרחיש של היחלשות המטבע שבו נקובה ההשקעה. על כן, יש משקיעים אשר מעדיפים לתת משקל יתר לשוק המקומי כדי לגדר את הפלח המנייתי בתיק מפני סיכון מט"ח. עם זאת, ישנן דרכים אחרות לנטרל את סיכון המט"ח. חלופה אחת, לדוגמה, עשויה להיות השקעה במדדי מניות בחו"ל באמצעות קרנות מנוטרלות מטבע. חלופה אחרת עשויה לכלול הגדלת החשיפה לאג"ח או למזומן (הנקוב בשקל, בישראל).

בפן של אסימטרייה במידע עקב חסמי זרימת מידע רווחת הטענה שהטיית הביתיות נוצרת מכיוון שמשקיעים ביתיים יכולים לחזות את פעילות החברות הביתיות יותר מיכולת הזיהוי של זרים. ככל שטענה זו נכונה, עולה השאלה למה המידע הגלובלי הקיים כיום אינו מבטל את האסימטרייה במידע. מחקר שבוצע על ידי S. Van Nieuwerburgh and L. Veldkamp (2009) בחן ומצא כי האסימטרייה במידע ממשיכה לא בגלל שהמשקיעים אינם יכולים ללמוד את מה שהמקומיים יודעים, וגם לא בגלל שהמידע יקר. במחקר מצאו כי משקיעים לא בוחרים ללמוד את מה שאחרים יודעים מכיוון שהתמחות במה שהם כבר יודעים היא אסטרטגיה רווחית יותר. קובל ומוסקוביץ' (2001) טוענים כי משקיעים מעדיפים נכסים מקומיים, שמרכזם (Headquarter) נמצא לידם באופן פיזי, על פני חברות הממוקמות רחוק יותר באותה מדינה. Malloy (2005) במחקרו מציע ראיות לכך שלאנליסטים מקומיים יש למעשה יתרונות מידע. הוא מציג שתחזיות האנליסטים המקומיים חוזות טוב יותר תשואות מניות ושהם מרוויחים תשואות חריגות על הנכסים המקומיים שלהם. בכך שיש להם מידע ראשוני מעט יותר מדויק על אודות חברות מקומיות, מודל זה עשוי להסביר את הטיית הביתיות.

מחקרים מראים כי ניתן להבחין עדיין בהטיית הביתיות כמעט בכל המדינות, למרות שהעלות של אי-הגיוון עדיין משמעותית, ולטענתם ההטיה נובעת משילוב של הגורמים השונים שפורטו לעיל.⁷⁸ תופעת הטיית הביתיות מתקיימת הן עבור משקיעים בודדים והן עבור משקיעים מוסדיים, עבור מניות ועבור אג"ח, ולמעשה עבור כל המדינות שנבדקו בספרות. יודגש כי בקרב משקיעים מוסדיים נבחנו השקעות של קרנות נאמנות, ולא השקעות של קרנות פנסיה וקופות גמל.⁷⁹ עם זאת, בקרב יחידים נצפתה רמה גבוהה יותר של הטיית ביתיות.⁸⁰

78 Stijn Van Nieuwerburgh & Laura Veldkamp, *Information Immobility and the Home Bias Puzzle*, 64 J. FIN. 1187 (2009); G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *Are Financial Assets Priced Locally or Globally?*, 1 HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 975 (2003); Michael Fidora, Marcel Fratzscher, & Christian Thimann, *Home Bias in Global Bond and Equity Markets: the Role of Real Exchange Rate Volatility*, 26 J. INT'L MONEY & FIN. 631 (2007); Mingfeng Lin & S. Viswanathan, *Home Bias in Online Investments: an Empirical Study of an Online Crowdfunding Market*, 62 MGMT. SCI. 1393 (2015); Ian Cooper, Piet Sercu, & Rosanne Vanpee, *The Equity Home Bias Puzzle: a Survey*, 7 FOUND. & TRENDS FIN. 289 (2013).

79 Kenneth R. French & James M. Poterba, *Investor Diversification and International Equity Markets*, 81 AM. ECON. REV. 222 (1991); Karen K. Lewis, *Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption*, 37 J. ECON. LIT. 571 (1999); Vicentiu Covrig, Lilian Ng & Kalok Chan, *What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Equity Mutual Fund Allocations Worldwide*, 25 J. BANK & FIN. 1573 (2001).

הטיית ביתיות היא תופעה גלובלית – אך נעשית מסוכנת יותר ככל שהשוק המקומי קטן וריכוזי יותר. למשל, מחקרים מראים כי הטיית הביתיות מתקיימת בארצות הברית. עם זאת, השוק המקומי בארצות הברית מהווה כמעט 50% מהשוק העולמי, ולכן המשקיעים בשוק זה נהנים מפזור ענפי גדול יותר משוקי מניות אחרים בעולם, וממבחר של חברות רב-לאומיות במהות שלהן. השוק בישראל קטן וריכוזי, עם מספר מצומצם של חברות שנסחרות בו, כ-628 חברות. שווי השוק של ניירות ערך הרשומים בבורסה, מניות והמירים עומד על 1,139.3 מיליארדי ש"ח, ועשר המניות הגדולות במדד בת"א 125 מהוות 41.65% ממשקל המדד. כלומר, עשר החברות הגדולות שוקלות כמחצית מהמדד, אף שמבחינה מספרית הן מהוות רק 12.5% מהמדד. בשוק שבו אין גיוון, שוק קטן וריכוזי כשוק הישראלי, תופעת הטיית הביתיות עשויה להוביל להשלכות בעייתיות ומסוכנות יותר, נוכח ההיצע הירוד.

לפי הספרות, במהלך העשורים האחרונים חלה ירידה בתופעת הטיית הביתיות, תוך גידול הפזור הגאוגרפי של ההשקעות.⁸¹ לפי שיפנבאואר במחקר משנת 2008, התופעה לא פסחה על הגופים המוסדיים בישראל, אך בעוצמה נמוכה מזו המופיעה במדינות אחרות כגון ארצות הברית, יפן, ספרד, הולנד ועוד.⁸² לפי שיפנבאואר, השינויים בהרכב תיק הנכסים של הגופים המוסדיים הושפעו מהסרת מגבלות אסדרה, בעיקר הגמשת כללי ההשקעה תוך ביטוח מגבלות כמותיות על השקעתם של הגופים המוסדיים בנכסים זרים, כמו גם רפורמה במערכת המס אשר השוותה את שיעורי המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים. עם זאת, בהשוואה למדינות מפותחות שיפנבאואר מצא כי המשקיעים המוסדיים בישראל עדיין מאופיינים בנטייה חזקה להשקיע בנכסים מקומיים. עוד לפיו, התוצאה של מדיניות זו היא תלות גבוהה של המשקיעים בביצועיה של הכלכלה המקומית ובביצועי שוק ההון המקומי. מנגד, קיימים כמה מחקרים הסותרים תאוריה זו ומראים כי אין מובהקות סטטיסטית לקשר שבין ביצועי הכלכלה המקומית לרישום כפול.⁸³

הטיית הביתיות מונעת מהמשקיעים אשר משקיעים בהתאם להטייה ליהנות מפוטנציאל של פיזור וגיוון הגלומים בהשקעה בחו"ל. זאת, הן בהיבט של פיזור סיכונים והן מבחינת תשואות גבוהות בבורסות חו"ל, כאשר ידוע כי ההשקעה בשוק ההון הישראלי בלבד נמצאה נחותה מהשווקים האחרים.⁸⁴

Zoran Ivković & Scott Weisbenner, *Local Does as Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments*, 60 J. FIN. 267 (2004)

לביא שיפנבאואר "הצטמצמות הטיית הביתיות" (home bias) במדיניות ניהול ההשקעות של משקיעים מוסדיים בעולם ובישראל "רבעון לבנקאות" מא 75–65, 163 (2008); Eduard Gaar, ; (2008) 163, 65–75 David Scherer, & Dirk Schiereck, *The Home Bias and the Local Bias: A Survey*, 72 MANAG. REV. Q. 21 (2022); Sivan Riff, *The Home Bias Phenomenon: An Investigation of Behavioral and Economic Factors* (Doctoral dissertation, University of Haifa (Israel), 2020).

ש.ם. 82

Kewon-Ha Bae, René M. Stulz, & Hong Tan, *Do Local Analysts Know More? A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts*, 88 J. FIN. ECON, 581 (2008).

Riff, לעיל ה"ש 81, בעמ' 74. 84

כאמור, בגידול הפיזור הגאוגרפי גלום פוטנציאל לשמר או להגדיל את תשואת ההשקעה, תוך צמצום הסיכון הנגזר מהחשיפה לכלכלה המקומית. שיפנבאואר במחקרו מוסיף כי שינוי בהרגלי ההשקעה של המוסדיים יהיה בו כדי לתרום גם לגידול חשיפתם של הגופים המוסדיים המקומיים, והמשק בכללותו, לשווקים פיננסיים בין-לאומיים. שינוי זה עשוי לצמצם את המרחקים בין המשק הישראלי למשקים אחרים, להביא לעליית האטרקטיביות שלו בעולם ובעקבות זאת להתגברות זרמי ההון אליו.⁸⁵

מחקרים אחרים מלמדים כי אילוץ משאבים של מנהלים משפיעים על מידת ההטיה הביתית.⁸⁶ משקיעים עם משאבים מוגבלים יותר מפגינים יותר הטיית ביתיות.⁸⁷ מחקר נוסף הצביע על כך שהטיית הביתיות גוברת כאשר קיים ממשל תאגידי חלש ומבנה ריכוזי.⁸⁸ כאמור, מחקרו של שיפנבאואר התבצע בשנת 2008, ובמהלך 14 השנים האחרונות חלו תמורות רבות בשוק ההון המקומי. עוד ידוע כי במהלך שנים אלה חלו תמורות רבות בחוק הישראלי בכל הנוגע לחיזוק הממשל התאגידי ולהפחתת הריכוזיות במשק. היתרונות בחשיפת המשק לשווקים פיננסיים בין-לאומיים אותם מונה שיפנבאואר דומים במהותם ליתרונות שעמדו בתכלית חוק רישום כפול, אם כי מדובר בשתי פעולות הפוכות. ההצעה של שיפנבאואר כי גופים מוסדיים יגבירו חשיפה לשווקים פיננסיים בין-לאומיים הפוכה למהות של רישום כפול של חברות זרות בבורסה המקומית, בכך שמשקיעים מקומיים יכולים להרחיב את אפשרויות ההשקעה שלהם בבורסה המקומית.

בשונה מכמות הספרות העוסקת בהטיית הביתיות, מעטה הספרות הבוחנת את הקשר בין רישום כפול להטיית הביתיות. אחד המחקרים העוסקים בקשר שכזה עוסק בקשר ההפוך מזה שנבחן במסגרת המחקר הנוכחי, מחקר שבו נמצא כי לא רק משקיעים עשויים להיות מועדים להטיית ביתיות, אלא גם מנהלי החברות, בעת קבלת ההחלטה על רישום כפול.⁸⁹ מחקר משנת 2020 מראה כי לגלובליזציה יש השפעה שלילית על הטיית הביתיות. כמו כן, המחקר מראה כי משקיעים מוסדיים פחות מושפעים מההטיה מאשר משקיעים פרטיים.⁹⁰ לעומתו, מחקר משנת 1999 מראה כי מנהלי כספים מקצועיים בארצות הברית מפגינים הטיה חזקה כלפי חברות עם מטה מקומי (באופן פיזי), ומחקר משנת 2004 מצא דפוס דומה אצל משקיעים בודדים בארצות הברית.⁹¹ במחקר נוסף נמצא כי תופעת הטיית הביתיות קיימת

85 Riff, לעיל ה"ש 81, בעמ' 75.
 86 Veronika K. Pool, Noah Stoffman & Scott E. Yonker, *No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice*, 25 REV. FIN. STUD. 2563 (2012)
 87 Anders Karlsson & Lars Nordén, *Home Sweet Home: Home Bias and International Diversification among Individual Investors*, 31 J. BANK & FIN. 317 (2007)
 88 Bernard Kho, René Stulz & Francis Warnock, *Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias*, 47 J. ACCOUNTING RES. 597 (2009)
 89 Sergei Sarkissian & Michael J. Schill, *The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference*, 17 REV. FIN. STUD. 769 (2004)
 90 Sivan Riff & Yossi Yagil, *The relationship between home bias and globalization – an international comparison*, 47 MANAGERIAL FIN. 167 (2020)
 91 Joshua D. Coval & Tobias J. Moskowitz, *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, 54 J. FIN. 2045 (1999); Alok Kumar, *Is the Local Bias of Individual*

בהחלטות של מנהלי קרנות השקעות בתיקים המכילים השקעות זרות. כלומר, כאשר משקיעים במניות זרות, משקיעים מגלים העדפה חזקה לחברות זרות שלהן נוכחות במדינת מולדתם. המחקר התמקד בהעדפה של משקיעים לחברות אמריקאיות עם נוכחות פיזית בשוק המקומי בתוך תיקי המניות הזרות שלהם.⁹² באותו אופן, Cambell הציע שמשקיעים נוטים להעדיף ניירות ערך של חברות לאומיות.⁹³ הוא עורך את מחקרו בהמשך למחקרו של Cooper כדי להדגים שמשקיעים מקומיים מושפעים מאוד מהטיית ביתיות בהשוואה למשקיעים זרים.⁹⁴ גם במחקר שלו הודגם כי משקיעים מגלים העדפה לחברות מקומיות על פני חברות לא מקומיות.⁹⁵

ישנן כמה הטיות אחרות לשוק המקומי הקשורות קשר הדוק להטיה ביתית ומקומית. אלה הטיות זרות שנצפו על ידי Chan et al (2005).⁹⁶ בין ההטיות נצפו הטיית תעשייה זרה, הטיית מוסד ביתי, הטיית רישום ביתי של חברות, אפקט טיסה הביתה, הטיית צריכה ביתית והטיית הבית האקדמי.⁹⁷

בספרות מקובל לזהות הטיית ביתיות כך שהיכרות עם החברה היא זו המובילה להשקעת יתר. במחקר זה נבקש להציע באופן ראשוני כי ייתכן שלא ההיכרות עם החברה היא זו שמובילה להשקעת יתר, כי אם היכרות עם זירת המסחר.

בשים לב לספרות הענפה בשדה של הטיית הביתיות, במחקר נציע חידוש שהוא הרחבת תחולת תופעת הטיית הביתיות לפי זירת מסחר ספציפית במקרה בוחן של רישום כפול ותוך מיקוד במשקיעים מוסדיים. זאת, בשונה מהמחקרים שפורסמו בתחום עד כה. נדגיש כי ברישום כפול במתכונתו הישראלית אין בהכרח נוכחות פיזית של החברה בישראל, אלא מניות החברה נסחרות במקביל גם בבורסה המקומית תחת הרגולציה הזרה. במסגרת המחקר הנוכחי נבחן את ההשקעה הספציפית במניה בתקופות הזמן השונות ובזירות המסחר הרלוונטיות. נאיר

- Investors Induced by Familiarity or Information Asymmetry?* (Working Paper, University of Notre Dame, 2004)
- Ke Dongmin, Ng Lilian & Wang Qinghai, *Home Bias in Foreign Investment Decisions*, 41 J. INT'L BUS. STUD. 960 (2010) 92
- John Y. Campbell, *Household Finance*, 81 J. FIN. 4 (2006) 93
- Ian K.E. Cooper, *What Explains the Home Bias in Portfolio Investment?*, 7 REV. FIN. STUD. 47 (1994) 94
- Campbell, לעיל ה"ש 93. 95
- Kalok Chan, Vicentiu M. Covrig & Lilian Ng, *What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide*, 60 J. FINANC. 1495 (2005) 96
- David Schumacher, *Home Bias Abroad: Domestic Industries and Foreign Portfolio Choice*, 31 REV. FINANC. STUD. 1654 (2018); George McQueen & Anders Stenkrona, *The Home-Institution Bias*, 36 J. BANK & FIN. 1627 (2012); Marco Giannetti & Luc Laeven, *The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market During Financial Crises*, 104 J. FIN. ECON. 23 (2012); Maurice Obstfeld & Kenneth Rogoff, *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, 15 NBER MACROECON. ANNU. 339 (2000); G. Andrew Karolyi, *Home Bias, an Academic Puzzle*, 20 REV. FINANC 2049 (2016) 97

האם המשקיעים המוסדיים מגלים עניין בחברות זרות כאשר הן הופכות למקומיות במונח של זירת מסחר, כאשר ההגדרה לחברות זרות היא חברות שנסחרו בבורסה זרה עובר למועד הרישום למסחר בבורסה המקומית, והאם העניין בחברות הזרות הביא גם להשקעה בבורסת האם של אותה חברה.

ה. מתודולוגיה

במחקר נעשית בחינה אמפירית של החברות הדואליות אשר נרשמו למסחר בבורסה משנית במסגרת חוק רישום כפול. במחקר נתמקד בהשקעות הגופים המוסדיים נוכח העובדה שהמשקיעים העיקריים בשוק ההון הם משקיעים מוסדיים, כאשר השקעות המוסדיים מבטאות גם את השקעות כלל האוכלוסייה בשים לב לכך שהכסף של קרנות הפנסיה וקופות גמל מושקע על ידי הגופים המוסדיים.

המדגם מכיל את כל החברות שנרשמו למסחר בישראל או בחו"ל החל מהרבעון השני של שנת 2013 ועד סוף שנת 2021 לאחר שהיו רשומות למסחר באחת הבורסות הזרות המוכרות בחוק לצורך הסדר רישום כפול או בבורסה בתל אביב. נבחנה ההשקעה במניות החברות באופן ספציפי, ולא כהימצאותן במדדים, וזאת תוך השוואה להשקעת המוסדיים באותן חברות דואליות בבורסות הזרות, לחלופין או בנוסף להשקעה באותה חברה הנסחרת בבורסה בתל אביב. כלל הנתונים נאספו מדיווחי הגופים המוסדיים ב"דו"ח נכס בודד" המדווח לרשות שוק ההון.

ההשקעה בחברות נבחנה בשלוש תקופות זמן שונות בחיי כל אחת מהחברות:

1. האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה עובר למועד הפיכתה לחברה דואלית, בבורסה שבה נסחרה עובר למועד הפיכתה לחברה שכזו.
2. האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה לאחר הפיכתה לחברה דואלית, בבורסה שבה החלה להיסחר עת הפיכתה לחברה דואלית.
3. האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה לאחר הפיכתה לחברה דואלית, בבורסה שבה נסחרה עובר להפיכתה לחברה דואלית.

המדגם מחולק לשתי קבוצות. בקבוצה הראשונה נבחן האם הגופים המוסדיים השקיעו בכל חברה עובר ולאחר רישומה לבורסה בתל אביב, בתל אביב ובבורסה הזרה (להלן: **קבוצה א'**). בקבוצה השנייה נבחן האם הגופים המוסדיים השקיעו בכל חברה שהייתה רשומה קודם לרישום הכפול בבורסה בתל אביב, עובר לרישום ולאחר הרישום לבורסה זרה, בתל אביב ובבורסה הזרה (להלן: **קבוצה ב'**). בשתי הקבוצות, כל אחת בפני עצמה, בחנו האם עשרת הגופים המוסדיים הגדולים, הן ביחד והן לחוד, השקיעו בכל חברה לאחר הרישום שלה לבורסת הרישום הכפול בשלוש תקופות זמן שונות כדלהלן: בתום שנת המסחר שבה החברה ביצעה את הרישום הכפול, שנה לאחר ביצוע הרישום הכפול ושנתיים לאחר ביצוע הרישום הכפול.

במדגם יש סך הכול 44 חברות, אשר ביצעו רישום כפול בישראל או בבורסה הזרה. 27 חברות בקבוצה א', אשר נרשמו למסחר בישראל בתקופות זמן שונות בין הרבעון השני של

שנת 2013 לבין סוף שנת 2021, לאחר שהיו רשומות בבורסה זרה המוכרת בחוק לצורך הסדר רישום כפול. בנוסף, 17 חברות בקבוצה ב', אשר נרשמו למסחר בבורסה זרה המוכרת בחוק לצורך הסדר רישום כפול לאחר שהיו רשומות בישראל, באותן תקופות זמן.⁹⁸ כלומר, במסגרת המחקר ננתח נתוני מסחר של גופים מוסדיים בחברות הרלוונטיות לאורך 8 שנים.

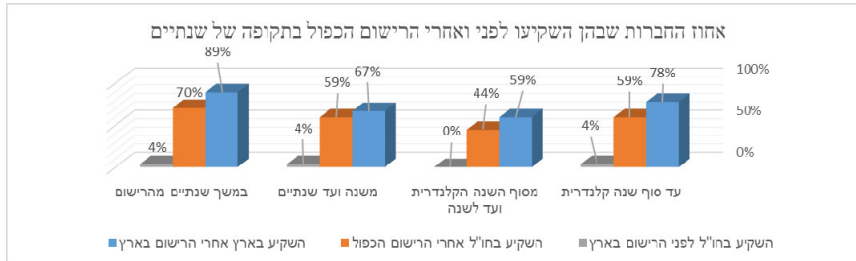
הגופים המוסדיים שהשקעותיהם נבחנו באותה תקופת זמן במחקר הם עשרת הגופים הגדולים, המחזיקים למעלה מ-90% מהחזקות הגופים המוסדיים, ובכלל זאת: מגדל, הראל, הפניקס, מנורה, אלטשולר שחם, כלל, פסגות, הלמן אלדובי, ילין לפידות ומיטב דש. עבור כל חברה נבחן האם כל אחד מהגופים המוסדיים השקיע בחברה עובר לרישום בישראל, כלומר בבורסה הזרה לפני שנרשמה בבורסה בתל אביב. בנוסף, נבחנה השאלה האם הגוף המוסדי השקיע בחברה לאחר הרישום בישראל, בישראל. אם כן, נמדדו אותם הפרמטרים. לבסוף, נבחן האם הגוף המוסדי השקיע בחברה לאחר הרישום בישראל, בבורסה הזרה. אם כן, נמדדו אותם הפרמטרים.

המחקר מלמד על אודות ההשקעה של הגופים המוסדיים באותן חברות באופן ספציפי לפני שנרשמו בישראל ולאחר שנרשמו בישראל, גם בשוק המקומי וגם בשוק הזר. אותה הבחינה נערכה גם לקבוצה השנייה, של החברות שהיו רשומות למסחר בישראל ולאחר מכן נרשמו בבורסה זרה המוכרת בחוק לצורך הסדר רישום כפול.

1. תוצאות

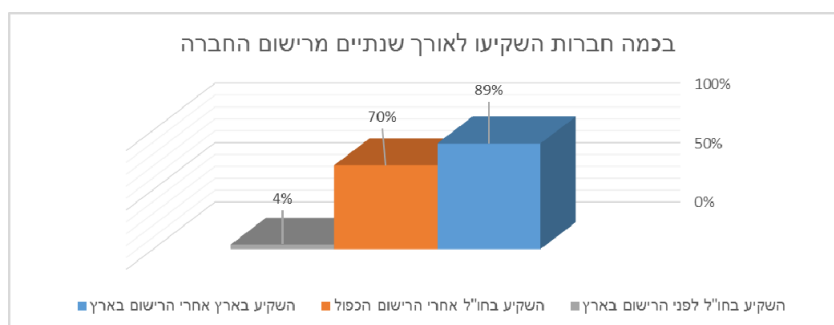
כפתח הדברים נסתייג ממסקנות גורפות בשים לב להיקף המדגם. מניתוח הקבוצה הראשונה עולה כי הגופים המוסדיים הגדילו בהדרגה את סך החזקותיהם במניות הדואליות כך ששנתיים לאחר הרישום הכפול של המניות, ההחזקה עמדה על ממוצע של כ-6% משווי שוק המניות הדואליות כאשר רוב הסחורה (73%) נרכשה בבורסה בישראל. עוד נראה כי על פי רוב, הגוף המוסדי השקיע רק כ-0.0714% מהחברות בבורסות הזרות עובר לרישומן בבורסה בישראל, בעוד לאחר הרישום למסחר בבורסה בישראל, לצד ההשקעה החברות בבורסה המקומית, הגופים המוסדיים החלו להשקיע בבורסה הזרה בחלק מהחברות במדגם. יצוין כי רוב החברות נסחרו בין היתר גם בחלק מהמדדים בבורסה בתל אביב. במחקר זה לא נתמקד במסחר פסיבי ונציע לערוך הבחנה זו במחקר המשך. במחקר הנוכחי נתגבר על האפשרות שההשקעה בישראל נעשתה באופן פסיבי בעצם כך שנבחן את ההשקעות בחברות בשתי הבורסות, זאת בתל אביב וזאת הזרה. כלומר, בעצם כך שנבחן האם הגופים המוסדיים השקיעו גם בבורסה הזרה לאחר הרישום בבורסה בתל אביב, וכן כאשר נבחן את הקבוצה השנייה, האם הגופים המוסדיים השקיעו גם בבורסה בתל אביב לאחר הרישום בבורסה הזרה.

תרשים מספר 1: שיעור החברות שבהן השקיעו בקבוצה א' לפני ואחרי הרישום הכפול



בתרשים לעיל ניתן לראות מה אחוז החברות שבהן כל הגופים המוסדיים שהשקעותיהם נבחנו השקיעו מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את אחוז החברות שבהן השקיעו בארבע תקופות זמן שונות: ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב ועד סוף אותה שנה קלנדרית, מסוף השנה הקלנדרית ועד שנה ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב, משנה ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב, וסכימה של כל התקופה – במשך שנתיים מהרישום. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמדה השמאלית ביותר), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמדה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמדה הימנית ביותר). ניתן לראות כי אחוז החברות בהן השקיעו הגופים המוסדיים בישראל לאחר הרישום בבורסה בישראל גבוה יותר מיתר הקבוצות, בכל תקופות הזמן.

תרשים מספר 2: שיעור החברות שבהן השקיעו בקבוצה א' לפני ואחרי הרישום הכפול – לאורך השנתיים

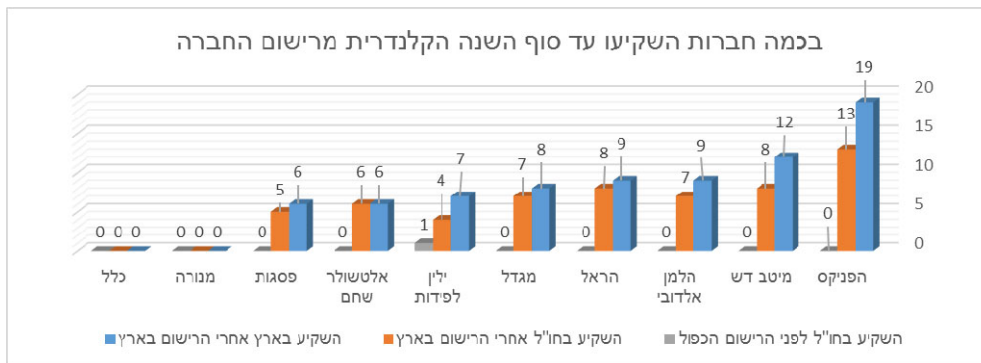


בתרשים לעיל ניתן לראות מה אחוז החברות שבהן כל הגופים המוסדיים שהשקעותיהם נבחנו השקיעו מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את אחוז החברות שבהן

מחקרי רגולציה ח בחינה אמפירית של התנהגות המשקיעים המוסדיים לנוכח חוק רישום כפול

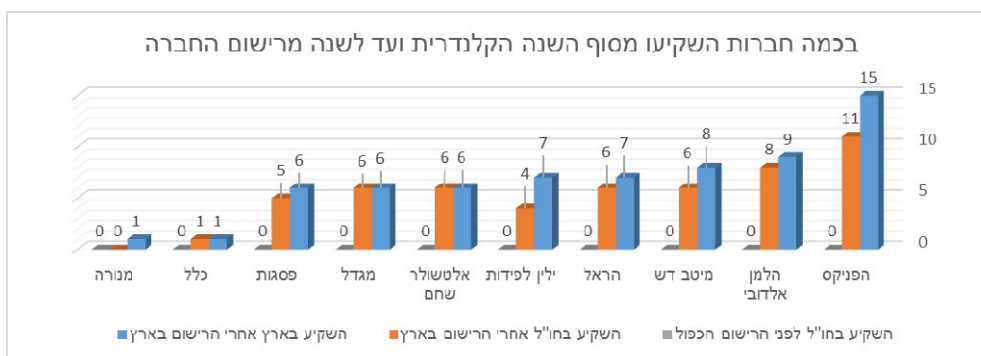
השקיעו במשך שנתיים מהרישום, כלומר, סכימה של כל התקופה שנבחנה. ניתן לראות השקעות בזירות השונות, הגופים המוסדיים השקיעו ב-89% בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמודה הימנית ביותר), השקיעו ב-70% בחברה בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמודה האמצעית) והשקיעו ב-4% בחברה בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמודה השמאלית ביותר).

תרשים מספר 3: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה הראשונה



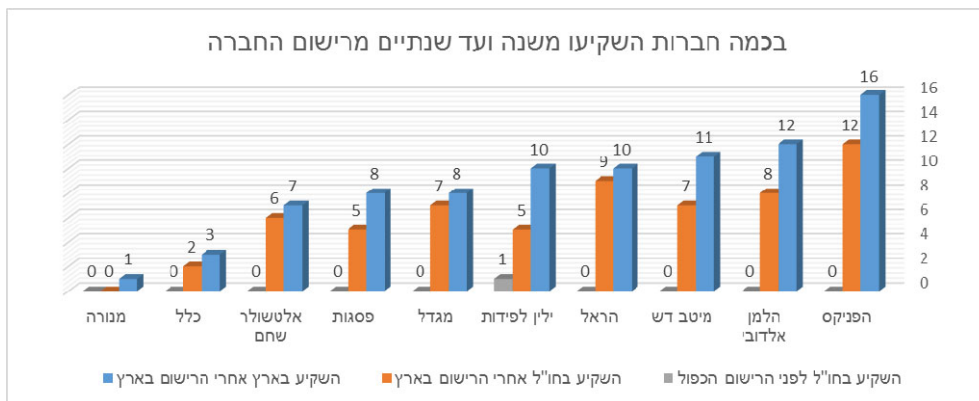
בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו ממועד רישום החברה בבורסה ועד סוף השנה הקלנדרית. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמודה הימנית ביותר), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמודה השמאלית ביותר).

תרשים מספר 4: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה השנייה



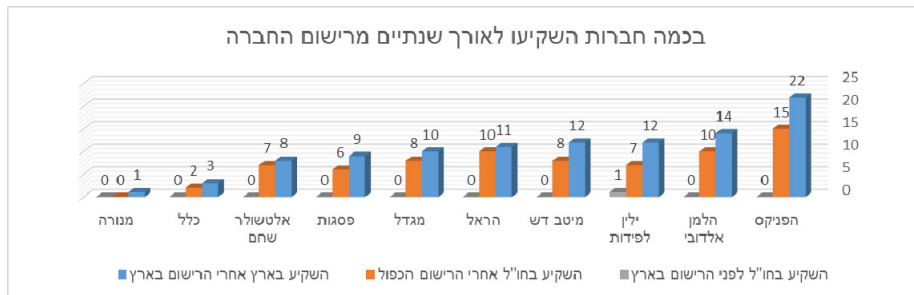
בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו מסוף השנה הקלנדרית ועד לשנה מרישום החברה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמודה הימנית ביותר), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמודה השמאלית ביותר).

תרשים מספר 5: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה השלישית



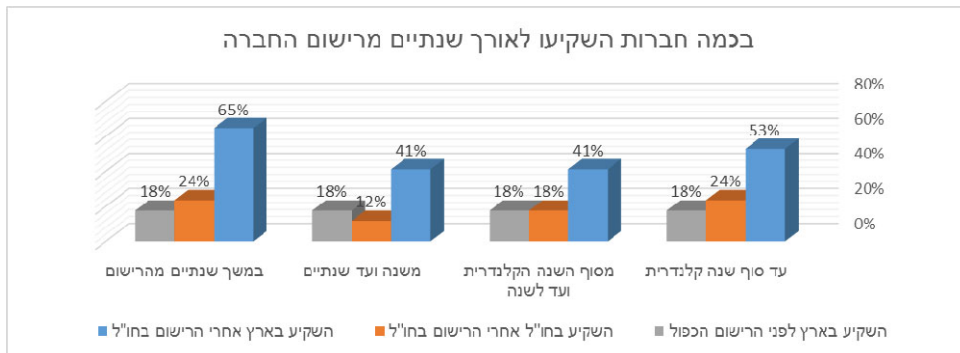
בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו משנה לאחר רישום החברה ועד שנתיים ממועד רישום החברה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמודה השמאלית ביותר).

תרשים מספר 6: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי – סכימה של שנתיים



בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה א'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו במשך שנתיים מהרישום, כלומר, סכמה של כל התקופה שנבחנה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה הזרה לפני שנרשמה למסחר בבורסה בתל אביב (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר הרישום הכפול בבורסה בתל אביב (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לאחר רישום החברה בבורסה בתל אביב (העמודה השמאלית ביותר).

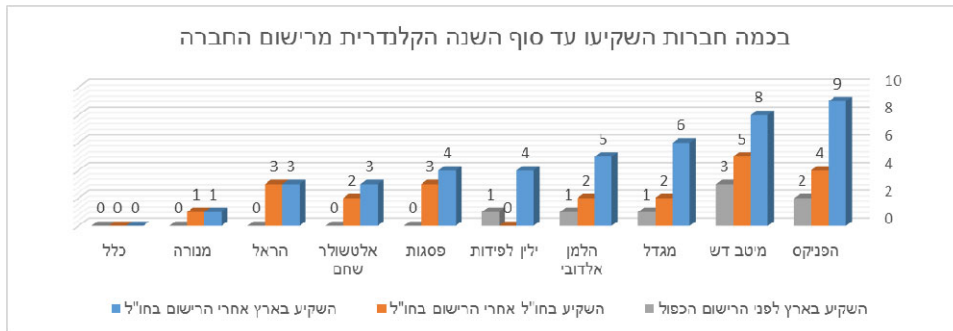
תרשים מספר 7: שיעור החברות שבהן השקיעו בקבוצה ב' לפני ואחרי הרישום הכפול



בתרשים לעיל ניתן לראות מה אחוז החברות שבהן כל הגופים המוסדיים שהשקעותיהם נבחנו השקיעו מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה ב'. ניתן לראות את אחוז החברות שבהן השקיעו בארבע תקופות זמן שונות: ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב ועד סוף אותה שנה קלנדרית, מסוף השנה הקלנדרית ועד שנה ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב, משנה ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב ועד שנתיים ממועד רישום החברה בבורסה בתל אביב וסכמה של כל התקופה – במשך שנתיים מהרישום. בנוסף, ניתן לראות השקעות

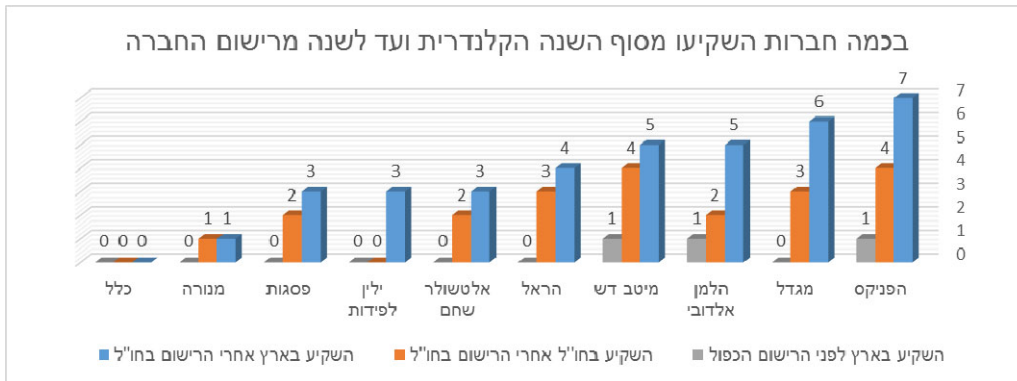
בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב אחרי שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר רישום החברה בבורסה הזרה (העמודה האמצעית), והאם השקיעו בבורסה בתל אביב לפני הרישום הכפול בבורסה הזרה (העמודה השמאלית). ניתן לראות כי אחוז החברות בהן הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב לאחר שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה גבוה יותר מיתר הקבוצות, בכל תקופות הזמן, אך באופן לא משמעותי.

תרשים מספר 8 : התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה הראשונה בקבוצה ב'



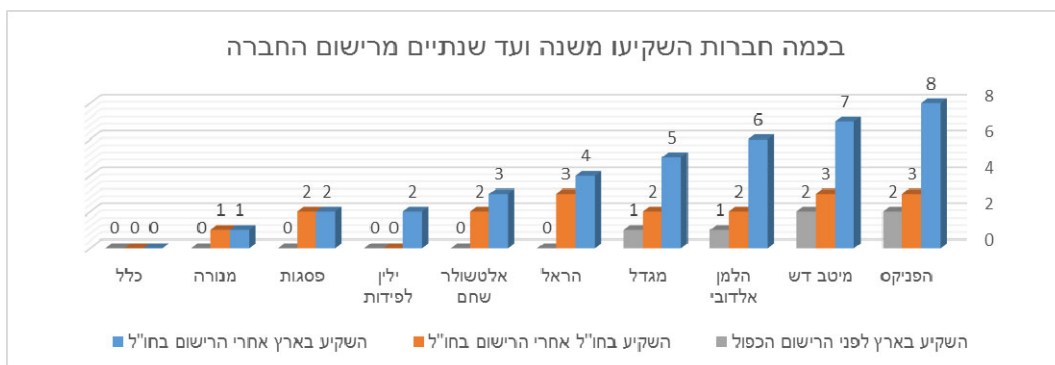
בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה ב'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו ממועד רישום החברה בבורסה ועד סוף השנה הקלנדרית. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב אחרי שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר רישום החברה בבורסה הזרה (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב עובר לרישום בבורסה הזרה (העמודה השמאלית).

תרשים מספר 9: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה השנייה בקבוצה ב'



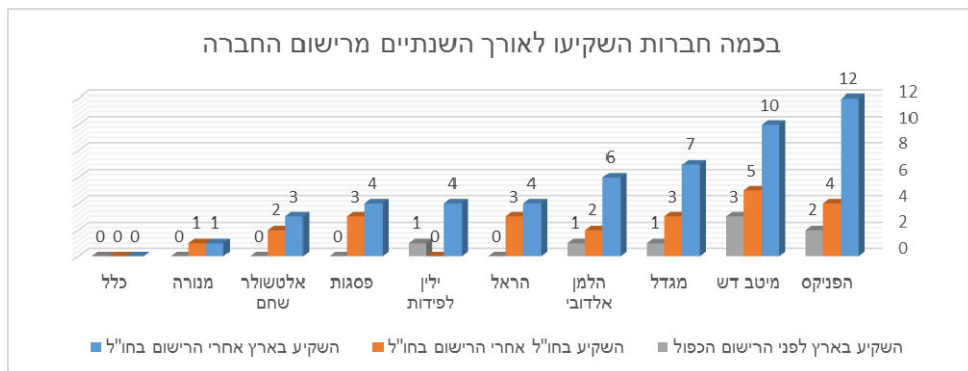
בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה ב'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו מסוף השנה הקלנדרית ועד תום שנה ממועד רישום החברה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב אחרי שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר רישום החברה בבורסה הזרה (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב עובר לרישום הכפול בבורסה הזרה (העמודה השמאלית).

תרשים מספר 10: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בתקופה השלישית בקבוצה ב'



בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה ב'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו מתום שנה ממועד רישום החברה ועד תום שנתיים ממועד רישום החברה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב אחרי שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר רישום החברה בבורסה הזרה (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב עובר לרישום הכפול בבורסה הזרה (העמודה השמאלית).

תרשים מספר 11: התפלגות השקעות לפי גוף מוסדי בכל התקופה שנבחנה בקבוצה ב'



בתרשים לעיל ניתן לראות בכמה חברות השקיע כל גוף מוסדי מתוך כלל החברות שבמדגם, בקבוצה ב'. ניתן לראות את מספר החברות שבהן השקיעו במשך שנתיים מהרישום, כלומר, סכימה של כל התקופה שנבחנה. בנוסף, ניתן לראות השקעות בזירות השונות, האם הגופים המוסדיים השקיעו בחברה בבורסה בתל אביב לאחר שהחברה נרשמה למסחר בבורסה הזרה (העמודה הימנית), האם השקיעו בבורסה הזרה לאחר רישום החברה בבורסה הזרה (העמודה האמצעית) והאם השקיעו בבורסה בתל אביב עובר לרישום הכפול בבורסה הזרה (העמודה השמאלית).

ז. דיון

מבחינה מתודולוגית, הייחודיות בעריכת המחקר מצויה באופן שבו חברות יכולות להירשם באופן מעין אוטומטי למסחר בבורסה בישראל, ועצם הרישום בישראל על פניו לא משנה את הרגולציה החלה על החברה. על כן, מדובר במחקר ייחודי שניתן לבצע במדינה כמו ישראל, הן נוכח המשמעות של הגופים המוסדיים במדינה זו ובעיקר נוכח הסדר הרישום הכפול הייחודי לישראל, החל משנת 2000, המאפשר לרשום את החברות למסחר בלא שתחול לכאורה רגולציה נוספת וללא שינוי הרגולציה החלה על החברה במדינת המקור. מעבר לכך, כאמור

לעיל, לאורך 22 השנים ממועד תיקון החוק טרם נעשתה בחינה שכזו. כמו כן, מעבר לבחינת השלכות החוק, ניתן ללמוד על אודות התנהגות הגופים המוסדיים במדינה שבה הרגולציה אינה מגבילה את ההשקעות בבורסות זרות, ובה בורסה שאינה גדולה כמו בורסות אחרות ומובילות בעולם.

כאמור, מדינת ישראל השקיעה ועודנה משקיעה רבות בכל היבטי הרישום הכפול, בזמן שיש מעט ראיות אמפיריות על אודות היתרונות של הרישום הכפול, ובאופן ספציפי, מה ההשפעה על התנהגות הגופים המוסדיים. עם זאת, בשל כך שמספר לא רב של חברות בחרו להירשם במסגרת הרישום הכפול, אזי מדובר במדגם שאינו גדול, ולפיכך לא ניתן להסיק מסקנות באופן גורף, אלא אך להציע כפי שיפורט להלן.

מתרשים מספר 1 עולה כי לאחר הרישום למסחר בבורסה בתל אביב, הגופים המוסדיים השקיעו ב־89% מהחברות שבמדגם בבורסה בתל אביב, המקומית. לצד ההשקעה בחברות בבורסה המקומית, הגופים המוסדיים החלו להשקיע בבורסה הזרה ב־70% מהחברות, זאת, כאשר עובר לרישום החברות בבורסה בתל אביב הגופים המוסדיים השקיעו רק ב־3.57% מהחברות שבמדגם בבורסות הזרות. כלומר, ניתן לראות בקבוצה א' שינוי משמעותי בבחירת הגופים המוסדיים כיצד להשקיע בחברות, כאשר כמעט כל הגופים השקיעו כמעט בכל החברות (השקיעו ב־89% מהחברות שבמדגם) בבורסה בתל אביב, לאחר שהחברות נרשמו שם למסחר. אף אם ניתן לטעון כי לתוצאות אלה יש קשר עם השקעות פסיביות נוכח הימצאות חלק מהחברות במדדים והשקעה פסיבית של הגופים המוסדיים באותם המדדים, עצם השינוי בהשקעות הגופים המוסדיים בחברות בבורסה הזרה, לפני ואחרי הרישום של אותן חברות למסחר בבורסה בתל אביב, מלמד על שינוי שהתרחש בשים לב לעצם הרישום בתל אביב. ניתן לראות כי אחוזי ההשקעות בחברות בקבוצה זו בבורסה הזרה עובר לרישום החברה למסחר בבורסה בתל אביב הם זניחים, ומהווים כאמור רק 3.57%. כלומר, נראה כי הגופים המוסדיים לא הביעו עניין באותן חברות עובר לרישום. תוצאות אלה מצביעות על השקעה עקבית של הגופים המוסדיים בחברות עקב רישומן בבורסה בתל אביב, בעיקר במהלך תקופת הזמן של שנתיים ממועד הרישום הכפול, ושעובר לרישומן השקיעו בהן באופן זניח בבורסה הזרה.

לעניין קבוצה ב' ישנה פחות מובהקות, כאשר מדובר במדגם קטן יותר. מהנתונים שבתרשים מספר 7 ניתן להצביע על השקעה נמוכה של הגופים המוסדיים בחברות שבקבוצה השנייה עובר לרישומן בבורסה הזרה, ולאחר הרישום בבורסה הזרה הגבירו את האחזקות בניירות החברה בבורסה בתל אביב בעוד בקושי התחילו להשקיע בחברה גם בבורסה הזרה. זאת, כאשר במשך השנתיים הראשונות הגופים המוסדיים השקיעו ב־65% חברות בבורסה בתל אביב לאחר שהחברות נרשמו למסחר בבורסה הזרה, בעוד עובר לרישום למסחר בבורסה הזרה החזיקו ב־18% חברות בבורסה בתל אביב. כלומר, ניתן לראות כי גם ההשקעה בבורסה בתל אביב עלתה בעקבות הרישום למסחר בבורסה הזרה. זאת, בעוד הם לא השקיעו בחברה גם בבורסה הזרה באותה מידה לאחר הרישום למסחר בבורסה הזרה, והשקיעו ב־24%. התוצאות מצביעות על השקעה עקבית של הגופים המוסדיים בחברות עקב רישומן בבורסה בתל אביב, בעיקר במהלך תקופת הזמן של שנתיים ממועד הרישום הכפול, ושעובר לרישומן השקיעו בהן באופן זניח בבורסה הזרה.

עוד עולה מן התוצאות, כי בשתי הקבוצות, תקופת הזמן העיקרית שבה נעשות מרבית ההשקעות של הגופים המוסדיים בחברות היא דווקא התקופה הראשונה, החל ממועד הרישום למסחר ועד תום השנה הקלנדרית. עניין זה מחזק את ההשערה כי ההשקעה בחברות אלה נעשית בקשר עם עצם הרישום הכפול.

מן התרשימים 3-6-8-11 עולה כי בשונה מהמחקר שלפיו משקיעים של סכומים נמוכים נוטים להפגין הטיה ביתית באופן יותר משמעותי, ניתן לראות כי הגופים המוסדיים הגדולים שינו את השקעותיהם בהתאם לרישום הכפול, עניין שלכאורה מנוגד לאמור במחקר שאזכר.⁹⁹ כאמור, למחקר כמה היבטים שאליהם נרצה להתייחס.

מהיבט של מאמצייהן של מדינת ישראל ככלל ורשות ניירות ערך בפרט להגדיל את הפעילות של הגופים המוסדיים בבורסה הישראלית בתל אביב עת חקיקת חוק הרישום הכפול וכלל המשאבים שהוקדשו לעניין זה, תוצאות המחקר עשויות ללמד כי המאמצים אכן נושאים פרי בהיבט של הרחבת מחזור הפעילות של הגופים המוסדיים בבורסה בתל אביב. כפי שגם הורחב בדו"ח ברודט עובר לתיקון החוק, הצפי היה כי הגדלת היקף המסחר תתרום לשכלול שוק המניות ולקביעת מחירי ניירות ערך הקרובים יותר לשווי הכלכלי האמיתי ולחיזוק אמון ציבור המשקיעים המקומי בשוק ההון ובבורסה. נוכח המשאבים המושקעים בפעילות זו והמחירים על אודותם פורט לעיל, מדובר בתוצאה חשובה שראוי לבחון כעבור 22 שנים מעת תיקון החוק. יתר על כן, בשים לב לתוצאות ונוכח העובדה שלאורך השנים חברות ההייטק הגדולות פונות לרישום וגיוס מידי בבורסות ארצות הברית ואף מוותרות על רישום כפול בבורסה בתל אביב, ייתכן שתוצאות אלה עשויות להוות נקודת אור עבור אותן חברות לביצוע רישום כפול בישראל, לאחר רישומן בבורסה זרה, כדי להגדיל את המסחר בהן.¹⁰⁰

מהיבט התחקות אחר התנהגות הגופים המוסדיים, ניתן לראות כי הגופים המוסדיים בחרו להשקיע באותן חברות מהקבוצה הראשונה לאחר הרישום הכפול בתל אביב, בזמן שעובר לרישום הכפול לא השקיעו באותן חברות בבורסה הזרה (אלא באופן זניח ביותר), ולאחר הרישום הכפול השקיעו באותן חברות בבורסה הזרה גם במידה רבה, אם כי לא כמו שהשקיעו בבורסה בתל אביב.

ניתן לנסות להסביר תוצאות אלה במגוון דרכים, וכלל ההסברים חוסים תחת התופעה עצמה המכונה כאמור "הטיית הביתיות". על כן, נציע נקודת מבט חדשה על תופעת הטיית הביתיות, תוך הרחבת תחולת התופעה בין היתר לפי זירת מסחר. יובהר כי בעצם הצעת נקודת המבט החדשה אין בחינה או אמירה לעניין טיבה של הטיית הביתיות, האם היא תופעה "טובה" או "רעה" בהכרח, כי אם הצעה על אודות קיומה. לפי תוצאות המחקר, הגופים המוסדיים החלו להשקיע בבורסה הזרה בחלק מהחברות במדגם בקבוצה הראשונה, ומכך

99 Anders Karlsson & Lars Nordén, *Home Sweet Home: Home Bias and International Diversification among Individual Investors*, 31 J. BANK & FIN. 317 (2007)

100 יובהר כי החידוש במחקר זה הוא בהיבט התחקות אחר התנהגות הגופים המוסדיים, ולא בהיבט התרומה לחברות כתוצאה מהרישום הכפול. האמור משמש רק כהשערה ליתרון נוסף עבור החברות מעצם רישום כפול. זאת מעבר ליתרונות (ולחסרונות) המנויים בספרות הענפה הקיימת בנושא.

שהגופים המוסדיים לא החלו להשקיע בבורסה הזרה בחברות שבקבוצה השנייה באופן רחב באותו האופן, עשויה להתחזק ההשערה כי הגופים המוסדיים מוטים בהחלטות ההשקעה שלהם ונגועים בהטיית הביתיות. ודוק, אין מדובר במצב עניינים שבו חברה הגיעה באופן פיזי למדינת ישראל, בהיבט של הקמת משרדים וכדומה, או התאגדה בהכרח במדינת ישראל, ולאחר מכן הגופים המוסדיים החלו להשקיע בה. אלא עסקינן בחברה שעצם שינוי (הוספת) בורסת המסחר שבה נסחרים ניירות הערך שלה הוא שהשפיע במובן זה על השקעת הגופים המוסדיים.

בהתאם לספרות, ניתן להסביר את תופעת הטיית הביתיות על ידי כמה השערות, ביניהן ובעיקר, נוכח אסימטריה במידע. ייתכן שהגוף המוסדי לא הכיר את החברה ורק לאחר שהיא נרשמה למסחר בתל אביב הגוף נחשף אליה והחליט להשקיע בה. עם זאת, יובהר כי אין מדובר במשקיעים מן השורה, אלא בגופים מוסדיים עסקינן, שלהם הכלים והיכולת לבצע אנליזות מתוקף היותם משקיעים מתוחכמים.¹⁰¹ איננו קובעים מסמרות האם הטיית הביתיות בהכרח אינה יעילה, או שמא היא יעילה, שכן תיתכן הנחה רציונלית שלפיה משקיע רציונלי אינו צריך להתייחס לאין סוף השקעות, אף שמדובר במשקיע מתוחכם. זאת, בשים לב לכך שקיימת מגבלה על כמות המשאבים שחברות יכולות להשקיע כדי לבחון הזדמנויות, ולכן ייתכן לטעון כי הציפייה כי גופים מוסדיים יבחנו את כל האפשרויות הקיימות בעולם אינה ריאלית מבחינה כלכלית.

על אף האמור, ניתן לטעון, ובהתאם לסעיף 7 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב–2012, כי על גופים מוסדיים מוטלת חובת נאמנות, ועליהם לבחון אפשרויות השקעה חלופיות מאותו סוג, בשים לב לתשואות ולסיכונים הצפויים וליחס ביניהם.

משקיע מוסדי וכל עוסק מטעמו בניהול כספי עמיתים או מבוטחים יפעלו לפי הוראות סעיף 3(ב) עד (ה) לחוק קופות גמל וישקלו, בבואם להחליט על השקעות המשקיע המוסדי, בין השאר את אלה:

- (1) תזרים המזומנים הצפוי במשקיע המוסדי ובכלל זה קביעת שיעור מזערי של נכסים נזילים, ובשים לב לכספים המיועדים לתשלום קצבה למקבלי קצבאות;
- (2) אפשרויות השקעה חלופיות מאותו סוג, בשים לב לתשואות ולסיכונים הצפויים וליחס ביניהם;
- (3) המהות הכלכלית של הנכס המושקע לרבות החשיפות הנגזרות ממנו והיכולת לקבוע את אופן שערוכו;

101 יצוין כי אף מבחינת מתודולוגיית העבודה של הגופים המוסדיים, מבחינה אקראית עולה כי לגופים עצמם אין נוהל מוסדר לעניין הכתבה לאלוקציה קבועה זו או אחרת לשווקים מסוימים, ואין הוראה קבועה בחברות לאלוקציה כאמור.

(4) כאשר ההשקעה היא בניירות ערך – גם את כדאיות ההשקעה לפי איכות נייר הערך הנמדדת באמות מידה כלכליות מקובלות, וכן בשים לב לאיכות הממשל התאגידי בגוף המוחזק לפי הוראות הממונה בעניין זה.

מצופה מגופים מוסדיים לקבל החלטות מושכלות, מיודעות וכלכליות גרידא. על כן, ככל שישנם פערי מידע, ראוי היה לגשר עליהם באופן זה או אחר. דברים אלה יפים גם להשערה העוסקת בהטיית ביתיות הנובעת מהיבטים פסיכולוגיים.

גם את ההסבר להטיית הביתיות המציע כי משקיעים מעוניינים להגן על סיכוני מט"ח ושער החליפין ופעריהם ויתרונות כמו מסחר ביותר ימים ושעות נוכח פערים בימי מסחר בין הבורסות השונות ייתכן כי ניתן לשלול, ולכל הפחות לטעון כי ההסברים אינם עומדים לבדם נוכח העובדה שהגופים המוסדיים לא החלו להשקיע באותו אופן בחברות מהקבוצה הראשונה לאחר הרישום הכפול בתל אביב באותה חברה בבורסה הזרה, ויתרה מזו, הם לא החלו להשקיע בחברות מהקבוצה הראשונה לאחר הרישום הכפול בבורסה הזרה באותה חברה בבורסה הזרה. לכאורה, ככל שהיינו סבורים כי משקיעים בוחרים להשקיע באופן רציונלי כדי להגן על סיכוני מט"ח ושער החליפין ופעריהם, או ליהנות מיתרונות של ימי מסחר ושעות מסחר מרובים יותר, כאמור היינו מצפים שהמשקיעים יבחרו להשקיע במקביל באותה חברה בשתי בורסות ממדינות שונות באופן זהה, על מנת לגדר את הסיכונים.

בכל הקשור ליתרונות של ימי מסחר ושעות מסחר, כלומר שלגוף מוסדי יהיה נוח כמשקיע לסחור בניירות בימי העבודה ובשעות העבודה המקובלות בישראל, מעצם העובדה שהגופים השקיעו בעקבות הרישום הכפול גם בבורסות הזרות נראה כי לא ניתן להסביר את התופעה רק באמצעות יתרון זה.

לעניין ההסבר להטיית הביתיות המתייחס ליתרונות של עמלות ביצוע מסחר, אזי היינו מצפים שהגופים המוסדיים לא ישקיעו בחברות בבורסות הזרות לאחר הרישום בבורסה בתל אביב, ובקבוצה ב', שישקיעו בחברות בבורסה בתל אביב ולא ישנו את השקעותיהם לאחר הרישום למסחר בבורסה הזרה. עם זאת, מהתוצאות נראה כי לא כך הדבר, וכי הגופים המוסדיים משקיעים בבורסות הן בתל אביב והן הזרות לאחר ביצוע הרישום הכפול. על כן, אף אם גם להיבט זה השפעה מסוימת, לא ניתן להסביר את התופעה רק באמצעות יתרון עמלות ביצוע מסחר.

מחקרים מראים שבחברות דואליות ישנם פערי ארביטראז' שהמחקר האמפירי אינו מצליח להסביר בצורה מספקת. כלומר, קיימים פערים בין המחירים בשתי הבורסות שבהן החברה נסחרת, כאשר לא אמור להתקיים פער מעין זה בשוק משוכלל. ישנם מחקרים המראים שהסיבה לכך היא שהמחיר צמוד לתנודתיות בשוק ולכן מסיקים שיש רעשי רקע המשפיעים על השוק עצמו. עניין זה עשוי לספק הסבר מסוים להשקעות הגופים המוסדיים בחברות לאחר רישומן בבורסה בתל אביב, כיוון שיעדיפו להמר על שוק שהם מכירים אותו ואת התנודתיות בו חלף שווקים זרים שבהם היכולת יותר מצומצמת. עם זאת, כאמור, נצפתה השקעה באותן חברות גם בבורסות הזרות, לאחר הרישום הכפול בתל אביב. ניתן להציע באופן ראשוני, ללא בחינת ההשערה, כי ההשקעה המקבילה היא דווקא לשם ניצול פערי הארביטראז'.

עניין נוסף שאליו יש להתייחס הוא כי הסדר הרישום הכפול משדר אמירה של "מוכנות לקשר". בעצם הרישום, החברה מראה כי היא מעוניינת להיסחר בבורסה בתל אביב ומעוניינת

לפנות לקהל המשקיעים הישראלי. מבחינת החברה, החשיבות ברישום למסחר בתל אביב מתבטאת במגוון פרמטרים, כגון דיווח על תוצאות עסקיות של החברה, ביצוע הנפקות בבורסה בתל אביב וכדומה. על כן, ובהיבט פסיכולוגי זה, ייתכן שהגופים המוסדיים בוחרים להיענות להצעות החברות הדואליות המשקפות שהן "מוכנות לקשר".

מן האמור, נראה כי אין הסבר רציונלי ממשי העומד לבדו ומסביר את התנהגות הגופים המוסדיים באופן השקעתם כעולה מן התוצאות לעיל. כפי שתואר לעיל, ככל שהגופים המוסדיים אכן מוטים בהטיית הביתיות, הנובעת מגורם פסיכולוגי זה או אחר, אזי מדובר באמירה לא פשוטה נוכח היקף הכספים של הציבור הישראלי ותלותו בגופים אלה. זאת, בעיקר נוכח העובדה שכספי הציבור מופרשים לגופים הפנסיוניים ולקופות הגמל ללא שליטה ממשית של ציבור החוסכים, ובשים לב לחובת הנאמנות החלה על גופים אלה מכוח החוק. עניין זה עשוי להוות נקודה למחשבה עבור קובעי המדיניות על אודות עדכון הרגולציה העתידית שתחול על הגופים המוסדיים.

נוכח אי־מיצוי הסוגיה, נציע לבחון את הנושא בהרחבה במחקר נוסף שיהווה מחקר המשך. נציע לבחון במחקר המשך את הסוגיה שעלתה במחקר זה מהשוואה בין הקבוצות, על מנת לבדוד את השאלה האם עצם הרישום הכפול בכל מקום מגביר את המסחר במניית החברה בשוק המקומי.

בנוסף לתוצאות החשובות באשר להיבטים הרגולטוריים, ובכללן אפקטיביות השלכות החוק בהיבט של הרחבת היקפי מסחר הגופים המוסדיים בבורסה בתל אביב, תוצאות המחקר מהוות בסיס חשוב לספרות המימון העוסקת בתופעת הטיית הביתיות.

קשה לבחון באופן מוחלט האם הטיית הביתיות בהכרח אינה טובה, כיוון שיש צורך בהשוואה לביצועי תיק שבהכרח לא הושפע מהטיית הביתיות, וכך קשה לבחון באופן מוחלט האם יש הבדל בין השקעות שבוצעו לאחר אנליזה איכותית לבין השקעות אשר נבחרו באופן שאינו רציונלי, מסיבות פסיכולוגיות כאלה או אחרות. לעניין זה ניתן לפנות באופן דומה לספרות העוסקת בהשקעות פסיביות אל מול השקעות אקטיביות. עם זאת, ונוכח העובדה שקיימת חובת נאמנות של אותם גופים מוסדיים כלפי לקוחותיהם בהתאם להוראות הרגולציה הישראלית, יש מקום לבחון ולהמליץ על רגולציה רלוונטית שתמרץ את המשקיעים להשקיע באופן אפקטיבי, כגון שינוי מבנה התמריצים של הגופים המוסדיים, תוך הענקת תמריצים אשר ימנעו התמקדות בטווח הקצר ופעולה הנובעת מהטייה זו או אחרת. למשל, מעבר למודל של דמי ניהול שיתמרוצו את הגופים המוסדיים לפעול לטובת העמיתים, תוך הפקת תשואה לטווח הארוך.

ח. סיכום

המחקר בוחן לראשונה האם הגופים המוסדיים הישראליים, המהווים את עיקר המשקיעים בישראל ומייצגים את המשק הישראלי באמצעות קופות גמל וקרנות הפנסיה, מנצלים את קיומו של חוק הרישום הכפול. המחקר משרטט את הרקע לחוק על יתרונותיו וחסרונותיו ובוחן באופן אמפירי את ההשפעה של החוק על השקעות הגופים המוסדיים באותן חברות. תחילה,

מצאנו כי חוק הרישום הכפול משפיע על התנהגות הגופים המוסדיים, והם משנים את השקעותיהם בהתאמה. זאת כאשר לכאורה, באפשרותם להשקיע בבורסות זרות בהתאם לאנליזות ולפי תשואה מיטבית, ובכלל כך בחברות שאינן רשומות בבורסה בתל אביב. בהקשר זה ערכנו בדיקה אמפירית שבחנה האם הגופים המוסדיים משקיעים בחברות המצויות במדגם שנסחרו בבורסות זרות לפני הרישום הכפול, האם חלו תמורות בחשיפת המוסדיים לחברות הדואליות בבורסה בתל אביב והאם חלו תמורות בחשיפת המוסדיים לחברות הדואליות בבורסות הזרות לאחר הרישום הכפול.

במחקר מצאנו השקעה של הגופים המוסדיים בחברות שנרשמו בבורסה בתל אביב במסגרת הרישום הכפול, השקעה פחותה בבורסות הזרות לאחר הרישום הכפול ועובר לרישום ההשקעה בבורסה הזרה היא זניחה עד כדי לא קיימת.

לצורך ביצוע השוואות מצאנו באופן פחות מובהק כי בחברות שביצעו רישום כפול הפוך, כלומר שהיו רשומות למסחר בבורסות בתל אביב ולאחר מכן נרשמו למסחר בבורסות זרות, הגופים המוסדיים השקיעו במעט חברות כאלה עובר לרישומן בבורסה הזרה, הגבירו במידה מסוימת את ההשקעות לאחר הרישום בבורסה הזרה והחלו להשקיע באותה חברה בבורסה הזרה גם במידה מעטה.

מדינת ישראל משקיעה משאבים רבים ברישום הכפול, ומחקר זה מהווה נדבך בהבנת השלכות החוק. המחקר מציג כי עובר לרישום הכפול בבורסה בתל אביב, הגופים המוסדיים לא השקיעו באותן החברות בבורסה הזרה. מתוך עדות זו, הצענו כי מאמצי ההגנה של מדינת ישראל ורשות ניירות ערך בפרט מגדילים את פעילות הגופים המוסדיים בחברות הרשומות בבורסה הישראלית.

נוכח תוצאות המחקר, הצענו כי תופעת הטיית הביתיות רחבה יותר מהדיון על אודותיה בספרות, וכי בהקשר ההשקעות ייתכן כי היא חלה גם לפי זירת מסחר ספציפית. עצם ההצעה כי הגופים המוסדיים נגועים בהטיית הביתיות מעלה שאלות באשר לטיב ההשקעה של הגופים המוסדיים ביחס לחובת הנאמנות ולחובת הזהירות החלות על הגופים המוסדיים שלא משקיעים לפי החלטה כלכלית מושכלת, כמו גם לתמריצי ההשקעה של הגופים המוסדיים, הן נוכח הציפייה כי ינהגו כ"גופים מתוחכמים" והן בשים לב להיקף הסכומים הכספיים שהציבור מפקיד בידיהם ללא בחירה אמיתית או שליטה ממשית.

מעבר ללמידה על אודות התנהגות הגופים המוסדיים בישראל, החשובה בפני עצמה, תוצאות המחקר מהוות בסיס להמשך פיתוחו של החוק כמו גם עדכון הרגולציה החלה על שוק ההון הישראלי, ובפרט על הגופים המוסדיים.

מחקרי רגולציה ח בחינה אמפירית של התנהגות המשקיעים המוסדיים לנוכח חוק רישום כפול

נספח - טבלה מספר 1: רשימת החברות במדגם בקבוצה א'

שם החברה	מספר חברה	מועד רישום בישראל	שנת הקמת החברה	ענף החברה
ג. ויליפורד אינטרנשיונל בע"מ	520043209	15.6.2020	1994	מסחר ושירותים
ביומקס	823364020	6.2.2020	2017	ביומד
פורפליטי, אינק	7272486	6.10.2019	2019	טכנולוגיה
אנלייבס תרפיוטיקס בע"מ	514716489	22.7.2019	2012	ביומד
באטמ תקשורת מתקדמת בע"מ	520042813	11.7.2019	1992	טכנולוגיה
אנרג'יאן פי אל סי	10758801	29.10.2018	2017	אנרגייה וחיפוש נפט
אינטרנשיונל פליורס אנד פראגרנסס אינק	29389	9.10.2018	1958	תעשייה
מדלי קפיטל קורפוריישן	4815200	29.1.2018	2010	שירותים פיננסיים
פננטפארק פלוטינג רייט קפיטל לימיטד	1504619	28.11.2017	2011	שירותים פיננסיים
סים קומרשייל טראסא קורפוריישן	908311	20.11.2017	2014	נדל"ן
אורמד פארמסוטיקלס אינק	980376008	12.7.2017	2002	ביומד
פוינטר טלוקיישן בע"מ	520041476	6.4.2016	1991	טכנולוגיה
מטומי מדיה גרופ בע"מ	513795427	16.2.2016	2006	מסחר ושירותים
אביליטי אינק.	303448	12.1.2016	2015	טכנולוגיה
סודהסטרים אינטרנשיונל בע"מ	513951251	15.12.2015	2007	תעשייה
סלזיון קורפוריישן	52-1256615	12.11.2015	1982	ביומד
מיילן אן.וי	61036137	4.11.2015	2014	ביומד
מנקיינד קורפוריישן	2254871	28.10.2015	1991	ביומד
ליניאג' סל תרפיוטיקס אינק	876343	8.9.2015	1990	ביומד
נבידאה ביופארמסוטיקלס, אינק	2159135	8.9.2015	1988	ביומד
אופטיבייס בע"מ	520037078	12.8.2015	1990	נדל"ן
אורמת טכנולוגיות אינק.	880326081	10.2.2015	1994	אנרגייה מתחדשת
קנון הולדינגס לימיטד	201406588	11.1.2015	2014	השקעה

והחזקות			W	
נדל"ן	2007	27.11.2014	33248324	פלאזה סנטרס אן.וי.
ביומד	2013	22.12.2013	529592	פריגו קומפני פי אל סי
אנרגייה מתחדשת	1987	27.10.2013	520039868	אלומיי קפיטל בע"מ
ביומד	1991	21.8.2013	2279206	אופקו הלת', אינק

בטבלה לעיל, רשימת החברות אשר נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב לצורך הסדר רישום כפול לאחר שהיו רשומות בבורסה זרה המוכרת בחוק, בתקופות זמן שונות בין הרבעון השני של שנת 2013 ועד הרבעון הרביעי של שנת 2021.

טבלה מספר 2: רשימת החברות במדגם בקבוצה ב'

שם החברה	מספר החברה	שנת הקמת החברה	ענף החברה
אבוגן בע"מ	512838723	2002	ביומד
אינטק פארמה	513022780	2000	ביומד
איתמר מדיקל בע"מ	512434218	1997	ביומד
אנקיאנו תרפיוטיקס בע"מ	514672625	2004	ביומד
בריינסווי בע"מ	513890764	2003	ביומד
כיטוב פארמה בע"מ	520031238	1968	ביומד
כץ-פייט ביופרמה בע"מ	512022153	1994	ביומד
מדיגוס בע"מ	512866971	1999	ביומד
מי סייז, אינק.	510394637	1999	טכנולוגיה
ננו דיימנשן בע"מ	520029109	2012	טכנולוגיה
סייפ-טי גרופ בע"מ	511418477	2013	טכנולוגיה
איי.סי.אל גרופ בע"מ	520027830	1968	תעשייה
פורסייט אוטונמס הודלינגס בע"מ	520036062	1977	טכנולוגיה
קולפלנט אחזקות בע"מ	520039785	2004	ביומד
קמהדע בע"מ	511524605	1990	ביומד
בינדרוקס פרמצבטיקה בע"מ	513436105	2005	ביומד
סלקט ביוטכנולוגיה בע"מ	520036484	1986	ביומד

בטבלה לעיל, רשימת החברות אשר נרשמו למסחר בבורסה זרה המוכרת בחוק לצורך הסדר רישום כפול לאחר שהיו רשומות בבורסה בישראל, בתקופות זמן שונות בין הרבעון השני של שנת 2013 ועד הרבעון הרביעי של שנת 2021.