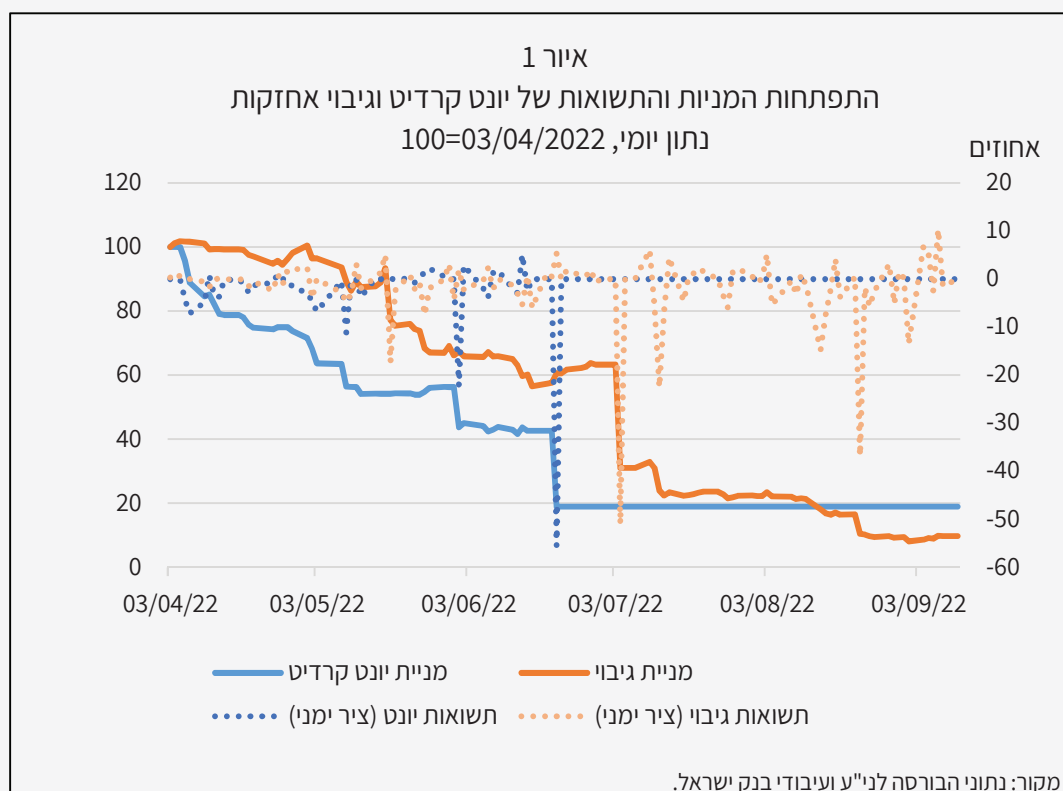


תיבה 2: האם המשקיעים מזהים בעיות רוחב בחברות האשראי החוץ-בנקאי?

- בקיץ 2022 קרסו חברות האשראי החוץ-בנקאי "גיבוי אחזקות בע"מ" ו"יונט קרדיט שירותים פיננסיים בע"מ".
- התיבה בוחנת את התנהגות שערי המניות של החברות החוץ-בנקאיות האחרות סביב הדיווחים על הבעיות בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט".
- בניתוח זה נמצא כי המשקיעים בשוק המניות לא פירשו את ההתפתחויות השליליות בשתי החברות הללו כהתראה לבעיות רוחב בשוק האשראי החוץ-בנקאי או לבעיות חמורות בחברות האחרות בענף.

1. רקע

צד ההיצע של שוק האשראי בישראל כולל את הבנקים מצד אחד ואת חברות כרטיסי האשראי, תושבי חוץ, ממשלה, משקי הבית, גופים מוסדיים וחברות פרטיות מצד שני, אשר אליהן נתייחס כחברות אשראי חוץ-בנקאי. בשל הריכוזיות הגבוהה של הבנקים בשוק האשראי, יש לחברות האשראי החוץ-בנקאי תפקיד חשוב בהגברת התחרות בשוק זה ובפרט בגיוון מקורות האשראי והגברת הגישה אליהם עבור מגזר העסקים הקטנים והבינוניים¹. שוק האשראי החוץ-בנקאי צמח בשנים האחרונות בקצב מהיר² - מספר החברות שנסחרות בבורסה שעוסקות בתחום זה יותר מהכפיל את עצמו מאז 2020 לכ-20 חברות. בנוסף גדלו ברבעון השני של 2022 סך הנכסים של החברות הציבוריות הללו ביותר מפי שניים בהשוואה לרבעון הראשון של 2020 – מכ-11.8 לכ-25.6 מיליארד ש"ח. הצמיחה המהירה לצד פיקוח יציבותי לא



¹ להרחבה ראו: הדוח השלישי של הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי.

<https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/16-8-21.aspx>

² להרחבה ראו: דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, תיבה 2.

מוסדר³ והתפקיד שהיה לחברות האשראי החוץ-בנקאי במשבר הפיננסי של 2008, מעלים חששות בנוגע לענף האשראי החוץ-בנקאי ולהשפעתו על היציבות הפיננסית⁴.

החל מיוני 2022 החלו להיחשף עדויות להתנהלות לקויה בחברת "יונט קרדיט בע"מ" ובחברת "גיבוי אחזקות בע"מ", שתי חברות אשראי חוץ בנקאי קטנות יחסית הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בתחילת חודש יוני הכריזה "יונט קרדיט" על מינוי בודק חיצוני ועל דחייה בפרסום הדוחות הכספיים⁵ ובאמצע אותו חודש הצהירה החברה שבגין הלוואות שהעמידה היא חשופה לחובות בעלי סיכון שאת היקפם אין ביכולתה להעריך⁶. עד אוגוסט המשיכה החברה לדווח על אובדן של המחאות, הלוואות שלא אושרו כנדרש ואי סדרים נוספים⁷ וכי החברה מנסה לקדם הסדר חוב מול בעלי האג"ח⁸. עקב כך הוחלט ברשות לניירות ערך לפתוח בחקירה בנוגע להתנהלותה של החברה⁹. בסוף חודש יוני 2022 דיווחה "גיבוי אחזקות" על מינוי של בודק חיצוני בעקבות חשש להתנהלות לקויה¹⁰. בתחילת חודש יולי הודיעה החברה שהיקף חשיפתה לחובות בעלי סיכון עומד על כ-38 מיליון ש"ח¹¹, לעומת ההון העצמי של החברה שעמד על כ-90 מיליון ש"ח. בהמשך התגלו עדויות למעילה בכספים על ידי מנהל בחברה¹², שהובילו להפסקות במסחר, ספקות שהועלו בנושא בפירעון חוב האג"ח¹³, פתיחת חקירה של הרשות לניירות ערך¹⁴ וקידום של הסדר חוב¹⁵.

עולה השאלה, האם האירועים הבעייתיים הללו שמהווים את התממשותו של הסיכון התפעולי, הם נחלתן של שתי חברות מסוימות או שהם מלמדים על בעיית רוחב בענף האשראי החוץ-בנקאי. בפרט ייתכן שהכשלים שהתגלו מצביעים על כשלים דומים גם בחברות אחרות בענף זה אשר עלולים להוביל לבעיות גם בחברות אלה ו/או להידוקה של האסדרה עליהן, שכרוכה בעלויות לבעלי המניות. כתבות שונות בתקשורת¹⁶ העלו חששות בנוגע למשמעויות שיש לאירועים אלה על כל הענף, ביקרו את האסדרה עליהן והעלו דיווחים על פגיעה בהעמדת אשראי מטעם גופים מוסדיים לחברות בענף. האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" השפיעו לרעה גם על הצפי של סוכנויות דירוג האשראי לצמיחה העתידית בענף ולפיכך על דירוג האשראי של החברות בענף¹⁷. כאמור הרשות לניירות ערך מפקחת על החברות

³ חברות נותני האשראי החוץ-בנקאי נדרשות לקבל מרשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון רישיון לעסוק במתן אשראי ובמידה שהן נסחרות בבורסה הן מפוקחות על ידי הרשות לניירות ערך בנושאים של גילוי ושקיפות. החברות לא נתונות לפיקוח יציבות.

⁴ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/52-shadow-banking.htm> <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrb.wp105~ae3850b53d.en.pdf> https://www.fsb.org/wp-content/uploads/c_130129y.pdf

⁵ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1454074>

⁶ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1456994>

⁷ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1458185>, <https://maya.tase.co.il/reports/details/1463996>

⁸ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1474287>

⁹ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1463999>

¹⁰ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1460713>

¹¹ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1461703>

¹² <https://maya.tase.co.il/reports/details/1463748>, <https://maya.tase.co.il/reports/details/1472198>

¹³ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1472188>

¹⁴ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1477193>

¹⁵ <https://maya.tase.co.il/reports/details/1476675>

¹⁶ <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001417447>

<https://www.themarket.com/markets/2022-07-03/ty-article/.premium/00000181-c4bd-d09b-a18b-cffdcd0f0000>

<https://www.ice.co.il/finance/news/article/867317>

<https://www.calcalist.co.il/market/article/s1z30q0qc>

<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001417141>

<https://www.themarket.com/markets/2022-07-28/ty-article/.premium/00000182-408a-d9f7-a9e6-d0bb3b170000>

<https://www.bizportal.co.il/capitalmarket/news/article/806865> <https://www.calcalist.co.il/market/article/syvdq680c>

¹⁷ ראו לדוגמא דו"ח דירוג של "מעלות" לחברת "פינסולה" בתאריך 18 בדצמבר 2022: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1492989/2/0>

הציבוריות בענף בנושאים של גילוי וסקיפות. בעקבות האירועים הנידונים, הרשות הודיעה על פתיחה בביקורת רוחב בחברות דומות. בנוסף, היא פרסמה הנחיות חדשות לחברות שכלולות בו שמחייבות אותן לפרסם לציבור את הסיכונים שעלולים לנבוע מהלבנת הון, גניבות, מעילות, הונאות ואי סדרים ולציין את זהות בעלי התפקידים בתאגיד אשר אמונים על ניהול הסיכונים¹⁸. מנגד, אם האירועים שמתוארים בשתי החברות הנזכרות הנם כנקודתיים וללא השפעה רוחבית על הענף כולו, אזי קריסתן של שתי החברות הללו עשויה לסייע למתחרותיהן. בסך הכול, האירועים השליליים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" הם בעלי פוטנציאל להשפעה בכיוונים מנוגדים על שאר החברות בענף האשראי החוץ-בנקאי¹⁹.

ניתוח זה בוחן אומדנים להערכת שוק המניות להשפעת האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על החברות האחרות שכלולות בענף האשראי החוץ-בנקאי. זאת על-בסיס ההבנה כי השווקים הפיננסיים יכולים לשמש כאינדיקטור מוביל להערכה של השפעתם העתידית של אירועים בהווה ולנוכח הפערים בין עמדותיהם של הגורמים המקצועיים השונים ושל הדיון הציבורי הער בנושא. שוק המניות הוא בבחינת "סקר עם תמריצים" לגבי תוצאות עתידיות, והוא מספק מידע שימושי, בייחוד במצבים מורכבים ומתפתחים (Wagner, 2020). זאת בזכות השילוב של מגוון של פעילי שוק (שחקנים), בלתי אחידים בעמדותיהם, ביכולת הניתוח שלהם ובמידע שיש ברשותם, לצד התמריצים שיוצרת השקעתם של סכומים ניכרים על ידי השחקנים הללו.

2. קו הזמן והשפעת האירועים על החברות המעורבות

שורה של אירועים לאורך התקופה שבין החודשים מאי לאוגוסט 2022 חשפו בעיות חמורות בהתנהלות החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות". אירועים אלה הובילו לקריסת מניותיהן, חשש ליכולתן לשלם את חובותיהן ואף לחקירות על-ידי גופי האסדרה והמשטרה. האירועים הקשורים נוטרו באמצעות חיפוש בדיווחים של "יונט קרדיט" ושל "גיבוי אחזקות" לציבור במערכת "מאיה" של הבורסה לניירות ערך בתל אביב וכן באמצעות חיפוש ידיעות מתאימות בתקשורת, בעזרת מנוע החיפוש של "גוגל". ההחלטה על האירועים המשמעותיים ביותר היא כמובן שאלה של שיקול דעת, אבל אנו התבססנו לא רק על ניסיון ומומחיות, אלא גם על תגובת המניות של החברות לאירועים הנבחים (איור 1)²⁰. התשובה היומית הממוצעת של מניית חברת "יונט קרדיט" בימים שבהם קרו האירועים השליליים המשמעותיים הראשונים שזיהינו, עמדה על 17%- בממוצע. מספר ימים לאחר מכן הופסק המסחר במניית החברה ומשזה התחדש צנחה המניה מייד ב-55% נוספים ולא חזרה להיסחר. מניית "גיבוי אחזקות" המשיכה דווקא להיסחר לאורך רוב התקופה. בשבעת האירועים השליליים האחרים שזיהינו בחודשים יולי-אוגוסט 2022, ירדה מניית החברה ביותר מ-20% בממוצע בתגובה לכל אירוע. נראה, אם כן, שהמשקיעים אכן פירשו את האירועים ב"יונט קרדיט" וב"גיבוי אחזקות" כהרסניים לערך של החברות.

¹⁸ <https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2022/Pages/hodea20722.aspx>
¹⁹ <http://isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2022/Pages/hodea21722.aspx>

¹⁹ דיון זה מתמקד בסיכונים התפעוליים בענף האשראי החוץ-בנקאי. לצד זאת, חברות האשראי החוץ-בנקאי חשופות כמובן גם לסיכונים פיננסיים. בתקופת משבר הקורונה למשל, מרווחי התשובה של חברות אלה עלו יותר מאשר ממרווחי האשראי של חברות פיננסיות מסורתיות כגון הבנקים וחברות הביטוח (ראו: דוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, תיבה 2). בנוסף חשוב לציין שהחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" הן חברות קטנות יחסית, בחציון התחתון של התפלגות שווי השוק של חברות האשראי החוץ-בנקאי הציבוריות והן גם הונפקו בשלב מאוחר יחסית (בדומה לרוב החברות הציבוריות בתחום זה).

²⁰ בחלק מהתאריכים הנבחים המניה המתאימה הייתה בהפסקת מסחר וזאת עקב ההתפתחויות השליליות בחברות ובמקרים אלה נאלצנו להסתמך על שיקול דעתנו בלבד.

3. המתודולוגיה והנתונים

3.1. הנתונים

לכל חברה בענף נותני האשראי החוץ-בנקאי חושבה התשואה היומית של המניה, שמותאמת לדיווידנדים ולהטבות בכל יום בתקופה שסביב האירועים שמתוארים בקו הזמן דלעיל. בדיקות סטטיסטיות שמתבססות על בחינת ההשפעה של כל אירוע על המניות של כל אחת מהחברות בענף בנפרד, עלולות להיות בעייתיות, אם יש מתאם בין המניות של החברות בכל אחד מהימים הנבחרים. כדי להתמודד עם חשש זה נבחרה השפעתם של האירועים לא רק על המניות של החברה הבודדת, אלא גם על תיק משוקלל של הענף. לשם כך נבנו שני תיקים סינתטיים של החברות בענף נותני האשראי החוץ-בנקאי, למעט החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט". האחד מורכב ממוצע יומי פשוט של התשואה היומית על החברות בענף והשני הוא ממוצע יומי, משוקלל לפי שווי השוק, של התשואה היומית על החברות בענף.

לוח 1 מציג את התשואות על התיקים שמשלבים את המניות של חברות האשראי החוץ-בנקאי שמתחרות בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" בכל אחד מהימים שבהם התרחש אירוע שהשפיע על ההסתברות לקריסתן. מהלוח עולה שהתשואה היומית הממוצעת והחצינית על המניות של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות ב-14 האירועים שהעידו על הרעה במצב החברות, הייתה שלילית, אבל קרובה מאוד לאפס. סטטיסטיקה תיאורית פשוטה זו מהווה רמז לכך שהאירועים הדרמטיים שחוו החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" בחודשים מאי-אוגוסט 2022 לא נתפסו על ידי המשקיעים כדרמטיים לכלל שוק האשראי החוץ-בנקאי. המניות של חברות האשראי החוץ-בנקאי שנסחרות בבורסה מושפעות לא רק מהערכתם של המשקיעים לגבי חברות האשראי החוץ-בנקאי, אלא גם מאירועים מקרו-כלכליים ופיננסים שמשפיעים על הכלכלה הישראלית כולה. כדי לפקח על השפעה זו ובהתאם למקובל במחקרי חקר-אירוע (MacKinlay, 1997), נשתמש באמידה אקונומטרית שמפקחת על התשואה היומית של מדד המניות הראשי בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ת"א 125. בחלק מהמקרים האמידה מפקחת גם על מדד המניות של הבורסה שמתמקד בחברות פיננסיות – מדד תל-אביב פיננסים.

הלוח מציג את האירועים שזוהו כבעלי פוטנציאל להשפיע על ענף נותני האשראי החוץ-בנקאי בעקבות התפתחויות בנוגע לחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט". רוב האירועים צפויים להביא להשפעה שלילית, למעט אירוע חיובי שמופיע בכתב מודגש. לצד כל אירוע מופיעה תשואת ההחזקה היומית (%) של החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" (טורים 6,7), תיק של התשואה של החברות בענף נותני האשראי החוץ-בנקאי, למעט החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט", שמשוקללת לפי שווי השוק שלהן (טור 4) ותיק התשואה שלהן לפי ממוצע פשוט של תשואותיהן (טור 5).

לוח 1: האירועים שהשפיעו לרעה על החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" ותשואות ענף נותני האשראי החוץ-בנקאי בימים אלה						
תאריך	חברה	תיאור אירוע	מדד משוקלל	מדד משקולות שוות	"גיבוי אחזקות"	"יונט קרדיט"
09/05/2022	יונט קרדיט	בוצע שוד כספי של החברה בסך 3.5 מיליון ש"ח.	-3.54%	-4.21%	.	-11.15%
01/06/2022	יונט קרדיט	מונה בודק חיצוני בשל אי התאמות באחד מסניפי החברה ונדחה פרסום הדוחות הכספיים.	1.31%	0.97%	.	-22.28%
14/06/2022	יונט קרדיט	חתימה על נייר עקרונות לא מחייב למכירת 18% ממניות החברה לחברת גיזה ב-10 מיליון ש"ח.	-0.32%	-0.66%	.	5.07%
16/06/2022	יונט קרדיט	ממצאי הבודק החיצוני – לחברה יש חשיפה גבוהה מכפי שהיה ידוע בגין הלוואות שהעמידה.	-0.93%	-1.57%	.	0.00%
22/06/2022	יונט קרדיט	דיווח על אי הימצאות של המחאות בסך 10.6 מיליון ש"ח וקיום של חשיפה ל-37 מיליון ש"ח נוספים.	-0.38%	-0.38%	.	0.00%
23/06/2022	יונט קרדיט	בעלי השליטה מעדכנים שהמניות לא יימכרו לחברת גיזה.	0.77%	0.78%	.	0.00%
30/06/2022	גיבוי אחזקות	הפסקת מסחר ומינוי בודק חיצוני לבחינת פעילות החברה לאור חשש להתנהלות לקויה בסניף הצפון של החברה.	-1.19%	-1.40%	0.00%	.
04/07/2022	גיבוי אחזקות	פתיחה למסחר לצורך גריעה ממדדי הבורסה והורדת דירוג החברה והאג"ח.	0.34%	-0.07%	-50.94%	.
12/07/2022	גיבוי אחזקות	דיווח על התנהלות לקויה בסניף הצפון – חבר הנהלה לקח הלוואה סיבובית של 2.5 מיליון ש"ח.	-0.34%	-0.36%	-22.51%	.
13/07/2022	יונט קרדיט	גילוי של אי סדרים נוספים בחברה.	-0.65%	-0.87%	.	0.00%
25/07/2022	גיבוי אחזקות	דיווח על הלוואות בסך כ-2.2 מיליון ש"ח שהועמדו לצדדים הקשורים למנהל סניף הצפון ללא אישורים.	0.20%	0.24%	-3.38%	.
14/08/2022	גיבוי אחזקות	טיוטה ראשונה של הבודק החיצוני מוצאת שיש נכסים אבודים בשווי של בין 50 ל-100 מיליון ש"ח.	0.75%	0.29%	-14.74%	.
22/08/2022	גיבוי אחזקות	הודעה על אי עמידה בפירעון חוב האג"ח.	-1.09%	-0.97%	-36.76%	.
23/08/2022	גיבוי אחזקות	חשש לביצוע מעילות של כ-6 מיליון ש"ח בסניף הצפון של החברה.	0.28%	0.40%	-1.78%	.
01/09/2022	גיבוי אחזקות	הפרשה חזויה להפסדי אשראי ברבעון השני של 2022 היא של כ-80-100 מיליון ש"ח.	-0.13%	-0.02%	-13.48%	.
מקור: מערכת "מאיה" לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.						

3.2. מתודולוגיה

כדי לבחון את השפעת האירועים בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" על החברות האחרות בשוק האשראי החוץ-בנקאי, כפי שהיא הוערכה על ידי השווקים הפיננסיים בזמן אמת, נעשה שימוש בשיטה של "חקר אירוע" (event study). מסייעת העובדה שהאירועים אשר תוארו בקו הזמן לעיל לא היו צפויים מראש וכל אחד מהם השפיע בצורה משמעותית על ההסתברות לקריסת החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט". מוקד העניין שלנו בתיבה זו אינו בבחינתה של ההשפעה השלילית על החברות המעורבות עצמן, אלא בשאלה, האם ובאיזו מידה משקפים האירועים השליליים בשתי החברות הללו בעיות רוחב בענף האשראי החוץ-בנקאי²¹.

תגובה שלילית של מניות החברות המתחרות להרעה במצב החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" יכולה לנבוע מהערכת המשקיעים שהבעיות מהוות אינדיקציה לבעיות רחבות יותר בשוק האשראי החוץ-בנקאי ו/או מהערכה שהן יובילו להחמרה באסדרה או בתנאי השוק עבור החברות האחרות בענף. לעומת זאת, תגובה חיובית של מניות החברות המתחרות להרעה במצב החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט", יכולה לנבוע מהערכת המשקיעים כי רמת התחרות בשוק האשראי החוץ-בנקאי תרד, עקב התמוטטותן של שתיים מהמתחרות והדבר יוביל לגידול ברווחיותן של החברות האחרות בשוק.

כדי לבחון את השפעת נפילתן של החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" על הערכת המשקיעים לגבי מצבן של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות, בדקנו את תגובת התיקים המשוקללים של מניות החברות המתחרות לאירועים, תוך שליטה על מדדי הסמן המתאימים. לשם כך אומצה השיטה ששימשה לדוגמה את Wan and Wong (Journal of Corporate Finance, 2009). בפרט, אמדנו את המשוואה הבאה:

$$(1)R_t = \alpha + \beta_m R_{m,t} + \beta_{fin} R_{fin,t} + \gamma D_t + \varepsilon_t$$

כאשר R_t היא התשואה על תיק במשקלות שווים/משוקללים לפי שווי השוק של מניות חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות; $R_{m,t}$ היא התשואה על מדד ת"א 125 ביום t ; $R_{fin,t}$ היא התשואה על מדד ת"א פיננסיים ביום t ; D_t הוא משתנה קטגורי שמקבל את הערך 1 בכל אחד מ-14 הימים שבהם זיהינו אירועים שהצביעו על החמרת מצבן של החברות "גיבוי אחזקות" או "יונט קרדיט" וערך 0 אחרת. לפיכך, המקדם γ צפוי לאמוד את ההשפעה הממוצעת של גידול ההסתברות לנפילתן של החברות "גיבוי אחזקות" או "יונט קרדיט" על המניות של החברות המתחרות.

4. השפעתה של נפילת החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על המתחרים - תוצאות האמידה

לוח 2 מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) על פני תקופה של 246 ימי מסחר, מתחילת ספטמבר 2021 ועד סוף אוגוסט 2022. הלוח מציג את השפעתם של האירועים שהשליכו על גורלן של החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" על תשואת התיק הממוצע של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות. מהלוח עולה בבירור שלאירועים החמורים בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" לא הייתה השפעה מובהקת סטטיסטית או כלכלית על המניות של חברות האשראי

²¹ מחקרים שונים השתמשו ב"חקר אירוע" שמתמקד במניות של חברות מתחרות, כדי לבחון השפעות רוחביות של אירועים כגון מיזוגים ואסדרה. Eckbo (1983) ו-Stillman (1983) בחנו מניות של חברות מתחרות, כדי לבחון את ההשפעה של מיזוגים על רמת התחרות ועל רווחת הצרכן. Bittlingmayer and Hazlett (2000) בדקו כיצד פעולות אכיפה של חוקי ההגבלים בארה"ב נגד חברות "מייקרוסופט" השפיעו על מתחרים וספקים של החברה בתעשיית המחשוב. Fee and Thomas (2004) ו-Shahrur (2005) השתמשו במדגם רחב של מיזוגים אופקיים, כדי לבחון את השפעתם של מיזוגים אלה על המתחרים, הספקים והלקוחות של הפירמות המתמזגות. Karceski, Ongena, and Smith (2005) בחנו את ההשפעה של מיזוגים בענף הבנקאות על הלקוחות של הבנקים המתמזגים והראו שהמניות של חברות אשר לוו מבנקים שנרכשו, הגיבו על הודעת הרכישה בשלילה.

החוץ-בנקאי המתחרות, באף אחת מן הספסיפיקציות שנבחנו²². שאר המקדמים הם בכיוון הצפוי ובפרט מניות חברות האשראי החוץ-בנקאי מתואמות מאוד עם מדד המניות הראשי ת"א 125. לצד זאת, מההשוואה בין הספסיפיקציות השונות עולה שהאירועים השליליים בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" נטו להשפיע בצורה שלילית על המתחרות הקטנות שלהן (כפי שעולה מהשימוש בממוצע הפשוט בטורים 2 ו-4), אך בצורה חיובית על המתחרות הגדולות יותר (כפי שעולה מהשימוש בממוצע המשוקלל בטורים 1 ו-3)²³. הבדלים אלה עשויים ללמד שההתמוטטות החברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" אכן העלו במידה מתונה את החששות ליציבותן של חברות האשראי החוץ-בנקאי הקטנות, בעוד שהמשקיעים לא חששו ליציבותן של החברות הגדולות יותר בענף. ייתכן שהם אף העריכו כי הן ייהנו במידה מתונה מהירידה ברמת התחרות ו/או מהחמרת דרישות האסדרה בענף.

לוח 2: הקשר בין האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" לבין תשואת המניות של החברות המתחרות (%)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
אירוע שלילי	0.085%	-0.084%	0.076%	-0.091%
ת"א 125	0.771***	0.747***	0.653***	0.669***
ת"א פיננסים			0.110	0.0724
קבוע	0.001%	-0.049%	-0.002%	-0.050%
מספר תצפיות	246	246	246	246
R בריבוע מתואם	63.3%	60.8%	63.5%	60.8%

מקור: מערכת "מאיה" לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) לתקופה של 246 ימי מסחר, מתחילת ספטמבר 2021 ועד לסוף אוגוסט 2022. הלוח מציג את ההשפעה של האירועים בדרך לנפילתן של החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על התשואה (%) לתיק ממוצע של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות. בטור 1 ובטור 2 מפוקחת התשואה של מדד ת"א 125 ובטורים 3 ו-4 מפוקחת, נוסף על תשואת מדד ת"א 125, גם התשואה של מדד ת"א פיננסים. טורים 1 ו-3 מציגים את ההשפעה של האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על התשואה המשוקללת לפי שווי שוק של מניות החברות המתחרות וטורים 2 ו-4 מציגים את ההשפעה של האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על התשואה הממוצעת הפשוטה של מניות החברות המתחרות. *, **, *** מסמנים כי המקדם הנבחן שונה מאפס במובהקות סטטיסטית של 10%, 5%-1%, בהתאמה לפי מבחן t, עם סטיות תקן עמידות להטרוסקדסטיות.

לבסוף השתמשנו באמידה בשני שלבים כדי לבחון את התשואה העודפת (מעבר לצפוי) של כל חברת אשראי חוץ-בנקאי "אחרת" בתאריכים השליליים בחברות "יונט קרדיט" או "גיבוי אחזקות". באמצעות מספר מבחנים סטטיסטיים בחנו את ההשערה שהתשואה העודפת של מניות חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות ביום האירוע, לא שונה באופן מובהק מאפס. אולם, כפי שניתן לראות בלוח 3, בדומה לתוצאות הקודמות, גם האמידה בשיטה זו, המקובלת גם היא ל"חקר אירוע", לא מניבה תוצאה ששונה באופן מובהק סטטיסטית מאפס באף אחת מהספסיפיקציות שנבחנו.

²² מסקנה זו עומדת בעינה גם אם מתייחסים לאירוע החיובי האחד שעליו דיווחה חברת "יונט קרדיט" במהלך התקופה. התוצאות עומדות בעינן גם אם בוחנים בנפרד את האירועים שהשפיעו על חברת "יונט קרדיט" ואת האירועים שהשפיעו על חברת "גיבוי אחזקות". כמו-כן, גם כאשר אנו אומדים רגרסיית פאנל, שהמשתנה המוסבר בה הוא התשואה של כל חברת אשראי חוץ בנקאי בכל יום, אין אנו מוצאים השפעה מובהקת של האירועים בחברות "גיבוי אחזקות" ו"יונט קרדיט" על החברות המתחרות.

²³ אמידה בנפרד של השפעתם של האירועים על החברות המתחרות הקטנות ועל החברות המתחרות הגדולות מובילה לתוצאות דומות מבחינה איכותית וכמותית לשימוש בממוצע פשוט ובממוצע משוקלל בהתאמה.

לוח 3: התשואה העודפת של מניות החברות המתחרות ברמת החברה הבודדת (%)

מספר תצפיות	ממוצע	חציון	תצפיות שליליות	תצפיות חיוביות	
238	0.00	0.00	122	116	תשואה עודפת 1
238	0.0001	0.0012	113	125	תשואה עודפת 2

מקור: מערכת "מאיה" לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לני"ע בת"א ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מסכם את התשואות העודפות (%) של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות בימים שבהם התרחשו אירועים שליליים משמעותיים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות". התשואה העודפת לכל תצפית חברה-אירוע נאמדה כפער בין התשואה של מניית החברה ביום האירוע לתשואה הצפויה שלה על בסיס המקדמים שהתקבלו מאמידת המשוואה הבאה לאורך "תקופת אמידה", שמתחילה בתחילת מאי 2021 ומסתיימת בסוף אפריל 2022:

$$(2)R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,m}R_{m,t} + \beta_{i,fin}R_{fin,t} + \varepsilon_t$$

השתמשנו במקדמים שמתקבלים מאמידה זאת כבסיס לחיזוי התשואה הצפויה בימים שבהם התרחש אירוע שלילי בחברות "יונט קרדיט" או "גיבוי אחזקות" וחישבנו את ההשפעה "מעבר לצפוי" (AR=abnormal return) של כל אירוע על תשואתן של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות באמצעות המשוואה:

$$(3)AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_{i,m}R_{m,t} - \hat{\beta}_{i,fin}R_{fin,t}$$

תשואה עודפת 1 היא התשואה העודפת שמבוססת על אמידת משוואה (2) עם משתנה מסביר אחד – מדד ת"א 125. תשואה עודפת 2 היא התשואה העודפת שמבוססת על אמידת משוואה (2) עם מדד ת"א 125 ומדד ת"א פיננסים. טור (2) מציג את מספר התצפיות שמשמשות לאמידה ששוות למספר האירועים כפול מספר החברות הנבחנות. טור (3) מציג את ממוצע התשואות העודפות, כאשר המובהקות מתבססת על מבחן t דו-צדדי להשערה שהתשואה העודפת הממוצעת שווה לאפס. טור (4) מציג את חציון התשואות העודפות, כאשר המובהקות מתבססת על מבחן Wilcoxon דו-צדדי להשערה שהתשואה העודפת החציונית שווה לאפס. טורים (5) ו-(6) מציגים את מספר התצפיות חברה-אירוע עם תשואה עודפת שלילית וחיובית, בהתאמה, כאשר המובהקות מתבססת על מבחן הסימן.

5. סיכום

שוק האשראי החוץ-בנקאי צמח בשנים האחרונות בקצב מהיר, אבל על-רקע אסדרה יציבותית מעטה, עלו גם חששות ליציבותן של החברות בתחום זה. חששות אלה גברו עם חשיפתן של עדויות להתנהלות לקויה מאוד בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" באביב-קיץ 2022²⁴. בפרט עולה השאלה, האם האירועים הבעייתיים הללו הם נחלתן של שתי חברות מסוימות או שהם מלמדים על בעיה רוחבית בענף האשראי החוץ-בנקאי. ייתכן שהכשלים שהתגלו בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" מלמדים על כשלים דומים גם בחברות אחרות בענף, כשלים שעלולים להוביל לבעיות גם בחברות אלה ו/או להידוקה של האסדרה עליהן, שכרוכה בעלויות לבעלי המניות. נקודת מבט זו התבטאה לא רק בדיון הציבורי, אלא גם בהנחיות חדשות ומחמירות של הרשות לניירות ערך. מנגד, אם האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" נתפסו כאירועים נקודתיים לחברות הללו וללא השפעה רוחבית על הענף ככלל, אזי עצם קריסתן של שתי החברות הללו עשויה לסייע למתחרותיהן.

בחנו את מניות החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" וראינו כי המשקיעים אכן פירשו את האירועים בחברות אלה כשליליים מאוד מבחינת שוויין. לנוכח שתי ההשערות המנוגדות לגבי ההשפעה על החברות המתחרות, מחקר זה

²⁴ כפי שמפורט בקישורים להודעות בתחילת הניתוח

בוחן את הערכתו של שוק המניות להשפעת האירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על החברות האחרות בענף האשראי החוץ-בנקאי. זאת על בסיס ההבנה כי השווקים הפיננסיים יכולים לשמש כאינדיקטור מוביל להערכה של השפעתם העתידית של אירועים בהווה. בפרט נעשה שימוש בשיטה של "חקר אירוע" (event study), שמתמקד בהשפעת האירועים השלייליים השונים שקרו בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" על החברות המתחרות.

מהממצאים עולה שלאירועים השלייליים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" לא הייתה השפעה מובהקת סטטיסטית או כלכלית על המניות של חברות האשראי החוץ-בנקאי המתחרות. ייתכן שהאירועים בחברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" נתפסו על-ידי המשקיעים – בניגוד אולי להלך הרוח התקשורתי – כנקודתיים ולא כאירועי רוחב עם השלכות על כלל החברות בענף. לצד זאת, התגובה החיובית המתונה של החברות הגדולות בענף לעומת התגובה השלילית המתונה של החברות הקטנות בענף, מרמזת שהאירועים בשתי החברות הקורסות אכן נתפסו על-ידי המשקיעים כאירועים עם השפעה רוחבית מסוימת. אם כן, זו צפויה להשפיע לשלילה גם על החברות הקטנות האחרות בענף, אך עשויה לסייע לחברות גדולות יותר, שיהנו מהירידה הצפויה ברמת התחרות בענף עקב קריסת שתי החברות הללו והעלאת רף האסדרה לפעילות בענף. כך או כך, הממצאים האמפיריים בתיבה זו לא תומכים בהשערה כי קריסת החברות "יונט קרדיט" ו"גיבוי אחזקות" נתפסה על ידי המשקיעים כאינדיקציה לכשל רוחבי, שמסכן את ענף האשראי החוץ-בנקאי כולו, אלא לכל היותר כבעלת השלכות מסוימות על רמת התחרות בענף זה.

6. ביבליוגרפיה

- Bittlingmayer, G. and T.W. Hazlett (2000). DOS "Kapital: Has antitrust action against Microsoft created value in the computer industry?", *Journal of Financial Economics*, 55(3), 329–359.
- Eckbo, B.E. (1983). "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth". *Journal of financial Economics*, 11(1–4), 241–273.
- Fee, C.E. and S. Thomas (2004). "Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms". *Journal of financial Economics*, 74(3), 423–460.
- Karciski, J., S. Ongena and D.C. Smith (2005). "The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare". *The Journal of Finance*, 60(4), 2043–2082.
- MacKinlay, A.C. (1997). "Event studies in economics and finance", *Journal of economic literature*, 35(1), 13–39.
- Petersen, M. A. (2009). "Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches", *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Shahrur, H. (2005). Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 61–98.
- Stillman, R. (1983). Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 225–240.
- Wagner, A.F. (2020). "What the stock market tells us about the post-COVID-19 world", *Nature Human Behaviour*, 4(5), 440–440.
- Wan, K.M. and K.F. Wong (2009). "Economic impact of political barriers to cross-border acquisitions: an empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of Unocal", *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 447–468.