

Bank of Israel



Research Department

**ההשפעה התחרותית של מיזוג מזרחי-איגוד,
מה השוק חושב?**

נדב שטינברג*

סדרת מאמרים לדיון 2023.16

ספטמבר 2023

בנק ישראל – <http://www.boi.org.il>

* נדב שטינברג, האגף הפיננסי של חטיבת המחקר – nadav.steinberg@boi.org.il

הדעות המובעות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדתו של בנק ישראל

חטיבת המחקר, בנק ישראל ת"ז 780 ירושלים 91007

Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

ההשפעה התחרותית של מיזוג מזרחי-איגוד, מה השוק חושב?

נדב שטינברג

תקציר

מחקר זה משתמש בנתונים משוק ההון כדי ללמוד על הערכת המשקיעים לגבי ההשפעה של המיזוג בין בנק 'מזרחי-טפחות' ובנק 'איגוד' על שוק הבנקאות בישראל. רכישת 'איגוד', הבנק השישי בגודלו בישראל, על-ידי 'מזרחי-טפחות', הבנק השלישי בגודלו, היא אחד מהשינויים הגדולים ביותר שאירעו בשוק הבנקאות בישראל והיא הביאה לדיון ער בין מומחים, רגולטורים ופוליטיקאים לגבי השפעתה על התחרות בשוק זה. חלק מהצדדים למהלך טענו שהמיזוג צפוי לתרום ליעילות הצדדים המתמזגים ולהשפיע לחיוב על רמת התחרות בענף. לעומתם חלק אחר מהמתייחסים טענו שהמיזוג צפוי להשפיע לשלילה על רמת התחרות בענף. בית הדין להגבלים עסקיים שדן בסוגיה פסק שלא ניתן להוכיח זאת ומשכך אישר את ביצוע המיזוג. מבחינת התנהגות שערי מניות הבנקים המתחרים סביב ההודעות על המיזוג עולה כי המשקיעים בשוק המניות פירשו את המיזוג כאירוע חיובי עבור הבנקים המתחרים וזה בא לידי ביטוי בעליה במחירי המניות שלהם. בספרות המחקרית בתחום נהוג לפרש תגובה חיובית של מניות החברות המתחרות (לצד תגובה חיובית של מניות החברות המתמזגות עצמן) כהערכה של המשקיעים שלפיה המיזוג צפוי להקטין את התחרות. על רקע שינויים משמעותיים נוספים במערכת הפיננסית להגברת התחרות, יש צורך להמשיך ולעקוב אחר ההתפתחויות ולבחון האם המיזוג תרם בטווח הארוך לתחרות בשוק הבנקאות ולרווחת לקוחות הבנקים.

Bank Mergers' Impact on Competition: The Market's Perception

Nadav Steinberg*

Abstract

This paper utilizes capital market data to analyze investors' assessment of the expected impact of the merger between Mizrahi-Tefahot Bank and Union Bank on the Israeli banking industry. The acquisition of Union Bank, the sixth largest bank in Israel, by Mizrahi-Tefahot, the third largest bank, is among the most prominent changes to have taken place in the Israeli banking industry in recent decades, and it initiated a fierce debate among experts, regulators, and politicians regarding its impact on competition within this industry. An examination of the behavior of the other bank stocks around the time of merger-related announcements suggests that investors saw the merger as a net-positive event for the rival banks, as reflected by a surge in their stock prices. The economic literature commonly interprets a positive reaction of rival firms' stocks (alongside a positive reaction of the merging firms' stocks) as an indication that investors expect the merger to reduce competition within the affected industry. However, and in light of other significant changes in the financial industry, the merger's long-term impact on the competitive landscape in the banking industry and on bank customers remains an open question.

* Finance Division, Bank of Israel Research Department – nadav.steinberg@boi.org.il
Bank of Israel – www.boi.org.il

1. רקע

שוק הבנקאות בישראל מורכב ממספר מועט של שחקנים ומתאפיין בשליטה של שני בנקים גדולים. כך, לדוגמה, לפי סקירת המפקח על הבנקים לשנת 2022, 'בנק הפועלים' ו'בנק לאומי' מחזיקים ב- 57% מסך נכסי המערכת הבנקאית.¹ לכן, כש- 'בנק מזרחי-טפחות', הבנק השלישי בגודלו במערכת הבנקאית, הציע לרכוש את 'בנק אגוד', הבנק השישי בגודלו באותה העת, נבחנה לעומק ההשפעה האפשרית של הרכישה המוצעת על התחרות בבנקאות. על רקע ממצאים סותרים בספרות האקדמית לגבי הקשר בין ריכוזיות לתחרות במערכת הבנקאית, רגולטורים ואנשי מקצוע שונים נבדלו ביניהם בהערכת השפעתו הצפויה של המיזוג על שוק הבנקאות ועל לקוחותיו. מחקר זה בוחן אומדנים להערכת שוק המניות להשפעה זו. זאת תוך הבנה כי לשווקים הפיננסיים יכולת חיזוי טובה למדי, אבל לעיתים ההערכות בשוק מתגלות כשגויות, והמחירים מתאימים את עצמם בהדרגה למציאות החדשה. לכן יש לשקול את ההערכה של השוק למיזוג לצד הממצאים מהספרות המחקרית ולצד חוות הדעת של המומחים.

1.1. רקע מחקרי

שתי תיאוריות מרכזיות המנסות להסביר את המניע למיזוגים ורכישות הן תיאוריית היעילות, שלפיה מיזוגים יכולים לשפר את היעילות של הפירמות המתמזגות ולהפחית את עלויות הייצור שלהן (לדוגמה: Steiner, 1975), ותיאוריית כוח השוק, שלפיה מיזוגים מקלים על התיאום בין הפירמות המתחרות (collusion) ומאפשרים לפירמות המתמזגות ולמתחרותיהן ליהנות מכוח שוק מוגבר ביחס ללקוחותיהן/ספקיהן (לדוגמה: Stigler, 1964).

על פי מאמרים מוקדמים בנושא תחרות בבנקאות, ככל שהשווקים ריכוזיים יותר הבנקים נוטים לגבות ריבית גבוהה יותר מעסקים קטנים ובינוניים ולשלם ריבית נמוכה יותר על הפיקדונות של משקי הבית. לעומתם Claessens and Laeven (2004) לא מצאו ראיות לקשר שלילי בין ריכוזיות לתחרותיות במערכת הבנקאית, וזאת במדגם של 50 מדינות. לדעתם הדרכים לקידום תחרות בשוק הבנקאי הן הסרת חסמים לכניסת מתחרים והפחתת מגבלות לפעילות הבנקים. Allen, Clark and Houde (2014) מצאו שהשפעה הטרוגנית של מיזוג בין בנקים למשכנתאות: הריבית הממוצעת עלתה ב- 6 נקודות בסיס, אבל ההשפעה נבעה כולה מפגיעה בלקוחות שנהנו מריביות נמוכות, בעוד שהלקוחות החלשים יותר, שלא משוויים מחירים ולא מתמקחים, לא נפגעו.

לצד ההשפעה של מבנה המערכת הבנקאית ומיזוגים בין בנקים על התחרות ביניהם מצאו מחקרים שמזוגים יכולים להביא לשיפורים ביעילות הבנקים, אשר מתגללים בסופו של דבר אל לקוחותיהם (Focarelli and Panetta, 2003), ובאיכות השירותים המוצעים ללקוחות (Berger and Mester, 2003). כנגד זאת מצאו Montgomery, Harimaya, and Takahashi (2014) שמזוגים של בנקים ביפן, בעקבות המשבר שפקד את המדינה בשנות ה-90, הביאו דווקא לירידת היעילות בהוצאות, והבנקים חיפו עליה באמצעות שימוש בכוח השוק המוגבר שלהם על חשבון לקוחותיהם.

¹<https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/banking-system>

לבסוף, (DeYound, Hunter and Udell (2004) הבחינו בין בנקים גדולים לבנקים קטנים ומקומיים יותר, ו- (Stein (2002 טען שהבדלים בין בנקים גדולים לקטנים ביטכנולוגיית ההלוואות עשויים להביא להתמקדות בלקוחות שונים, מה שיכול להסביר ירידה בהלוואות לעסקים קטנים בעקבות מיזוגים. (Coccoresse and Santucci (2020 הראו שבנקים קטנים באיטליה פועלים באופן פחות תחרותי מהבנקים הגדולים יותר, וייחסו זאת לקשריהם עם הלקוחות (relationship lending).

נקודה חשובה נוספת מבחינת מערכת הבנקאות היא ההשפעה של מיזוג בין בנקים על הסיכונים ליציבות הפיננסית של המתחרים. קשרים מסוגים שונים בין בנקים עלולים לחולל הדבקה פיננסית, כך שזעזוע שלילי לבנק מסוים יתגלגל גם אל הבנקים המתחרים (לדוגמה: Memmel and Sachs, 2013; Mitchener and Richardson, 2013; Greenwood, Landier, and Thesmar, 2015). לפיכך, אם בנק הוא מסוכן יחסית וגם מקושר לבנקים אחרים (דרך קשרי החזקה ישירים, דרך השוק הבין-בנקאי או דרך החזקות דומות), רכישתו על ידי בנק אחר עשויה להפחית לא רק את הסיכון הישיר של אותו הבנק, אלא גם את סיכון ההדבקה ממנו לבנקים המתחרים. ההשפעה צפויה להיות בכיוון ההפוך אם המיזוג דווקא מגביר את הסיכון המערכתי לבנקים המתחרים.²

1.2. רקע למיזוג 'מזרחי-טפחות'-'אגוד' ועמדות גורמי המקצוע

ב-31.7.2017 פרסם 'בנק מזרחי-טפחות' דיווח מידי לציבור על מגעים לרכישת השליטה ב'בנק אגוד', וזאת לאחר פרסום בתקשורת בנושא יום קודם לכן. ב-14.8.2017 התראיינה המפקחת על הבנקים דאז לעיתון כלכלי וציינה שהפיקוח "בעד המיזוג", משום שהוא "יגדיל את התחרות במערכת הבנקאות. זה ייצור בנק שלישי במערכת, שיאתגר את שני הגדולים, 'הפועלים' ו'לאומי'. [...] מחיזוק שחקן בינוני יכולה להיות תרומה גדולה לתחרות, וזה משתלב עם הגישה של חיזוק הבנקים הבינוניים". הפיקוח על הבנקים העביר לרשות התחרות עמדה בדבר תמיכתו במיזוג ושניים מטיעונו היו שליצירת בנק שלישי משמעותי במערכת, שיאתגר את שני הגדולים, 'הפועלים' ו'לאומי' יכולה להיות תרומה גדולה לתחרות, והמהלך משתלב עם הגישה הפיקוחית לחיזוק הבנקים הבינוניים, הן מטעמי תחרות ויעילות המערכת והן מטעמי יציבותה. כנגד זאת, המשרדים הכלכליים של הממשלה ונציגים מהוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים בישראל העבירו לרשות התחרות עמדות של התנגדות למיזוג, וזאת מטעמים של חשש לפגיעה בתחרות.

ב-30.5.2018 הודיעה רשות התחרות על התנגדותה למיזוג. לטענת הרשות, 'בנק אגוד' בולט במעברי לקוחות ביחס לגודלו, והוא נבדל מהבנקים הגדולים יותר בשיווק ממוקד-מחיר ולא ממוקד-שירות. לדברי הרשות "בהיבט זה תמריצו של 'בנק מזרחי' כבנק בינוני בעל היקף רחב של לקוחות שונים מאלו של בנק אגוד [...] 'בנק מזרחי' פועל להגדלת נתח השוק שלו באמצעות הצעת ערך שונה. הבנק שואף למזער את אפקט ה'קניבליזציה', מדגיש את אלמנט השירות ונוהר שלא לחדד את אלמנט המחיר". נוסף על כך טענה הרשות שלבנק קטן כמו 'אגוד' יש פחות תמריץ לשמור על תיאום עם הבנקים האחרים מאשר לבנק

² לדוגמה, ניתן לחשוב על מצב שבו בנק א' סבל מסיכון גבוה יחסית, אבל קשריו לבנקים אחרים היו מעטים, ואילו בנק ב' היה בעל השפעה מערכתית רחבה, אבל נהנה מיציבות פיננסית טובה; אם לאחר המיזוג בין בנק א' ובנק ב' הפעילות של הבנק הממוזג תהיה מסוכנת יחסית, בדומה לפעילות של בנק א', אבל הוא יצליח לשמר את הקשרים החזקים לבנקים האחרים, שאפיינו את בנק ב', המיזוג צפוי להגדיל את הסיכון המערכתי.

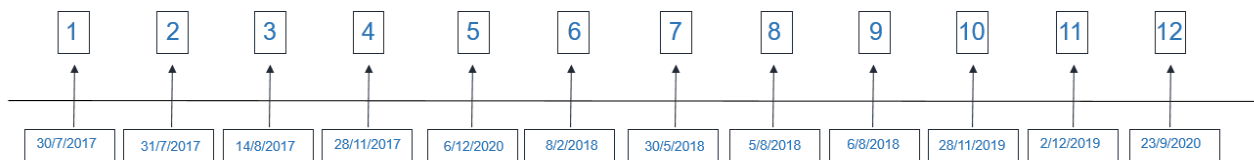
גדול יותר, ולכן גריעתו כמתחרה עלולה להקל על ייצוב של שיווי משקל מתואם שפוגע בתחרות. הרשות לא השתכנעה שההתייעלות מהמיזוג היא משמעותית, וגם הסיקה שהמיזוג המוצע עלול לפגוע באופן משמעותי בתחרות בתחום האשראי לענף היהלומים.

ב-6.8.2018 החליטו 'בנק מזרחי-טפחות' ו'בנק אגוד' להגיש לבית הדין להגבלים עסקיים ערר על החלטת רשות התחרות. ב-28.11.2019 קיבל בית הדין את הערר וקבע כי הגדרת השוק שעליה התבסס הניתוח של רשות התחרות בעייתית, וכך גם בחינת המעברים בין הבנקים. השופט טען שאין אינדיקציה משמעותית להשפעה של 'בנק אגוד' על השחקנים האחרים בשוק, וקיבל את טענות הבנקים בדבר חוסר-היעילות של 'אגוד'. לעומת זאת קיבל השופט את חששות רשות התחרות בדבר פגיעה בתחרות על האשראי בתחום היהלומים, וביקש מהרשות לקבוע תנאים שיפיגו חששות אלה. ב-2.12.2019 העריך שר הכלכלה דאז שיוגש ערעור על החלטת בית-הדין להגבלים. ב-30.8.2020 הגיש 'בנק מזרחי-טפחות' באופן רשמי הצעת רכש לבעלי המניות ב'בנק אגוד'. ההצעה שופרה ב-17.9.2020, וב-23.9.2020 התקבלה הסכמת 97.26% מבעלי המניות להצעה, וכך התקיים התנאי לביצוע מכירה כפויה של כל המניות.

1.3. קו הזמן

להלן מוצג קו-זמן של האירועים העיקריים סביב המיזוג. האירועים הרלוונטיים נוטרו באמצעות חיפוש בדיווחים של 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד' לציבור במערכת 'מאיה' של הבורסה לניירות ערך בתל אביב וכן באמצעות חיפוש ידיעות רלוונטיות בתקשורת העוסקות במיזוג, בעזרת מנוע החיפוש של 'גוגל'.³ בפונט רגיל מוצגים שמונה אירועים שצפויים להגדיל את ההסתברות לביצוע המיזוג, ובפונט אלכסוני מוצגים שלושה אירועים שהיו צפויים להקטין את ההסתברות לביצוע המיזוג. כפי שניתן ללמוד מקו-הזמן, האירועים הרלוונטיים התפרסו על פני מספר שנים, אבל חמישה מהם התרכזו בכארבעה חודשים בתחילת התקופה הנבחנת.

איור 1: קו זמן של עיקרי האירועים שקדמו לאישור מיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד'



האיור מתאר את האירועים המרכזיים שהשפיעו על ההסתברות לביצוע מיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד' על ציר הזמן

האירועים שזוהו הם כדלהלן (אירועים שהפחיתו את ההסתברות למימוש המיזוג מופיעים בכתב אלכסוני):

1. בכוננת בעלי מניות המחזיקים בגרעין השליטה לפעול למכירת החזקותיהם בבנק.
2. בתגובה לידיעות בתקשורת החל ב-30.7 אחר הצהריים הוציאו החברות דיווח לציבור על המגעים למיזוג.
3. המפקחת על הבנקים מביעה תמיכה פומבית במיזוג בריאיון לעיתון.⁴
4. ההסכם נחתם.
5. חכיים מגישים הצעת חוק לפיה מיזוג בין בנקים ידרוש את אישור שר האוצר ושר הכלכלה.
6. חלף המועד האחרון לביטול, ולאחר קבלת הערכת שווי, 'בנק מזרחי-טפחות' בוחר שלא לבטל את ההסכם.
7. רשות התחרות מודיעה על החלטתה להתנגד למיזוג.

³ מחיפוש באתר בנק ישראל נראה שבמועדים שזוהו בהם אירועים רלוונטיים למיזוג לא התפרסמו הודעות משמעותיות אחרות שהיו צפויות להשפיע באופן חריג על הבנקים וממילא על מחיר המניה שלהם.

⁴ ראיון לעיתון 'דה מרקר' בתאריך 14.8.2017: <https://www.themarket.com/markets/1.4346197>

8. בעלי השליטה ו'בנק מזרחי-טפחות' מחליטים להגיש ערר על החלטת רשות התחרות.
9. הדירקטוריונים של הבנקים מחליטים להצטרף לערר.
10. פסק דין בית-הדין לתחרות דוחה את עמדת רשות התחרות.
11. שר הכלכלה מעריך שיוגש ערעור על החלטת בין הדין לתחרות, ואם הערעור לא יתקבל הנושא יובא לבג"צ.
12. הצעת הרכש של 'בנק מזרחי-טפחות' מאושרת על ידי בעלי המניות ב- 'בנק אגוד'.

לנוכח הממצאים השונים בספרות המחקרית, הפער בין עמדות הגורמים המקצועיים השונים והדיון הציבורי הער בנושא נבדק כיצד הפעילים בשוק העריכו את ההשפעה של המיזוג המוצע על המערכת הבנקאית, וזאת באמצעות התפתחות מחיריהן של מניות הבנקים. מפני השילוב של מגוון 'שחקנים', הטרוגניים בעמדותיהם, ביכולת הניתוח שלהם ובאינפורמציה שברשותם, לצד התמריצים שיוצרת ההשקעה של סכומים ניכרים על ידי 'שחקנים' הללו, שוק המניות הוא בבחינת 'סקר עם תמריצים' לגבי תוצאות עתידיות, והוא מספק אינפורמציה שימושית, בייחוד במצבים מורכבים ומתפתחים (Wagner, 2020).

2. השפעת המיזוג על הבנקים המעורבים

בחינה של השפעת האירועים השונים בדרך למיזוג, כפי שהוצגו בקו-הזמן לעיל, על המניות של הבנקים המעורבים, 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד', מעלה כי הצעת הרכש השפיעה באופן חיובי מאוד על המניה של הבנק מושא הרכישה, 'אגוד', וכך גם האירועים שהגבירו את ההסתברות למימוש הרכישה; התשואה היומית הממוצעת של מניית 'בנק אגוד' בשמנת הימים שבהם התרחשו אירועים חיוביים מבחינת ההסתברות לרכישה עמדה על 5.8%. המשקיעים העריכו, ככל הנראה, שהרכישה נושאת בחובה יתרונות גם לחברה הרוכשת, משום שמניית 'בנק מזרחי-טפחות' הניבה בשמנת הימים הללו תשואה ממוצעת של 1%. לשם השוואה, התשואה היומית הממוצעת של המדדים תל אביב 35 ותל אביב 125 באותם שמונה ימים עמדה על 0.4% ו-0.3%, בהתאמה. התשואה היומית הממוצעת של מניית 'בנק אגוד' בשלושת הימים שבהם התרחשו אירועים אשר הפחיתו את ההסתברות לביצוע המיזוג עמדה על 3.1%-, וזאת לעומת תשואה שלילית נמוכה של המדדים המובילים בימים אלה.

בחינה של מרווחי התשואה לפדיון על איגרות החוב של 'בנק אגוד' ביחס לאיגרות חוב ממשלתיות דומות מעלה שאיגרות החוב של הבנק הגיבו גם הן בחיוב למיזוג המוצע; המרווח עליהן ירד ב-2.7% (השקולים לירידה של פחות משתי נקודות בסיס) בממוצע בשמונת הימים שבהם התרחשו אירועים אשר הגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג ועלה ב-5.8% (4 נקודות בסיס) בממוצע בשלושת הימים שבהם התרחשו אירועים אשר הקטינו הסתברות זו. לפיכך נראה שהמשקיעים העריכו כי המיזוג לא רק יציף ערך לבעלי המניות של 'בנק אגוד', אלא גם יפחית מעט את הסיכון לנושיו. עם זאת חשוב לציין שסיכון זה לא הוערך על ידי השוק מלכתחילה כגבוה במיוחד; מרווח התשואה על איגרות החוב של 'בנק אגוד' ביחס לאיגרות חוב ממשלתיות דומות עמד ביוני 2017, ערב ההכרזה על המיזוג, על 64 נקודות בסיס בלבד, בדומה לממוצע ולחציון של חמשת הבנקים הגדולים ('הפועלים', 'לאומי', 'מזרחי-טפחות', 'דיסקונט' ו'הבינלאומי') באותה העת. בדומה לכך, ההסתברות לחדלות פירעון של 'בנק אגוד' הנגזרת ממודל מרטון (Merton, 1974) ונאמדת על-ידי Moody's KMV (לפירוט ראו: Crosbie and Bohn, 2003) הייתה ערב ההכרזה על המיזוג דומה לזו של חמשת הבנקים הגדולים.

3. השימוש בחקר-אירוע לזיהוי ההשפעה של מיזוג על התחרות בענף

כדי לבחון את השפעת המיזוג המוצע על התחרות בשוק הבנקאות, כפי שהיא הוערכה על ידי השווקים הפיננסיים בזמן אמת, נעשה שימוש בשיטה של חקר-אירוע (event study). חקר-אירוע הוא כלי מקובל בכלכלה ומימון, ובכלל זה בנושאים הקשורים לתחרות והגבלים-עסקיים. מסייעת העובדה שהאירועים אשר שתוארו בקו-הזמן לעיל לא היו צפויים מראש, וכל אחד מהם העלה או הוריד את ההסתברות להצלחת המיזוג. לכאורה ניתן לבחון את השפעת ההסתברות להצלחת המיזוג על מניות החברות המעורבות, כפי שהוצג גם בפסקה לעיל. ואולם ההשפעה היחסית של המיזוג על החברה הרוכשת ועל החברה הנרכשת מושפעת מהפרמיה או ההנחה הגלומה בהצעת הרכש. זאת ואף זאת, גם עלייה בשווי הכולל של החברות המעורבות במיזוג אינה מעידה בהכרח על צפי לירידה בתחרות ופגיעה בעודף הצרכן, ויכולה לנבוע מצפי להתייעלות. ואכן, כפי שניתן לראות בתיאור הרקע לעיל, הדיונים על מיזוג 'מזרחי-טפחות'-אגוד' התמקדו הן בהשפעה הצפויה של המיזוג על התחרות והן בפוטנציאל להתייעלות.

כדי להתמודד עם מגבלות אלה ולזהות את ההשפעה הצפויה של האירועים הנבחנים על התחרות בשוק הבנקאות, הבדיקה האמפירית מתמקדת דווקא בחברות המתחרות. כאמור, התגובה החיובית/שלילית של מניות הבנקים המעורבים לאירועים שהגבירו/הפחיתו את ההסתברות למימוש המיזוג יכולה לנבוע מצפי לשיפור ביעילות בעקבות המיזוג (תיאוריית היעילות), אך גם מצפי לירידה של רמת התחרות בשוק הבנקאות בעקבות המיזוג (תיאוריית כוח השוק). כדי לבחון את סבירות שני ההסברים הללו נבחנו השפעת המיזוג גם על החברות המתחרות. כפי שמסביר, לדוגמה, Eckbo (1983), צפי להתייעלות של החברות המתמזגות בעקבות המיזוג יכול להשפיע לשלילה או לחיוב על החברות המתחרות, ולפיכך – על מניותיהן; באופן ישיר תיתכן השפעה לשלילה, משום שהתייעלות החברות המתמזגות תביא לירידת העלויות שלהן ולתחרות חזקה יותר מצדן, אשר תפגע במתחרים; לעומת זאת בעקיפין ייתכן שהמיזוג וההתייעלות יחשפו פוטנציאל להתייעלות דומה בקרב המתחרים, בפרט באמצעות מיזוגים, וכך ישפיעו על אלה לחיוב.⁵ לעומת האמביוולנטיות המסוימת בהשפעה של המיזוג על המתחרים לפי תאוריית היעילות, ההשפעה של המיזוג על המתחרים לפי תיאוריית כוח השוק היא חיובית. לפי תיאוריה זו, מיזוג מקטין את מספר הפירמות, ולפיכך מקל על תיאום (collusion) בין הפירמות היריבות. לפיכך, ככל שהמיזוג המוצע היה צפוי לצמצם את התחרות בשוק הבנקאות, נצפה שגם המניות של הבנקים המתחרים יגיבו על גידול ההסתברות להתממשות המיזוג בעליות. לבסוף, אם 'בנק אגוד' נתפס על ידי השוק הן כמסוכן יחסית והן כמקושר מספיק לבנקים אחרים, ייתכן שהמשקיעים חוששים כי בהסתברות מסוימת זעזוע שלילי ל'בנק אגוד' יביא להדבקה פיננסית של הבנקים המתחרים ויפגע גם בהם. אם המשקיעים מאמינים שיש סיכון כזה, ושהמיזוג המוצע יפחית אותו, תיתכן השפעה חיובית של המיזוג על מניות הבנקים המתחרים וגם על אגרות החוב שלהם, עקב הירידה בסיכון ליציבות המערכת הבנקאית.

⁵ כפי שאסביר בהמשך, הטיעון שמזיג יחשוף את הפוטנציאל להתייעלות באמצעות מיזוגים נוספים עשוי להיות פחות רלוונטי בשוק הבנקאות בישראל, משום שפוטנציאל המיזוגים בו מוגבל בעת הנוכחית.

השימוש בחקר-אירוע המתמקד במניות של המתחרים לבחינת ההשפעה של מיזוג על התחרות ורווחת הצרכן הוצע לראשונה במחקרים החלוציים של Eckbo (1983) ו- Stillman (1983). מאז נעשה שימוש רב בשיטה זו לבחינת ההשפעה של מיזוגים, ולא פחות מכך של פעולות נגד מונופולים וקרטלים, על רמת התחרות בשווקים שונים. כך, לדוגמה, בדקו Bittlingmayer and Hazlett (2000) כיצד פעולות אכיפה של חוקי ההגבלים בארה"ב נגד 'מיקרוסופט' 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. Becher, Mulherin, and Walkling (2012) התמקדו בחברות בתחום התשתיות ומצאו ראיות מעורבות לגבי התשואה העודפת לחברות המתחרות במיזוגים; חשוב מכך, הם לא מצאו תשואה עודפת למתחרים מאותו אזור גיאוגרפי, שצפויים להיות הנהנים העיקריים מירידה ברמת התחרות. כנגד זאת מצאו Clougherty and Duso (2009) השפעה חיובית של מיזוגים על פירמות מתחרות, ו- Duso, Gugler, and Yurtoglu (2011) מצאו שבאירופה ביטול של מיזוגים על ידי רשות ההגבלים קיזז את האפקט החיובי של המיזוג, אבל מגבלות למניעת פגיעה בתחרות רק צמצמו את האפקט. מחקר עדכני של Kepler, Naiker, and Stewart (2023) הדגיש מגבלתה נוספת ביכולת של רשויות ההגבלים למנוע מיזוגים הפוגעים בתחרות; הם מצאו שחברות בארצות הברית נוטות לבצע יותר מיזוגים אופקיים בסכום שנמוך מעט מהסף שהוגדר לבדיקת של רשויות ההגבלים מאשר מיזוגים אופקיים בסכום שגבוה מעט מסף זה ושמוניות החברות המתחרות מגיבות בצורה חיובית יותר למיזוגים מתחת לסף הנ"ל. ממצאים אלה מרמזים שחברות חומקות מבדיקה רגולטורית של השפעת המיזוג על התחרות ושהמשקיעים מפרשים זאת כדבר חיובי לכלל החברות המתחרות.

במסגרת הספרות המחקרית שהשתמשה בחקר-אירוע כדי להעריך את ההשפעה של מיזוגים על התחרות בשוק, בולטים שני מחקרים מהשנים האחרונות שבחנו באופן ספציפי מיזוגים ורכישות בין בנקים. Hanker, Rauch, and Ueber (2011) בחנו את תגובת השוק ל- 600 מיזוגים ורכישות של בנקים בצפון-אמריקה ואירופה בשנים 1990-2008. הם בדקו את התגובה של מניית הבנק הרוכש, מניית הבנק הנרכש ומניות המתחרים שלהם לאירועים המרכזיים ביותר סביב המיזוג; ההכרזה על המיזוג והשלמתו או ביטולו. החוקרים השתמשו בחלונות זמן שונים סביב אירועים אלה ובמודלים שונים של חקר-אירוע ובוחנים האם התנהגות המניות של הבנקים המעורבים במיזוג והבנקים המתחרים סביב ההכרזה על המיזוג והשלמתו/ביטולו מתאימה לאחת מהתיאוריות המוכרות בספרות המחקרית בתחום המיזוגים והרכישות. הם מצאו שהתבנית הנפוצה ביותר של תגובת המניות היא בהתאם לצפי של תאוריית כח השוק, אם כי גם תיאוריה זו מתאימה היטב רק לכ-11% מכלל אירועי המיזוג שנבחנו.⁶ מחקר עדכני על אירועים היסטוריים מחזק את החשד שהשאיפה להשיג כח שוק ולאפשר תיאום מחירים היא מניע מרכזי למיזוגים בתחום הבנקאות: Braggion, Dwarkasing, and Moore (2022) חקרו את גל המיזוגים של בנקים בבריטניה בשלהי המאה ה-19 ותחילת המאה ה-20. הם מצאו שמניות הבנקים המתמזגים וגם מניות הבנקים המתחרים, ובעיקר אלה שהריכוזיות המקומית שלהם גדלה בעקבות המיזוג, הגיבו בחיוב למיזוג. החוקרים פירשו זאת כעדות לכך שגל המיזוגים הנחקר, שהוביל להפיכת שוק הבנקאות הבריטי

⁶ לשם להשוואה, התנהגות המניות סביב המיזוג מתאימה היטב לתיאוריית היעילות רק בכ- 5% מכלל אירועי המיזוג שנבחנו.

לשוק ריכוזי עם 5 בנקים גדולים, תרם להתנהגות מתואמת בין הבנקים וזאת כנגד האינטרס של לקוחותיהם.

מבחינה מתודולוגית קיימים מספר אתגרים בבחינת ההשפעה של מיזוגים על מניות של חברות מתחרות. McAfee and Williams (1988) הדגימו במאמר מוקדם יחסית שלעיתים רק חלק קטן יחסית מהמכירות של החברות המתחרות מגיע מהענף שבו בוצע המיזוג, ולכן ההשפעה של המיזוג עליהן צפויה להיות מתונה. בנוסף, Fridolfsson and Stennek (2010) טענו שחלק מהמחקרים נוטים להתעלם מהאינפורמציה שכבר הייתה מגולמת במחירים, עקב שמועות על המיזוג על התמחור או אפשרות שהתמחור של החברות היריבות משקף ציפיות שהן עצמן יהיו מעורבות במיזוג כרוכשות פוטנציאליות של חברת המטרה או כנרכשות.⁷ חשוב להדגיש שהקשיים המתודולוגיים הללו קטנים יותר בהקשר הנוכחי לאור ההתמקדות בענף הבנקאות בישראל, שהוא הומוגני יחסית באופי פעילותו וכל החברות בו מתמקדות בפעילות של תיווך פיננסי.^{8,9} לכן, אם המיזוג של שתי פירמות בענף משפיע על רמת התחרות בו הוא צפוי להשפיע גם על מניות הבנקים האחרים. נוסף על כך המבנה הספציפי של מערכת הבנקאות בישראל מקטין את הפוטנציאל למיזוגים בהרכב שונה מזה שנבחן.¹⁰ לבסוף, הבדיקות האמפיריות להלן מתייחסות, לצד הדיווחים הפורמליים, גם לפרסומים בעיתונות, כדי לוודא את זיהוי המועד שבו השוק מגיב על האינפורמציה החדשה.

4. הנתונים והמתודולוגיה

סעיף זה בוחן כיצד האירועים המרכזיים שהעלו או הפחיתו את ההסתברות למימוש המיזוג השפיעו על המניות של ארבעת הבנקים הגדולים במערכת הבנקאות הישראלית, חוץ מאשר על אלה של בנק 'מזרחי-טפחות', שהוא צד למיזוג הנבחן: 'הפועלים', 'לאומי', 'דיסקונט' ו'בינלאומי'.¹¹

4.1 הנתונים

לכל בנק חושבה התשואה היומית של המניה, המותאמת לדיבידנדים והטבות, בכל יום בתקופה שסביב אירועי המיזוג המתוארים בקו הזמן דלעיל. בדיקות סטטיסטיות המתבססות על בחינת ההשפעה של כל אירוע על המניות של כל אחד מהבנקים הגדולים עלולות להיות בעייתיות, אם יש מתאם בין המניות של הבנקים השונים בכל אחד מהימים הנבחנו. כדי להתמודד עם חשש זה נבחנה השפעת האירועים לא

⁷ Wan and Wong (2009) הראו שאופוזיציה פוליטית לרכישה של חברה אמריקאית על ידי חברה סינית הביאה לירידה במניות של החברות האמריקאיות המתחרות וייחסו זאת לירידה בפרמיה הפוטנציאלית על רכישה.

⁸ Karceski, Ongena, and Smith (2005) התמקדו במיזוגים בענף הבנקאות. הם בחנו את השפעת המיזוגים על הלקוחות של הבנקים המתמזגים והראו שהמניות של חברות אשר לוו מבנקים שנרכשו הגיבו על הודעת הרכישה בשלילה.

⁹ החוק בישראל מגביל מאוד את יכולתם של הבנקים לפעול בתחומים החורגים מהבנקאות המסורתית. כך הבנקים בישראל אינם עוסקים בנייהול השקעות, חיתום, ייעוץ בעסקות רכישה וכיו"ב, והחזקותיהם בחברות ריאליות גדולות מוגבלות. הבדיקה מתמקדת בארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג הנבחן, והם דומים זה לזה באופי פעילותם וכן לבנק הגדול החמישי שהיה צד למיזוג – בנק מזרחי-טפחות.

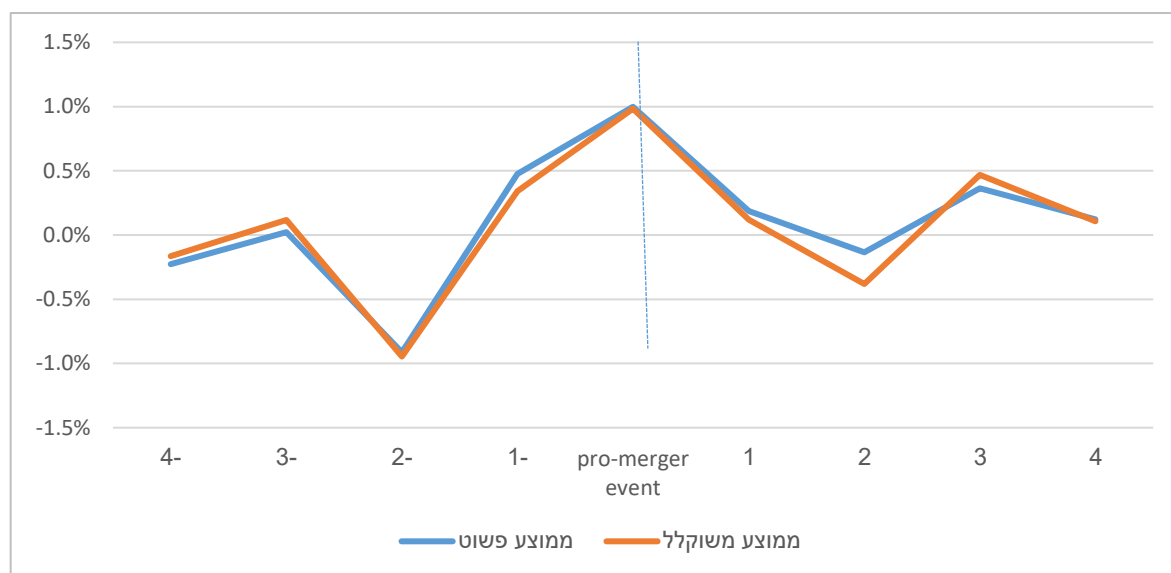
¹⁰ כך קשה להאמין שהשוק העריך כי יינתן אישור לרכישה של בנק בינוני או קטן על ידי אחד משני הבנקים הגדולים – 'הפועלים' או 'לאומי'. קל וחומר שלא היה צפי לרכישה של אחד מהבנקים הגדולים הללו.

¹¹ בבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרת גם המניה של 'בנק ירושלים', אבל בנק זה הוא הרבה יותר קטן מהבנקים הנבחנו, לא מתחרה עמם בכל המוצרים הבנקאיים, והמניה שלו לא כלולה במדד ת"א 35. מבחינה אמפירית המניה של 'בנק ירושלים' מתנהגת באופן שונה מהמניות של הבנקים הנבחנו, סחירותה נמוכה יותר, והמתאם שלה עם מדדי המניות המרכזיים נמוך. בבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרת גם 'פיבי', בעלת השליטה ב'בנק הבינלאומי', ונסחרה בעבר גם 'אוצר התיישבות היהודים', בעלת השליטה ב'בנק לאומי'; המניות של חברות החזקה אלה לוקות במגרעות דומות לאלו שצוינו לגבי מניית 'בנק ירושלים', והכללתן במדגם גם עלולה לייצר בעיית 'ספירה כפולה' של מניות הבנקים שבשליטתן. מסיבות אלה התמקדתי בארבעת הבנקים הגדולים.

רק על המניות הבודדות, אלא גם על תיק משוקלל של מניות הבנקים הגדולים. לשם כך נבנו שני תיקים סינתטיים של ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג: האחד מורכב ממוצע יומי פשוט של התשואה היומית על מניות ארבעת הבנקים הנבחרים, והשני הוא ממוצע יומי, משוקלל לפי שווי השוק, של התשואה היומית על מניותיהם של הבנקים האלה.

איור 2 מציג את התשואה הממוצעת על תיק הבנוי כממוצע פשוט של מניות ארבעת הבנקים המתחרים (הקו הכחול) ועל תיק הבנוי כממוצע, משוקלל לפי שווי השוק, של מניות הבנקים האלה (הקו הכתום). התשואה מוצגת בימי מסחר שסביב האירועים שהגבירו את ההסתברות למימוש המיזוג, החל בארבעה ימי מסחר לפני האירוע ועד ארבעה ימי מסחר לאחר האירוע. מהאיור עולה שבימים שבהם התרחשו אירועים שזיהיתי כמגבירים את ההסתברות להתממשות המיזוג הבנקים המתחרים השיגו תשואה ממוצעת של כאחוז – תשואה בולטת ביחס לאלה שהושגו בימי המסחר האחרים סביב ימים אלה.

איור 2: התשואה הממוצעת על מניות ארבעת הבנקים המתחרים סביב האירועים שהגבירו את ההסתברות למיזוג



מקור: נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל

האיור מציג את התשואה הממוצעת על מניות הבנקים המתחרים בשמונת הימים שסביב האירועים אשר הגבירו את ההסתברות לביצוע המיזוג בין 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד' – החל בארבעה ימי מסחר לפני כל אירוע ועד ארבעה ימים אחרי כל אירוע. התשואות ביום האירוע מובלטות בקו כחול מקווקו. 'ממוצע פשוט' מציג את התשואה של ארבעת הבנקים המתחרים הגדולים על בסיס ממוצע פשוט, ו'ממוצע משוקלל' – את התשואה שלהם על בסיס ממוצע משוקלל לפי שווי השוק.

לוח 1 מציג את התשואות על מניות הבנקים המעורבים במיזוג, 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד', על המניות של הבנקים הגדולים המתחרים, 'הפועלים', 'לאומי', 'דיסקונט' ו'הבינלאומי', ועל התיקים המשלבים את מניות ארבעת הבנקים המתחרים בכל אחד מהימים שבהם התרחש אירוע שהשפיע על ההסתברות לביצוע המיזוג בין 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד'. מהלוח עולה שהתשואה היומית הממוצעת והחיצונית על מניות כל אחד מארבעת הבנקים המתחרים בשמונת האירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג הייתה חיובית וקרובה ל-1%. בלטו במיוחד התגובות החיוביות של מניות המתחרים על תמיכתה הפומבית של

המפקחת על הבנקים במיזוג, על חתימת הסכם המיזוג, על החלטה לערער על ההתנגדות למיזוג ועל החלטת בית הדין לקבל את הערעור של הבנקים המתמזגים נגד רשות התחרות. התשואה בשלושת האירועים שהקטינו את ההסתברות לביצוע המיזוג הייתה שלילית וקרובה ל-1%. מניות הבנקים המתחרים הגיבו באופן שלילי במיוחד על הצהרתו של שר הכלכלה כי צפוי ערעור על החלטת בית הדין להגבלים.

לוח 1: האירועים שהשפיעו על ההסתברות להתממשות המיזוג ותשואות הבנקים בימים אלה (%)

תאריך	אירוע	דיסקונט	פועלים	לאומי	בינלאומי	מזרחי	אגוד	ממוצע משוקלל	ממוצע פשוט
30/07/2017	בכוונת בעלי מניות המחזיקים בגרעין השליטה לפעול למכירת אחזקותיהם בבנק	-1.2	-0.8	-0.1	-0.5	0.6	8.5	-0.6	-0.6
31/07/2017	בתגובה לידיעות בתקשורת החל באחז"צ של ה-30.7, הוציאו החברות דיווח על מגעים למיזוג	0.2	-0.6	-1.0	1.2	-0.5	6.3	-0.5	-0.1
14/08/2017	המפקחת על הבנקים מביעה תמיכה פומבית במיזוג בריאיון לתקשורת	2.3	2.7	3.0	2.7	2.1	3.2	2.8	2.7
28/11/2017	נחתם הסכם מיזוג	1.5	2.3	3.5	0.7	2.4	4.8	2.5	2.0
06/12/2017	חכ"ם מגישים הצעת חוק לפיה מיזוג בין בנקים ידרוש את אישור שר האוצר ושר הכלכלה	-0.9	-0.1	-1.2	-1.8	-1.4	-2.9	-0.8	-1.0
08/02/2018	בהגיע המועד האחרון לביטול, ולאחר קבלת הערכת שווי, 'מזרחי' בוחר שלא לבטל את ההסכם	-0.1	-1.9	-0.4	-0.7	-2.4	1.5	-1.0	-0.8
30/05/2018	רשות התחרות מודיעה על החלטתה להתנגד למיזוג	0.5	-1.3	0.2	-0.5	0.0	-2.5	-0.4	-0.3
05/08/2018	בעלי השליטה ו- 'בנק מזרחי' מסכימים להגיש ערר על החלטת רשות התחרות	1.8	1.9	1.3	2.2	2.1	3.7	1.7	1.8
06/08/2018	הדירקטוריונים של הבנקים מחליטים להצטרף לערר	-0.3	0.6	0.1	0.2	-0.1	2.7	0.3	0.2
28/11/2019	פסק דין בית-הדין לתחרות דוחה את עמדת רשות התחרות	1.6	3.6	2.1	3.9	4.2	15.5	2.7	2.8
02/12/2019	שר הכלכלה מעריך שיוגש ערעור על החלטת בית הדין לתחרות ואם הערעור יכשל יוגש בג"צ	-0.9	-1.4	-1.4	-2.2	-1.1	-4.0	-1.4	-1.5
ממוצע	ממוצע תשואות האירועים שהגדילו את ההסתברות למימוש המיזוג	0.7	1.0	1.1	1.2	1.0	5.8	1.0	1.0
חציון	חציון תשואות האירועים שהגדילו את ההסתברות למימוש המיזוג	0.9	1.2	0.7	1.0	1.3	4.3	1.0	1.0
ממוצע	ממוצע תשואות האירועים שהקטינו את ההסתברות למימוש המיזוג	-0.5	-0.9	-0.8	-1.5	-0.8	-3.1	-0.9	-0.9
חציון	חציון תשואות האירועים שהקטינו את ההסתברות למימוש המיזוג	-0.9	-1.3	-1.2	-1.8	-1.1	-2.9	-0.8	-1.0

מקור: מערכת 'מאיה' לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את האירועים שזוהו כבעלי השפעה על ההסתברות למימוש המיזוג בין 'מזרחי-טפחות' ו'אגוד'. אירועים הצפויים להקטין את ההסתברות לביצוע המיזוג מופיעים ב- כתב אלכסוני. לצד כל אירוע מופיעה תשואת החזקה היומית (%) של מניות הבנקים המתחרים (טורים 3-6), הבנקים המערבים במיזוג (טורים 7,8), תיק של התשואה של ארבעת הבנקים המתחרים המשוקללת לפי שווי השוק שלהם (טור 9) ותיק התשואה של ארבעת הבנקים המתחרים לפי ממוצע פשוט של תשואותיהם (טור 10).

לכאורה ניתן להשתמש בתשואה על המניות של הבנקים השונים בימים של האירועים הנבחנו כדי ללמוד מהי השפעת האירועים על התחרות בענף הבנקאות. ואולם מניות הבנקים הגדולים בישראל מושפעות לא רק מהצפי להתפתחות התחרות בבנקים אלא גם מאירועים מקרו-כלכליים ופיננסיים שמשפיעים על הכלכלה הישראלית כולה. כדי לפקח על ההשפעה של ההתפתחויות הכלליות בכלכלה ובשווקים הפיננסיים, ובהתאם למקובל במחקרים של חקר-אירוע (MacKinlay, 1997) האמידה כוללת גם את התשואה היומית של מדד המניות הראשי בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ת"א 35. התוצאות דומות גם כאשר מפקחים על המדד הרחב יותר – ת"א 125.

זאת ועוד, ייתכן שהבנקים מגיבים לא רק על ההתפתחויות הכלליות במשק הישראלי אלא גם על גורמים ספציפיים המשפיעים על המוסדות הפיננסיים. כדי לנסות ולפקח גם על גורמים מסוג זה חלק מהספציפיקציות כוללות גם שני מדדים שיכולים לשמש סמן רלוונטי להתפתחויות בגופים הפיננסיים: (א) מדד החברות הפיננסיות, ת"א ביטוח-פלוס, הכולל את מניות החברות הפיננסיות שאינן בנקים הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב – חברות ביטוח, בתי השקעות ונותני אשראי חוץ-מוסדי (ב) מדד S&P Banks, הכולל את מניות הבנקים הנסחרים במדד האמריקאי המרכזי – ה-S&P500.

לוח 2: הממוצע והחציון של תשואות הבנקים הגדולים ומדדי הבקרה (%) בתקופת אירועי המיזוג (2017–2019) ובתקופה שקדמה להם (2014–2016)

2014-2016	2017-2019		
0.02	0.02	ממוצע	ת"א 35
0.05	0.05	חציון	
0.01	0.03**	ממוצע	ת"א 125
0.05	6.49%	חציון	
-0.01	0.04***	ממוצע	ת"א ביטוח-פלוס
0.00	0.08***	חציון	
0.08***	0.01	ממוצע	S&P Banks
0.1***	0.04	חציון	
0.03	0.08***	ממוצע	הבנקים המתחרים, הממוצע הפשוט
0.03	0.08***	חציון	
0.03	0.08***	ממוצע	הבנקים המתחרים, הממוצע המשוקלל
0.00	0.05***	חציון	

מקור: נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את התשואות (%) היומיות הממוצעות והחציוניות של המדדים שעליהם אנו מפקחים בספציפיקציות השונות – ת"א 35, ת"א 125, ת"א ביטוח-פלוס ו-S&P Banks – ושל שני תיקים סינתטיים המשלבים את מניות ארבעת הבנקים הגדולים המתחרים לפי ממוצע פשוט (שורה 5) ולפי משקלות על בסיס שווי השוק של הבנקים (שורה 6).

*, **, *** מסמנים כי הממוצע/ החציון של המדד הנבחן בתת-תקופה גבוה מהמקביל שלו בתת-התקופה השנייה במובהקות סטטיסטית של 10%, 5% ו-1% בהתאמה לפי מבחן t לשוויון הממוצעים/ מבחן א-פרמטרי לשוויון החציונים.

לוח 2 מציג את התשואות היומיות הממוצעות והחציוניות של המדדים המפוקחים בספציפיקציות השונות ושל שני התיקים הסינתטיים המשלבים את מניות ארבעת הבנקים הגדולים המתחרים. מהלוח עולה שהתשואה על מניות הבנקים הגדולים המתחרים בתקופה שבה התרחשו אירועי המיזוג הייתה גבוהה יותר מאשר בשנים שלפני כן. עם זאת, הבדלים אלה לא נובעים בהכרח מאירועי המיזוג. כדי לבחון את הקשר בין התשואות לאירועי המיזוג אתמקד בהמשך בתאריכים הרלוונטיים באופן ספציפי, וכן אפקח על מדדי הבקרה, אשר כפי שניתן לראות בטבלה גם בהם היו הבדלי תשואות בין שתי תת-התקופות האמורות.

לוח 3 מציג את המתאמים בין המדדים המפוקחים בספציפיקציות השונות ובינם לבין שני התיקים הסינתטיים המשלבים את מניות ארבעת הבנקים הגדולים המתחרים. מהלוח עולה כי המתאמים בין כל המדדים הנבחנים חיוביים, וכי המתאם בין שני המדדים המובילים של הבורסה בתל-אביב קרוב ל-1 ומבהיר מדוע לא ניתן לפקח על שניהם גם יחד (מוליטיקוליניאריות), ודי לפקח על אחד מהם. הקורלציות הגבוהות בין התיקים של מניות ארבעת הבנקים המתחרים לבין מדדי הסמן מחדדות את החשיבות של פיקוח על מדדים אלה כאשר בוחנים את השפעת אירועי המיזוג על הבנקים המתחרים.

לוח 3: המתאמים בין תשואות הבנקים הגדולים ומדדי הבקרה

מתחרים		S&P Banks	ת"א ביטוח-פלוס	ת"א 125	ת"א 35	
מוצע פשוט	מוצע משוקלל					
					1	ת"א 35
				1	0.98	ת"א 125
			1	0.74	0.69	ת"א ביטוח-פלוס
		1	0.34	0.41	0.39	S&P Banks
	1	0.31	0.62	0.73	0.75	מתחרים ממוצע פשוט
1	0.98	0.29	0.59	0.70	0.72	מתחרים ממוצע משוקלל

מקור: נתוני הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את המתאמים בין המדדים המפוקחים בספציפיקציות השונות ובינם לבין שני התיקים הסינתטיים המשלבים את מניות ארבעת הבנקים הגדולים המתחרים. המתאמים נבחנו על פני תקופה של שש שנים, שמתחילה בתחילת 2014, מספר שנים לפני שהחלו האירועים הקשורים למיזוג 'מזרחי-טפחות'-אגוד', ומסתיימת בסוף 2019, כך שהיא כוללת את כל האירועים הקשורים למיזוג.

4.2. מתודולוגיה

כדי לבחון בצורה פורמלית את השפעת המיזוג על התחרות בדקתי את השפעת האירועים שהגבירו/הפחיתו את ההסתברות למיזוג על התיקים המשוקללים של מניות ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג, תוך שליטה על מדדי הסמן הרלוונטיים. לשם כך אומצה השיטה ששימשה, לדוגמה, את Wan and Wong (Journal of Corporate Finance, 2009) ואומד את המשוואה הבאה:

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

כאשר R_t היא התשואה על תיק במשקלות שווים/משוקלל לפי שווי השוק של מניות הבנקים הגדולים האחרים; $R_{m,t}$ היא התשואה על מדד ת"א 35 ביום t ; $R_{ins,t}$ היא התשואה על מדד ת"א ביטוח-פלוס ביום t ; $R_{sp_banks,t}$ היא התשואה על מדד S&P Banks ביום t ; D_t הוא משתנה קטגורי

שמקבל את הערך 1 בכל אחד משמונת הימים שבהם זיהיתי אירועים המגבירים את ההסתברות למיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד', את הערך 1- בשני הימים שבהם זיהיתי אירועים המפחיתים את ההסתברות למיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד', וערך 0 אחרת. לפיכך המקדם γ צפוי לאמוד את ההשפעה הממוצעת של גידול ההסתברות לביצוע המיזוג על מניות הבנקים המתחרים.

כדי לבדוק את עמידות התוצאות בבחינה ברמת הבנק הבודד, נוסף על בחינתן על תיק משוקלל של מניות הבנקים המתחרים, ערכתי שתי בדיקות נוספות:

א. חזרתי על האמידה של משוואה (1) עם המשתנה המוסבר $R_{i,t}$, והתשוואה של מניית הבנק המתחרה i ביום t .

ב. אמדתי לכל בנק i את המשוואה הבאה לתקופת 'אמידה' שמתחילה שנה לפני אירוע המיזוג הראשון ומסתיימת שבועיים לפני אירוע זה:

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

השתמשי במקדמים המתקבלים מאמידה זאת כבסיס לחיזוי התשוואה הצפויה בימים שבהם התרחש אירוע הקשור למיזוג וחישבתי את ההשפעה 'מעבר לצפוי' (AR=abnormal return) של כל אירוע על תשוואת הבנקים המתחרים:

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

באמצעות מבחן t דו-צדדי לשוויון ממוצעים בחנתי את ההשערה שהתשוואה העודפת הממוצעת של מניות הבנקים המתחרים ביום האירוע אינה שונה באופן מובהק מאפס. נוסף על כך השתמשתי במבחן א-פרמטרי לבדיקת ההשערה שמספר התצפיות בנק-אירוע שבהן נצפתה תשוואה עודפת חיובית דומה למספר התצפיות בנק-אירוע שבהן נצפתה תשוואה עודפת שלילית. השתמשתי גם במבחן הא-פרמטרי על שם Wilcoxon כדי לשקלל באיזו מידה התשוואות העודפות חיוביות או שליליות.

5. השפעת המיזוג על הבנקים המתחרים – תוצאות האמידה

5.1. ההשפעה על תיק משוקלל של הבנקים המתחרים

לוח 4 מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) על תקופה של 1,052 ימים שמתחילה 100 ימים לפני האירוע הראשון הקשור למיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד' ומסתיימת 100 ימים לאחר האירוע האחרון הקשור למיזוג. הלוח מציג את ההשפעה של האירועים שהשפיעו על ההסתברות למימוש המיזוג על תשוואת התיק הממוצע של ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג. מהלוח עולה בבירור שבכל הספציפיקציות האירועים שהגבירו את ההסתברות לביצוע המיזוג הגדילו באופן מובהק סטטיסטית את התשוואה של מניות הבנקים המתחרים באותו היום. המקדם יציב בספציפיקציות

השונויות ועומד על כ- 0.6%¹² המשמעות היא שבממוצע אירוע שהגדיל את ההסתברות לביצוע המיזוג תרם כ-0.6% למניות הבנקים המתחרים, מעל ומעבר להשפעה של גורמים אחרים.¹³ שאר המקדמים הם בכיוון הצפוי, והמדדים המקומיים, ובראשם מדד המניות הראשי, ת"א 35, מתואמים באופן מובהק מאוד עם התשואה לאורך השנים שנבחנו, ואילו ההשפעה של המדד הסקטוריאלי האמריקאי, S&P Banks, אינה מובהקת.

לוח 4: הקשר בין אירועי המיזוג לתשואת המניות של הבנקים המתחרים (%)

(4)	(3)	(2)	(1)	
0.57**	0.59***	0.58**	0.6***	אירוע מיזוג
76.7***	75.8***	86.7***	87.9***	ת"א 35
9.04**	11.3***			ת"א ביטוח-פלוס
1.38	1.04			S&P Banks
0.04	0.04*	0.03	0.04	קבוע
708	708	708	708	מספר תצפיות
50.7%	56.4%	50.3%	55.7%	Adjusted R ²

מקור: מערכת 'מאיה' לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) לתקופה של 1,055 ימים (708 ימי מסחר), שמתחילה 100 ימים לפני האירוע הראשון הקשור למיזוג (הדיווח על הכוונה למכור את בנק 'אגוד' ומסתיימת 100 ימים לאחר האירוע האחרון ששינה משמעותית את ההסתברות לביצוע המיזוג (הצהרת שר הכלכלה שלהערכתו צפוי ערעור על החלטת בית הדין להגבלים). הלוח מציג את ההשפעה של אירועי המיזוג על התשואה (%) לתיק ממוצע של ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג. בטור 1 ובטור 2 מפורקת התשואה של מדד ת"א 35, ובטורים 3 ו-4 מפורקת, נוסף על תשואת מדד ת"א 35, גם התשואה של מדד ת"א ביטוח-פלוס ועל זו של מדד S&P Banks. טורים 1 ו-3 מציגים את ההשפעה של אירועי המיזוג על התשואה הממוצעת הפשוטה של ארבעת הבנקים המתחרים וטורים 2 ו-4 מציגים את ההשפעה של אירועי המיזוג על התשואה הממוצעת המשוקללת לפי שווי השוק של ארבעת הבנקים המתחרים.

*, **, *** מסמנים כי המקדם הנבחן שונה מאפס במובהקות סטטיסטית של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה לפי מבחן t, עם טטיות תקן עמידות להטרוסקדסטיטיות.

5.2. ההשפעה על מניות הבנקים המתחרים ברמת הבנק הבודד

כדי לבחון את ההשפעה של אירועי המיזוג על כל אחד מהבנקים המתחרים בנפרד אמדתי שוב את משוואה (1), אבל המשתנה המוסבר הוא התשואה לבנק ביום. כפי שניתן לראות בלוח 5, המקדם של אירועי המיזוג נותר חיובי ויציב על פני הספציפיקציות, ברמה של כ- 0.6%, בדומה לספציפיקציה המוצגת בלוח 4 לעיל וברמת מובהקות דומה. אפילו בספציפיקציה המחמירה ביותר, שבה פיקחתי על כל מדדי הסמן הרלוונטיים ועל המאפיינים הקבועים של כל אחד מארבעת הבנקים המתחרים,

¹² מרבית האירועים המשמעותיים שזיהיתי הגבירו את ההסתברות לביצוע המיזוג. ואולם שלושה אירועים דווקא הפחיתו את ההסתברות לביצוע המיזוג והביאו לירידה במניה של בנק 'אגוד'. הייחודיות של אירועים אלה מטופלת על ידי סימונים במינוס והכללתם באמידה המרכזית. עם זאת, כדי לוודא שהחלטה מתודולוגית זו אינה הגורם להשפעה שזוהתה, בוצעה האמידה המרכזית (משוואה 1) גם בניכוי אירועים אלה. התוצאות כמעט זהות לתוצאות בלוח 4 – המשתנה אירוע מיזוג חיובי, שמקבל את הערך 1 רק לאירועים שהגדילו את ההסתברות למימוש המיזוג ו-0 אחרת, משפיע באופן חיובי ומובהק על התשואה של הבנקים המתחרים, והמקדם שלו יציב ברמה של 0.6%.

¹³ הרגרסיות שולטות על משתנים רלוונטיים שהיו עשויים להשפיע על התשואות של כל הבנקים הנבחרים. ואולם, ייתכנו גם אירועים אידיוסנקרטיים המשפיעים על בנק מסוים. כדי להתמודד עם אפשרות זו נבחנו כל הדיווחים במערכת 'מאיה' של כל הבנקים המתחרים וזוהו שישה מקרים שבהם אירוע מיזוג חפף לפרסום מהותי בפוטנציה בבנק כלשהו (פרסום דוח כספי של הבנק או של חברה בת או דיווח על רכישה חוזרת של מניות). ההשפעה של אירועי המיזוג על מניות הבנקים המתחרים מובהקת מאוד גם בניפוי 6 התצפיות הללו (בנק-אירוע).

ואפשרתי מתאם בסטיות התקן הן של הבנק הבודד לאורך זמן והן בכל יום על פני הבנקים השונים, עדיין אירוע שהגביר את ההסתברות לביצוע המיזוג הביא לעלייה של 0.59% בממוצע בתשואה של הבנקים המתחרים, וזאת במובהקות של 1% (טור 8). זאת ועוד, מהלוח עולה שההשפעה הצפויה של המיזוג על שני הבנקים הגדולים – 'הפועלים' ו'לאומי' – אינה שונה מהשפעתו על שני המתחרים הקטנים יותר – 'דיסקונט' ו'הבינלאומי', כפי שעולה מהמקדם של משתנה האינטרקציה 'שני הגדולים*מיזוג' שאינו שונה מאפס באופן מובהק סטטיסטית (טורים 9 ו-10).¹⁴

לוח 5: הקשר בין אירועי המיזוג לתשואת המניות של הבנקים המתחרים ברמת הבנק הבודד (%)

(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
0.58**	0.60**	0.59***	0.60***	0.59**	0.60**	0.59**	0.60**	0.59***	0.60***	אירוע מיזוג
75.8***	87.8***	75.8***	87.8***	75.8***	87.8***	75.8***	87.8***	75.8***	87.8***	ת"א 35
11.3***		11.3***		11.3**		11.3**		11.3***		ת"א ביטוח-פלוס
1.04		1.04		1.04		1.04		1.04		S&P Banks
0.01	0.01									שני הגדולים*מיזוג
YES	YES	YES	YES	YES	YES					דמי קבוע לבנק
0.06***	0.05***	0.06***	0.05***	0.06***	0.05***	0.04**	0.04**	0.04**	0.04**	קבוע
2832	2832	2832	2832	2832	2832	2832	2832	2832	2832	מספר התצפיות
38.9%	38.3%	38.9%	38.3%	38.9%	38.3%	38.9%	38.4%	38.9%	38.4%	Adjusted R ²

מקור: מערכת 'מאיה' לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) לתקופה של 1,055 ימים (708 ימי מסחר), שמתחילה 100 ימים לפני האירוע הראשון הקשור למיזוג (הדיווח על הכוונה למכור את בנק 'אגוד') ומסתיימת 100 ימים לאחר האירוע האחרון ששינה משמעותית את ההסתברות לביצוע המיזוג (הצהרת שר הכלכלה שלהערכתו צפוי ערעור על החלטת בית-הדין להגבלים). הלוח מציג את ההשפעה של אירועי המיזוג על התשואה (%) של כל אחד מארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג. בטורים האי-זוגיים מפורקת התשואה של מדד ת"א 35, ובטורים הזוגיים מפורקת, נוסף על תשואת מדד ת"א 35, גם התשואה של מדד ת"א ביטוח-פלוס וזו של מדד S&P Banks. טורים 1 ו-2 מציגים את האמידה הבסיסית עם סטיות תקן עמידות להטרוסקדסטיות, בטורים 3 ו-4 מתאפשר גם מתאם בסטיות התקן של כל בנק (cluster לפי בנק), בטורים 5 ו-6 מפורקות גם ההשפעות הקבועות של כל אחד מארבעת הבנקים המתחרים על-פני התקופה (Bank Fixed Effects ו-cluster לפי בנק) ובטורים 7 ו-8 מפורקות ההשפעות הקבועות של כל בנק, ונוסף על כך מתאפשר מתאם בסטיות התקן של כל בנק לאורך זמן ומתאם בסטיות התקן של הבנקים השונים בכל אחד מהתאריכים (double clustering) לפי בנק ותאריך, על-בסיס השיטה של Petersen, 2009. בטורים 9 ו-10 נוסף גם משתנה אינטראקציה בין אירועי המיזוג לדמי לשני הבנקים הגדולים – 'הפועלים' ו'לאומי'.

*, ** מסמנים כי המקדם הנבחן שונה מאפס במובהקות סטטיסטית של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה, לפי מבחן t.

לבסוף, לכל בנק נאמדה התשואה הצפויה שלו לפי משוואה (2) על בסיס 'תקופת אמידה', המבוססת על השנה שהסתיימה שבועיים לפני תחילת אירועי המיזוג. התשואה הצפויה שנאמדה הוחרסה מהתשואה בפועל בימי האירועים הנבחנים כדי לקבל את התשואה שמעבר לצפוי. כדי לשמור על עקביות בכיוון ההשפעה התשואה העודפת באירועים שהקטינו את ההסתברות לביצוע המיזוג הוכפלה ב-1 (שורות 1 ו-2 בלוח 6) או שנעשה שימוש לאמידה רק באירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג (שורות 3 ו-4 בלוח 6). כפי שניתן לראות בלוח 6, התשואה העודפת החציונית והממוצעת היומית

¹⁴ נוסף על היותו אחד משני הבנקים הגדולים, 'בנק לאומי' גם קשור אל בנק 'אגוד' בהסכם למתן שירותי מחשוב. לפיכך הוא עשוי להיות מושפע ממיזוג 'מזרחי-טפחות' ו-'אגוד' באופן ישיר יותר מאשר הבנקים המתחרים האחרים. ניפוי 'בנק לאומי' מהאמידה מביא לתוצאות דומות – איכותית וכמותית – לתוצאות המרכזיות המוצגות בגוף המאמר.

על מניות ארבעת הבנקים המתחרים בשמונת האירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג הייתה גבוהה מאוד – בין 1% ל-1.2%. התשואה העודפת הממוצעת והחצינית הייתה, לפי מרבית המבחנים הסטטיסטיים, גבוהה מאפס באופן מובהק.

לוח 6: התשואה העודפת של מניות הבנקים המתחרים ברמת הבנק הבודד (%)

מספר תצפיות	ממוצע	חציון	תצפיות שליליות	תצפיות חיוביות	
44	1.18%***	1.48%***	15	29**	AR1
44	1.27%***	1.41%***	13	31***	AR2
32	1.10%***	1.01%**	13	19	AR3
32	1.18%***	1.09%***	11	21	AR4

מקור: מערכת 'מאיה' לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מסכם את התשואות העודפות (%) של הבנקים המתחרים, ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג 'מזרחי-טפחות' ו- 'אגוד' בימים שבהם התרחש אירוע שהשפיע על ההסתברות למימוש המיזוג. התשואה העודפת לכל תצפית בנק-אירוע נאמדה כפער בין התשואה של מניית הבנק ביום האירוע לתשואה הצפויה שלו על בסיס המקדמים שהתקבלו מאמידת משוואה (2) 'בתקופת אמידה', המתחילה ב-31.7.2016 ומסתיימת ב-16.7.2017. AR1 ו-AR3 הן התשואות העודפת המבוססות על אמידת משוואה (2) עם כל המשתנים המסבירים – מדד ת"א 35, מדד הביטוח ומדד הבנקים הזרים. AR1 ו-AR2 בוחנות את כל אירועי המיזוג, כאשר התשואה העודפת לאירוע שהקטין את ההסתברות למיזוג מוכפלת ב-1; AR3 ו-AR4 מתמקדות רק באירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג. טור (2) מציג את מספר התצפיות המשמשות לאמידה ששווה למספר האירועים כפול מספר הבנקים הנבחרים (4). 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 החצינית שווה לאפס. טורים (5) ו- (6) מציגים את מספר התצפיות בנק-אירוע עם תשואה עודפת שלילית וחיובית, בהתאמה, כאשר המובהקות מתבססת על מבחן הסימן.

5.3. המשמעות הכלכלית של השפעת המיזוג על הבנקים המתחרים

ניתן להשתמש במקדמים שנאמדו להשפעת השינויים בהסתברות למימוש המיזוג על מניות הבנקים המתחרים כדי לאמוד את הערכת השוק לגבי ההשפעה הכלכלית הכוללת של המיזוג על המתחרים. לשם כך הוכפלו המקדמים שנאמדו להשפעת אירועי המיזוג (לוחות 4, 5, 6) במספר האירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג בניכוי מספר האירועים שהקטינו את ההסתברות לכך (5-3=8). נעשה שימוש בהנחות המפשטות ש-11 האירועים הנבחרים כאן הם כל האירועים הרלוונטיים לצורך המיזוג, שערב האירוע הראשון ההסתברות לביצוע המיזוג הייתה 0%, ושלאחר האירוע האחרון ההסתברות לביצוע המיזוג הייתה 100%. בהנחות אלה ולפי המקדמים שנאמדו בלוחות 4, 5 ו-6 מיזוג 'מזרחי-טפחות' ו- 'אגוד' תרם בין 2.85% (5*0.57%) ל-6.35% (5*1.27%) לשווי השוק של בנק מתחרה ממוצע. כדי לקבל הערכה גם של ההשפעה הנומינלית הכוללת מכפילים את שווי השוק המצרפי של ארבעת הבנקים המתחרים הגדולים ערב המיזוג (77 מיליארד ש"ח) במקדם להשפעת המיזוג על התיק המשוקלל של בנקים אלה מלוח 4 (0.57%), ואז – במספר האירועים הרלוונטי נטו (5); מתקבלת השפעה כוללת של 2.2 מיליארדי ש"ח. המשמעות היא שציפיות השוק בנוגע להשפעת המיזוג תרמו יותר משני מיליארדי שקלים לשווי השוק של הבנקים המתחרים בתקופה שלקראת המיזוג.¹⁵

¹⁵ ככל שהערכת המשקיעים לגבי השפעת המיזוג תשתנה בהמשך, אולי כתוצאה מסביבת התחרות המשתנה על-רקע מאמצי בנק ישראל והממשלה להגברת התחרות בתחום הפיננסי, גם האומדן להשפעה הכוללת של המיזוג על שווי הבנקים המתחרים ישתנה בהתאם.

5.4. השפעת המיזוג על סיכון הבנקים המתחרים

בסעיף זה נבחנת ההשפעה של אירועי המיזוג על מרווחי התשואה של איגרות החוב של הבנקים המתחרים, כאינדיקציה להשפעת המיזוג על הסיכון הכולל שלהם. לשם כך נאמדה משוואה דומה למשוואה (1), כאשר המשתנה המוסבר הוא השינוי במרווח התשואה (ביחס לאיגרות חוב ממשלתיות דומות) הממוצע על איגרות החוב של הבנקים הגדולים האחרים ('הפועלים', 'לאומי', 'דיסקונט', 'הבינלאומי'), והמשתנה המסביר הוא השינוי במרווח התשואה (ביחס לאיגרות חוב ממשלתיות דומות) על מדד תל-בונד 20.¹⁶ כפי שניתן לראות בלוח 7, אירועי המיזוג לא השפיעו באופן מובהק על הסיכון של הבנקים המתחרים, כפי שהוא נאמד על ידי מרווח התשואה שלהם, והמקדם אפילו חיובי. לפיכך אין אינדיקציה שלפיה המשקיעים העריכו כי המיזוג הצפוי יקטין את הסיכון הכולל של הבנקים המתחרים. ממצא זה עולה בקנה אחד עם הסיכון הנמוך שהשוק ייחס ל'בנק אגוד' ערב המיזוג, כפי שתואר בסעיף 2, וכן עם הקישוריות הנמוכה יחסית של 'בנק אגוד' לבנקים האחרים, כפי שעולה ממדד לדמיון בנכסים.¹⁷

לוח 7: הקשר בין אירועי המיזוג למרווח התשואה של הבנקים המתחרים

(2)	(1)	
4.256	3.706*	מרווח תל-בונד 20
4.2%	2.9%	אירוע מיזוג
-6.6%	-3.8%	קבוע
708	708	מספר תצפיות
0.8%	1.2%	Adjusted R²

מקור: מערכת 'מאיה' לדיווחי החברות הציבוריות, ידיעות בתקשורת, נתוני הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ועיבודי בנק ישראל.

הלוח מציג את תוצאות האמידה של משוואה (1) לתקופה של 1,055 ימים (708 ימי מסחר), המתחילה 100 ימים לפני האירוע הראשון הקשור למיזוג (הדיווח על הכוונה למכור את בנק 'אגוד') ומסתיימת 100 ימים לאחר האירוע האחרון ששינה משמעותית את ההסתברות לביצוע המיזוג (הצהרת שר הכלכלה שלהערכתו צפוי ערעור על החלטת בית הדין להגבלים). הלוח מציג את ההשפעה של אירועי המיזוג על מרווח התשואה לפדיון (מעל אג"ח ממשלתיות דומות) לתיק ממוצע של ארבעת הבנקים הגדולים שלא היו מעורבים במיזוג, תוך פיקוח על השינוי במרווח התשואה לפדיון של מדד תל-בונד 20. טור 1 מציג את ההשפעה של אירועי המיזוג על המרווח הממוצע הפשוט של ארבעת הבנקים המתחרים, וטור 2 מציג את ההשפעה של אירועי המיזוג על המרווח הממוצע המשוקלל לפי שווי השוק של ארבעת הבנקים המתחרים.

*, **, *** מסמנים כי המקדם הנבחן שונה מאפס במובהקות סטטיסטית של 10%, 5% ו-1%, בהתאמה, לפי מבחן t, עם סטיות תקן עמידות להטרוסקדסטיטיות.

6. סיכום

המיזוג בין 'בנק מזרחי-טפחות' ו'בנק אגוד' עשוי להשפיע משמעותית על ענף הבנקאות. על רקע רמה גבוהה של ריכוזיות, המיזוג המוצע עורר בציבור ואצל הרגולטורים בישראל ציפיות מחד גיסא וחששות מאידך. חלק מהצדדים למהלך טענו שהמיזוג צפוי לתרום ליעילות הצדדים המתמזגים ולהשפיע לחיוב

¹⁶ ההשפעה של אירועי המיזוג על מרווח התשואה של הבנקים המתחרים נמצאה דומה כאשר משתמשים במשתנים המסבירים ששימשו להסבר התשואה על מניות המתחרים וכן כאשר משתמשים במדד אג"ח קונצרניות כללי כמשתנה מסביר.

¹⁷ המתאם הממוצע בין הנכסים של 'בנק אגוד' לנכסים של כל אחד מחמשת הבנקים הגדולים היה ערב המשבר נמוך מהמתאם הממוצע בין הנכסים של כל אחד מחמשת הבנקים הגדולים עם כל הבנקים הגדולים האחרים ועם 'בנק אגוד'. (לפירוט על המתודולוגיה לבחינת הדמיון בנכסים ראו תיבה 2 בדוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית השנייה של 2017).

על רמת התחרות בענף. לעומתם חלק אחר מהמתייחסים טענו שהמיזוג צפוי להשפיע לשלילה על רמת התחרות בענף. בית הדין להגבלים עסקיים שדן בסוגיה פסק שלא ניתן להוכיח זאת ומשכך אישר את ביצוע המיזוג.

בעבודה זו נבחנה ההערכה של שוק ההון להשפעת המיזוג על ערך הבנקים המתחרים, כפי שהיא נגזרת מהתגובה קצרת הטווח של שוק המניות. על-בסיס ספרות מחקרית ענפה מתחום המימון, נותחה ההשפעה של שינויים בהסתברות לביצוע המיזוג על מניות הבנקים המתחרים: 'הפועלים', 'לאומי', 'דיסקונט' ו'הבינלאומי'. הבדיקה נערכה הן ברמת הבנק הבודד והן על תיק המשקלל את מניות הבנקים השונים לפי שווי השוק או במשקלות שווים. בבדיקות השונות פוקחו גורמים נוספים שהיו צפויים להשפיע על המניות של הבנקים המתחרים. כל הבדיקות הראו בבירור שגידול של ההסתברות לביצוע המיזוג הוביל לעלייה במניות הבנקים המתחרים. אומדן המבוסס על המקדמים שנאמדו מראה שבסך הכול, האירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג תרמו כ-3 אחוזים או יותר מ-2 מיליארד ש"ח לשווי השוק של הבנקים המתחרים.

התגובה החיובית של מניות הבנקים המתחרים לגידול של ההסתברות לביצוע המיזוג בין 'מזרחי-טפחות' ל-'אגוד' מתיישבת עם הערכה של השוק לפיה המיזוג יקטין את המוטיבציה של הבנקים להתחרות ויגדיל את הפוטנציאל לתיאום בין הבנקים. התגובה החיובית של הבנקים המתמזגים עצמם יכולה לשקף גם צפי להתייעלות בעקבות המיזוג, אך התייעלות שכזו מסבירה גם את התגובה החיובית של מניות הבנקים המתחרים עשויה לנבוע גם מירידה בסיכון המערכת הנובע מבנק 'אגוד', אך בפועל הסיכון של בנק 'אגוד' היה נמוך עוד טרם המיזוג והאירועים שהגדילו את ההסתברות לביצוע המיזוג דווקא היו מתואמים עם הרעה במרווחי התשואה על אגרות החוב של הבנקים המתחרים. לסיכום, נראה שהמשקיעים העריכו שהמיזוג יקטין את התחרות בשוק הבנקאות.

הספרות המחקרית מראה שבממוצע לאורך זמן ובמדינות שונות יש לשווקים הפיננסיים יכולת חיזוי מסוימת. ואולם, אין פירוש הדבר שהשוק תמיד צודק; לעיתים ההערכות בשוק מתגלות כשגויות, והמחירים מתאימים את עצמם בהדרגה למציאות החדשה. מכאן שממצאי עבודה זו מספקים נקודת מבט אחת מני רבות, ויש לשקול אותה לצד חוות הדעת של המומחים השונים בתחום. בראיה רחבה יותר, נדגיש שהבדיקה המתוארת בסקירה זו מתמקדת באירוע בודד, וזאת בשוק דינמי שמשנתה כל הזמן ומושפע מרגולציה דינמית ומתפתחת. צעדי המדיניות של הממשלה ובנק ישראל, שנועדו לקדם תחרות בבנקאות¹⁹ עשויים להשפיע בהמשך - דבר שמחייב להמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוק. ההשפעה בפועל של המיזוג על רמת התחרות בשוק הבנקאות, על המחירים והשירותים הזמינים ללקוחות הבנקים ועל הקצאת האשראי במשק, תתבהר רק בטווח הארוך.

¹⁸ המיזוג צפוי לתרום ליעילותם של הבנקים המתחרים אם מניחים, לדוגמא, שקודם למיזוג חסר להם תמריץ מספיק להתייעלות.

¹⁹ כגון: הנגשת שירותי מידע לכל הגופים הפיננסיים והקלת המעבר בין בנקים.

ביבליוגרפיה

- Allen, J., R. Clark, and J.F. Houde (2014). “The effect of mergers in search markets: Evidence from the Canadian mortgage industry”, *American Economic Review*, 104(10), 3365–3396.
- Becher, D.A., J.H. Mulherin and R.A. Walkling (2012). “Sources of gains in corporate mergers: Refined tests from a neglected industry”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57–89.
- Berger, A.N. and L.J. Mester (2003). “Explaining the dramatic changes in performance of US banks: technological change, deregulation, and dynamic changes in competition“, *Journal of financial intermediation*, 12(1), 57–95.
- 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.
- Braggion, F., Dwarkasing, N., & Moore, L. (2022). Value creating mergers: British bank consolidation, 1885–1925. *Explorations in Economic History*, 83, 101422.
- Claessens, S. and L., Laeven (2004). “What drives bank competition? Some international evidence“, *Journal of Money, Credit & Banking*, 36(3), S563–S563.
- Clougherty, J.A. and T.Duso (2009). The impact of horizontal mergers on rivals: gains to being left outside a merger. *Journal of Management Studies*, 46(8), 1365–1395.
- Coccorese, P. and L. Santucci (2020). “Banking Competition and Bank Size: Some Evidence from Italy”, *Journal of Economics and Finance*, 44(2), 278–299.
- Crosbie, P. and J. Bohn (2003). Modeling default risk.
- DeYoung, R., W.C. Hunter and G.F. Udell (2004). “The past, present, and probable future for community banks”, *Journal of Financial Services Research*, 25(2-3), 85–133.
- Duso T, K. Gugler, and BB. Yurtoglu (2011). “How effective is European merger control?“, *European Economic Review*, Oct 1;55(7), 980–1006.
- 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.

- Focarelli, D. and F. Panetta (2003). “Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits“, *American Economic Review*, 93(4), 1152-1172.
- Fridolfsson, S.O. and J. Stennek (2010). “Industry concentration and welfare: on the use of stock market evidence from horizontal mergers“, *Economica*, 77(308), 734–750.
- Greenwood, R., A. Landier and D. Thesmar (2015). “Vulnerable banks“, *Journal of Financial Economics*, 115(3), 471–485.
- Hankir, Y., C. Rauch and M. Ueber (2011). "Bank M&A: A market power story?", *Journal of Banking and Finance*, 35, 2341-2354.
- Karceski, 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.
- Kepler, J. D., Naiker, V., & Stewart, C. R. (2023). Stealth acquisitions and product market competition. *The Journal of Finance*.
- MacKinlay, A.C. (1997). “Event studies in economics and finance”, *Journal of economic literature*, 35(1), 13–39.
- McAfee, R.P. and M.A. Williams (1988). “Can event studies detect anticompetitive mergers?”, *economics Letters*, 28(2), pp.199-203.
- Memmel, C. and A. Sachs (2013). Contagion in the interbank market and its determinants. *Journal of Financial Stability*, 9(1), 46–54.
- Merton, R.C. (1974). “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates“, *The Journal of finance*, 29(2), 449–470.
- Mitchener, K.J. and G. Richardson (2013). “Shadowy banks and financial contagion during the Great Depression: a retrospective on Friedman and Schwartz“, *American Economic Review*, 103(3), 73–78.
- Montgomery, H., K. Harimaya and Y. Takahashi (2014). “Too big to succeed? Banking sector consolidation and efficiency“, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 32, 86–106.
- 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.

- Stein, J.C. (2002). “Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms“, *The journal of finance*, 57(5), 1891–1921.
- Steiner, P.O. (1975). *Mergers: Motives, effects, policies*. University of Michigan Press.
- Stigler, G. J. (1964). “A theory of oligopoly”, *Journal of political Economy*, 72(1), 44–61.
- 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.