

#### 4. סוגיה: מעבר של המגזר העסקי מחוב בנקאי לחוב מהגופים המוסדיים: נגישות האשראי לחברות

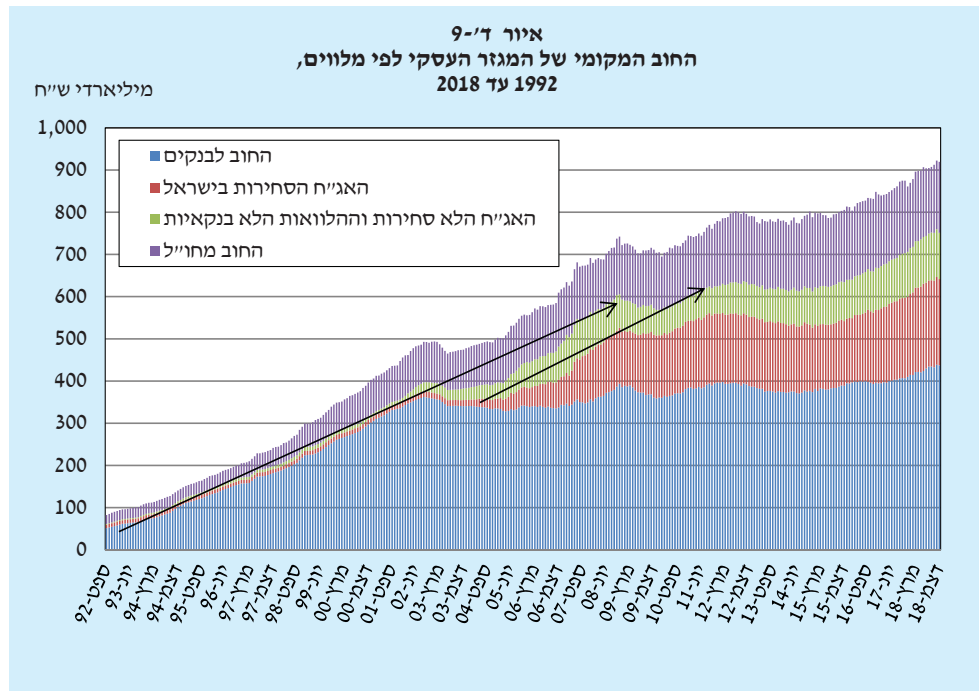
##### א. מבוא

כתוצאה מהרפורמות של שני העשורים האחרונים חסכוניות הציבור מופקדים בשיעור הולך וגדל בגופים המוסדיים, ולפיכך שיעור הנכסים של הגופים המוסדיים בתיק הנכסים של הציבור עלה מ-31% בשנת 2000 ל-43% בשנת 2018. בתקופה זו עלה משמעותית גם שיעור הכספים של הגופים המוסדיים שניתן להשקעה במגזר העסקי בישראל<sup>28</sup>. בהתאם לכך השתנה הרכב מקורות המימון של המגזר העסקי ממקורות מימון בנקאיים בעיקרם ליותר מימון מהגופים המוסדיים ומשוק ההון הישראלי. בתחילת שנות ה-2000 עמד החוב הבנקאי על 75% מסך מימונו של המגזר העסקי, והחוב החוץ-בנקאי המקומי (לגופים המוסדיים ולמחזיקי אג"ח אחרים) עמד על כ-5% בלבד<sup>29</sup>. לעומת זאת בסוף 2018 כ-50% מהמימון של המגזר העסקי הם חוב לבנקים, ו-35% הם מימון חוץ בנקאי מקומי, מתוכם כ-73% באמצעות אג"ח (איור ד'-9). מלבד העלייה בשיעור האשראי החוץ בנקאי, עולה בשנים האחרונות מגמה נוספת – עלייה בשיעור ההלוואות שהגופים המוסדיים נותנים באופן ישיר. בתחילת 2010 ההלוואות מהגופים המוסדיים היוו 2% מהחוב למגזר העסקי, והן עלו ל-9% בסוף 2018. נראה כי מגמות אלו – הסטת המימון של המגזר העסקי אל מקורות חוץ בנקאיים מקומיים – טרם הגיעו למיצוי, והן צפויות להוסיף ולהתגבר בשנים הקרובות, עם המשך הגידול של היצע הכספים מהגופים המוסדיים. להסטת מקורות המימון יכולה להיות השפעה משמעותית על המצב המקרו כלכלי של המשק – בין היתר על התחרות בהיצע ההון, על

בעשור האחרון מתחולל שינוי מבני בשוק האשראי – גידול חלקו של המימון החוץ-בנקאי יחסית למימון הבנקאי. חלק מהשינוי מקורו בהלוואות ישירות מהגופים המוסדיים.

<sup>28</sup> יחד עם זאת בוטלה החובה של הגופים המוסדיים להשקיע בממשלה באמצעות אג"ח מיועדות, ולכן גדל לא רק היקף הכספים שבידי גופים אלו אלא גם היקף הכספים המושקעים בשוק ההון. (הרחבה ראו בהמשך).

<sup>29</sup> השארית הגיעה מחו"ל.



אופי הזעזועים במחזור הפיננסי, על האפשרות לגבות חובות במצבים של פשיטת רגל ועל התמסורת מהמדיניות המוניטרית (Laeven 2014).

הניתוח הנוכחי מתמקד בשאלה אם התפתחויות אלה – המעבר ממימון בנקאי לחוץ בנקאי, ובתוך המימון החוץ בנקאי ההסטה ממימון באמצעות אג"ח למימון באמצעות הלוואות ישירות מהגופים המוסדיים – תורמות לנגישות האשראי לחברות בישראל. סעיף ב' מציג סקירת ספרות, סעיף ג' מתאר את התנאים בישראל שעומדים ברקע המעבר למימון חוץ בנקאי, סעיף ד' מציג השוואה בין-לאומית של מגמות המימון, סעיף ה' מתאר את מאפייני החברות הנוטלות את סוגי החוב השונים, סעיף ו' מציג את מגמות המימון של החברות הציבוריות, סעיף ז' מתאר את ההסטה בהשקעות הגופים המוסדיים מאג"ח להלוואות ישירות, וסעיף ח' מסכם.

## ב. סקירת ספרות

### (1) זהות ספק האשראי ומכשירי החוב השונים

בספרות נמצא שהתרחבות של היצע מתווכי האשראי, ללא תלות בזהות המתווך, מובילה לצמיחה (Levine 2002, Chakraborty and Ray 2006). בשנים האחרונות התפרסמו מחקרים המעידים שהרחבה של אשראי באמצעות מימון חוץ בנקאי משפיעה חיובית על הצמיחה בזכות גישת החברות למימון בתקופות של משבר כלכלי פיננסי, כשהבנקים מצמצמים את האשראי (Langfield and Allen et al. 2012, Pagano 2016).

לבנקים, כמתווכי אשראי, יש יכולת ותמריץ לנהל בקרה ולאסוף מידע על החברות, וכך להתמודד עם האסימטריה במידע מולן; זאת בזכות מערכות יחסים ארוכות טווח, גישה למידע פרטי ויכולת לנהל משא ומתן יעיל עם חברה הפושטת רגל (Diamond 1984, Fama 1985, Gertner and Scharfstein 1991, Booth et al. 2000). לעומת זאת טוען Rajan (1992) שלהלוואות פרטיות יש השפעות שליליות, כי יכולתם של הגופים המלווים לגבות רנטה עלולה לפגוע בתמריצי מנהליהם.

הרחבה של אשראי  
באמצעות מימון  
חוץ בנקאי מאפשרת  
התאוששות מהירה  
יחסית של המשק לאחר  
משברים.

במימון באמצעות אג"ח בשוק ההון המידע על ההשקעה ציבורי זמין, המימון נזיל וסחיר, ועל כן הוא כרוך בפחות עלויות למלווים; אך ההתבססות על מידע ציבורי ולא פרטי מצמצמת את היכולת לנהל בקרה על החברות, ולכן עלולה לפגוע בהחזר החוב. לפיכך ילוו בשוק ההון רק לחברות שלגביהן האסימטריה במידע פחותה, והתמריץ שלהן לא לפשוט רגל חזק יותר – לרוב חברות בדירוג גבוה, המעוניינות לשמור על דירוגן (Diamond 1991). ההחלטה להנפיק נוגעת גם לסיבות של חברות להנפיק חוב לצורך מימון פעילותן. בהקשר זה נזכיר את תיאוריית ה-pecking order (Myers Majluf 1984), שלפיה יש להנפקה עלות (גם ברמת המידע הנגלה), ולכן רק חברות גדולות, היכולות לשלם את העלות, והצורך שלהן בחוב גדול, יבחרו להנפיק בשוק ההון. להלוואות פרטיות מהגופים המוסדיים מאפיינים דומים לאלה של הלוואות מהבנקים, אך לגופים המוסדיים בישראל פחות ניסיון ויותר אסימטריה במידע מאשר לבנקים (בהעדף גישה לעו"ש). עם ההתמקצעות של הגופים המוסדיים במתן הלוואות הבדלים אלו עשויים להצטמצם. צפוי שלחוב בנקאי ולחוב מהגופים המוסדיים יהיו מאפיינים שונים, בהתאם ליתרונותיהם היחסיים השונים; אלה נובעים מהבדל ביכולתם לבצע חיתום אשראי, וכן ממבני התחייבויות שונים – התחייבויות קצרות-ברובן של הבנקים וארוכות של הגופים המוסדיים. מאפיינים אלו צפויים להשפיע על הביקוש של החברות לסוגי החוב השונים.

## 2) התפלגות סוגי החוב בין סוגי חברות

באשר להתפלגות החברות בין סוגי החוב השונים עולה השאלה של איכות החברות. Beck et al. (2008), Denis and Mihov (2003) ו-Gomes and Phillips (2012) מציגים עדויות אמפיריות המלמדות שבארה"ב חברות קטנות ובינוניות וחברות בעלות דירוג אשראי בינוני מממנות את פעילותן באמצעות הבנקים, החברות הגדולות והחזקות מממנות את פעילותן באמצעות שוק ההון, והחברות בעלות הדירוג הנמוך ביותר מממנות את פעילותן באמצעות הלוואות מגופים חוץ בנקאיים. בישראל מראה מחקר של Benzion et al. (2015) שבשנים 1999–2009 לחברות הציבוריות הגדולות והטובות הייתה הסתברות גבוהה יחסית להנפיק אג"ח, אך חברות כאלה אשר פשטו רגל בסוף התקופה הנפיקו אג"ח בשיעור גדול יחסית מסך החוב שלהן. Rauh and Sufi (2010) מציגים שחברות יכולות לגייס מימון ממספר מקורות, ומראים שלרוב החברות יש לפחות רובד אחד של חוב בנקאי; לחברות עם דירוג נמוך מקורות מימון מגוונים, והן מחזיקות לפחות רובד אחד של חוב עם ביטחונות מהבנקים וחוב משני עם ביטחונות חלשים – אג"ח והלוואות חוץ בנקאיות.

לסיכום, על פי הספרות יש לכלל החברות גישה למימון בנקאי, אך רק החברות ה"טובות" והגדולות נהנות גם מאפשרות לגייס מימון מהגופים המוסדיים באמצעות שוק ההון, חברות "בינוניות" מממנות את פעילותן באמצעות הלוואות מהבנקים, והחברות ה"חלשות" ביותר מגייסות גם הן באמצעות גופים חוץ בנקאיים. להלן נבדוק אם מגמת הצמיחה של המימון החוץ בנקאי בישראל דומה למגמה בעולם, ומהם ההבדלים במאפייני החוב השונים (חוב בנקאי, אג"ח והלוואות הגופים המוסדיים).

## ג. סקירת השינויים המבניים בשוק האשראי

מאז תחילת שנות ה-2000 התחוללו בישראל מספר שינויים מרכזיים, שהיוו את התנאים להרחבה של החוב החוץ בנקאי, על רקע צמצום החוב הבנקאי ושינויים בביקוש של החברות לאשראי, שהוזכרו בתחילת הפרק. ניתן לחלק את השינויים המרכזיים לפיתוח שוק ההון הישראלי ולהיצע מצד הגופים המוסדיים.

חברות קטנות ובינוניות  
וחברות בעלות דירוג  
אשראי בינוני מממנות  
את פעילותן באמצעות  
הבנקים, וחברות גדולות  
וחזקות – באמצעות שוק  
ההון.

### (1) פיתוח שוק ההון הישראלי

עד שנת 2004 שוק האג"ח הישראלי היה מצומצם מאוד: בתחילת 2004 המימון של המגזר העסקי באמצעות אג"ח עמד על 3% בלבד, ואילו בין השנים 2004 ו-2009 צמח ההיצע (והביקוש) של אג"ח סחירות ולא סחירות בישראל והגיע ל-22% מהמימון של המגזר העסקי (איור ד'-9). תנאי הרקע, המפורטים להלן, היו הבסיס לפתיחת שוק ההון ולמעבר אל מימון חוץ בנקאי.

**ירידה בצורכי המימון הממשלתיים ושחרור השקעות הגופים המוסדיים.** הירידה בצורכי המימון הממשלתיים נבעה מירידה מתמשכת של החוב הממשלתי ומהורדת שיעור האג"ח המיועדות<sup>30</sup> לגופים המוסדיים, ובפרט לקרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, ל-30%, בתהליך הדרגתי החל מ-2004. Graham et al. (2013). מראים מתאם בין ירידה בחוב הממשלתי לבין עלייה במינוף של החברות. הקטנת הקצאת האג"ח המיועדות אפשרה לגופים המוסדיים להשתמש בכספי החיסכון להשקעה שאינה בעיקרה בממשלת ישראל.

**העברת קופות הגמל מהבנקים אל הגופים המוסדיים.** בשנת 2005 אושרו בכנסת מסקנות ועדת בכר, שמטרתן הייתה למנוע ניגודי אינטרסים במתן האשראי במערכת הבנקאות ולהקטין את הריכוזיות בשוק האשראי. הצעד המרכזי ברפורמת בכר היה מכירת קופות הגמל שהיו בשליטת הבנקים לחברות ביטוח ופנסיה או לבתי השקעות. צעד זה העביר מקורות אשראי מניהול הבנקים לניהול גופים המוסדיים.

### (2) היצע הגופים המוסדיים

**הרחבת החיסכון של הציבור (איור ד'-10).** החל מ-2004 גדלו נכסי הגופים המוסדיים, עקב סגירת הפנסיה התקציבית הממשלתית והצבאית למצטרפים חדשים ב-2004, כניסתה-לתוקף של פנסיה חובה לשכירים ב-2008, העלאת שיעור ההפרשה לפנסיה בהדרגה עד 2017 והחלת פנסיה חובה לעצמאיים ב-2017. אל אלה חברו מגמות נוספות, בממדים קטנים יותר, המגדילות את כספי הגופים המוסדיים: החל משנת 2016 התרחבו נכסי הגופים המוסדיים גם כתוצאה מחיסכון לא פנסיוני של הציבור באמצעות קופות גמל להשקעה, בזכות מתן אפשרות לחסוך בגופים אלה עם הטבות מס מסוימות עד לתקרת הפקדה של 70,000 ש"ח בשנה. נכסי קופות הגמל להשקעה גדלו בשנת 2017 גם בעקבות התוכנית הממשלתית של "חיסכון לכל ילד"<sup>31</sup>. נוסף על אלה הועלה בהדרגה, החל משנת 2012, שיעור המס על רווחי הון<sup>32</sup>, התפתחות שהגדילה את שווי ההטבה שבהשארת כספים נזילים<sup>33</sup> בגופים המוסדיים. בסך הכול גדלו נכסי הגופים המוסדיים ב-22% בין השנים 2013 ו-2017 – תקופה שבה התוצר העסקי גדל ב-19% בלבד, והפיקדונות והמזומן בבנקים הצטמצמו ב-2%. היצע הגופים המוסדיים צפוי להמשיך לגדול בשנים הקרובות עם הצמיחה של נכסי החיסכון הפנסיוני, שבו צפויות הפקדות נטו חיוביות עד 2050<sup>34</sup>, וגידולם של נכסי קופות הגמל.

<sup>30</sup> לפני שנת 2000 חלק גדול משוק ההון ונכסי הגופים המוסדיים הושקע באג"ח ממשלתיות, בעיקר באג"ח ממשלתיות לא סחירות בצורה של אג"ח מיועדות, שהמדינה הנפיקה לגופים המוסדיים בתשואה קבועה לצורך מימון החוב הממשלתי. הגופים המוסדיים היו מחויבים להחזיק באג"ח אלו.

<sup>31</sup> התוכנית הממשלתית של "חיסכון לכל ילד" משקיעה 50 ש"ח בחודש עבור כל ילד בישראל עם אפשרות להרחבת הסכום ל-100 ש"ח בחודש על ידי ההורים. להורים יש אפשרות לבחור להשקיע את הכספים בקופות גמל להשקעה או בבנקים, ועבור ילדים מתחת לגיל 15 ברירת המחדל היא בקופות גמל להשקעה.

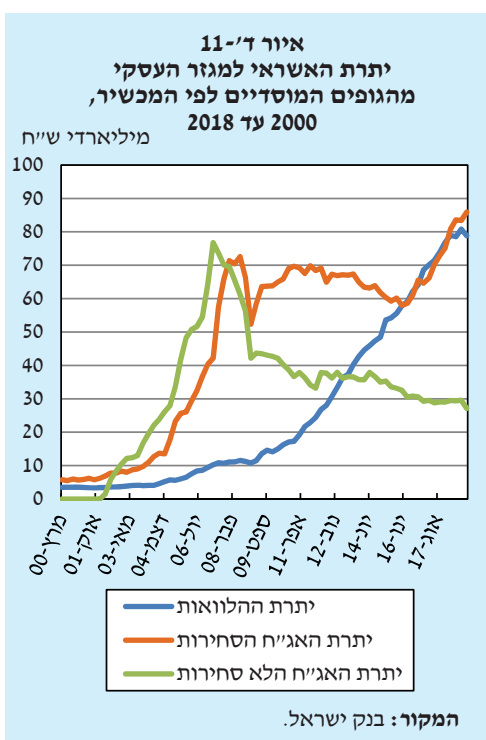
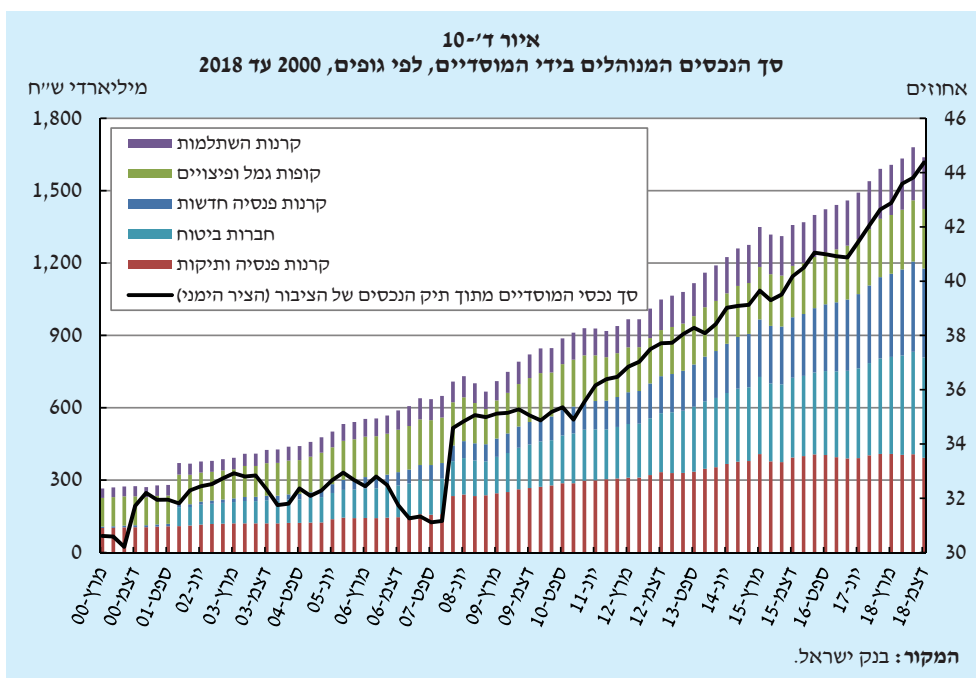
<sup>32</sup> שיעור המס על רווח הון עלה מ-20% בשנת 2012 ל-25% בתחילת 2016.

<sup>33</sup> כספים שנחסכים לתקופה של מעל 6 שנים בקרנות השתלמות וכספים שנחסכו לפני 2008 בקופות הגמל לתקופה של מעל 15 שנה.

<sup>34</sup> המסמך "חיסכון פנסיוני הולם – דוח הצוות להגברת החיסכון הפנסיוני" משנת 2015.

תנאי הרקע העיקריים לפיתוח שוק ההון הישראלי הם ירידה מתמשכת של החוב הממשלתי והורדת שיעור האג"ח המיועדות לגופים המוסדיים.

תנאי הרקע העיקריים להגדלת היצע האשראי מהגופים המוסדיים הם הרחבת החיסכון הפנסיוני של הציבור ורפורמות שתפקידן להביא לשיפור איכות ההשקעות של גופים אלה.



**ועדות חודק וגולדשמידט<sup>35</sup>. עם הרחבת**

המימון של הגופים המוסדיים עבור החברות ולאחר המשבר הכלכלי של שנת 2008 עלו מספר חששות לגבי אופן ההשקעות של הגופים המוסדיים. חששות אלו הביאו להקמתן של שתי ועדות, שנועדו לשפר את איכות השקעותיהם. ועדת חודק, שמסקנותיה יושמו ב-2010, התייחסה לצורך לערוך ניתוח לפני רכישת אג"ח ולקבוע התניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות ברכישת אג"ח חברות. אחרי כניסתן-לתוקף של המסקנות פחתו ההנפקות של אג"ח החברות, ובשלוש השנים הראשונות החברות לא הנפיקו אג"ח חדשות, אלא בעיקר הרחיבו סדרות קיימות. (איור ד'-11; להרחבה ראו תיבה בנושא מימון חברות בדוח היציבות הפיננסית ל-2016). לאחר יישום מסקנותיה של ועדת חודק גדלו ההלוואות הישירות שמעמידים הגופים המוסדיים. השינויים במאפייני ההשקעה של הגופים המוסדיים התרחשו גם על רקע דיון ציבורי ותקשורתי

<sup>35</sup> המסמכים: "דוח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המממנים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות – ועדת חודק"; "דוח הוועדה לבחינת אופן השקעות הגופים המוסדיים בהלוואות מתואמות" – "ועדת גולדשמידט".

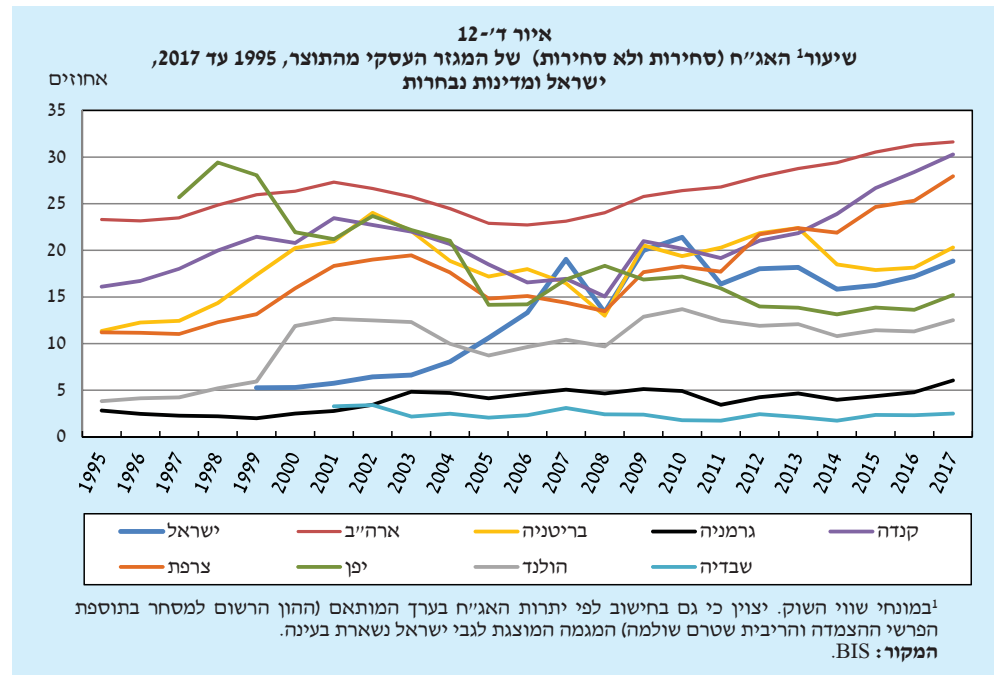
## פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית

על הסדרי החוב באג"ח, ולפיכך לא ניתן להפריד בין השפעת רצונן של החברות להימנע מסיקור תקשורתי שלילי לבין השפעות מסקנותיה של ועדת חודק. ועדת גולדשמידט, שמסקנותיה יושמו בשנת 2015, התייחסה להתנהלות בהלוואות קונסורציום<sup>36</sup> ובהלוואות ישירות, והמליצה, בין השאר, לחייב את הגופים המוסדיים לקבוע דירוג להלוואות הישירות שהם נותנים (דירוג פנימי) ולדווח עליו. קביעת כללים והגבלות רגולטוריות להשקעות הגופים המוסדיים משפיעה על ערוצי היצע האשראי שלהם.

### ד. השוואה בין-לאומית

תנאי הרקע בישראל והשינוי המבני הביאו לשינוי בתמהיל החוב של החברות העסקיות בארץ, ובולט השוני מהמגמות ששררו באותן שנים במדינות אחרות. משנת 2000 ועד 2007 צמח בישראל שיעור המימון של החברות באמצעות אג"ח<sup>37</sup> צמיחה חדה בהשוואה עולמית (איור ד'-12). צמיחה זו באה יחד עם ירידה של הריבית הבנקאית, שאותה על עלייה בהיצע האשראי לעסקים (איור ד'-8). לעומת זאת באירופה גדלו בשנים אלו שיעוריהם של נכסי הבנקים באחוזי תוצר, ושווי האג"ח של המגזר העסקי עלה רק במידה מתונה (Langfield and Pagano (2016)). לאחר 2010 הואט בישראל קצב הצמיחה של שיעור המימון באמצעות אג"ח מסך האשראי למגזר העסקי, ולפיכך שיעור זה בקנדה, בצרפת ובאנגליה גבוה מאשר בישראל.

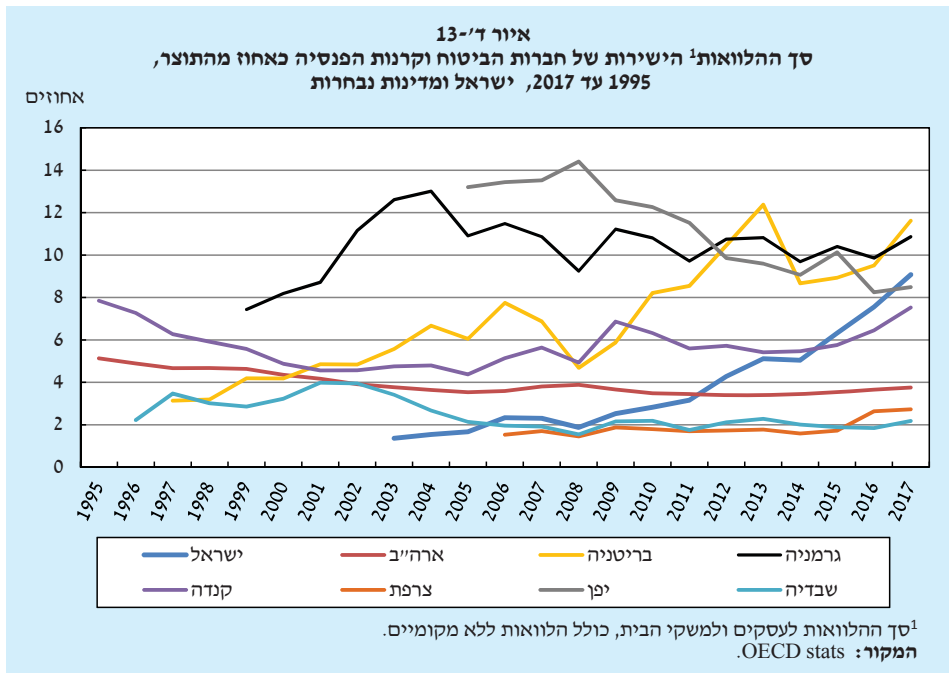
שיעור המימון באמצעות אג"ח מסך החוב אינו חריג בהשוואה בין-לאומית, אך שיעור ההלוואות הישירות גבוה בהשוואה כזאת.



<sup>36</sup> שיתוף פעולה של מספר מתווכי אשראי במתן הלוואות, לרוב באמצעות בנק מארגן.

<sup>37</sup> במדינות רבות חלק נכבד מאג"ח החברות מוחזק בידי הבנקים, בישראל שיעור החזקת האג"ח בידי הבנקים זניח.

בחינת ההתפתחות במתן הלוואות ישירות מהגופים המוסדיים<sup>38</sup> – למגזר העסקי ולמשקי הבית (איור ד'-13) – מלמדת כי שיעורו של מימון זה כאחוז מהתוצר בישראל גבוה בהשוואה בין-לאומית, ובשנים האחרונות הוא עלה עלייה חדה. כאשר מביאים בחשבון שבישראל מרבית ההלוואות ניתנות למגזר העסקי, ולא בהכרח זה המצב בעולם, הייחוד בישראל אף מתחדד.



## ה. מאפייני החוב

על רקע השינויים בהיצע המימון במשק ייתכנו הבדלים בין החברות המממנות את פעילותן באמצעות המקורות השונים – הלוואות בנקאיות, אג"ח מהגופים המוסדיים והלוואות מהגופים המוסדיים. להלן נבדוק מה ניתן להסיק מההבדלים במאפייני החברות לגבי היצע אשראי העומד בפניהן.

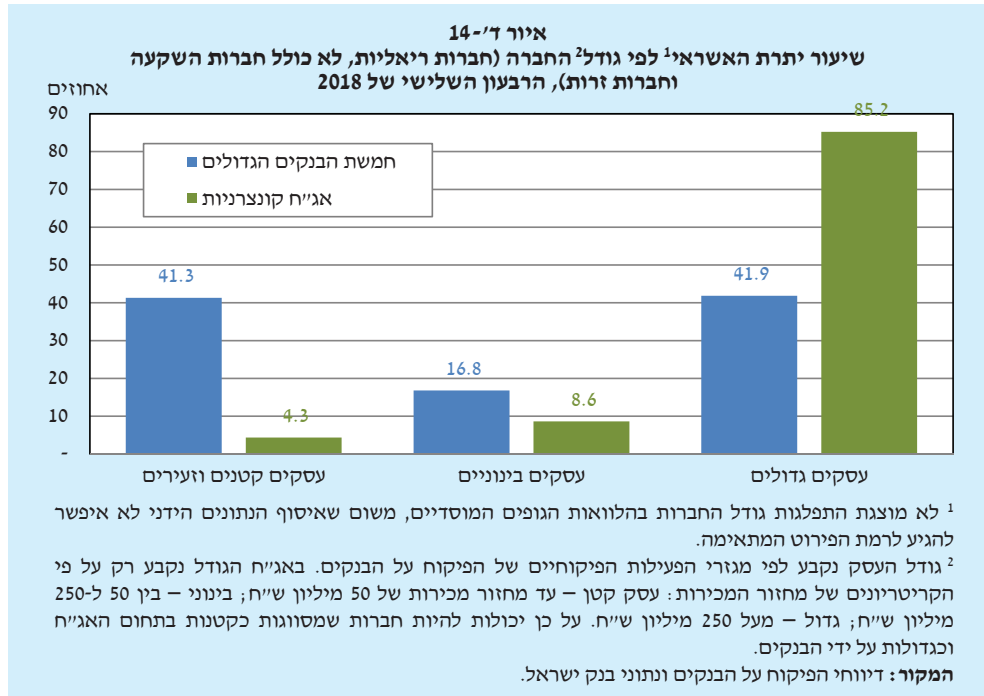
הגישה לאשראי בנקאי מתאפשרת לחברות בגדלים שונים.

### (1) מאפייני החוב הבנקאי

התפלגות האשראי הבנקאי של חמשת הבנקים הגדולים לפי גודל הלווה ברביע השלישי של 2018 מראה שכיום 58% ממנו ניתן לעסקים בינוניים, קטנים וזעירים; כלומר למגוון חברות (איור ד'-14)<sup>39</sup>. ההתפלגות לפי גודל העסקים מתכתבת עם הספרות, ומראה שהגישה לאשראי בנקאי מתאפשרת לחברות בגדלים שונים.

<sup>38</sup> בהשוואה הבין-לאומית מוצגים נתונים רק מחברות הביטוח וקרנות הפנסיה.

<sup>39</sup> הנתון מדווח רק החל מהרביע הראשון ב-2015 ולא מתעדכן אחורנית, אך הוא יציב לאורך כל התקופה.



**(2) מאפייני האג'יח<sup>40</sup>**

המימון באמצעות אג'יח נגיש בעיקר לחברות גדולות בעלות דירוג גבוה, ונראה שאיכות האג'יח עלתה בשנים האחרונות.

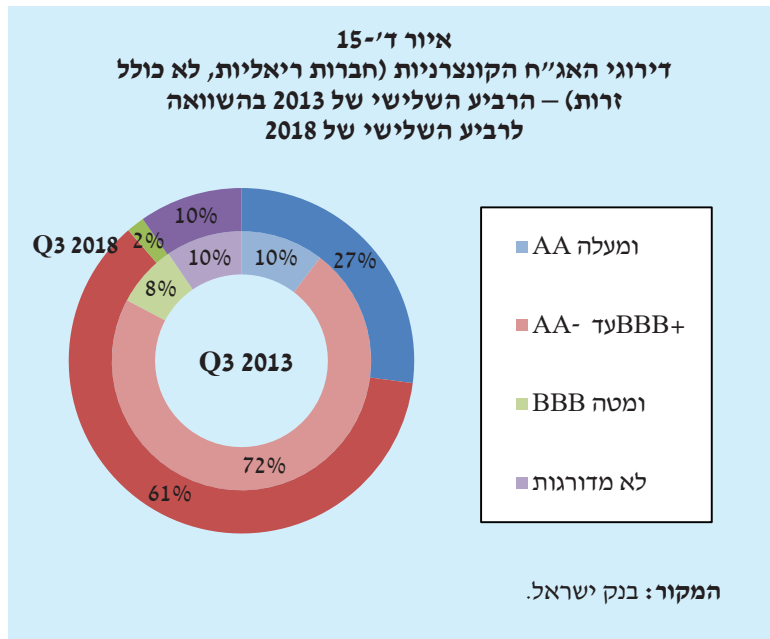
נכון לרביע השלישי של 2018 האג'יח הסחירות של חברות ישראליות במגזר העסקי בישראל שייכות ברובן לעסקים גדולים (איור ד'-14). השיעור הגבוה של עסקים גדולים המנפיקים אג'יח לאורך התקופה מחזק את הטענה, שנמצא בספרות, כי רק חברות גדולות וחזקות מגייסות חוב באמצעות שוק ההון (בגלל היצע הגופים המוסדיים או בגלל ביקוש החברות). ההנחה שהמימון באמצעות אג'יח נגיש בעיקר לחברות חזקות מתאימה לניתוח דירוגי האג'יח המקומיות<sup>41</sup>: שיעור האג'יח בדירוג השקעה ומעלה היה ברביע השלישי של 2018 88% (איור ד'-15), ודירוגי החברות עלו ביחס לרביע השלישי של 2013<sup>42</sup>, עלייה שעיקרה בשיעור האג'יח בדירוג AA ומעלה. התמונה והמגמה נשארות דומות גם לאחר ניכוי חברות השקעה והחזקות. העלייה בדירוג התרחשה כחמש שנים לאחר המשבר הכלכלי הגדול ולאחר פשיטות רגל של מספר לווים, שאולי הביאו להורדה של דירוגי החברות באופן גורף. מכאן שעליית הדירוגים מעידה ככל הנראה על עלייה באיכות אג'יח החברות המוחזקות בידי הגופים המוסדיים. כמו כן עלה שיעור האג'יח עם בטוחות בתקופה זו ועמד בסוף הרביע השלישי של 2018 על 26% (28% בניכוי חברות השקעה והחזקה).

<sup>40</sup> סך החוב כולל בתוכו גם אג'יח להמרה, שנחשבות למכשיר פיננסי שאינו בר השוואה במונחי תחליפיות לאיגרות חוב רגילות או הלוואות ישירות. עם זאת שיעורו זניח (בממוצע כ-1%), ולכן אינו משנה מהותית את המגמה המשתקפת בניתוח ואת המסקנות העולות ממנו.

<sup>41</sup> האג'יח בישראל מדורגות לפי הדירוג הישראלי ולא לפי הדירוג הבין-לאומי, ועל כן התוצאה מוטה כלפי מעלה.

<sup>42</sup> נתון בר השוואה לנתוני הלוואות הגופים המוסדיים, שעליהם יש לנו נתונים רק לשתי נקודות זמן – לרביע השלישי של 2013 ולזה של 2018. 2013 לרוונטית גם לבחינת תיק האג'יח לפני ועדת חודק. זאת משום שידוע כי מיצוי מלוא ההשפעה של המלצותיה על יתרות האג'יח ארך מספר שנים, ובשנים הראשונות החברות לא שינו את מאפייני האג'יח והמשיכו להנפיק סדרות ישנות (תיבה בדוח היציבות הפיננסית 2016).





**(3) המאפיינים של הלוואות הגופים המוסדיים<sup>43</sup>**

בניתוח תיק הלוואות של הגופים המוסדיים נמצא כי מתוך 62 מיליארדי ש"ח של הלוואות מגופים אלה ברביע השלישי של 2018, 87% ניתנו בדירוג השקעה ומעלה, בדומה לתמהיל האג"ח באותה תקופה (איור ד'-16). תמהיל דירוג הלוואות לאורך זמן הוא ללא שינוי. 47% מהלוואות הגופים המוסדיים ניתנו כחלק מקונסורציום, ועל כן תהליך חיתום הלוואה בדרך כלל לא התנהל ישירות על ידי הגוף המוסדי אלא לרוב על ידי בנק, המחזיק גם הוא חלק מהלוואה. 95% מהלוואות בקונסורציום הן בדירוג השקעה ומעלה.

שיעור הלוואות עם בטוחות גבוה מאוד, והוא עלה מ-89% בשנת 2013 ל-94% בשנת 2018. שיעור הלוואות עם בטוחות גבוה משמעותית משיעור האג"ח עם בטוחות לאורך כל התקופה. המידע המפורסם על הלוואות הגופים המוסדיים ניתן לרוב ללא יכולת זיהוי של החברה הלווה. לגבי הרביע השלישי של 2018 יש לנו מידע מפורט<sup>44</sup> על הלוואות בשווי 22 מיליארד ש"ח. מתוך הלוואות שעליהן יש לנו מידע 56% לא ניתנו כחלק מקונסורציום, ומתוכן 62% ניתנו לחברות פרטיות שלא הנפיקו מניות או אג"ח. כאשר בוחנים את החברות הפרטיות שקיבלו את הלוואות הישירות שלא כחלק מקונסורציום מזהים כרבע מהחברות ושליש משווי הלוואות מתוך רשימה של כ-885 החברות הגדולות במשק לפי D&B לשנת 2016. לגבי החברות הלא מזוהות לפי D&B – ניתן לראות משמותיהן כי מרבית הלוואות ניתנות לחברות בתחום התשתיות, ובפרט בתחום

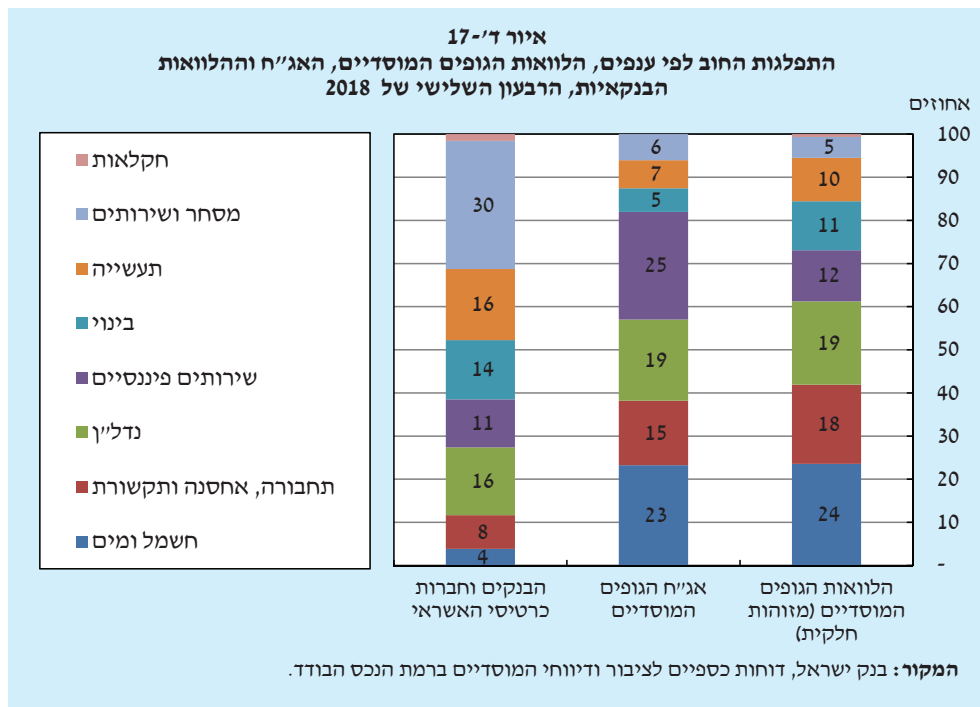
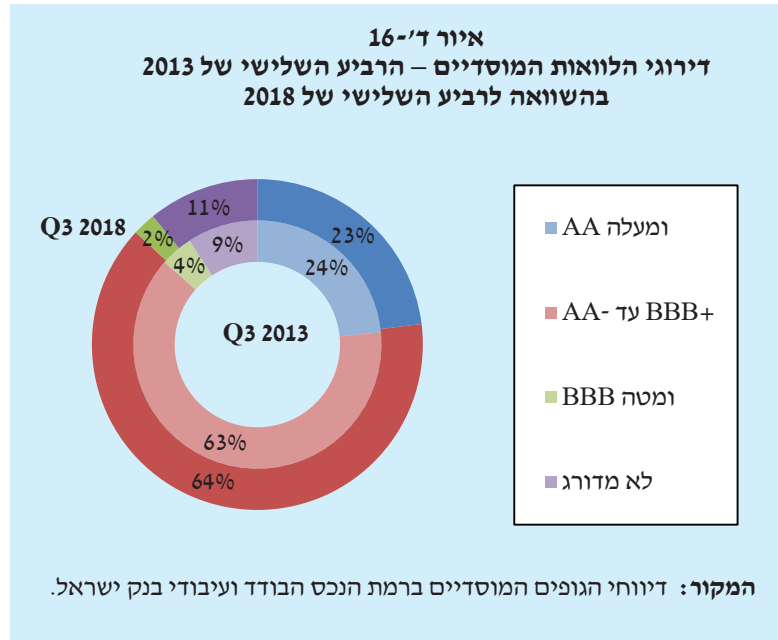
ההלוואות מהגופים המוסדיים ניתנו השנה בדירוג השקעה ומעלה, בדומה לאג"ח בשנה זו. תמהיל זה של הלוואות יציב זה כמה שנים.

ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים ניתנות בעיקר לחברות פרטיות, אך מרבית החברות האלה קשורות לחברות גדולות ו/או ציבוריות.

<sup>43</sup> הלוואות הגופים המוסדיים נותחו באמצעות איסוף ידני של פרטי הלוואות שהם העמידו ברביע השלישי של 2013 וזוהו של 2018. הובאו בחשבון הלוואות ישירות לישראלים שלא ניתנו לעמיתים, לא ניתנו כמשכנתה, ולא ניתנו עם בטוחה של רכב. מדובר ב-64.4% מסך תיק הלוואות של הגופים המוסדיים. הנתונים של שנת 2018 נלקחו מעשרת תאגידי הגופים המוסדיים הגדולים בשוק, שביניהם 95% מסך הלוואות של הגופים המוסדיים.

<sup>44</sup> כמה גופים מוסדיים מסרו, לגבי כל הלוואה, את מספר התאגיד ואף את שם החברה הלווה, דבר שאיפשר לנו לקבל מידע עליהן. מתוך עשרת תאגידי הגופים המוסדיים שבדקנו הצלחנו לקבל מידע על 4%-95%, המתייחס לקרנות/קופות/פוליסות ביטוח ספציפיות. לגבי חמישה תאגידיים יש לנו מידע על 60%-93% מסך הלוואות של התאגיד, ולגבי תאגיד שיש – על 72% מהלוואות. משמע שאחוז הזיהוי לגבי הקרנות/הקופות/פוליסות הביטוח שזוהו גבוה.

פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית



האנרגיה המתחדשת, כי רבות מהן ניתנות לחברות בנות או לחברות צינור של חברות ציבוריות, וכי ניתנות הלוואות לחברות או פרויקטים ציבוריים (כולל עיריות) וכן לענף הנדל"ן.<sup>45</sup> כאשר בוחנים את התפלגותן של הלוואות הגופים המוסדיים המזוהות (18 מיליארד ש"ח)<sup>45</sup> לפי ענפים בהשוואה להתפלגות הענפית של חוב האג"ח והחוב הבנקאי נראה כי ההתפלגות הענפית של הלוואות דומה יותר לזו של האג"ח – אך עם שיעור חשיפה גבוה יחסית לענפי חשמל ומים, תחבורה, אחסנה ותקשורת ובינוי, המקושרים לרוב עם תשתיות (איור ד'-17). השיעור הגבוה של הלוואות לתחום התשתיות יכול להסביר את התופעה של רמת השקעה גבוהה בתשתיות במשק בשנים האחרונות יחד עם העדר עלייה מקבילה בחוב של ענפים המקושרים לתשתיות לבנקים ובאג"ח: נראה אפוא שההשקעה בתשתיות ממומנת במידה משמעותית באמצעות הלוואות מהגופים המוסדיים.

## ו. חברות ציבוריות

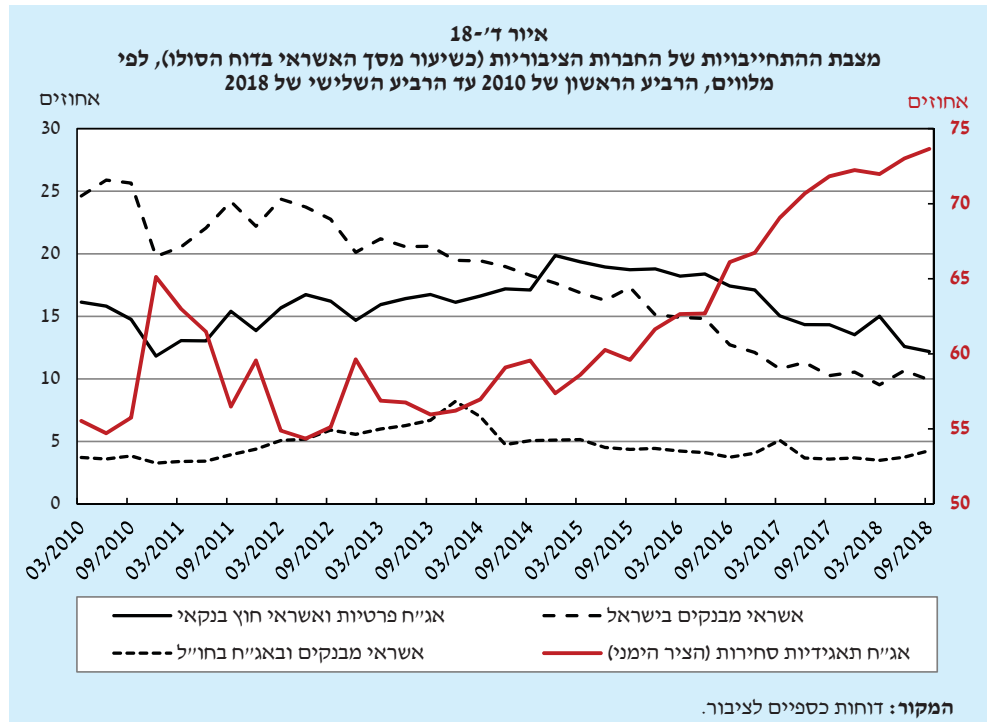
חברות ציבוריות (המנפיקות מניות, אג"ח או שניהם) הן החברות היחידות הנהנות מגישה לכל סוגי החוב – הלוואות בנקאיות, אג"ח והלוואות מהגופים המוסדיים. ניתוח הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות מראה מגמה שונה מזו של חוב המגזר העסקי בכללו: משנת 2010 השימוש של כלל המגזר באג"ח למימון הפעילות התמתן (איור ד'-12), בעוד שניתוח מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות, על פי דוחותיהן הכספיים<sup>46</sup>, מצביע על מגמת עלייה של שיעור המימון באמצעות אג"ח סחירות (איור ד'-18). מעניין במיוחד לראות ירידה של שיעור המימון באמצעות אג"ח פרטיות ואשראי חוץ בנקאי מ-2014 במקביל לעליית ההיצע של הלוואות הגופים המוסדיים בתקופה זו (איור ד'-13).

עליית שיעור המימון באמצעות אג"ח לאורך התקופה מעידה אף היא שמרבית הלוואות הגופים המוסדיים אינן ניתנות לחברות ציבוריות אלא לחברות פרטיות (או חברות בת/צינור פרטיות). עליית המימון באמצעות אג"ח יכולה להעיד גם על יתרונות של חוב זה עבור חברות ציבוריות. יתרונות אלו הם, ככל הנראה, עלות נמוכה יותר של הנפקת אג"ח עבור חברות שהנפיקו בעבר וכבר חלה עליהן חובת דיווח; נזילות, שנובעת מהסחירות; ותמחור נמוך של החוב, שנקבע גם על ידי הביקוש של קרנות הנאמנות והציבור באופן ישיר.

<sup>45</sup> מתוך 22 המיליארד שהגופים הלוו רק ב-18 מיליארד ניתן לזהות לפי ענפי הלמ"ס.

<sup>46</sup> דוח מצבת ההתחייבויות לפי מועדי פירעון מתפרסם על ידי החברות יחד עם הדיווח הכספי הרבעוני. במאזן ההתחייבויות מוצגות לרוב על בסיס העלות המותאמת לפי שיטת הריבית האפקטיבית (בהתאם לשיעור הריבית שנקבע ביום ההנפקה), ואילו הערכים במצבת ההתחייבויות מוצגים על בסיס הערך הנקוב, ללא התחשבות בערך הזמן של הכסף. בהגדרה יש פער בין שתי ההצגות האלה, אך הוא אינו מהותי לצורך הבנת המגמות ופילוח ההתחייבויות לפי מלווים. השווינו את סך הערך המותאם של האג"ח הסחירות לסך האג"ח המוחזקות בידי הציבור (בניכוי תשלום הריבית ברוטו) לפי דוח מצבת ההתחייבויות. ההפרש ביניהם שיעורו כ-3%, וסביר להניח שהוא נובע בעיקר מצבירת הריבית לערך המותאם. עוד ייתכן כי גורמים קשורים (חברות אס, בעל שליטה או חברות בנות) מחזיקים שיעור מסוים של אג"ח סחירות, שאינן נחשבות לאג"ח המוחזקות בידי הציבור, אך ככל הנראה מדובר בשיעור זניח מאוד. כאשר עושים את החישוב בניכוי חברות שעברו הסדרי חוב מתקבלות מגמות זהות. הנתון לא כולל את החוב של חברות מאוחדות פרטיות.

## פרק ד': ההתפתחויות בשוק האשראי של המגזר העסקי ומשקי הבית



### ז. החזקות הגופים המוסדיים

הגופים המוסדיים  
 רואים אג"ח והלוואות  
 כתחליפיים, באופן חלקי.

כאשר בוחנים את החברות המקבלות מימון באמצעות אג"ח מול חברות המקבלות מימון באמצעות הלוואות ישירות רואים קווי דמיון רבים בין שתי הקבוצות (בעיקר בגודל ובדירוג), אך גם הבדלים: חברות ציבוריות לוות באמצעות אג"ח, ופרטיות – באמצעות הלוואות ישירות. כמו כן יש הבדלים בחלוקה הענפית. עולה השאלה אם הגופים המוסדיים רואים את שני סוגי החוב – הלוואות ואג"ח – כתחליפיים. בחינת תיק ההשקעות של הגופים המוסדיים לאורך השנים מראה מקדם גרסיה שלילי ומובהק<sup>47</sup> של כ-0.35 בין שיעור הלוואות בתיק ההשקעות של הקרן לבין שיעור ההשקעה באג"ח ישראליות באותה הקרן. המקדם נשאר באותו סדר גודל גם אם מוסיפים משתני בקרה לשנים (2009–2017) ולקרן הספציפית. מכאן שהגופים המוסדיים אכן רואים את שני סוגי חוב, לפחות באופן חלקי, כתחליפיים. על כן, עם גידולן של ההשקעות בהלוואות, הגופים המוסדיים מסיטים את השקעתם מאג"ח להלוואות ישירות.

אחד ההסברים להסטה הוא ששני סוגי החוב דומים, והמעבר להלוואות נובע מהרצון של חברות להימנע מהעלויות של הנפקת אג"ח, שהן גבוהות מאלה של הלוואות ישירות. לפיכך חברות ציבוריות, שיכלו להשיג מימון באמצעות אג"ח, מקימות חברות צינור פרטיות כדי ליהנות מהיתרונות הגלומים בהלוואות תוך הפחתת העלויות הכרוכות בדרישות שעל חברות ציבוריות לעמוד בהן. ייתכן שגם הירידה של מספר החברות הציבוריות בשנים האחרונות נובעת ממניע זה. ואולם מתוך ההלוואות שעליהן יש לנו מידע מפורט זיהינו 61 חברות ציבוריות, בעבר או בהווה, שקיבלו הלוואות מהגופים המוסדיים, ומתוכן רק 8 חברות הפסיקו להנפיק אג"ח לאחר 2010, ואפשר שהפכו לחברות פרטיות. נוסף על כך נרשמה עלייה במימון החברות הציבוריות

<sup>47</sup> רמת מובהקות של 1%.

באמצעות אג"ח, המצביעה דווקא על יתרון של מימון זה עבורן. לא נראה אפוא שזהו ההסבר למלוא היקפה של התופעה.

סיבה שנייה להסטה היא שהגופים המוסדיים מקטינים את חשיפתם לאג"ח חברות בהעדיפים לתת הלוואות. זאת אולי משום שההלוואות ניתנות כנראה בעיקר לפרויקטים ארוכי טווח בתחום התשתיות או בגלל תשואה עודפת הנובעת מהיותו של החוב לא נוזל (illiquidity premium). ירידת שיעור ההשקעה באג"ח, המתלווה לעליית שיעור ההשקעה בהלוואות, יכולה לנבוע מרצון כללי של הגופים המוסדיים להשקיע פחות באג"ח<sup>48</sup>. זאת מפני שייתכן כי הרחבה של ההשקעה באג"ח תביא לעלייה במינוף החברות או לפנייה אל חברות מסוכנות יחסית, מה שאינו תואם את שנאת הסיכון של הגופים המוסדיים (בעיקר אחרי פשיטות הרגל וההד התקשורת של 2009 וועדת חודק). יש לציין שמדובר בירידת שיעור האג"ח מסך הנכסים של הגופים המוסדיים, שכן עם צמיחת נכסי הגופים המוסדיים גדלה גם ההשקעה הכספית. ייתכן גם כי הרחבה גדולה יותר של האשראי אינה אפשרית על רקע מגבלה כללית של ביקוש החברות הגדולות בישראל לחוב בהתאם למבנה הענפי של החברות, שתואר בתחילת הדיון בפרק; הירידה באג"ח יכולה לנבוע גם מירידת הביקוש-לחוב של חברות ציבוריות שעברו למימון פעילותן באמצעות הקמת חברות פרטיות.

ההסטה להלוואות נובעת ככל הנראה מהיתרון של השקעה בהלוואות ישירות יחד עם חוסר רצון של הגופים המוסדיים להרחיב את חשיפתם לאג"ח וביקוש מוגבל לאשראי מצד החברות הגדולות בישראל.

## ח. סיכום

הרחבת המימון החוץ בנקאי בישראל מאז שנות ה-2000 מעידה על שינוי מבני משמעותי, שהוא גדול גם בהשוואה למגמה העולמית. כן ניכרת עלייה חדה בהלוואות הישירות של הגופים המוסדיים לחברות.

נמצא שבדומה למתואר בסקירת הספרות, המימון הבנקאי מופנה אל מגוון חברות, ואילו המימון החוץ בנקאי באמצעות אג"ח ניתן כיום בעיקר לחברות גדולות בעלות דירוג גבוה. החברות הציבוריות, הנהנות מגישה לכל סוגי החוב, בוחרות ללוות באמצעות אג"ח. בחירתן זו מעידה על יתרון של חוב זה עבורן, שנובע כנראה מהתמחר והסחירות של אג"ח.

בשונה ממה שנמצא בעבר בארה"ב, ההלוואות הישירות של הגופים המוסדיים בישראל הן בדירוג גבוה, וניתנות בעיקר לחברות פרטיות. עם זאת נראה שחלק גדול מהחברות המקבלות מימון מהגופים המוסדיים קשורות לחברות הגדולות במשק ולחברות ציבוריות, שיעור גבוה מהן לשם מימון פרויקטים של תשתיות. המעבר של הגופים המוסדיים למתן הלוואות ישירות מרחיב את סוג החברות והפרויקטים המקבלים מימון מגופים אלו. נמצא קשר שלילי חזק ומובהק של 0.35 בין החזקות הגופים המוסדיים בהלוואות ישירות לבין ההשקעות באג"ח חברות בישראל, קשר המעיד על הסטה בין שני סוגי החוב. ההסטה להלוואות נובעת ככל הנראה מהיתרון של השקעה בהלוואות ישירות יחד עם חוסר רצון של הגופים המוסדיים להרחיב את חשיפתם לאג"ח וביקוש מוגבל לאשראי של החברות הגדולות בישראל.

הכניסה של הגופים המוסדיים לשוק אג"ח החברות הביאה להרחבת היצע האשראי ונגישות האשראי לחברות הגדולות במשק, ומשתמע מהספרות המקצועית שהרחבה זו תוביל להתאוששות מהירה יחסית של המשק לאחר תקופות של משברים כלכליים. לעומת זאת לא נראה שהמעבר של הגופים המוסדיים להשקעה בחברות באמצעות הלוואות ישירות הביא לעלייה בנגישות האשראי לחברות, משום שהוא ניתן בעיקר לחברות הגדולות במשק או לחברות הקשורות לחברות הגדולות והציבוריות. האתגר של הגדלת נגישות האשראי לעסקים קטנים ובינוניים עומד אפוא בעינו. היכולת של הגופים המוסדיים לתת אשראי לעסקים קטנים ובינוניים באופן ישיר מוגבלת, בגלל

<sup>48</sup> יחד עם מעבר להשקעה בנכסים בחו"ל. שיעור ההשקעה בנכסים בחו"ל הוא במגמת עלייה בשנים האחרונות ובסוף 2018 הוא עמד על כ-19% מהנכסים של הגופים המוסדיים.

עלויות תפעול וגבייה משמעותיות, וגם בגלל העדר שוק איגוח מפותח, שהיה תורם להרחבת האשראי תוך המשך תפעולו על ידי בנקים. עם זאת, התרת גיוס אג"ח בשוק ההון למתווכי אשראי מוסדרים, החל משנת 2015, מאפשרת לגופים המוסדיים להשקיע באשראי לעסקים קטנים ובינוניים גם באופן עקיף: המתווכים המוסדרים מגייסים מהם אג"ח ומלווים לעסקים אלה. ואכן רואים בשנים האחרונות, ובפרט השנה, עלייה גם בהיקף הגיוסים של מתווכי האשראי המוסדרים (שמרביתם הונפקו ישירות לגופים המוסדיים) וגם בהיקף מתן האשראי של מתווכי האשראי המוסדרים למגזר העסקי<sup>49</sup>. העלייה במתן האשראי של מתווכי האשראי המוסדרים גם מעידה על הביקוש של חברות קטנות ובינוניות לאשראי. הממשלה גם פועלת להנגיש את האשראי מהגופים המוסדיים לעסקים קטנים ובינוניים, וזאת באמצעות שתי קרנות השקעה שהוקמו ב-2016. המדינה משקיעה בקרנות אלו 25% מסך ההשקעה בהן. זאת במעמד של "משקיע נחות" באופן שמעלה את התשואה לגופים המוסדיים ומצמצם את הפסדיהם. קרנות אלו גייסו כ-900 מיליון ש"ח ומתוכם הושקעו בעסקים קטנים ובינוניים כ-350 מיליון ש"ח. נוסף על כך הכריזה המדינה על מתן מענק למתווכי אשראי מוסדרים שהיקף האשראי אשר ייתנו לעסקים קטנים ובינוניים יגיע ל-500 מיליון ש"ח.

### ביבליוגרפיה

ברודסקי, א' (2017). "שיעורי החוזר בשוק איגרות החוב בישראל 2008-2015", סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2017.07.

ברק, א' (2017), "פונקציית הצריכה הפרטית בישראל", סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2017.04.

ריבון, ס' ומ' קהן (2013). "השפעת מחירי הדירות והשכירות על הצריכה הפרטית בישראל – בחינה באמצעות נתונים מיקרו-כלכליים". סדרת מאמרים לדיון של בנק ישראל 2013.06.

Allen, F, X. Gu and O. Kowalewski (2012). "Financial crisis, structure and reform", *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2960–2973.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and V. Maksimovic (2008). "Financing patterns around the world: Are small firms different", *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.

Benmelech, E., A. Guren and B. T Melzer. (2017). "Making the house a home: the stimulative effect of home purchases on consumption and investment", *National Bureau of Economic Research* (No. w23570).

Benzion, U., E. Lahav, and K. Galil (2015). Debt composition and lax screening in the Israel corporate bond market. Manuscript.

Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic (2001). "Capital structures in developing countries" *The journal of finance* 56, no. 1: 87-130.

Chakraborty, S. and T. Ray (2006). "Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis", *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329-350.

<sup>49</sup> יש לזכור שאנו רואים היום רק תמונה חלקית של האשראי ממתווכי האשראי המוסדרים.

- Denis, D. J., and V. T. Mihov (2003). "The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: evidence from new corporate borrowings". *Journal of financial Economics*, 70(1), 3–28.
- Diamond, D. W. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring", *The review of economic studies*, 51(3), 393–414.
- Diamond, D. W. (1991). "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of political Economy*, 99(4), 689–721.
- Fama, E. F. (1985). "What's different about banks?", *Journal of monetary economics*, 15(1), 29–39.
- Gertner, R. and D. Scharfstein (1991). "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *The Journal of Finance*, 46(4), 1189–1222.
- Gomes, A., and G. Phillips (2012). "Why do public firms issue private and public securities?". *Journal of Financial Intermediation*, 21(4), 619–658.
- Graham, J. R., M. T. Leary and M. R. Roberts (2015). "A century of capital structure: The everaging of corporate America", *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683.
- Jordà, Ò., M. Schularick and A. M. Taylor (2016). "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy*, 31(85), 107–152.
- Laeven, M. L. (2014). "The development of local capital markets: rationale and challenges", *International Monetary Fund* (No. 14–234).
- Langfield, S. and M. Pagano (2016). "Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth", *Economic Policy*, 31(85), 51–106.
- Levine, R. (2002). "Bank-based or market-based financial systems: which is better?". *Journal of financial intermediation*, 11(4), 398–428.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of financial economics*, 13(2), 187–221.
- Rauh, J. D. and A. Sufi (2010). "Capital structure and debt structure", *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242–4280.