

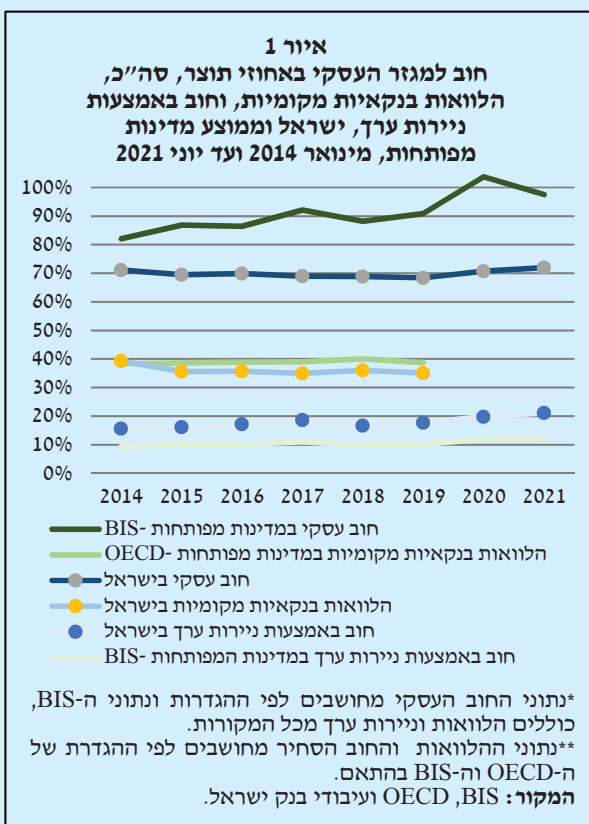
תיבה ד'-1: יחס החוב העסקי לתוצר בהשוואה בין-לאומית

- יחס החוב העסקי לתוצר בישראל נמוך בהשוואה בין-לאומית, והפער עמד ב-2021 על 26 נקודות אחוז.
- התפיסה הרווחת היא שהמאפיינים של מבנה המשק והרמה הנמוכה יחסית של פעילות נותני האשראי החוץ-בנקאיים המקומיים הם הגורמים המרכזיים לפער בין ישראל למדינות המפותחות ברמתו של יחס החוב העסקי לתוצר.
- בתיבה זו אנו מציעים הסבר נוסף לפער – פעילותן של חברות בין-לאומיות, המושפעות מהבדלים בשיטת המיסוי בין ישראל למדינות אחרות, בעיקר באירופה.

יחס החוב העסקי לתוצר בישראל, שאמור לבטא את כמות האשראי שהחברות העסקיות נוטלות ביחס להיקף הפעילות הכלכלית, נמוך בהשוואה בין-לאומית (איור 1). הפער בין ישראל למוצע המדינות המפותחות עמד ב-2021 על 26 נקודות אחוז. רמתו הנמוכה יחסית בישראל בהשוואה למדינות המפותחות האחרות מעסיקה את מקבלי ההחלטות, משום שהיא מעלה שאלות בדבר קשיים של חברות ישראליות במימון פעילותן. בניתוחים שבאו להסביר את הפער ביחס החוב העסקי לתוצר בין ישראל לעולם הועלו מספר סיבות – בהן השיעור הגבוה של ענף השירותים וחברות ההיי-טק,

המאופיינים ברמות חוב נמוכות יחסית, בתוצר הישראלי, חוק הריכוזיות ותהליך פירוק הפירמידות. תהליך זה הביא למגמת ירידה של החוב, משום שהוא צמצם את רכישתן של חברות, ועמה – את השימוש בהלוואות לשם כך. למגמת הירידה של שימוש החברות הציבוריות בחוב, משנת 2008 ואילך, תרמה גם מגמת עלייה במקורותיהן הפנימיים. (להרחבה בסוגיות אלו ראו דוחות בנק ישראל לשנים 2018 ו-2019). בתיבה זו נציג גורם נוסף שעשוי להסביר את הפער בין ישראל לעולם ברמת החוב העסקי – פעילותן של חברות בין-לאומיות. אלה בוחרות ליטול בישראל פחות אשראי מאשר בחו"ל תוך ניצול הבדלי המיסוי בין ישראל למדינות אחרות.

בחניתן של רמות החוב העסקי בישראל ובמדינות המפותחות לפי מקור האשראי מראה שהחוב באמצעות ניירות ערך בישראל אינו נמוך מאשר בהן, ואפילו גבוה בכ-9 נקודות אחוז תוצר מהמוצע של המדינות המפותחות (נתוני ה-BIS¹; איור 1). נוסף על כך מלמדת השוואת הנתונים של ישראל לנתוני ה-OECD על סך ההלוואות של המדינות המפותחות למגזר העסקי מבנקים מקומיים² שסך ההלוואות של ישראל ממקורות מקומיים נמוך בכ-4 נקודות אחוז מזה של המדינות



¹ <https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>

² ההגדרה של ה-OECD שונה מעט מההגדרה של ה-BIS, שעל בסיסה מחושב סך החוב העסקי ביחס לתוצר. ההגדרה של ה-OECD לא כוללת את האשראי מחברות קשורות ומחוי"ל. ולכן מאפשרת בחינה של נושא זה. שוני אחר בהגדרות נובע משיטה חשבונאית אחרת והגדרה שונה במקצת של גופים במגזר העסקי. בישראל הנתון לא כולל את החוב לענף השירותים הפיננסיים.

המפותחות (איור 1).³ מכאן שמרבית הפער בחוב העסקי בין ישראל לעולם נובע מה"שארית" – שעיקרה הלוואות מגופים חוץ-בנקאיים פיננסיים ולא-פיננסיים או הלוואות מחו"ל. הגופים הפיננסיים החוץ-בנקאיים בישראל פחות מפותחים מאשר בעולם, ולכן נותנים אשראי מועט יחסית, תופעה שכל הנראה מסבירה חלק מהפער ב"שארית" בין ישראל לבין העולם. נושא זה נידון לאחרונה בתיבה "התפתחות הסיכונים בפעילותם של נותני האשראי החוץ-בנקאיים" שבדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021, וכן בדוח על תוכנית בנק ישראל להאצת הצמיחה במשק⁴ ובדוח בנק ישראל לשנת 2019. בתיבה הנוכחית נבחן גם רכיבים אחרים המשפיעים על ה"שארית".

רכיב אחד שיש לנו עליו מידע בהשוואה בין-לאומית הוא החוב לבנקים זרים. לפי נתוני ה-BIS רמת האשראי המתקבל מבנקים זרים בישראל נמוכה ביחס לרמתו בעולם (איור 2). הפער בין החוב העסקי לבנקים זרים בישראל לבין ממוצע המדינות המפותחות הוא 4 נקודות אחוז. פער זה אינו יכול אפוא להסביר את מרבית הפער ביחס החוב העסקי לתוצר, אף שהשפעתו אינה זניחה.



רמתו הנמוכה יחסית של יחס החוב העסקי לתוצר בישראל מושפעת מהנגישות של בנקים זרים (למשל מהריחוק הגיאוגרפי ומהבדלי שפה), וככל הנראה גם מהבדלים במיסוי. בעת קבלת הלוואה מחו"ל מנוכה בישראל מס במקור מהריבית שגובה הבנק הזר, וזה מגלגל את העלות אל נוטל האשראי באמצעות העלאת הריבית. מחיר מוגדל זה מקשה על חברות ישראליות ליטול האשראי מחו"ל. בדיקה של מערכת המס באירופה⁵ מראה שבמדינות אלו יש פטור מניכוי מס במקור על הריבית (הפטור וההכרה בהוצאות המימון מוגבלים בתקרות) גם בארצות הברית יש פטור מניכוי מס במקור על הריבית.

³ כאשר בוחנים את רמת החוב העסקי שמקורו בבנקים מקומיים מנתוני ה-ECB לפי מדגם של מדינות אירופיות (ECB statistics) מתקבלת תמונה דומה: רמת החוב בישראל נמוכה בכ-7 נקודות אחוז מהממוצע של החוב הבנקאי המקומי במדינות אלו.

⁴ <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/16-6-21.aspx>

⁵ Ruud A. de Mooij, Shafik Hebous. 2017. "Curbing Corporate Debt Bias". IMF Working Paper No. 17/22

החשיבות של ניכוי מס במקור על הריבית עולה גם מתזכיר חוק שפורסם ביולי 2021, במטרה להביא להנהגת פטור מניכוי זה בהלוואות מחו"ל למגזר ההיי-טק בישראל. הטיעון הוא ששוק ההלוואות המקומי בתחום ההיי-טק אינו מפותח, וניכוי המס מקשה עליו להשיג אשראי מחו"ל, מצב שבעטיו חברות היי-טק מתממנות בחוב ברמה זניחה בהשוואה בין-לאומית (טיטוט הצעת-מחליטים: "תוכנית לקידום חדשנות צמיחת ענף ההייטק וחיזוק המובילות הטכנולוגית והמדעית"). עם זאת, מטרתו של ניכוי המס במקור היא למנוע מחברות ישראליות תכנוני מס והעברת הכנסות לחו"ל. הסבר נוסף שאנו מציעים כאן לפער ב"שארית" בין ישראל לבין העולם נעוץ בפעילותן של חברות בין-לאומיות בעולם, המביאה לשיעור גבוה של חובן העסקי, ובפרט של החוב לחברות הקשורות אליהן⁶; זאת בעיקר על רקע הפטור מניכוי מס במקור במדינות אירופה, המאפשר למגזר העסקי בהן ליטול חובות מחו"ל ללא אובדן הכנסות. בדוחות ה-Financial Stability Review של ה-ECB⁷ מוזכר כי במדינות אירופה המבנה התאגידי כולל פעילות ענפה של הלוואות מחברות הקשורות לחברות בין-לאומיות, ומאחר שהנושים של חוב זה הם החברות הקשורות, שהן בעלות אינטרס כלכלי משותף עם החברה נוטלת ההלוואה, סיכון-המינוף ממנו נמוך יחסית. חברות במדינות שבהן רמת מס ההכנסה גבוהה ייטו לקחת חוב כדי ליהנות מן הפטור מניכוי המס על ההוצאה. על רקע פטור זה הלוואות מחברות קשורות במדינות זרות נפוצות באירופה. במקרים רבים אותן מדינות זרות הן מרכזים פיננסיים. נראה שהחברות במדינות אלה משיגות את המימון להלוואות שהן נותנות לחברות הקשורות אליהן באמצעות הפעילות הפיננסית המקומית, ולכן במדינות שהן מרכזים פיננסיים עלולה להיווצר ספירה כפולה של החוב הלאומי, כך שרמתו הרשומה גבוהה מזו האמיתית. נכון לרבעון השני של 2021 (נתוני BIS) עשר המדינות שבהן שיעור החוב העסקי הוא הגבוה ביותר הן לוקסמבורג, הונג-קונג, שבדיה, אירלנד, צרפת, סין, הולנד, בלגיה, נורבגיה ושווייץ. שיעור החוב העסקי במדינות אלו הוא בין 322 אחוזי תוצר ל-146 אחוזי תוצר (פי שניים ויותר מאשר בישראל). מדינות אלו מאופיינות בשיעור גבוה של פעילות חברות בין-לאומיות, וחלקן ידועות כמרכזים פיננסיים. נראה כי פעילות זו מעלה בהן את היחס הרשום של החוב העסקי לתוצר.⁸ אף שאין נתונים על החוב העסקי לחברות קשורות, ניתן ללמוד על נפח פעילותן מסך הפעילות העסקית של החברות הבין-לאומיות; בדיקה מעלה כי בלוקסמבורג, נורבגיה ואירלנד כ-70% מההכנסות ממס החברות מגיעים מחברות בין-לאומיות, בעוד שהמוצע של כל המדינות המדווחות הוא כמחצית משיעור זה.⁹ בשוודיה כ-50% משיעורו של החוב העסקי מהתוצר הם חוב לחברות קשורות,¹⁰ ו-50% מהכנסות המדינה ממס החברות נובעים מחברות בין-לאומיות.¹¹ בצרפת, נכון ל-2017, כ-40% מהחוב העסקי הם חוב מקומי לחברות קשורות,¹² וכ-45% ממס החברות במדינה נובעים מחברות בין-לאומיות.¹³ בהולנד כ-60% מהחוב העסקי הם חוב לחברות בין-לאומיות, וכ-80% מהחוב העסקי נובעים מהלוואות בין חברות קשורות.¹⁴ כך גם כ-50% מההכנסות ממס החברות בהולנד נובעים מחברות בין-לאומיות.¹⁵ בבלגיה

⁶ בישראל, שלא כמו בחו"ל, כדי להימנע מספירה כפולה סופרים את החוב של חברות ההחזקה ולא את זה של החברות הקשורות. בעולם, לרוב, סופרים את החוב של חברות קשורות ולא את החוב של חברות ההחזקה.

⁷ לדוגמה: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201805.en.html?force_isolation=true. הנושא מוזכר גם ב-IMF Country Report No. 19/321.

⁸ ייתכן שחלק מההטיה נובע מהעובדה שהחוב של החברות הבין-לאומיות גבוה מתרומתן לתוצר המקומי

⁹ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹⁰ <https://www.statistikdatabasen.scb.se/sq/112977>

¹¹ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹² IMF Country Report No. 19/321

¹³ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

¹⁴ <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/en/dataset/84099ENG/table?dl=57BFC>

¹⁵ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021

כ-60% מהחוב העסקי הם הלוואות בין חברות קשורות¹⁶ אף כי רק 26% מההכנסות ממס החברות נובעות מחברות בין-לאומיות (אולי על רקע הטבות מס לחברות אלו המפחיתות את גביית המס מהן).¹⁷ לשם השוואה נסתכל על הפער בין שיעור החוב העסקי מהתוצר בישראל לבין ממוצע המדינות האנגלוסכסיות (ארה"ב, קנדה, אנגליה, אוסטרליה וניו-זילנד) ללא מדינות אירופה, שלגביהן מצאנו כי היחס מושפע מפעילות החברות הקשורות. הפער עומד על כ-13 נקודות אחוז, מחצית מהפער בין ישראל לבין כל המדינות המפותחות. לפי ניתוח זה ההסבר לחלק מהפער בין ישראל לעולם ביחס החוב העסקי לתוצר נעוץ, כנראה, בפעילות של חברות בין-לאומיות באירופה ובהבדלי המיסוי בין ישראל לעולם. מעבר להסבר הטכני (הספירה הכפולה), העדר פטור מניכוי מס במקור על הריבית בישראל מייקר את האשראי מחברות קשורות ומבנקים זרים, ולכן אפשר שחלק מהפער מעיד על קושי של חברות מקומיות בהשגת אשראי, יחסית לחברות בעולם. יחד עם האמור בתיבה ו'2- בפרק ו', התיבה הנוכחית מעידה על החשיבות של נושא המיסוי הבין-לאומי בניתוח של נתונים כלכליים ובהשוואתם בין מדינות.

¹⁶ [#https://stat.nbb.be/?lang=en](https://stat.nbb.be/?lang=en)

¹⁷ Corporate Tax Statistics Third Addition – OECD Publications 2021