

תיבה ד'-2: מקורות המימון של חברות

חברות יכולות לממן את פעילותן באמצעות מקורות פנימיים (קרי רווחים צבורים), הון מניות (וביחד, להלן – "הון עצמי"), חוב פיננסי או שילוב של כל המקורות הללו. בתיבה זו נתאר על קצה המזלג את התיאוריה בנושא¹, ובמקביל את תמונת המצב בחברות בישראל בהשוואה לעולם. קיימות תיאוריות שונות במימון חברות המתמודדות עם השאלה כיצד מחליטה חברה איך לממן את פעילותה, ובפרט מתי היא תעדיף מימון באמצעות חוב ומתי באמצעות הון עצמי. נקודת מוצא טובה היא משפט Modigliani and Miller (1958). לפי משפט זה, יש שקילות בין גיוס חוב לגיוס הון, אולם זו מתקיימת רק בשוק עם מאפיינים מאוד מסוימים². בשווקים אשר חסרים את המאפיינים הנדרשים – כמו, למשל, שווקים עם מסים – מופר המשפט ויש יתרון לחברה המממנת את עצמה באמצעות חוב. זאת מאחר שהחברה יכולה לנכות ממס את תשלומי הריבית³. כאשר מתייחסים גם לעלויות של פשיטת רגל⁴, חברה תבחר באמצעות כמה חוב וכמה הון לממן את פעילותה על ידי איזון בין החסרונות לבין היתרונות של כל אחת מהחלופות הללו^{5,6}.

¹ הרחבה על הספרות בנושא מימון חברות ניתן למצוא במאמרם של Graham and Leary (2011).

² בשווקים יעילים, ללא מיסוי, ללא עלויות פשיטת רגל, ללא עלויות סוכן וללא מידע א-סימטרי.

³ Modigliani and Miller (1963).

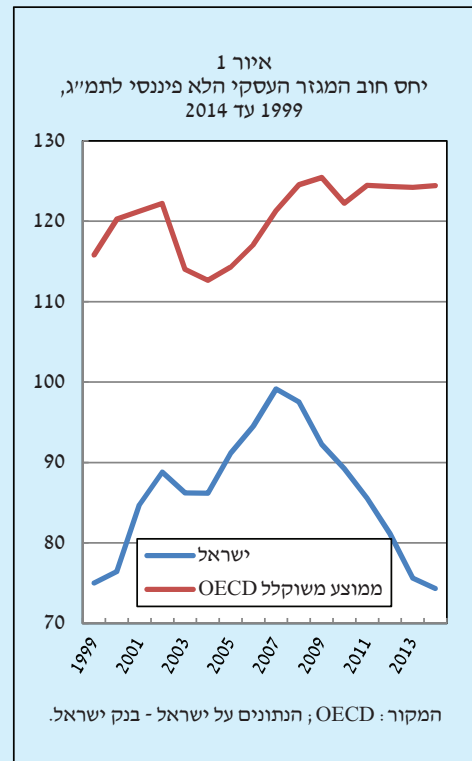
⁴ בגיוס חוב גלום ההפסד בגין עלויות פשיטת רגל.

⁵ תיאוריית ה-trade off.

⁶ ראו, לדוגמה, Kraus and Litzenberger (1973).

תיאוריה נוספת היא תיאוריית ה-pecking order, שעל פיה קיים סדר עדיפויות, שלפיו החברה תעדיף קודם כול להשתמש במזומנים שברשותה (מקורות פנימיים) על מנת לממן השקעות. אם יש מחסור במזומנים, החברה תפנה להלוואות או להנפקת חוב, והנפקת מניות תהיה במקום האחרון בסדר העדיפויות. זאת משום שגיוס חוב כרוך בעלויות התחלתיות נמוכות יותר ואינו משנה את מבנה הבעלות. התיאוריה מתבססת על כך שמשקיעים מפרשים גיוס הון עצמי כאיתות שהמניה מתומחרת ביתר. המנהלים, שמכירים את מצב החברה טוב יותר ממשקיעים חיצוניים (אסימטריה במידע), ינפיקו רק כאשר קיימים משקיעים חיצוניים המיטיבים עם בעלי המניות, כלומר משקיעים המעריכים את החברה ביתר ומשלמים מחיר עודף⁷. באופן זה, המנהלים יימנעו מהנפקת הון ככל שניתן⁸. הספרות האמפירית מראה, כי הגורמים העיקריים המשפיעים על שיעור החוב של פירמה הם אופי הפירמה, הענף אליו היא משתייכת ומאפייני המדינה בה היא ממוקמת⁹.

משנת 1999 עד 2008, המגזר העסקי הלא פיננסי במדינות ה-OECD הגדיל (בממוצע) את המינוף שלו (איור 1), כלומר – הסתמך בפעילותו על חוב יותר מאשר על הון עצמי, ואילו החל משנת 2008 ועד שנת 2014 יחס החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי לתמ"ג נותר פחות או יותר ללא שינוי. בישראל, לעומת זאת, יחס זה עלה עד שנת 2007, ואילו החל משנת 2008 הוא יורד באופן עקבי, בניגוד למתרחש בעולם. מבין



הגורמים העיקריים למגמה זו יש לציין את הנקודות הבאות: (א) בסוף 2005 החלו ביישום רפורמת בכר, אשר בעקבותיה החל זינוק בהנפקת אג"ח קונצרני שתרם, בין היתר, לעליית יחס המינוף הכללי בישראל; (ב) ריבוי הסדרי החוב תרם כנראה להיפוך במגמת המינוף בשנת 2008. ההיפוך היווה, קרוב לוודאי, תיקון להנפקת יתר מייד לאחר הרפורמה, אשר לא לוותה ברגולציה מתאימה ובהסדרים משפטיים¹⁰. מעבר לשוני במגמה, יש להוסיף, כי יחס זה נמוך בישראל משמעותית בהשוואה לממוצע של מדינות ה-OECD. נכון לשנת 2014, ממוצע ה-OECD עמד על כ-124 אחוזים, ואילו היחס בישראל עמד על 74 אחוזים בלבד.

בניגוד לחוב, ישראל דומה לממוצע במדינות ה-OECD במגמת ההתפתחות של היחס בין שווי השוק של החברות הציבוריות לתמ"ג במדינה¹¹ בשנים 1995-2014 (איור 2). ברמת היחס, ישראל הייתה דומה לעולם רק בחלק מהתקופה הנסקרת (2008-2010), כאשר בשנים שלאחר מכן, נפתח שוב פער בין השניים.

בחלק ב1 בגוף הפרק מצוין, כי בישראל היציבות בכמות המזומנים ובתזרים המזומנים של חברות מפעילות שוטפת ביחס לנכסים, לצד עלייה ברווח הנקי ביחס לנכסים במאזן¹², תרמה לחברות העסקיות לממן את פעילותן. כך הן יכלו לבצע השקעות ממקורותיהן הפנימיים, תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס חוב או הנפקת הון מניות.

⁷ Myers and Majluf (1984).

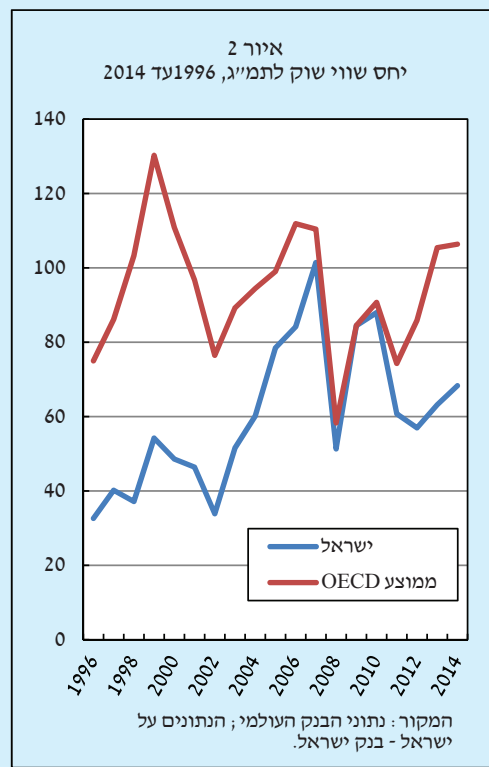
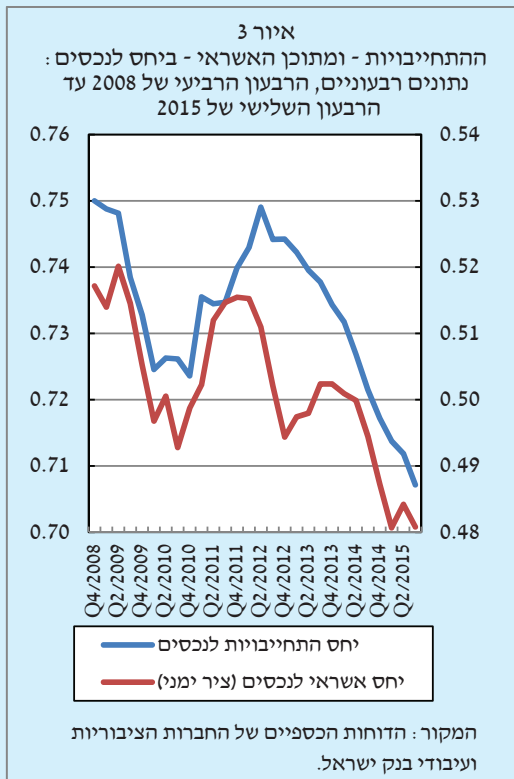
⁸ Myers, S.C. (1984).

⁹ על הקשר בין שיעור החוב לאופי הפירמה ראו, לדוגמה, (Titman and Wessels 1988), ואילו על הקשר בין שיעור החוב לסביבה המוסדית בה הפירמה ממוקמת ראו, לדוגמה, (Fan, Titman, and Twite (2012).

¹⁰ עם זאת, לאחר המשבר בוצעו מספר צעדים, ביניהם ועדת חוק וועדת אנדרון להסדרי חוב.

¹¹ לפי נתוני הבנק העולמי.

¹² ראו איור ד-9.



מאז המשבר הפיננסי של 2008, חלה ירידה של כ-4 נקודות אחוז בשיעור המינוף (המוגדר כהתחייבויות חלקי הנכסים) של החברות הציבוריות הלא-פיננסיות בישראל (איור 3)^{13,14}. חלקו של סך האשראי¹⁵ מתוך ההתחייבויות, שנותר פחות או יותר קבוע בשנים אלו, מהווה את החלק הארי מסך ההתחייבויות (כ-70 אחוזים), כך שהירידה ביחס ההתחייבויות לנכסים נובעת ברובה מהירידה במרכיב האשראי מתוך הנכסים. מאידך, סעיף הון המניות במאזן (אשר מהווה חלק מההון העצמי של חברה) נותר פחות או יותר קבוע, סביב ה-3 אחוז מהמאזן, כך שאת חלקן היורד של ההתחייבויות תפסו סעיף העודפים (ראו איור 4) וסעיף זכויות המיעוט¹⁶. סעיף העודפים הוא הסעיף של רווחי החברה שנצברים ואינם מחולקים כדיבידנד אך גם לא נחשבים כהון מניות, ואילו סעיף זכויות המיעוט הוא הסעיף שמייצג את חלקם של בעלי מניות חיצוניים (מי שאינו בעל שליטה בפירמה) במניות, בנכסים ובהתחייבויות של החברות הבנות.

עלייה בסעיף העודפים יכולה לנבוע מגידול ברווחים שנצברו או מירידה בחלוקת הדיבידנדים. מכיוון שלא נצפתה מגמה מסוימת בהיקף הדיבידנדים שחולקו, ניתן להעריך, כי העלייה בסעיף העודפים נבעה מהגידול ברווחים שנצברו. לעומת זאת, את העלייה בסעיף זכויות המיעוט ניתן לפרש כעלייה ברווחי החברות הבנות או כעלייה בשיעור החזקה של בעלי מניות המיעוט. אם העלייה בזכויות המיעוט של חברה נובעת מעלייה בשיעור החזקה של בעלי מניות המיעוט בחברות

¹³ הנתונים בהם השתמשנו בחלק זה אינם כוללים את החברות הפיננסיות ואת חברות החזקה וההשקעות. החברות הפיננסיות אינן נדונות כאן, מאחר שהן נותנות האשראי במשק ומאחר שהן כפופות לרגולציה שונה – לרוב קפדנית יותר – מהחברות הלא-פיננסיות. כמו כן, חברות החזקה וההשקעות אינן נדונות כאן היות שבדרך כלל אין להן פעילות משמעותית משל עצמן ודוחותיהן הפיננסיים כוללים גם את תוצאות הפעילות של החברות שהן מחזיקות; והתייחסות לדוחות של חברות החזקה והשקעות עלולה להוביל לספירה כפולה של החברות המוחזקות.

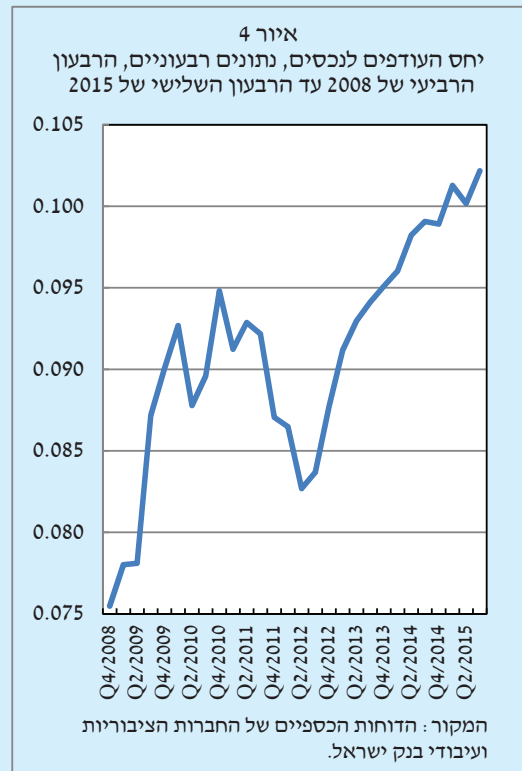
¹⁴ על מנת להימנע מהטיות שונות, השתמשנו, כמו בגוף הפרק, בדוחותיהן הכספיים של חברות שדיווחו באופן רציף, מדי רבעון, משנת 2007.

¹⁵ אשראי מבנקים וחלויות שוטפות (החלק של הקרן מהאשראי לט"א שאמור להיפדות בשנה הקרובה) ואשראי תאגידיים בנקאיים ואג"ח לז"א.

¹⁶ המכונה גם סעיף "זכויות שאינן מקנות שליטה".

הבנות, המשמעות היא שהחלק ברווח המאוחד של בעלי השליטה בחברה צריך לרדת, כלומר – נצפה לראות ירידה בסעיף העודפים המאוחד של החברה. העובדה שנצפית מגמת עלייה דומה הן בסעיף העודפים המאוחד של החברה והן בסעיף זכויות המיעוט מחזקת את המסקנה לפיה העלייה בזכויות המיעוט מיוחסת לגידול בסעיף העודפים של חברות הבנות.

לסיכום, שיעור המינוף של המגזר העסקי הלא פיננסי בארץ נמוך בהשוואה לעולם, ואילו שיעור המינוף שלו באמצעות הון מניות דומה לעולם, גם אם מעט נמוך יותר. כמו כן, החל משנת 2008, שיעור החוב של המגזר העסקי הלא פיננסי בישראל ירד באופן עקבי, כאשר עיקר הירידה נבע מירידה באשראי. במקביל, הון המניות לא השתנה במהלך התקופה, ומכאן שהחלק שכן עלה היה עודפי החברות, כלומר – רווח החברות שנצברו ולא חולקו כדיבדנד. ניתוח זה מתיישב עם הניתוח המוצג בפרק, כלומר עם המסקנה שהיקפי האשראי הנמוכים יחסית בישראל אינם נובעים ממחסור במקורות מימון.



ביבליוגרפיה

- Fan, J. P. H., Titman, S. & Twite G. (2012), 'An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47(1), pp. 23-56.
- Graham, J. R. & Leary M. T. (2011), 'A Review of Empirical Capital Structure Research and Direction for the Future', *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 3(2011).
- Karus, A. & Litzenger, R. H. (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35(2), pp. 358-371.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963), 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital', *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Myers, S. C. (1984), 'The Capital Structure Puzzle', *Journal of Finance*, Vol. 39 (3), pp. 574-592.
- Myers, S. C. & Majluf N. S. (1984), 'Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have', *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), pp. 187-221.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The Determinants of Capital Structure Choice', *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.