

פרק ד'

מימון הפעילות במשק:

המקורות והשימושים

- שוויו של תיק הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור הוסיף לגדול ב-2014 מעבר לגידול הנובע מצבירת הנכסים, בין היתר בשל עלייה בשווי של התיק הסחיר בחו"ל. ההתפתחויות בתיק הנכסים הושפעו מהפיחות בשקל ומהירידה בסביבת האינפלציה.
- בשנת 2014 נמשך יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים. חלקם הגדול של הגופים המוסדיים בחשבון הפיננסי מוסיף להוות גורם בסיסי ביצוא ההון. במחצית השנייה של 2014 הקטינו המוסדיים את היקף הגידור המטבעי של השקעותיהם בחו"ל, במקביל למגמת הפיחות בשער החליפין.
- האשראי למשקי הבית המשיך לגדול השנה במקביל לירידה באשראי למגזר העסקי. בשנה החולפת נרשמה עלייה חדה באשראי הצרכני של משקי הבית בשעה שקצב גידולו של האשראי לדיור ירד בהשוואה לשנים קודמות. יחס החוב של משקי הבית לתוצר נותר נמוך בהשוואה בין-לאומית.
- סך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי ירד מעט ב-2014. מבין רכיביו גדלו השנה רק ההלוואות הישירות מהמוסדיים. היחס בין האשראי למגזר העסקי לבין התוצר העסקי נמצא במגמת ירידה משנת 2008.
- האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי התרחב באטיות בשנים האחרונות עקב התמתנות בפעילות ותוך שינויים בחלוקתו בין מגזרי הפעילות וענפי המשק: האשראי הבנקאי לעסקים הגדולים יורד ואילו האשראי לעסקים הקטנים והבינוניים עולה, אם כי בקצב אטי יותר; באשראי החוץ-בנקאי מתרחש מעבר מהנפקות אג"ח בענף השירותים הפיננסיים להנפקות אג"ח בענפי התעשייה והבינוני והנדל"ן.
- רמתה הגבוהה של התמסורת מריבית בנק ישראל לריבית על האשראי הבנקאי ללקוחות עסקיים מקטינה את נטל שירות החוב שלהם הודות להפחתת הריבית על יתרת החוב, וכך היא מאפשרת לפנות מקורות מימון במגזר העסקי.
- היחס בין תזרים המזומנים השנתי מפעילות שוטפת לסך הנכסים הוסיף להציג את מגמת העלייה החדה שהחלה בסוף 2011. עלייה זו מאפשרת לחברות לממן את פעילותן ולבצע השקעות תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס של חוב או הון חיצוני.
- ענפי המשק השונים מתאפיינים בתמהיל שונה של מקורות מימון. כאשר מנתחים במשולב את הנתונים על הדרכים למימון הפעילות ואת הערכותיהן של החברות לגבי הקשיים בהשגת אשראי, מוצאים כי מרבית הענפים אינם מתקשים בגיוס אשראי. הענף היחיד שבו ייתכן כי קיים קושי כזה הוא ענף הבינוני והנדל"ן, ונראה כי אף קושי זה פחת השנה.
- גיוס ההון של חברות ההזנק צמח בשנה החולפת בחדות – לכ-3.4 מיליארדי דולרים – לרוב מקרנות הון סיכון זרות. ישראל נמצאת לאורך השנים במקום הגבוה בעולם מבחינת החלק שההשקעה של קרנות הון סיכון בענף הטכנולוגיה העילית מהווה בתוצר.

1. המקורות למימון הפעילות במשק

א. החיסכון במשק ותיק הנכסים הפיננסיים של הציבור

ב-2014 עמד שיעור החיסכון הלאומי הגולמי על 22% תוצר, ואלה מהווים במחירים שוטפים כ-238 מיליארדי ש"ח. סכום זה מהווה את הבסיס המקומי למימון הרחבתה של הפעילות במשק, לאחר שמנכים ממנו את יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי, כלומר את הרכיב המבטא את המקורות המקומיים המופנים לחו"ל. שיעור החיסכון ביחס לתמ"ג נמצא במגמת עלייה מתונה, לאחר שב-2008 הוא ירד לכ-20.8% תוצר מממוצע של 23.5% תוצר ב-2005–2007. שיעור החיסכון הגולמי בישראל ממוקם במרכז ההתפלגות של שיעורי החיסכון במדינות OECD, והוא נמצא במגמת עלייה.

תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור (לוח ד'-1) כולל את הרכב ההשקעות הפיננסיות של משקי הבית ושל המגזר העסקי הלא-פיננסי, וכן את החזקותיהם של בעלי שליטה בחברות סחירות, והשינוי הכמותי בו מבטא חלק ניכר מהחיסכון של הציבור במשק¹. שווי התיק הוסיף לגדול בשנת 2014, ובסופה הוא הסתכם בכ-3.17 טריליוני ש"ח. מתחילת השנה עלה שווי בכ-200 מיליארדי ש"ח (עלייה ריאלית של כ-6.9%), בעיקר בשל עלייה בשווי של התיק הסחיר בחו"ל. המגמות בתיק הנכסים הושפעו מהסביבה המקרו-כלכלית: הפיחות בשקל השתקף בעלייה במשקלם של הנכסים הנקובים במט"ח (כולל מניות בחו"ל) ושל הנכסים הצמודים למט"ח – הם עלו מ-18% בתחילת השנה ל-20.7% בסופה – ורוב העלייה התרחשה החל מאוגוסט, תקופה שבה חל בשקל פיחות של כ-13% יחסית לדולר; הירידה בסביבת האינפלציה השתקפה בירידה מסוימת במשקל הנכסים הצמודים למדד. משקלם של רכיבי העו"ש והמזומן עלה, משום שסביבת הריבית במשק קרובה לאפס. כן עלה משקלו של רכיב האג"ח המיועדות. למרות העובדה שריבית בנק ישראל ירדה השנה לרמה נמוכה באופן חסר תקדים, נראה כי חלקם של נכסים בעלי רמת סיכון גבוהה² בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור נותר במשך השנה יציב למדי והסתכם ב-42.4% בממוצע. עם זאת הוא נמצא ב-2012–2014 במגמת עלייה מתונה, לאחר שב-2011 הוא ירד בחדות.

בשנת 2014 המשיכה לבלוט בתיק הנכסים של הציבור מגמת הגידול בשווייה של יתרת המניות בחו"ל: זה עלה ב-20%, בשעה ששווייה של יתרת המניות בארץ ירד בכ-1%. אשר להרכב המחזיקים, ב-2014 נמשכה מגמת ההתרחבות בחלקם של הנכסים הפיננסיים שהציבור מחזיק בעקיפין, באמצעות המשקיעים המוסדיים וקרנות הנאמנות, על חשבון חלקם של הנכסים שהוא מחזיק במישרין, כולל פיקדונות בבנקים. בתוך כך גדל היקף המקורות שבידי הגופים המוסדיים – קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות השתלמות – והסתכם בכ-1.5 טריליון ש"ח. המשקיעים המוסדיים מגדילים את חלקם בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור בעיקר עקב עלייה מתמדת בחלקו של החיסכון לטווח ארוך, בראש ובראשונה החיסכון הפנסיוני. המוסדיים שחלקם מתרחב במהירות הם קרנות הפנסיה החדשות, וזאת כתוצאה מהסדר פנסיית החובה שנכנס לתוקף בתחילת 2008³. יישום ההסדר היה הדרגתי והגיע להבשלה מלאה רק השנה, לאחר שסך ההפרשות הפנסיונית עלה מ-2.5% מהשכר הקובע⁴ בשנה הראשונה

שווי של תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור עלה ב-2014 בעיקר בשל עלייה בשווי החזקות של אג"ח ומניות בחו"ל ובשל עלייה בהחזקת מזומן ופיקדונות בארץ.

המשקיעים המוסדיים מגדילים את חלקם בתיק הנכסים הפיננסיים של הציבור בעיקר עקב עלייה מתמדת בחלקו של החיסכון לטווח ארוך, בראש ובראשונה החיסכון הפנסיוני.

¹ את החלק הנותר מרכיבים נכסים ריאליים, בעיקר נדל"ן.

² כל הנכסים למעט אג"ח ממשלתיות, מק"ם, מזומן, ופיקדונות בארץ ובחו"ל.

³ נוסף על כך יש לציין כי מאז 1995 הקרנות הוותיקות נעולות בפני חברים חדשים.

⁴ חובת ההפרשה חלה על שכר העובד עד לרמת השכר הממוצע במשק.

**לוח ד'-1
התפלגות תיק הנכסים הפיננסיים של האצטבול¹ לפי סוגי נכסים, 2004 עד 2014**

השקעות של תושבי ישראל	השקעות של תושבי ישראל		השקעות של תושבי ישראל		השקעות של תושבי ישראל		שיעור התיק	סך התיק (במיליארדי ש"ח)	התקופה				
	מניית	אג"ח	מניית	אג"ח	מניית	אג"ח							
1.4	2.8	3.6	3.7	16.7	4.5	2.7	2.4	10.2	14.2	37.8	236.9	1,423	2004
1.9	3.6	4.2	3.9	18.8	4.1	3.6	4.0	8.7	12.7	34.5	260.6	1,652	2005
2.2	4.0	4.1	3.9	21.4	4.6	3.9	5.0	7.4	11.0	32.4	270.6	1,836	2006
2.4	4.0	3.6	4.1	23.9	3.3	3.9	7.3	6.6	10.2	30.9	282.6	2,051	2007
6.5	3.1	3.0	3.8	11.2	3.4	2.8	6.6	10.8	13.3	35.6	245.3	1,959	2008
2.5	4.8	3.1	3.2	18.8	2.7	2.6	8.7	9.3	12.6	31.7	283.9	2,305	2009
2.5	5.7	3.2	2.2	21.4	2.7	2.2	9.3	8.7	12.0	30.1	294.1	2,561	2010
2.7	5.7	4.2	1.8	15.5	3.0	2.2	9.4	9.6	12.1	34.0	273.6	2,530	2011
3.0	6.4	4.4	1.1	14.9	2.6	1.9	9.4	9.4	13.1	33.6	275.0	2,728	2012
3.1	7.4	4.2	0.9	16.8	2.6	1.6	9.0	9.4	13.0	32.0	283.0	2,969	2013
3.1	8.4	5.2	0.6	15.6	3.0	1.5	8.2	9.7	12.6	32.2	291.2	3,168	2014

¹ האצטבול אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל, את החקירות של תושבי חוץ ואת הבנקים המסחריים והבנקים למשכנתאות.

² כולל אג"ח לחמרה.

³ החקירות של המוסדיים בלבד.

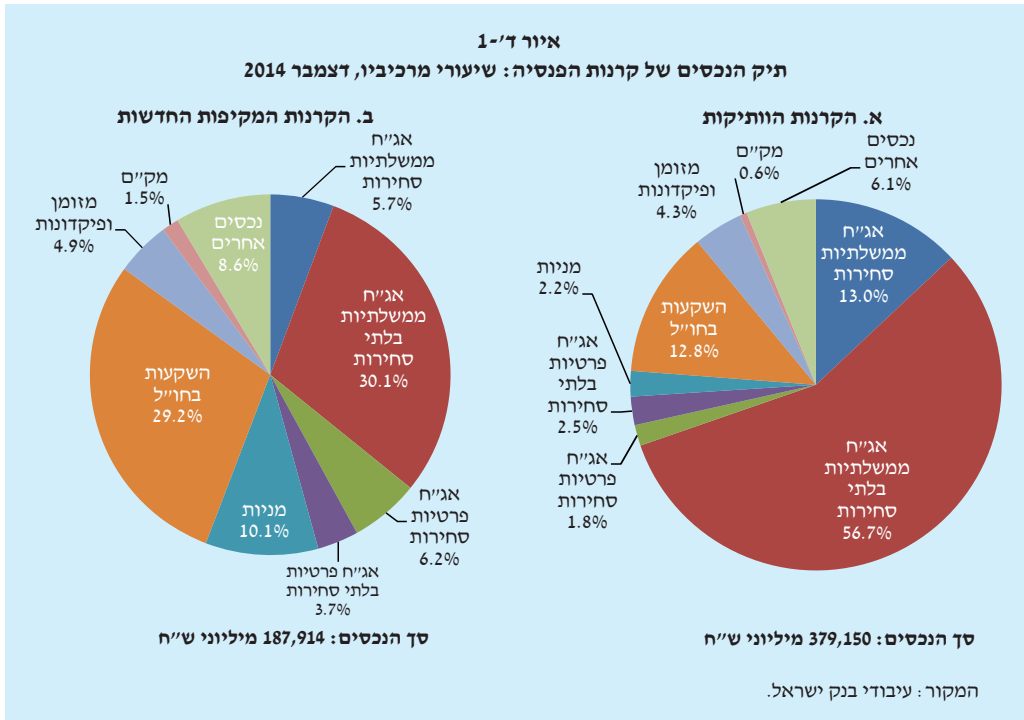
⁴ כולל אופציות Warrant.

⁵ לרבות השקעה בניירות ערך ישראלים הנסחרים בחו"ל, ולמעט השקעה בתעודות סל הנסחרות בחו"ל.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ליישום עד ל-17.5% החל מינואר 2014⁵. כן עודדה את החיסכון לטווח ארוך הפגיעה בתמריצי המס לחיסכון לטווח בינוני (קופות גמל).

כפי שעולה מאיור ד'-1, קרנות הפנסיה הוותיקות נשענות במידה רבה על השקעה באג"ח ממשלתיות בלתי סחירות (אג"ח מיועדות) ובמידה מזערית – על השקעה בנכסים מסוכנים כגון מניות ואג"ח חברות. לקרנות החדשות, לעומת זאת, תיק נכסים מגוון יותר ובעל רמת סיכון גבוהה יותר. ההבדלים בין הרכבי הנכסים של הקרנות הוותיקות והחדשות נובעים משינויים



רגולטוריים ומהבדלים בהרכב הגילים של החוסכים בהן: בשנת 1995 נסגרו קרנות הפנסיה הוותיקות בפני מצטרפים חדשים, ולכן מרבית חבריהן מבוגרים, חלקם אף פרשו לגמלאות; בקרנות החדשות לעומת זאת חברים כל העובדים הצעירים החוסכים לפנסיה. קרנות הפנסיה מחזיקות אג"ח מיועדות שמניבות תשואות גבוהות מהתשואות המתקבלות כיום בשוק ההון (נכון להיום אג"ח אלה מספקות ריבית ריאלית שנתית מסובסדת בגובה 4.86%). במסגרת הרפורמה שנערכה ב-2003 בענף הפנסיה הוגבל שיעור החזקתן של האג"ח המיועדות ל-30% מסך הנכסים של קרן בודדת, ובהתאם לכך התייתר הצורך בהנפקתן⁶; כתוצאה מהרפורמה ירד בהדרגה שיעור החזקתן של האג"ח המיועדות בכל הקרנות. הנפקת האג"ח המיועדות התחדשה ביתר שאת בשנים 2012–2013, לאחר שחלק ניכר מהקרנות החדשות הגיעו לשיעור החזקה נמוך מ-30%.

⁵ על פי ההסדר המקורי, שיעור ההפרשה המלא (של העובד והמעביד יחד) יעמוד על 15% החל מינואר 2013; בסוף 2010 הסכימו ההסתדרות והמעסיקים להגדיל את שיעור ההפרשה ל-17.5% החל מינואר 2014.

⁶ משקלן של האג"ח המיועדות בתיק הנכסים עמד ערב הרפורמה על 91% בקרנות הוותיקות ועל 67% בקרנות המקיפות החדשות.

ב. החשבון הפיננסי במאזן התשלומים

בשנת 2014 נמשך יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי של מאזן התשלומים. הדבר מבטא הפניית מקורות מימון מהשקעה בארץ להשקעה בחו"ל, תוך שיפור בפיזור הנכסים של תושבי ישראל.

חלקם הגדול של המוסדיים בהשקעות של תושבי ישראל בחו"ל תורם באופן בסיסי ליצוא ההון בחשבון הפיננסי מאז 2006.

מאזן התשלומים מורכב מהחשבון השוטף ומהחשבון הפיננסי. בשנת 2014 נמשך יצוא ההון נטו בחשבון הפיננסי (לוח ד'-2; הרחבה על החשבון השוטף מופיעה בפרק ב'). יצוא ההון נטו (ללא נכסי רזרבה) גדל ב-2014 ל-7.8 מיליארדי דולרים – לעומת 5.6 מיליארדים ב-2013 – והוא מבטא הפניה של מקורות מימון מהשקעה בארץ להשקעה בחו"ל, תוך שיפור בפיזור הנכסים של תושבי ישראל. זרם ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל (ללא נכסי רזרבה) התמתן מעט ב-2014, אך הוא עדיין שומר על יציבות ברמה הגבוהה שאליה הגיע באמצע 2013. במקביל התמתן זרם ההשקעות שתושבי החוץ משקיעים בישראל, והדבר בא לידי ביטוי בעיקר בכך שתושבי החוץ הגבירו את קצב היציאה מפיקדונותיהם בארץ.

ההתמתנות שחלה ב-2014 בהשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל נבעה בעיקר מכך שהם צמצמו את מלאי פיקדונותיהם בחו"ל (סעיף משנה בתוך "השקעות אחרות בחו"ל") החל מהרבעון השני. נוסף לכך הצטמצם משמעותית הגידול באשראי המסחרי ללקוחות בחו"ל כתוצאה מהירידה שחלה ביצוא ברבעון השני (ראו פרק ב'). זאת על רקע העובדה שקיים מתאם של כ-71% בין האשראי ללקוחות בחו"ל והשינוי ביצוא הסחורות והשירותים (תופעה דומה התרחשה ברבעון השלישי של 2013: במקביל לירידה ביצוא נרשמה ירידה בפיקדונות בחו"ל ובאשראי המסחרי). בשנת 2014 השקיעו הגופים המוסדיים כ-4 מיליארדי דולרים בחו"ל, לעומת 5.4 מיליארדים ב-2013. חלקם הגדול של המוסדיים בהשקעות תושבי ישראל בחו"ל תורם באופן בסיסי ליצוא ההון בחשבון הפיננסי מאז 2006. זאת על רקע הרפורמות שנערכו בשוק החיסכון הפנסיוני, הגידול המהיר בנכסי המוסדיים, ומדיניות פיזור הנכסים שהם נוקטים: הם משקיעים בחו"ל

לוח ד'-2
השקעותיהם של תושבי חוץ בישראל והשקעותיהם של תושבי ישראל בחו"ל, לפי סוגי ההשקעה,
2011 עד 2014
(תנועות נטו, מיליוני דולרים)

2014				שנים				
Q4	Q3	Q2	Q1	2014	2013	2012	2011	
951	2,755	1,291	4,502	9,499	12,412	1,121	5,384	1. ההשקעות של תושבי חוץ בישראל
242	1,686	1,625	2,879	6,432	11,804	8,055	9,095	השקעות ישירות בישראל
3,163	1,909	1,648	3,032	9,752	1,754	-3,330	-5,392	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
-2,454	-840	-1,982	-1,409	-6,685	-1,146	-3,604	1,681	השקעות אחרות בישראל
5,869	3,745	2,833	4,812	17,259	18,025	8,583	13,252	2. ההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, ללא נכסי הרזרבה
354	354	2,180	1,087	3,975	4,670	3,257	9,165	השקעות ישירות בחו"ל
1,765	2,120	2,684	3,528	10,097	9,416	8,024	3,402	השקעות פיננסיות בני"ע סחירים
3,744	1,332	-1,918	453	3,611	4,401	-2,396	671	השקעות אחרות בחו"ל
6	-61	-113	-256	-424	-462	-302	14	מכשירים נגזרים
-4,918	-990	-1,542	-310	-7,760	-5,613	-7,462	-7,868	3. החשבון הפיננסי נטו, ללא נכסי הרזרבה (1-2)
-762	-1,901	-1,125	-3,608	-7,396	-4,357	180	-4,534	4. נכסי הרזרבה
-5,680	-2,891	-2,667	-3,918	-15,156	-9,970	-7,282	-12,402	5. החשבון הפיננסי נטו (3-4)

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

שיעור גדל והולך מנכסיהם, ובסוף 2014 עמד היקף נכסיהם בחו"ל על כ-20% מסך נכסיהם. חלק הארי של השקעות המוסדיים בחו"ל מופנה להשקעות פיננסיות, ואילו ההשקעות הישירות והאחרות (פיקדונות והלוואות) קטנות ואף זניחות. מתוך ההשקעות הפיננסיות בחו"ל חלקן של רכיב ההשקעה במניות בחו"ל גבוה משמעותית מחלקן של רכיב ההשקעה במניות בארץ בהשקעות הפיננסיות בשוק המקומי. עם זאת, מאמצע 2013 מסתמנת ירידה חדה בשיעור השקעותיהם של המוסדיים במניות בחו"ל. אף על פי שהמוסדיים מחזיקים בחו"ל שיעור גבוה מנכסיהם, חשיפתם למט"ח נמוכה יותר, כ-12%—13%, עקב שימוש בגידור מטבעי. עם זאת, במקביל למגמת הפיחות החדה שנרשמה בשער החליפין של השקל במחצית השנייה של 2014 הקטינו המוסדיים את היקף הגידור המטבעי של השקעותיהם בחו"ל.

קצב השקעותיהם בישראל של תושבי החוץ החל להתמתן באמצע 2013, תוך שהוא ממתן את הירידה בעודף היצוא (ללא נכסי רזרבה) בחשבון הפיננסי. ההתמתנות שחלה ב-2014 בזרם ההשקעות של תושבי החוץ נובעת מירידה בהשקעות הישירות בהון מניות ובהלוואות בעלים, אם כי זרם ההשקעות הישירות עדיין גבוה יחסית. נוסף לכך ירדו ההשקעות האחרות, בעיקר כתוצאה מירידה בהלוואות ומכך שתושבי החוץ הגבירו את קצב היציאה מפיקדונותיהם בישראל; הגברת הקצב ניכרת מאמצע 2011 (אך המגמה החלה כבר ב-2008), והיא התרחשה על רקע העובדה שבתקופה זו החל בנק ישראל להפחית את הריבית ועל רקע העובדה שב-2010 חוקק הקונגרס האמריקאי את ה-FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act)⁷. את הירידות בזרמים אלו קיזזה עלייה בהשקעותיהם הפיננסיות של תושבי החוץ, המתאפיינות בתנודתיות גבוהה יותר.

ההתמתנות שחלה ב-2014 בזרם ההשקעות של תושבי חוץ נובעת מירידה בהשקעות הישירות בהון מניות ובהלוואות בעלים, ירידה בהלוואות, והתגברות היציאה מפיקדונות שתושבי חוץ מחזיקים בישראל.

2. השימושים במקורות למימון הפעילות במשק

מקורות המימון שתוארו לעיל משמשים למימון פעילותם של הממשלה, משקי הבית והמגזר העסקי (לוח ד-3). ב-2014 גדל מימון הפעילות של שלושת המגזרים בכ-70 מיליארדי ש"ח, ויתרת החוב עלתה לכ-2 טריליוני ש"ח. בין צד המקורות לצד השימושים מחברים המתווכים הפיננסיים, והם מצמצמים סיכונים ומגדילים את הנזילות עבור הציבור. הגידול ביתרת החוב של משקי הבית והמגזר העסקי הסתכם השנה בכ-45 מיליארדי ש"ח. להלן נפרט את השימושים שעושים מגזרים אלו במקורות המימון.

א. משקי הבית

יתרת החוב של משקי הבית עמדה בסוף 2014 על 438 מיליארדי ש"ח, עלייה של 6.9% בהשוואה לסוף 2013. יחס החוב של משקי הבית לתוצר עלה במהלך השנה מ-39% ל-40.3%. עם זאת, רמתו וקצב עלייתו נמוכים בהשוואה למדינות מפותחות אחרות. יתרת החוב לדיור היוותה בסוף 2014 כ-69% מסך יתרת החוב של משקי הבית. חלקו של החוב לדיור ירד בכנקודת אחוז בהשוואה לסוף השנה הקודמת, כתוצאה מהתרחבות מהירה של החוב שלא לדיור. סך האשראי לדיור עלה מתחילת השנה ב-5.2%, ובסוף השנה הוא עמד על 302.8 מיליארד ש"ח. זהו קצב גידול נמוך מזה שנרשם בשלוש השנים האחרונות – כ-7.4% בממוצע. רמתו החודשית הממוצעת של היקף המשכנתאות החדשות הגיעה לשיא בשנים 2013—2014. בחודש אוגוסט

קצב הגידול של יתרת האשראי לדיור התמתן ב-2014 בהשוואה לשנים קודמות, ככל הנראה כתוצאה מההאטה שחלה ברכישת דירות בין אפריל לנובמבר.

⁷ חוק זה נחקק במטרה למנוע מתושבי ארה"ב להתחמק מתשלום מס. החוק קובע כי גופים פיננסיים מחוץ לארה"ב – כולל בנקים ובהם בנקים ישראלים – חייבים לדווח לרשויות המס בארה"ב על חשבונות שמנהלים לקוחות שחייבים בדיווח בארה"ב, גם אם הם תושבי ישראל. בראשית אוגוסט 2012 החליט משרד האוצר בישראל להקים צוות לבחינת יישומו של ה-FATCA.

לוח ד'-3
יתרת החוב במשק: התפלגות לפי מגזרים מלווים ולווים (ללא המגזר הפיננסי),
במיליארדי ש"ח, דצמבר 2014

סך החוב	המגזרים הלווים			סך החוב לבנקים
	הממשלה	העסקי	משקי הבית	
862	78	385	399	סך החוב לבנקים
514	16	382	116	אשראי שלא לדיור
283	-	-	283	אשראי לדיור
65	62	3	-	אג"ח סחירות
555	397	150	9	סך החוב למוסדיים
65	7	49	9	הלוואות
287	217	70	-	אג"ח סחירות
203	173	30	-	אג"ח בלתי סחירות
13	-	2	12	סך החוב לחברות כרטיסי אשראי
13	-	2	12	הלוואות
292	109	182	-	סך החוב לתושבי חוץ
157	4	154	-	הלוואות
113	84	29	-	אג"ח סחירות
22	22	0	-	אג"ח בלתי סחירות
26	-	7	19	החוב ממקורות ממשלתיים
26	-	7	19	אשראי מוכון
242	153	90	-	החוב למשקי בית ואחרים
242	153	90	-	אג"ח סחירות
1,990	737	816	438	סך החוב

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ניכרה בו מגמת האטה, וזו נבעה ככל הנראה מההאטה שנרשמה ברכישת דירות – הן חדשות והן מיד שנייה – החל מאפריל 2014, בעקבות ההכרזה על חוק "מע"מ אפס", היינו התכנית להפחית לזכאים ל-0% את המע"מ על דירות חדשות. ההאטה ברכישה העמיקה בחודשים שמבצע "צוק איתן" התנהל בהם (יולי-אוגוסט).

הריבית הריאלית המשוקללת על משכנתאות חדשות הציגה מגמת ירידה במשך השנה, לאחר שלקראת תום 2013 היא עלתה במידה מסוימת. זאת על רקע העובדה שבנק ישראל הוסיף להפחית את הריבית ועל רקע ירידה בתשואות ארוכות הטווח.

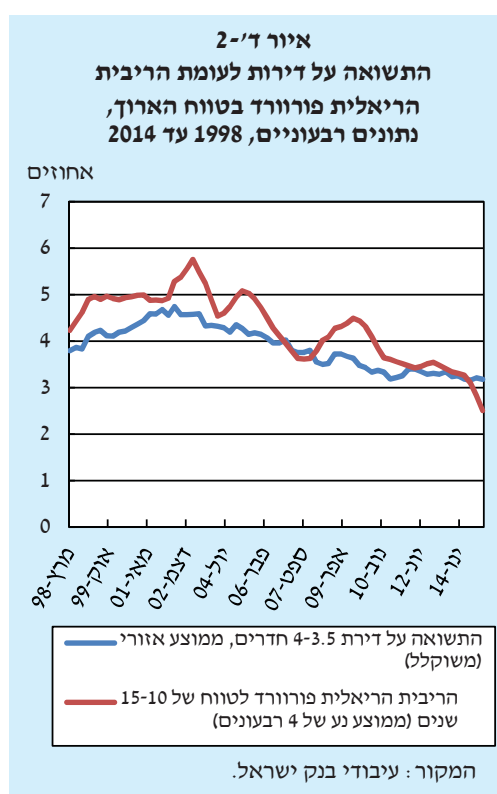
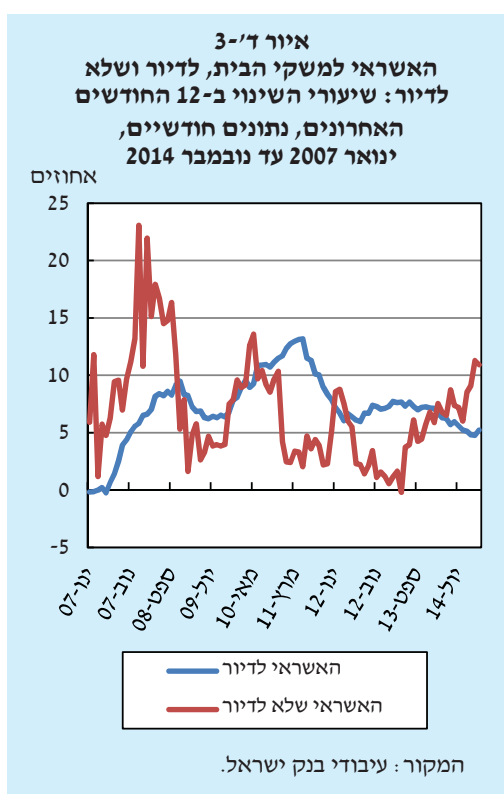
חרף ההגבלות על המשכנתאות הניתנות לרכישת דירות להשקעה (החל מנובמבר 2012 נדרש הון עצמי שגובהו לפחות 50% מערך הנכס), מספר עדיין נמצא במגמת עלייה וכך גם שיעור המשכנתאות לדירות להשקעה מסך המשכנתאות: זה הגיע ב-2014 ל-17% בממוצע, בשעה שב-2013 וב-2012 הוא הגיע, בהתאמה, לכ-15.2% ול-14.4%⁸. אף כי היחס בין שכר הדירה למחירי הדירות ירד, רכישת דירות להשקעה עדיין מניבה תשואה גבוהה יחסית. אמנם המשך העלייה

⁸ שיעור המשכנתאות לדירות להשקעה עלה בין יוני לספטמבר בקצב מהיר מהמגמה בשנים האחרונות, ככל הנראה כתוצאה מכך שתכנית "מע"מ אפס" השפיעה על החלטותיהם של זוגות צעירים, אולם בהמשך השנה הוא התכנס חזרה לקו המגמה.

במחירי הדירות לצד ההתייבשות בשכר הדירה פועלים לירידת התשואה על דירות להשקעה, אולם הירידה החדה בריבית הריאלית ארוכת הטווח גרמה לכך שבניגוד לעבר, בשנת 2014 נוצר פער משמעותי לטובת התשואה השוטפת על הדירות (איור ד'-2).⁹

האשראי הצרכני (האשראי שלא לדוור) התרחב מתחילת השנה בקצב מהיר של 11%. קצב הגידול השנתי של יתרת החוב שלא לדוור הציג מגמת ירידה מתחילת 2012, ובאמצע 2013 הוא אף הגיע לרמה אפסית, אך לאחר מכן חלה תפנית ויתרת החוב שלא לדוור התחילה לעלות בקצב גדל והולך (איור ד'-3). העלייה באשראי הצרכני משקפת כנראה את העלייה בצריכת מוצרים בני-קיימא: זו עלתה ב-2014 בלמעלה מ-12%¹⁰, ועלייה זו התרחשה בפרט במחצית השנייה של השנה (33.6% במונחים שנתיים). ייתכן שהעלייה באשראי הצרכני נובעת גם מהצורך להשלים אשראי לדוור, לאחר שהוראות המפקח על הבנקים הגבילו את האחרון. העלייה המהירה בהיקף האשראי הצרכני יחד עם הירידה של כרית ההפרשה – היחס שבין ההפרשה להפסדי אשראי לבין יתרת האשראי לאנשים פרטיים – הובילה את המפקח על הבנקים לדרוש מהתאגידים הבנקאיים להגדיל את ההפרשה המינימלית להפסדי אשראי בגינו כבר בסוף 2014.¹¹

בשנת 2014 הוצאה התרחבותו של האשראי הצרכני, ולכן המפקח על הבנקים הורה להגדיל את ההפרשה המינימלית להפסדי אשראי בגינו.



⁹ יש לציין כי בשעה שהריבית הריאלית מהווה תשואה ברוטו וחל עליה מס רווחי הון בגובה 25%, ההכנסה משכר דירה לרוב אינה חייבת במס (עד גובה של 5,080 ש"ח לחודש בשנת 2014), ובכל מקרה שיעור המס על השכרת דירת מגורים אינו עולה על 10%. מצד שני, השכרת דירה כרוכה בדרך כלל בהוצאה על תחזוקה שוטפת של הנכס וגורמת לבלאי. גורם נוסף מעלה את התשואה האפקטיבית של השקעה בדירות – הציפיות לרווח הון עתידי כתוצאה מעלייה בערך הנכס – אך איור ד'-2 אינו לוכד אותו היות שהוא מציג את התשואה השוטפת בלבד.

¹⁰ מרבית הגידול בצריכת בני-קיימא נבע מגידול של כ-24% ברכישת מכוניות פרטיות.

¹¹ ההוראה פורסמה בינואר 2015, והיא דורשת מהתאגידים הבנקאיים לוודא כי החל מדוחותיהם לשנת 2014, שיעור ההתאמות האיכותיות להפרשה הקבוצתית להפסדי אשראי, בגין אשראי לאנשים פרטיים שאינו בעייתי, לא יפחת מ-0.75%.

ב. המגזר העסקי

נוסף למקורות פנימיים המגזר העסקי מגייס מימון להשקעה מאשראי בנקאי – בדומה למשקי הבית – אך גם מאשראי מגופים מוסדיים ומהנפקות אג"ח והון. בשנת 2014 הסתכמה ההשקעה בענפי המשק בכ-136.2 מיליארדי ש"ח, נמוך במעט מגובה ההשקעה ב-2012 וב-2013 – 138 מיליארד ש"ח¹² (הרחבה על ההשקעה במשק מופיעה בפרק ב' של דוח זה).

1) המקורות הפנימיים

בארבעת הרבעונים האחרונים¹³ נרשמו בחברות הציבוריות הלא-פיננסיות יציבות ביחס המשוקלל בין הרווח הנקי לסך הנכסים, וכך המשך עלייה ביחס המשוקלל בין תזרים המזומנים מפעילות שוטפת לסך הנכסים¹⁴. עלייה זו מאפשרת לחברות לממן את פעילותן ולבצע השקעות תוך תלות נמוכה יחסית בגיוס של חוב או הון חיצוני. היחס המשוקלל בין הרווח השנתי לסך הנכסים עומד בארבעת הרבעונים האחרונים על ממוצע של כ-1.5% – מעט נמוך מהממוצע ארוך הטווח. זוהי הרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון, להוציא תקופות קצרות לאחר פרוץ המשבר של 2008 ולאחר פרוץ משבר החוב באירופה ובארה"ב, באמצע 2011. היציבות נשמרת מאז אמצע 2013, לאחר שבמהלך 2012 חלה עלייה משמעותית מהרמות האפסיות ששררו ב-2011, בעקבות יציבות הן ברווח הנקי המצרפי והן בסך הנכסים של החברות.

לעומת היחס בין הרווח לסך הנכסים, היחס בין תזרים המזומנים השנתי מפעילות שוטפת לסך הנכסים המשיך במגמת העלייה החדה שהחלה באמצע 2012. ברבעון השלישי של 2014 עמד שיעור זה על כ-5.6% – גבוה בכ-0.5 נקודת אחוז מהממוצע ארוך הטווח ובכ-2.6 נקודות מהשיעור בתחילת 2012.

2) האשראי

יתרת האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי עלתה ב-2014 בכ-2%, לאחר שב-2013 היא ירדה בכ-2% (לוח ד'-4). את העלייה מסביר שיערוך לש"ח של יתרות החוב הנקובות במט"ח, בהתאם לפיחות שחל בשער החליפין במחצית השנייה של השנה. בניכוי השפעות אלו, סך האשראי ירד ב-2014 בכ-11.5 מיליארדי ש"ח, שהם כ-1.4%. זהו שיעור נמוך בהשוואה להתפתחות שנראתה לפני המשבר של 2008, היות שאז האשראי העסקי הלא-פיננסי – בניכוי השפעות מחיר (הצמדה ופיחות בשער החליפין) – גדל בקצב ממוצע של 8% בשנה. כתוצאה מהתמתנותו של שיעור הגידול באשראי העסקי, היחס בין החוב של המגזר העסקי ובין התוצר העסקי ירד מממוצע של קרוב ל-130% ב-2007 לממוצע של כ-100% ב-2014 (איור ד'-4). ייתכן כי ירידה חדה זו נבעה מכך שלפני המשבר הפיננסי שררה במשק רמת מינוף גבוהה מדי, בדומה למצב במשקים מפותחים אחרים¹⁵.

¹² במחירים שוטפים, לפי נתוני החשבונאות הלאומית. צורכי המימון של המגזר העסקי כוללים, נוסף להשקעה, גם פעילות שוטפת, וצורך מימוני זה אינו מתבטא בנתוני ההשקעה של החשבונאות הלאומית.

¹³ הנתונים החשבונאיים שלהלן מתייחסים לנתונים המסתיימים ברבעון השלישי של 2014.

¹⁴ על מנת להימנע מהטיות שונות השתמשנו במדגם של חברות שדיווחו באופן רציף, מדי רבעון, משנת 2001. מדגם דומה משנת 2010 מניב תוצאות דומות, למעט בנוגע לחברות נדל"ן ובינוי: לגביהן הוא מצביע על ירידה בתזרים השוטף שלהן.

¹⁵ ב-2007 הגיע היחס לרמת שיא. אולם התפתחותו בישראל דומה להתפתחותו במדינות רבות: היחס בין החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי והתוצר עלה באופן מתמשך מ-1999 עד לשיא ב-2007. החל מ-2008 הוא ירד כמעט בכל המדינות. (למעשה, במדינות שלגביהן יש נתונים ניתן לראות כי היחס הנידון נמצא במגמת עלייה לאורך כל העשורים האחרונים.)

תזרים מזומנים גבוה
יחסית מפעילות שוטפת
מאפשר לחברות לממן
את פעילותן ולבצע
השקעות תוך תלות
נמוכה יותר בגיוס של
חוב או הון חיצוני.

לוח ד'-4

החוב של המגזר העסקי הלא-פיננסי (ללא בנקים וחברות ביטוח), לפי אפיקי הגיוס (במיליארדי ש"ח, במחירים שוטפים), 2009 עד 2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	
385	389	404	408	412	390	סך החוב לבנקים ¹
3	2	4	3	3	3	מזה: אג"ח סחירות
151	152	153	149	135	140	סך החוב למוסדיים
51	45	35	26	18	15	מזה: הלוואות ²
537	540	557	557	546	530	סך החוב למגזר הפיננסי
182	164	169	164	144	140	סך החוב לתושבי חוץ
154	145	150	142	119	112	מזה: הלוואות
7	4	5	4	5	4	אשראי מוכוון מהממשלה
90	90	83	77	82	71	אג"ח סחירות שבידי משקי בית ואחרים ³
816	799	813	802	777	745	סך החוב לכל המלווים
594	581	590	576	550	518	הלוואות
192	186	185	185	185	177	אג"ח סחירות
30	32	38	40	41	49	אג"ח בלתי סחירות
246	259	263	259	264	265	צמוד מדד
239	222	239	241	219	219	צמוד מט"ח
331	317	312	301	294	262	לא-צמוד

¹ תושבי ישראל בלבד, נתוני סולו כולל סניפי חו"ל ולא כולל חברות בנות בחו"ל.

² כולל הלוואות מחברות כרטיסי אשראי שאינן באחריות/ ערבות הבנקים.

³ האחרים הם חברות עסקיות ופיננסיות.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

הירידה באשראי למגזר העסקי מאפיינת הן את האשראי הבנקאי, הן את הנפקות האג"ח, והן את האשראי מחו"ל – גם בניכוי השפעות מחיר. יוצא דופן הוא אפיק הלוואות ממוסדיים: בדומה לשנים קודמות גם ב-2014 הוא גדל, אם כי קצב גידולו התמתן מעט. האשראי למגזר העסקי התרחב לאט גם בהשוואה לעולם. תופעה זו נמשכת מסוף 2008¹⁶, ויחסית למדינות אחרות היא בולטת במיוחד בשנתיים האחרונות (ראו איור א'-5). כן היא בולטת בהשוואה לקצב צמיחת התוצר. איור ד'-5 מציג השוואה בין ישראל למדינות נבחרות¹⁷ מבחינת שיעורי השינוי בתוצר ובאשראי העסקי הלא-פיננסי, במחירים שוטפים. האיור ממחיש כי הקצב הנמוך שהאשראי התרחב בו בשנים האחרונות אינו עולה בקנה אחד עם התפתחות הצמיחה במשק; בשנים 2001–2008 גדלו התוצר והאשראי בקצב גבוה יחסית, וישראל נמצאת במרכז הפיזור. בשנים 2009–2013 לעומת זאת ירד קצב התרחבותו של האשראי בישראל בשעה שקצב צמיחת התוצר נותר גבוה, וישראל ממוקמת גבוה מאוד ביחס לרוב המדינות¹⁸.

מבין אפיקי האשראי השונים במגזר העסקי הלא-פיננסי גדל השנה רק אפיק הלוואות מהמוסדיים.

¹⁶ תמונה דומה עולה גם כאשר ההשוואה מתחילה בסוף 2009 או בסוף 2010.

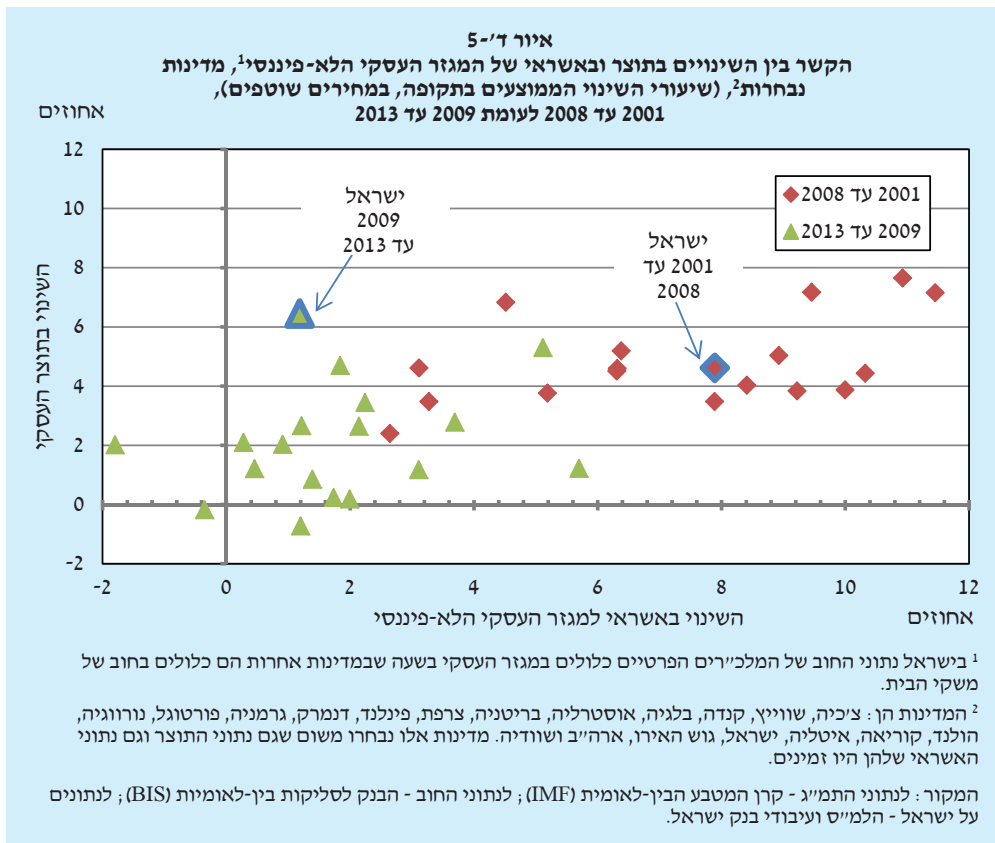
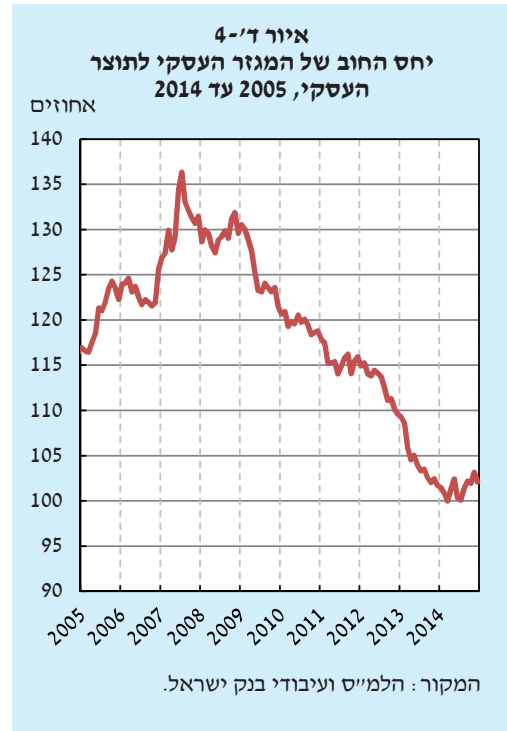
¹⁷ המדינות הנבחרות בהשוואה הבין-לאומית הן: צ'כיה, שווייץ, קנדה, בלגיה, אוסטרליה, בריטניה, צרפת, פינלנד, דנמרק, גרמניה, פורטוגל, נורווגיה, הולנד, קוריאה, איטליה, ישראל, גוש האירו, ארה"ב ושוודיה. המדינות נבחרו משום שגם נתוני התוצר וגם נתוני האשראי שלהן היו זמינים.

¹⁸ השתמשנו בממוצע תקופתי כדי לפשט את הצגת הנתונים. כאשר בוחנים את הנתונים ברמה שנתית, מוצאים כי במרבית השנים שבין 2001 ל-2008 ישראל נמצאת במרכזו של פיזור המדינות, ובמרבית השנים שבין 2009 ל-2013 היא נמצאת מעל לרובן.

פרק ד': מימון הפעולות במשק: המקורות והשימושים

למעשה, בשנים 2001—2008 צמח האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי בכ-82%, ההשקעה בענפי המשק צמחה בכ-33% והתוצר העסקי – בכ-44% (הכול במחירים שוטפים). לעומת זאת, בשנים 2009—2014 צמח האשראי בכ-8%, ההשקעה בענפי המשק – בכ-25%, והתוצר העסקי צמח בכ-39% (הכול במחירים שוטפים). אמנם הצמיחה המצטברת בתוצר העסקי התמתנה ומיתנה גם את הביקוש להשקעה ועמו את הביקוש לאשראי. אולם הירידה החדה שחלה בין שתי התקופות בגידול באשראי מעידה כי לקיפאון באשראי יש גם גורמים נוספים.

לכאורה התפתחות זו מעידה כי שוק האשראי כמעט אינו תומך בשנים אלו בצמיחת התוצר העסקי. אולם כפי שנראה בהמשך, התרחבותו האטית של האשראי העסקי נובעת משינויים באופן שבו האשראי מתחלק בין מגזרי הפעילות וענפי המשק: כאשר בוחנים את המגזרים ניתן לראות



כי יתרת החוב הבנקאי של העסקים הגדולים קטנה מאז 2008, ואילו יתרת החוב הבנקאי של העסקים הקטנים והבינוניים גדלה¹⁹. כאשר בוחנים את הענפים ניתן לזהות כי האשראי עובר מענפי התעשייה והשירותים הפיננסיים לענפי המסחר והשירותים העסקיים. העסקים הקטנים וענפי המסחר והשירותים הם עתירי עבודה, ולכן תרומתם לצמיחה במשק דורשת היקף השקעה נמוך – ובעקבות זאת היקפי אשראי נמוכים – יחסית לעסקים הגדולים ועתירי ההון. להתרחבות האטית של האשראי יש גם הסבר תפעולי: העמדת אשראי לעסקים קטנים צורכת יותר משאבים אנושיים ופיזיים מהעמדת היקף דומה של אשראי לעסקים גדולים²⁰, ולכן הסטת האשראי בין מגזרי הפעילות מתרחשת בהדרגה ולאורך תקופה ארוכה.

לשינוי בחלוקה הפנימית של האשראי כמה הסברים. (1) בעקבות המשבר הפיננסי של 2008 ומשבר החוב של 2011 התבררו הבדלים בין סיכונים שגלומים בעסקים גדולים ובקבוצות עסקיות לבין סיכונים שגלומים בעסקים קטנים; אמנם בתקופות רגילות הסיכון בעסקים גדולים נמוך מהסיכון בעסקים קטנים או בינוניים. אולם התממשות סיכונים בעסקים גדולים התבטאה בשני המשברים הנזכרים בחדלות פירעון של אג"ח ובעלויות חדות בשיעור ההפרשה לחובות מסופקים, בשעה שבעסקים קטנים ובינוניים נראו עליות מתונות יותר, אם בכלל, בשיעור ההפרשה לחובות מסופקים. לכן המלווים / או הרגולטור²¹ מעוניינים להקטין את החשיפה לסיכון ששקף מהלווים הגדולים (מגבלה בצד ההיצע), והעסקים הגדולים מעוניינים להקטין את רמת המינוף שלהם (ירידה בצד הביקוש). האפשרות שהירידה באשראי לעסקים גדולים נובעת גם מצד הביקוש מקבלת תמיכה גם מכך שיתרת האשראי החוץ-בנקאי גדלה רק במידה מתונה יחסית ליתרת האשראי הבנקאי, וזאת למרות המרווחים הנמוכים בשוק אג"ח החברות (איור ד'-10) והמשך ההתרחבות במקורותיהם של המשקיעים המוסדיים. (2) רפורמות וצעדים אחדים, חלקם ננקטו בעקבות המחאה בקיץ 2011, מגבירים את התחרות במשק ומגבילים מונופולים וחברות גדולות בחלק מהענפים – כגון המזון והתקשורת – וכן הם מגבילים את מבנה הפירמידה בקבוצות עסקיות. צעדים אלו עשויים לפגוע ברווחיהן של החברות הגדולות ולסייע לעסקים קטנים, וכך לשנות גם את חלוקתה של עוגת האשראי במשק. (3) מיקומו של המשק במחזור העסקים מתאפיין בשינוי בהרכב הביקושים: הביקוש עבר מענפים מוטי יצוא, כגון ענף התעשייה, לענפים התלויים בביקוש המקומי, בעיקר המסחר והשירותים, וענפים אלה מתאפיינים בעתירות עבודה ובעסקים קטנים. שינוי זה התרחש על רקע הייסוף שחל בשנים האחרונות בשער החליפין והירידה בסחר העולמי (הרחבה מופיעה בפרק ב').

א. האשראי הבנקאי

החוב הבנקאי של המגזר העסקי הלא-פיננסי ירד ב-2014 בכ-1%, לרמה של כ-385 מיליארדי ש"ח, והוא מהווה כ-47% מסך החוב של המגזר העסקי. היחס בין החוב הבנקאי של המגזר העסקי לתוצר העסקי נותר יציב – סביב כ-50% – מאז אמצע 2013, לאחר שמו-2002 הוא הציג מגמת ירידה, מרמה של 94%. ירידה מתמשכת זו נבעה תחילה מתגובה למיתון שהתפתח במשק בתחילת העשור הקודם ומרפורמות מבניות שהסיטו את השימוש במקורות המימון מאשראי בנקאי לאשראי חוץ-בנקאי. בהמשך תרמו להתחדשותה של מגמת הירידה דרישתו של המפקח על הבנקים להעלות את יחס הון הליבה של הבנקים והחלטתם של הבנקים למלא אותה על ידי

¹⁹ המתאם בין יתרת האשראי לעסקים גדולים ויתרת האשראי לעסקים קטנים ובינוניים (נתונים רבעוניים) עמד בשנים 2008–2011 על 52%, ואילו בשנים 2012–2014 הוא התהפך ועמד על 94%.

²⁰ הדוח המסכם של הצוות לבחינת הגברת התחרות במערכת הבנקאית, מארס 2013.

²¹ כתוצאה מהשלכות המשבר של 2008 הקשיח המפקח על הבנקים ב-2011 את המגבלות על חשיפת הבנקים ללווים גדולים ולקבוצות עסקיות גדולות.

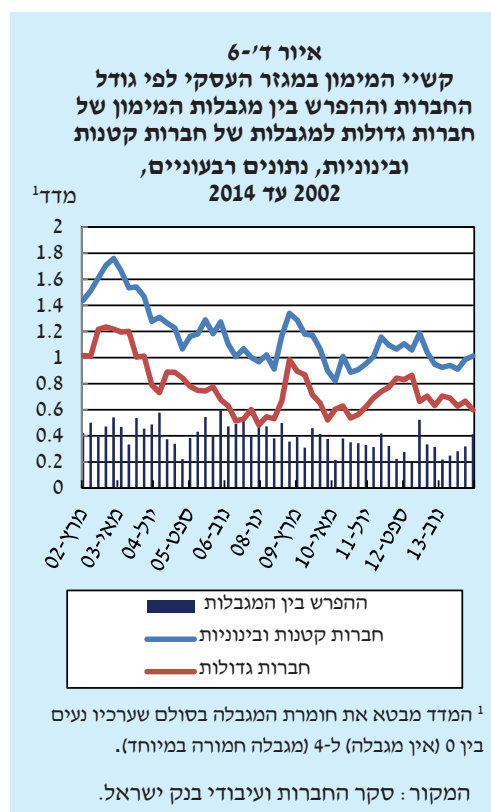
הקטנת החשיפה לעסקים הגדולים והגדלת החשיפה לאשראי לדיור, ולאחר מכן גם לאשראי הצרכני²² ולאשראי לעסקים הקטנים והבינוניים.

ניתוח לפי מגזרי הפעילות

הקיפאון בסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי מסווה הבדלים בהתפתחותו בתוך מגזרי הפעילות²³. חלקו של מגזר העסקים הגדולים בסך החוב הבנקאי של המגזר העסקי ירד בכ-7 נקודות אחוז מאז תחילת 2011, ובסוף הרבעון השלישי של 2014 הוא עומד על כ-57%. בארבעת הרבעונים האחרונים (עד ספטמבר 2014) ירד האשראי לעסקים גדולים בכ-5.3%, בהמשך למגמת ירידה שהתחדשה ב-2012. לעומת זאת, האשראי לעסקים בינוניים וקטנים גדל בארבעת הרבעונים האחרונים (עד ספטמבר) ב-4.3% וב-9.3%, בהתאמה, תוך עלייה בחלקם בסך החוב הבנקאי של המגזר העסקי. למרות הירידה באשראי לחברות הגדולות, לרובן יש גישה לאשראי חוץ-בנקאי, ואשראי זה מהווה כ-50% מסך האשראי למגזר העסקי (ללא פיננסים). עבור העסקים הבינוניים והקטנים, לעומת זאת, הבנקים משמשים מקור כמעט בלבדי של מימון חיצוני, והגידול באשראי הבנקאי שניתן להם מעניק תמיכה חשובה לפעילותם. יוצאות מכלל זה הן חברות הזנק בענף הטכנולוגיה

העילית והביו-טכנולוגיה – חברות קטנות בתחילת דרכן – היות שהן נסמכות במידה מועטה על האשראי הבנקאי ומגייסות מימון חוץ-בנקאי, בעיקר מקרנות הון סיכון (הרחבה מופיעה בתיבה ד'1).

באפריל 2012 הקימה הממשלה קרן חדשה, בהיקף של 4.25 מיליארדי ש"ח²⁴, להלוואות בנקאיות לעסקים קטנים ובינוניים בערבות המדינה²⁵. הקרן העמידה לעסקים קטנים ובינוניים אשראי בנקאי בערבות המדינה (הערבות ניתנת על סכום שמגיע עד 85% מגובה ההלוואה) בהיקף של כ-2 מיליארדי ש"ח ב-2013 ושל כ-1.4 מיליארדי ש"ח ב-2014 (עד ספטמבר). סכומים אלו מסבירים, בהתאמה, כ-15% ו-12% מהגידול שנוצר בשנים אלה באשראי הבנקאי לשני מגזרי הפעילות הנידונים. את הירידה שחלה ב-2014 בחלקו של האשראי הבנקאי שניתן דרך הקרן מסבירה ככל הנראה עלייה בתחרות על מגזרים אלה, בין היתר כתוצאה מפעילות הקרן ומכך שדרישות הקרן מהעסקים שונות מדרישות הבנקים.



²² ראו פרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2013.

²³ את סך האשראי העסקי בבנקים מפלחים למגזר העסקי (החברות הגדולות), המגזר המסחרי (עסקים בינוניים), ומגזר העסקים הקטנים. הגדרת המגזרים משתנה מבנק לבנק, והיא אף משתנה בתוך הבנקים במשך השנים.

²⁴ בשנה האחרונה התקרבה הקרן למיצוי, והיקפה הוכפל לכ-8.5 מיליארדי ש"ח.

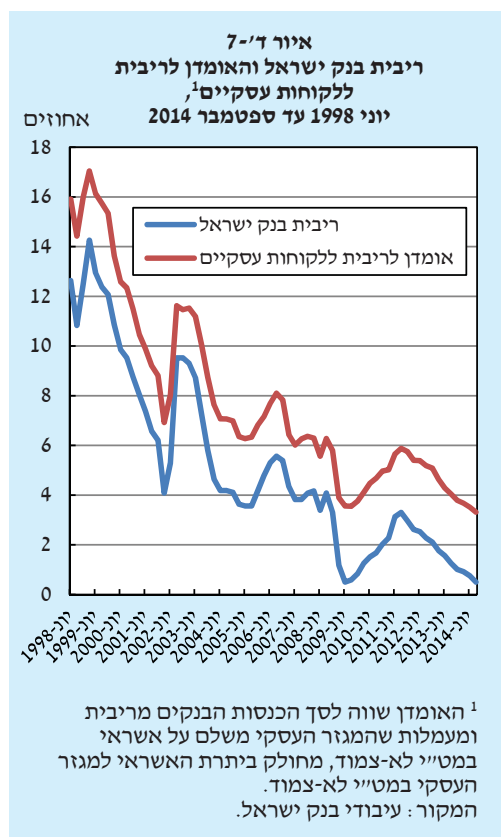
²⁵ הקרן והאשראי הבנקאי מסווגים לפי גודל בדרכים שונות: בקרן הקריטריון לגודל חברה נקבע לפי המחזור הכספי, ואילו באשראי הבנקאי הוא נקבע לפי היקף האשראי של החברה. אולם ניתן להניח כי יש בין הקבוצות חפיפה גבוהה.

מאז 2008 האשראי הבנקאי עובר מעסקים גדולים לעסקים קטנים ובינוניים.

בשנים האחרונות פחתו קשיי המימון של החברות במשק ובמקביל הצטמצם הפער בין מגבלות המימון של חברות גדולות למגבלות המימון של חברות קטנות ובינוניות.

מנתוני סקר החברות עולה כי הממוצע של קשיי המימון לחברות קטנות ובינוניות²⁶ ירד מעט בשנת 2014 יחסית לממוצע ב-2013 (איור ד'-6). הירידה בולטת במיוחד בחברות בינוניות, אף שהגידול באשראי הבנקאי היה משמעותי יותר במגזר העסקים הקטנים²⁷. עוד עולה מהסקר כי מצבן של חברות קטנות ובינוניות – אלה מדווחות על קשיי מימון גדולים יותר מאשר החברות הגדולות – השתפר בשנים האחרונות בהשוואה לשנים שקדמו למשבר הפיננסי: ניכרת מגמת ירידה בהפרש שבין הערכת קשיי המימון של חברות קטנות ובינוניות לבין ההערכה של חברות גדולות (איור ד'-6). דיווחים אלה תומכים בהערכה שהחברות הקטנות והבינוניות אינן סובלות ממחסור בהיצע אשראי. נתוני הסקר לגבי החברות הגדולות – חברות שבאפשרותן להסתמך גם על אשראי חוץ-בנקאי – מצביעים על יציבות יחסית ל-2013, לאחר שב-2013 חל שיפור משמעותי יחסית ל-2012. זאת על רקע עלות נמוכה מאוד של גיוס הון ומשום שרמת המרווחים בשוק אג"ח החברות נמוכה מאוד (איור ד'-10).

התמסורת מהמדיניות המוניטרית לעלות האשראי



המדיניות המוניטרית המרחיבה נועדה לעודד את הפעילות, בין היתר באמצעות הוזלת האשראי. מדיניות זו פועלת דרך שני ערוצים: הקטנת נטל שירות החוב הודות להפחתת הריבית על יתרת החוב, והוזלת עלותו של אשראי חדש. בסעיף זה נראה שהמגזר העסקי זכה ליהנות מההפחתות שערך בנק ישראל בריבית המוניטרית, משום שיש תמסורת גבוהה ממנה לריבית למגזר העסקי. איור ד'-7 מציג את ריבית בנק ישראל ואומדן לריבית הבנקאית לכלל הלקוחות העסקיים על יתרת האשראי הלא-צמוד²⁸; אשראי זה מהווה כ-70% מסך האשראי הבנקאי ללקוחות עסקיים. מהאיור עולה כי רמותיהן של שתי הריביות נעות יחד, כלומר הפחתת הריבית הפחיתה למגזר העסקי את נטל שירות החוב הבנקאי. כאשר אומדים את הקשר ביניהן בהתחשב בסיכון האשראי²⁹, מוצאים כי התמסורת מריבית בנק ישראל לריבית למגזר העסקי עומדת על כ-87%. תמסורת זו קטנה באופן מובהק מתמסורת מלאה, אולם זוהי תוצאה צפויה

יש תמסורת גבוהה מריבית בנק ישראל לריבית על האשראי הבנקאי ללקוחות עסקיים.

²⁶ סקר החברות והאשראי הבנקאי מסווגים לפי גודל בדרכים שונות: בסקר החברות הקריטריון לגודל חברה נקבע לפי מספר העובדים, ואילו באשראי הבנקאי הוא נקבע לפי היקף האשראי של החברה. אולם ניתן להניח כי בין הקבוצות יש חפיפה גבוהה.

²⁷ הסקר מתייחס לקשיי מימון באופן כללי ואינו מפריד בין אשראי בנקאי וחוף-בנקאי. מאחר שהחברות הקטנות והבינוניות נוטלות בעיקר אשראי בנקאי, ניתן להניח כי במקרה שלהן הסקר מתאר את קשיי המימון מול הבנקים.

²⁸ כדי לחשב אומדן זה נוטלים את סך הכנסות הבנקים מריבית ומעמלות שהמגזר העסקי משלם על אשראי במט"י לא-צמוד, ומחלקים ביתרת האשראי למגזר העסקי במט"י לא-צמוד.

²⁹ האומדן לסיכון האשראי מבוסס על ההפרשה של הבנקים לחובות מסופקים בגין סך האשראי למגזר העסקי.

מפני שריבית בנק ישראל תקפה ליום עסקים אחד (over night) בשעה שהמח"ם של האשראי הבנקאי ארוך יותר, ומפני שהאומדן לריבית הבנקאית שווה לממוצע של הריבית על יתרת האשראי ולא על הזרם³⁰. כאשר אומדים מחוץ למדגם את הריבית ללקוחות עסקיים בשנים 2013—2014, מתקבלים ערכים שתואמים את הריבית בפועל, ולכן נראה כי התמסורת לא השתנתה אף על פי שריבית בנק ישראל התקרבה לאפס³¹.

תיבה ד'-1: מימון הפעילות של חברות הזנק

חברות הזנק (start up companies) הן חברות לטכנולוגיה עילית שנוסדו לשם פיתוח מוצר או שירות חדשני. הפיתוח מצריך מימון¹, אולם בשלב זה חברה אינה מייצרת הכנסה. לאחר ששלב הפיתוח של המוצר/ השירות מסתיים בהצלחה, בעלי המניות יכולים להחליט אם לעשות "אקזיט" באמצעות מכירת החברה לחברה אחרת, להפוך את החברה לחברה ציבורית רגילה באמצעות הנפקה בבורסה, או להשאירה בבעלות פרטית. אולם לא כל החברות מצליחות להגיע לשלב של מימוש הרעיון, ורבות מהן פושטות רגל מבלי להפוך לרווחיות. את פעילותן של חברות ההזנק מממנים בעיקר קרנות הון סיכון (venture capital funds), חממות טכנולוגיות שמקבלות לעתים סבסוד ממשלתי, ומשקיעים פרטיים ("angels"), היות שאופי פעילותן מונע מהן לקבל מימון מהבנקים.

גיוס מימון מהבנקים מושגת בדרך כלל על חוזה סטנדרטי שמגדיר היטב את זכויות המלווה. במקרה של כישלון, כשיזם אינו מסוגל להחזיר את החוב בתום תקופה נתונה, המלווה יכול לתפוס חזקה על הנכסים המשועבדים כבטוחה ולחלט אותם לשם החזרת החוב, או ליזום הליך של פשיטת רגל. בנק אינו יכול לחתום על חוזה סטנדרטי כזה עם חברת הזנק. ראשית, לחברות הזנק יש בעיקר נכסים מופשטים (ידע) ולכן אי-אפשר לשעבד אותם. שנית, בנק אינו מעוניין לטפל בכישלון של חברת הזנק, שכן חסרה לו מומחיות בתחום פעילותה של החברה.

הבנקים מתקשים לממן חברות הזנק גם משום שבין הלווה והמלווה אין סימטריה במידע. בעיה זו קיימת תמיד, אך בעיקר בעסקים קטנים משום שדוחותיהם אינם שקופים לציבור; לכן הטיפול בהם דורש מהמלווה להשקיע משאבים במאמצי פיקוח, והדבר מייקר את האשראי. בעיית הא-סימטריה במידע מתעצמת במקרה של חברות הזנק, היות שהן מפתחות מוצרים ושירותים חדשניים שבדרך כלל קשה להעריך את סיכויי הצלחתם בשווקים. Westhead and Storey (1997) מסכמים את הסיבות לכך שההשקעה בחברות הזנק נחשבת למסוכנת ביותר: (1) מחסור בכישורי ניהול בקרב היזמים; (2) היעדר הערכה לגבי הביקוש למוצר/ לשירות החדש; (3) תוחלת החיים של המוצר קצרה יחסית לתוחלת החיים של מוצרים בענפים המסורתיים; (4) דרישה למימון בשלב המחקר והפיתוח של המוצר/ השירות, כשאין ודאות לגבי הצלחתו העתידית. נוסף על כך בעיית הא-סימטריה במידע מגבירה את הסיכון המוסרי (moral hazard) – הסיכון שיזם ייטול סיכון מפני שהוא אינו נושא במחיר הכישלון. לדוגמה, היזם עלול לבחור בפריקט שיש לו ממנו תשואה אישית גבוהה, כגון הכרה בקהילה המדעית, אך הוא מניב תשואה נמוכה למשקיעים.

בתנאים אלה התפתח ענף של קרנות הון סיכון, וענף זה משמש מתווך פיננסי חיוני: הוא מספק מימון לחברות מבטיחות שאחרת היו מתקשות לגייס הון. חוזי המימון בין קרנות הון סיכון לבין חברות הזנק שונים מחוזי הלוואה רגילים, והם מאפשרים לקרנות לפקח על החברות ביעילות. לדוגמה, הקרנות נמנעות מהשקעות חד-פעמיות גדולות אלא עורכות אותן בשלבים. מנגנון פיקוח זה מאפשר לעצור את המימון במקרה של כישלון ולצמצם את ההפסדים הפוטנציאליים של הקרן. חברות הזנק בשלבי ההתפתחות ההתחלתיים (seed stage) מקבלות מימון במנות קטנות יותר. נוסף למימון בשלבים הקרנות גם חולקות את ההשקעה בחברה עם קרנות אחרות. בדרך זו הן יכולות להשקיע בכמה חברות שונות ולפזר סיכונים,

¹ בהיקפים שונים. לדוגמה, המימון הנחוץ למחקר ופיתוח בחברת ביו-טכנולוגיה גבוה מזה שנחוץ לפיתוח יישום לטלפונים חכמים בחברת תוכנה.

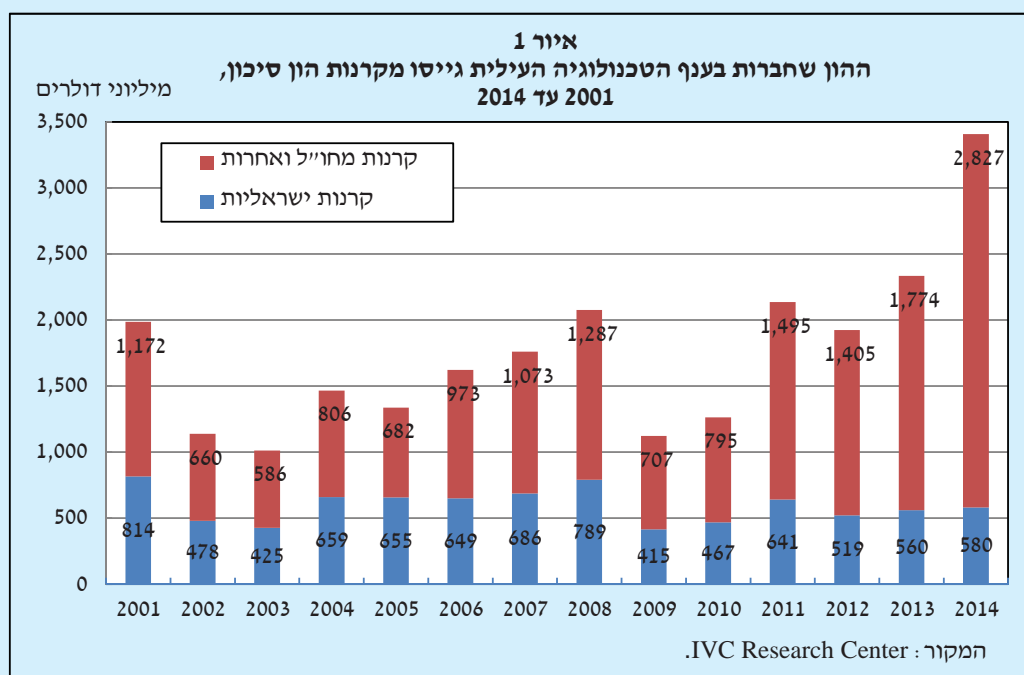
³⁰ התמסורת הנאמדת קטנה במובהק מתמסורת מלאה גם משום שהאומדן משתמש בהכנסות מעמלות.
³¹ האומדן לריבית ללקוחות עסקיים מבוסס על המלאי של יתרות האשראי, ולכן אי-אפשר להסיק ממנו מסקנות לגבי התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית על זרם האשראי החדש שניתן.

וגם לקבל מהקרנות האחרות חוות דעת נוספת בדבר כדאיות ההשקעה. לאחר ההשקעה הראשונית הקרנות מפגישות את היזמים עם מומחים ויועצים מטעמן כדי לשפר את ביצועי החברה. מעורבות הקרן בפעילות החברה באה לידי ביטוי גם בכך שנציגיה משתתפים בדירקטוריון החברה. נוסף לאלה יש עוד מנגנון שבאמצעותו ניתן לקרב בין האינטרסים של היזמים לאלה של המשקיעים ולהפחית את הסיכון המוסרי – ליצור תלות בין הכנסות היזמים לבין ביצועי החברה, דרך הגדרה של חלק ניכר מהכנסתם כאופציות בהנפקות עתידיות.

בספרות המקצועית עולה הטענה שמאפייניהן הארגוניים של הקרנות להון סיכון ושל החוזים שלהן מתאימים במיוחד לפתרון של בעיות הא-סימטריה במידע והסיכון המוסרי בחברות לטכנולוגיה עילית (הרחבה מופיעה אצל Kaplan and Stromberg, 2002). מקובל לחשוב כי לקרנות הון סיכון יש מומחיות בתחום הטכנולוגיה העילית, וזו מאפשרת להן לזהות פרויקטים בעלי פוטנציאל צמיחה.

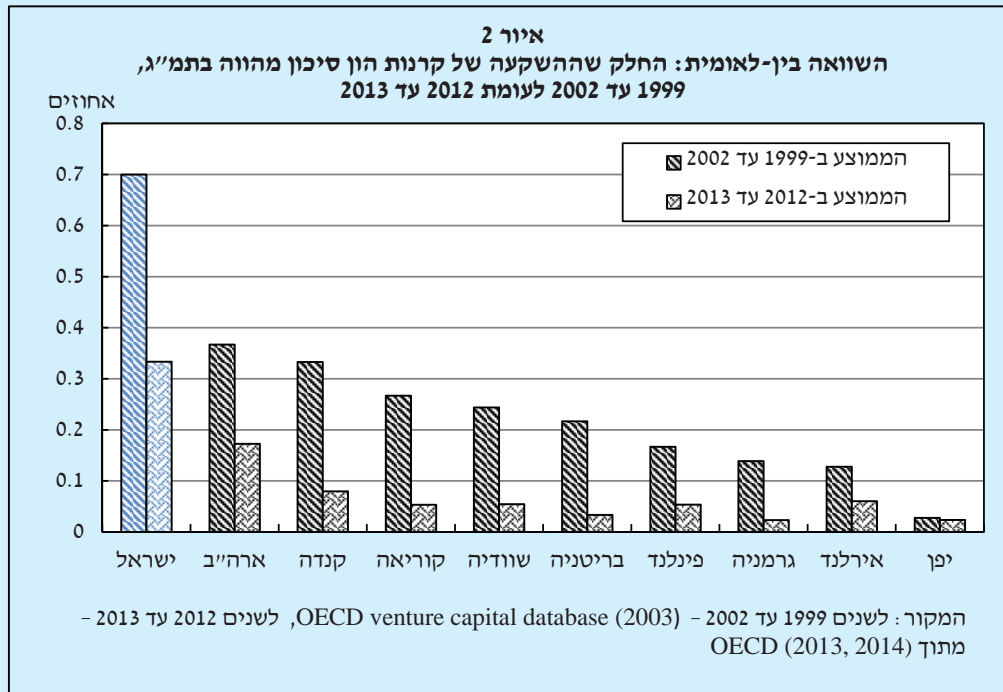
אולם קיימות גם השקפה אחרת, וזו גורסת כי קרנות הון סיכון לעתים מהמרות על החברה שהן בוחרות לממן. על סמך הנתונים על החברות הישראליות לטכנולוגיה עילית, בר ויפה (2008) טוענים כי לחברות טכנולוגיה עילית שקיבלו תמיכה מקרנות הון סיכון היו סיכויים יותר גבוהים לשרוד מאשר לחברות שקיבלו מימון ממקור אחר, אך נראה כי קרנות הון סיכון אינן יודעות לזהות חברות "מנצחות". כאשר משווים, לאחר הנפקה ראשונית בבורסה, את ביצועיהן של החברות שקיבלו תמיכה מקרנות הון סיכון לביצועיהן של חברות שקיבלו תמיכה מגורמים אחרים, מוצאים כי אין הבדלים בין שתי הקבוצות.

ענף הקרנות להון סיכון בישראל נוצר ב-1991 ביוזמת הממשלה ובמעורבותה הישירה, ובמשך שנות התשעים של המאה העשרים הוא התפתח ממגזר קטן במימון ממשלתי לענף פרטי משגשג. בשנת 2014 גייסו הקרנות הישראליות 914 מיליון דולר, בשעה שסכום הגיוס הממוצע בעשור האחרון הגיע ל-777 מיליון דולר לשנה (אולם בנתונים שנתיים יש תנודתיות רבה). נוסף למימון מקרנות מקומיות חברות הזנק מגייסות מימון רב גם מקרנות בחו"ל (איור 1). כפי שניתן ללמוד מהאיור, גיוס ההון מקרנות הון סיכון אמנם נפגע בעקבות המשבר הפיננסי, אך הוא התאושש במהרה בשנים 2011–2013. 2014 הייתה השנה המוצלחת ביותר: הגיוסים הסתכמו ב-3.4 מיליארדי דולרים, למעלה מ-2.8 מיליארדים מהם מקרנות זרות, ונראה כי בשנה החולפת לא נוצר מחסור בהיצע המימון לחברות הזנק. נתונים אלה מהווים פרט בתמונה רחבה: ישראל



ממוקמת לאורך השנים במקום הגבוה בעולם מבחינת החלק שההשקעה של קרנות הון סיכון בענף הטכנולוגיה העילית מהווה בתוצר (איור 2).

מאחר שלקרנות ישראליות להון סיכון יש חלק קטן יחסית במימון חברות הזנק, ועדה בין-משרדית לקידום השקעות ציבוריות בתחום המחקר והפיתוח המליצה על שני פתרונות מימון חוץ-בורסאיים שמתאימים לחברות כאלה. הראשון – מימון המונים (crowdfunding): זהו מודל לגיוס הון מהציבור הרחב באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, והוא מאפשר לגייס סכומי כסף קטנים ממשקיעים רבים. הפתרון השני – מועדונים למשקיעים מתוחכמים יחידים (כלומר שאינם גופים מוסדיים): הרשות לניירות ערך תגבש את המועדונים ותבדוק את כשרותם של המשקיעים.²



ביבליוגרפיה:

בר ח' ויי יפה (2008), "האם קרנות הון סיכון יכולות לזהות חברות מצליחות? עדויות על שיעורי ההישרדות של חברות ועל ביצועיהן לאחר ההנפקה בבורסה", *סקר בנק ישראל* 81, עמ' 115–141.

Audretsch, D.B. and E.E. Lehmann (2004), "Financing High-Tech Growth: The Role of Banks and Venture Capitalists", *Schmalenbach Business Review*, 56, p. 340-357.

Chorev, S. and A.R. Anderson (2006), "Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process", *Technovation*, 26, p. 162-174.

Kaplan, S.N. and P. Strömberg (2002), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies* (2002) 00, p. 1-35.

OECD (2013), "Access to finance: Venture capital", *Entrepreneurship at a Glance*, 2013, OECD Publishing.

OECD (2014), "Access to finance: Venture capital", *Entrepreneurship at a Glance*, 2014, OECD Publishing.

Westhead, P. and D.J. Storey (1997), "Financial Constraints on the Growth of High Technology Small Firms in the United Kingdom", *Applied Financial Economics*, 7, p. 197-201.

² היתרון ביצירת מאגר מוגדר של משקיעים מתוחכמים נעוץ בכך שחברות הזנק לא יידרשו לערוך את בדיקת הכשרות שלהם. תחת זאת הן יוכלו להסתמך על הבדיקה המלאה שנערכה כאשר המשקיע המתוחכם נכנס למאגר ועל בדיקות כשרות תקופתיות.

ב. האשראי החוץ-בנקאי

יתרת האשראי החוץ-בנקאי עמדה בסוף 2014 על כ-430 מיליארדי ש"ח. האשראי החוץ-בנקאי מהווה כ-53% מסך האשראי למגזר העסקי והוא מורכב מכמה סוגים: אג"ח סחירות ובלתי סחירות³², הלוואות מגופים מוסדיים והלוואות ואג"ח מתושבי חוץ. חלקו של האשראי החוץ-בנקאי המקומי (ללא תושבי חוץ) בסך האשראי גדל מאוד בין 2003 ל-2008 – בעיקר באמצעות הנפקות אג"ח – בעקבות רפורמות בשוק ההון, במיסוי ובפנסיות. מאז 2008 סך האשראי החוץ-בנקאי המקומי גדל בקצב מתון יותר, ובעיקר באמצעות הלוואות ממוסדיים ואשראי מחו"ל. בשנת 2014 עלה האשראי החוץ בנקאי בכ-20 מיליארד ש"ח.

הנפקות של אג"ח חברות

היקף ההנפקות נטו של אג"ח חברות במגזר הלא-פיננסי הגיע ב-2014 לכ-13 מיליארדי ש"ח, גבוה יחסית לשנים האחרונות. העלייה נבעה בעיקר מהיקף גבוה של הנפקות ברוטו, רובו נוצר מ-5 הנפקות של אג"ח בלתי סחירות שביצעו ארבע חברות ("דלק תמר", חברת החשמל, "בי קומיוניקיישנס" ו"כימיקלים לישראל"). היקפן המצטבר של הנפקות אלה עמד על 18.5 מיליארד ש"ח (כ-13.1 מיליארד מתוכם למשקיעים זרים), וההיקף הממוצע להנפקה הגיע לכ-3.7 מיליארדי ש"ח. העובדה שהשוק קלט את היקפי ההנפקות האלה מצביעה על כך שבשוק הראשוני יש היצע אשראי גבוה עבור אג"ח חברות. אמנם היצע האשראי הגיע ברובו ממקורות בחו"ל, אולם הנפקות מוצלחות בהיקפים גדולים יחסית שהבנקים ביצעו במרווחים נמוכים – בצירוף הנפקות אג"ח בהיקף של כ-3.2 מיליארדי ש"ח שחברות זרות ביצעו השנה בשוק המקומי – מעידות כי השוק המקומי אכן מסוגל לספק היצע כאשר החוב איכותי.

הנפקות האג"ח שחברות זרות ביצעו השנה בשוק המקומי ממשיכות את מגמת ההתרחבות שהחלה בתחום ב-2013, אם כי לחברות הזרות יש עדיין חלק נמוך בסך ההנפקות וביתרות אג"ח החברות במגזר הלא-פיננסי: ב-2014 היווה חלק זה, בהתאמה, כ-10% וכ-6.3%. כל החברות הזרות שהנפיקו עד כה פעילות בתחום הנדל"ן, בעיקר בארה"ב (הרחבה מופיעה בתיבה שבדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2014).

האשראי מהגופים המוסדיים

הגידול המהיר בנכסיהם של הגופים המוסדיים הפך אותם לשחקן מרכזי בתחום מתן האשראי במשק. חלקם בסך האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי הוכפל – מכ-9% בשנת 2004 לכ-18% בסוף 2014 – והוא ניתן באמצעות אג"ח סחירות ובלתי סחירות וכן דרך הלוואות ישירות³³. ערוץ הלוואות הישירות גדל בקצב גבוה בשנים האחרונות, ומבין כל ערוצי המימון (הבנקאי והחוץ-בנקאי) הוא היה היחיד שגדל ב-2014 (ב-13%). עם זאת, האשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי היווה כ-27% בלבד מסך האשראי המקומי שהעניקו הגופים המוסדיים בשנת 2014; 71% מהאשראי המקומי של המוסדיים ניתן לממשלה.

אופיין ארוך הטווח של התחייבויות המוסדיים מניע אותם לחפש חלופות השקעה בעלות מח"ם ארוך ומאפשר להם להעניק אשראי לפעילות ארוכת טווח, כגון בניית תשתיות. נוסף לכך, המוסדיים אינם ערוכים מבחינה תפעולית להעניק שירות לעסקים קטנים. לכן הגופים המוסדיים נמנעים מלתת אשראי למגזר העסקים הקטנים והבינוניים, ורק עסקים גדולים נהנים ממקור

חלקם של המוסדיים באשראי למגזר העסקי הלא-פיננסי הוכפל תוך עשור, אך הוא מופנה לעסקים גדולים בלבד.

³² לא כולל אג"ח חברות שמוחזקות בידי הבנקים.

³³ ההלוואות הישירות שמעניקים הגופים המוסדיים למגזר העסקי נידונות בתיבה 3 בדוח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2014.

אשראי זה. אולם אם הגופים המוסדיים יממנו את פעילותם של עסקים קטנים ובינוניים, הדבר עשוי להועיל לשני הצדדים: עסקים קטנים שפעילותם תלויה באופן בלעדי במימון הבנקאי יקבלו גישה למקורות מימון נוספים (הדבר יכול בין היתר להזיל את מחיר האשראי), והמוסדיים יוכלו להשקיע בענפי משק שונים וכך לפזר את הסיכונים טוב יותר. קיים אפוא פער בין צורכי המימון של העסקים הקטנים לצורכי ההשקעה של הגופים המוסדיים, ופתרון אפשרי לבעיה זו טמון באיגוח של ההלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. הרחבה על שוק האיגוח מופיעה בתיבה ד'-2.

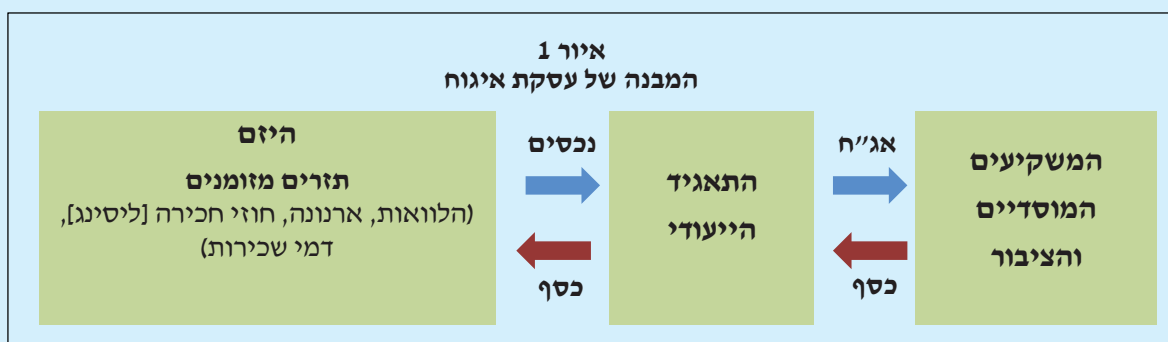
תיבה ד'-2: פיתוח שוק האיגוח

רקע

האיגוח נפוץ במדינות מפותחות היות שכלי זה מרחיב את מקורות המימון של המגזר העסקי, מגביר את התחרות, ותומך בפיזור הסיכונים בין השחקנים השונים בשוק ההון.

כפי שמראה איור 1, בעסקת איגוח בנקים ויזמים אחרים (originators) מוכרים לתאגיד ייעודי (SPE, special purpose entity) זכויות בנכסים שמניבים תזרימי מזומנים, והתאגיד מנפיק אג"ח לציבור המשקיעים ומעביר ליזם את התמורה. התאגיד הייעודי משמש אפוא צינור שמעביר באופן שוטף תזרים שנובע מנכסים לפירעון אג"ח. לשם המחשה, אם יזם מחזיק בבעלותו נכס ריאלי – למשל פרויקט של דיור להשכרה – וברצונו לממן פרויקט חדש, הוא יכול למכור לתאגיד ייעודי את זכויותיו בפרויקט הקיים, והתאגיד ינפיק אג"ח למשקיעים ויפרע אותן באמצעות תשלומי השכירות. בדומה לכך, אם יזם מחזיק בבעלותו נכס פיננסי – אם למשל בנק העניק הלוואות לעסקים קטנים – וברצונו לפנות מקורות אשראי כדי להעניק הלוואות חדשות, הוא יכול למכור לתאגיד ייעודי את זכויותיו בהלוואות הקיימות, והתאגיד ינפיק אג"ח וישלם למשקיעים מתוך התזרים הנובע מההלוואות.

ליזם יש תמריץ לבצע איגוח מפני שהעסקה מאפשרת לו לקבל סכום מהוון ונזיל בהווה בתמורה למכירה של תזרים מזומנים עתידי, וכך לפנות הון למתן אשראי חדש או לפעילות ריאלית; למשקיעים יש תמריץ מפני שהם מקבלים אג"ח מגובה בנכסים ואינם נחשפים לסיכון לחדלות פירעון של היזם. ניתן לאגח מגוון רחב של נכסי בסיס: אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, חובות של מחזיקים בכרטיסי אשראי, הלוואות לדיור, ארנונה, חוזי חכירה (ליסינג), דמי שכירות, ועוד.



לישראל יש תמריץ לפתח את שוק האיגוח מפני שהוא יכול לגשר בין צד המקורות לצד השימושים, כלומר בין הכספים שבידי הגופים המוסדיים – כספים שהיקפם מתרחב בקצב עולה בעקבות הרפורמות שנערכו בחיסכון הפנסיוני – לבין המגזרים והתחומים הזקוקים לאשראי, בכללם עסקים קטנים ובינוניים, פיתוח תשתיות, פרויקטים של דיור להשכרה וכו'. המערכת הבנקאית וחברות ריאליות בעלות תזרים מזומנים יציב יכולות להשתמש באיגוח כדי לגייס מקורות למימון פעילותן.

האיגוח בצורתו הפשוטה תורם לצמיחה בת-קיימא, מפני שהוא מגדיל את היצע האשראי במשק וכך מוזיל את עלותו. מחקרים תומכים בתפיסה שפיתוח פיננסי מסייע לפיתוח כלכלי-ריאלי¹, ואיגוח הפך לאחד מעמודי התווך של שוק הון מפותח. אולם לצד יתרונותיו האיגוח גם סובל מחיסרון, היות שבהיעדר רגולציה מתאימה הוא עלול להשפיע לרעה על יציבותה של המערכת הפיננסית, ומעיד על כך המשבר שפרץ ב-2008 בארצות הברית. מצב עניינים זה הנחה את הצוות הבין-משרדי לקידום האיגוח בישראל. כדי לקדם את האיגוח תוך שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית, הצוות גיבש הוראות שנועדו לספק שקיפות לגבי נכסי הבסיס ולמנוע מורכבות בהם, לצמצם את הסיכונים לנכסים המאוגחים בלבד, לנתק בין היזם לתאגיד הייעודי, ולהרחיב את זהות האינטרסים בינו לבין המשקיעים. מכלול ההוראות, לצד פיקוח שוטף וקפדני, יאפשר לפתח את שוק האיגוח באופן מדוד ומאוזן ולשמור על היציבות. הצוות פרסם דוח להערות הציבור באוגוסט 2014². היקפי האיגוח בעולם צמחו במהירות בראשית העשור הקודם, אולם ב-2008 הם הצטמצמו משמעותית עקב המשבר הפיננסי. במהלך 2009 החל השוק להתאושש, בעיקר מפני שהבנקים המרכזיים תמכו בו מתוך תפיסה שזהו כלי חשוב לתמיכה במערכת הפיננסית ואמצעי לעודד את הכלכלה הריאלית. חרף הכשלים שהתגלו במשבר קיימת הסכמה כי שוק האיגוח ימשיך להוות מרכיב חשוב בשוק המימון הבין-לאומי. דוח של הבנק המרכזי של אנגליה והבנק המרכזי האירופי, למשל, מציין כי "שוק [האיגוח] מתכווץ. זהו מקור לדאגה, משום שכאשר יש לשוק זה מבנה ורגולציה נאותים, הוא יכול להשלים מקורות אחרים למימון ארוך טווח של הכלכלה הריאלית, לרבות מימון לעסקים קטנים ובינוניים"³. תפיסה זו נסמכת על העובדה שבשוקי איגוח בעלי יסודות איתנים לא אירע כשל, והשוק המשיך לתפקד: שיעורה של חדלות הפירעון בשוק האיגוח באירופה עמד בין יולי 2007 לרבעון השלישי של 2013 על 0.05% בלבד⁴. יתר על כן, הבעיה בשוק האיגוח האמריקאי התמקדה באיגוח של משכנתאות בסיכון גבוה (סאב-פריים)⁵.

השלכותיו של שוק האיגוח על המערכת הפיננסית

א. יתרונותיו של שוק האיגוח

הוזלת מקורות המימון והרחבתם: האיגוח מצמצם את הסיכון למשקיעים אך ורק לנכסים המאוגחים – כלומר הוא אינו חושף אותם לסיכון הכללי של היזם – ותיחום הסיכון צפוי להוליד לדירוג אשראי גבוה יותר. האיגוח יקל אפוא הן

¹ קיימת ספרות ענפה בנושא זה. ראו בין היתר:

Greenwood, J. and B. Smith (1997), "Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control* 21(1), pp.145-81. Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 32(2); Levine, R. and S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, June, pp. 537-558.

² הצוות כלל נציגים של רשות ניירות ערך, משרד המשפטים, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, רשות המסים ובנק ישראל. בנק ישראל גם ריכז את עבודתו. דוח הביניים של הצוות מופיע בכתובת:

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages-12-08-2014/Securitization.aspx>

³ ראו: European Central Bank and Bank of England (2014), "The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to Deal With Them".

⁴ שיעורה של חדלות הפירעון של ABS (איגוח מגובה נכסים), RMBS (איגוח מגובה הלוואות לדירור) ו-SME CLO (איגוח מגובה אשראי לעסקים קטנים ובינוניים) עמד, בהתאמה, על 0.04%, 0.1%-0.4% ו-0.4%. פרטים מופיעים בנייר לדיון שנכתב בבנק המרכזי של אנגליה:

Bank of England (2014), "The Case for a Better Functioning Securitization Market in the European Union", A Discussion Paper.

⁵ שיעורה של חדלות הפירעון באיגוח מגובה נכסים בארה"ב עמד ב-2012 על 0.36% בלבד, וב-2010 הוא עמד על 0.61% בלבד.

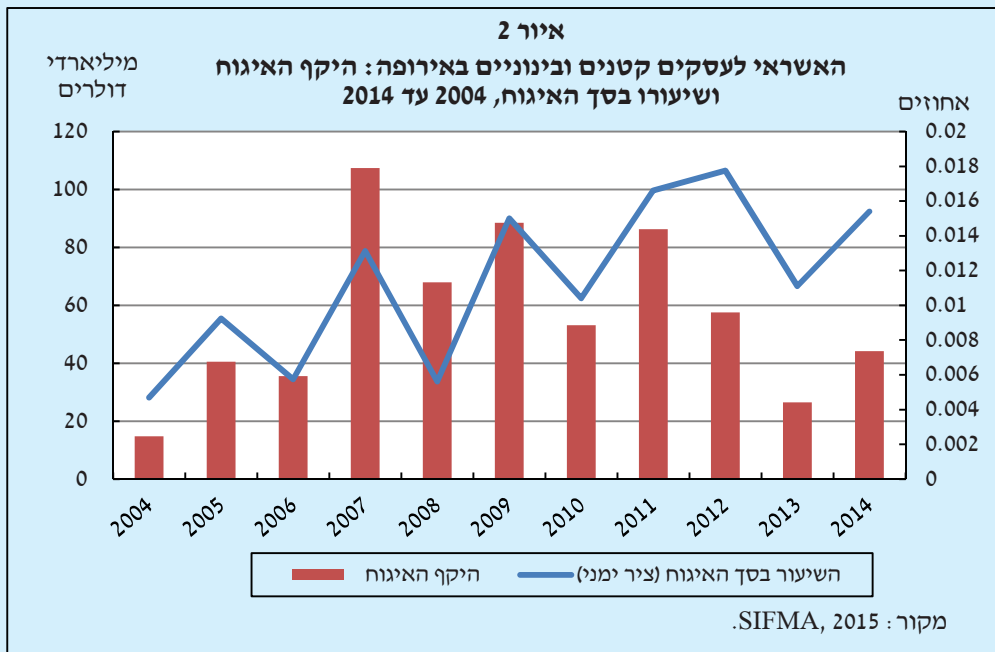
Standard & Poor's (2013), *Global Structured Finance Default Study, 1978-2012: A Defining Moment For Credit Performance Stability*.

על המשקיעים והן על היזמים: המשקיעים יוכלו להעריך את הסיכון טוב יותר, והיזמים יוכלו לגייס כספים בריביות נמוכות יותר, במיוחד אם אין להם דירוג גבוה והם מאגחים נכסים איכותיים. חברות בינוניות וגדולות יוכלו לגייס אשראי באמצעות איגוח, וכך להתמקד בפעילות הריאלית במקום בפעילות פיננסית.

הרחבת אפיקי ההשקעה ופיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי: הגופים המוסדיים והציבור הרחב ייחשפו למגוון נכסים שמייצרים תזרים מזומנים קבוע. איגוח נכסים יציע לפיכך אפיק השקעה חדש, מגובה בטוחות איכותיות, עבור החיסכון ארוך הטווח של הציבור. אפיק זה נעשה רלוונטי במיוחד לאחר הרפורמות המבניות שנערכו במשק, מכיוון שרפורמות אלה הגדילו את החיסכון לטווח ארוך והובילו לעלייה מתמדת בסכומי הכסף שהמשקיעים המוסדיים מנהלים. אלטרנטיבה זו תתחרה בהשקעה באג"ח חברות, אפיק שבתקופות מסוימות עורר חשש כי הוא מתומחר ביתר בשל מיעוט החלופות להשקעה. הקטנת הריכוזיות בתחום האשראי תגביר את התחרות ותקל על גיוס מימון לפעילות הריאלית במשק.

פינוי הון במערכת הבנקאית: המערכת הבנקאית מוגבלת ביכולתה להעניק אשראי חדש, אבל יש לה יתרון בחיתום הלוואות ובניהולן השוטף. היקפי החיסכון הולכים וגדלים כאמור, אולם המשקיעים המוסדיים אינם מתמחים בחיתום ובמתן אשראי לכל סוגי הלווים. איגוח יאפשר למערכת הבנקאית להעביר לשוק ההון חלק מההתחייבויות והסיכונים, וכך לפנות מקורות מימון למתן הלוואות חדשות למגזרים שזקוקים לאשראי, תוך שיפור נגישותם של המקורות למגוון עסקים. מאחר שהאשראי הבנקאי משמש לעסקים הקטנים והבינוניים בישראל מקור כמעט יחיד של מימון חיצוני, האיגוח חיוני להקלה על המגבלות הפיננסיות שלהם.

בכוונת הפיקוח על הבנקים להתיר איגוח של מגוון סוגי אשראי, לרבות איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (SMEs), במטרה להגדיל את היצע האשראי למגזר זה. עם זאת, בכוונת הפיקוח להותיר על כנה את ההוראה האוסרת על ביצוע עסקאות מורכבות (כמו CDO ו-CDO²), כפי שהמליץ הדוח שפרסם הצוות לקידום האיגוח. הדבר נועד למנוע הנפקה של מכשירים מורכבים ולאפשר הערכה נכונה יותר של הסיכונים הטמונים בנכסי הבסיס ותמחור הולם של הסיכון. כפי שמראה איור 2, במדינות אירופה איגוח הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים (SMEs) מהווה נתח משמעותי וגדל מסך עסקאות האיגוח. חלק מהמדינות מחייבות את המוסדות הבנקאיים להעניק אשראי חדש לעסקים קטנים תמורת תמיכה ממשלתית באיגוח.



ב. שמירה על יציבותה של המערכת הפיננסית

שוק האיגוח יכול כאמור להגביר את התחרות בשוק ההון ולהגדיל את היצע האשראי, אך גלומים בו סיכונים שיש לטפל בהם. כל השקעה כרוכה בסיכון, וכמו בכל השקעה גם כאן יש לאזן בין היתרונות לסיכונים.

הסיכון המוסרי (moral hazard): סיכון מוסרי מתפתח כאשר היזם יוצר נכסים שעתידיים להימכר באמצעות איגוח ואינו נושא בתוצאותיו של הסיכון הטמון בנכסים. מצב זה מתמרץ את היזם ליצור מראש (*ex ante*) – כלומר לפני ביצוע האיגוח – סיכונים גדולים מתוחלת הרווח, להעבירם הלאה לשחקנים אחרים בשרשרת שוק ההון, ולנצל את ההון שהתקבל ליצירת נכסים חדשים למכירה (*generate to distribute*). כך נוצר מבנה תמריצים לקוי, היות שהוא מעודד יצירת נכסים בלתי איכותיים לשם מכירתם.

מענה ראשוני לסיכון זה מצוי בפיקוח השוטף על הגופים המנהלים כספי ציבור, בדומה לפיקוח הקיים על השקעות בנכסים אחרים. מענה שני לבעיה טמון בהרחבת זהות אינטרסים בין היזם למשקיעים באמצעות הוראה שמחייבת את היזם להותיר בידי חלק מהסיכון: אם ייווצר כשל אשראי, היזם יספוג הפסד על החלק שנותר אצלו. ככל שעולה שיעור הותרת הסיכון כך גדלה זהות האינטרסים בין היזם לבין המשקיעים בתאגיד הייעודי. אולם היות שהקמת כלי האיגוח כרוכה בעלות קבועה, שיעור גבוה מדי של הותרת סיכון יקטין את נפח העסקה המאוגחת עד כדי מניעת האיגוח. זוהי הסיבה לכך שלפני המשבר הפיננסי, ועד לאחרונה, לא הייתה חובה להותיר בידי היזם כל שיעור מהסיכון, אף לא בהלוואות מסוכנות, ועל כן לא נוצרה זהות אינטרסים בין היזם לבין המשקיעים, אף לא באופן חלקי.⁶

מענה שלישי לבעיית הסיכון המוסרי נוגע לשחקנים חוזרים והוא נעוץ בסיכון המוניטין. כשל אשראי במספר רב של נכסים שהועברו באיגוח יפגע משמעותית במוניטין של היזם. הפגיעה תקשה עליו לגייס הון בעתיד, והיא גם כרוכה במחיר כלכלי בלתי מבוטל. הוראות שמבטיחות מכר אמתי ואוסרות על תמיכה בנזילות – הוראות שלא היו קיימות בעולם לפני המשבר – יאפשרו בין השאר לתמרץ שחקנים חוזרים בשוק האיגוח להקפיד על איכות הנכסים המועברים בו.

תמחור הנכסים: בין היזם למשקיעים קיים פער מידע מובנה באשר לשווי הנכסים המאוגחים. לזים אין תמריץ לגלות מידע שעשוי לפגוע בשווי הנכסים (*adverse selection*), ובטווח הארוך שוק בלתי שקוף עלול להוליך להידרדרות מתמשכת באיכות הנכסים ("שוק לימונים").⁷

הפתרון העיקרי לבעיה זו מצוי בהגברת דרישת השקיפות לגבי הנכסים המאוגחים. שקיפות תצמצם את פערי המידע בין היזם לבין המשקיעים וחברות הדירוג, ותסייע לבצע תמחור טוב יותר. לפתרון זה הציע הצוות לקידום האיגוח צעד משלים: לאסור על איגוח מורכב (CDO ו-CDO²), על מנת לתת מענה למקרים שבהם הנכסים המאוגחים מורכבים מדי לניתוח ולתמחור. צעדים משלימים אלה יוכלו להפחית את הסיכון לתמחור לקוי ולהפוך את מכשיר האיגוח למוצר קל יותר לתמחור מאשר אג"ח חברות.

לחברות הדירוג תפקיד מרכזי בתמחור הנכסים באיגוח, היות שהמשקיעים נוהגים להסתמך על דירוגיהן. לנוכח הכשל שאירע בתחום הדירוג לפני המשבר העולמי, חברות הדירוג עדכנו את המתודולוגיה להערכת הסיכונים במכשירים מובנים.⁸ נוסף לכך הן הוכפפו לרגולציה חדשה, הן בעולם והן בישראל, וזו מסדירה את פעילותן ומחייבת אותן להתנהל באופן זהיר ואחראי יותר.⁹

⁶ הרגולציה בארה"ב ובאירופה אימצה שיעור הותרת סיכון בגובה 5%. אולם בתחום המשכנתאות הכשירות (*qualified mortgages*) בארה"ב השיעור עומד בפועל על 0%. לעומת זאת, הצוות לקידום האיגוח בישראל המליץ על שיעור כפול – 10%.

⁷ Akerlof, G.A. (1970) "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3.

רבות נכתב על הסיבות שהובילו את ארה"ב למשבר הסאב-פריים, לרבות על תמחור לקוי של סיכונים. ראו למשל:

Gorton, G.B. (2008), "The Panic of 2007", NBER WP/14358; Gorton, G.B. (2008), "The Subprime Panic", NBER WP/14398

⁸ השלוחות הישראליות של חברות הדירוג הבין-לאומיות משתמשות במתודולוגיה הבין-לאומית.

⁹ החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014, והתקנות שהותקנו מכוחו, ייכנסו לתוקף באפריל 2015.

שוק האיגוח בישראל

בשעה שבכמה ממדינות העולם שוק האיגוח גדול עד כדי כך שהוא דומה בהיקפו לשוק אג"ח החברות, בישראל שוק זה כמעט אינו קיים. בדירוג שערך ה-World Economic Forum ב-2012 הגיע גודלו של שוק האיגוח הישראלי למקום ה-54 מבין 59 מדינות. עסקאות האיגוח המעטות שנעשו בישראל התרכזו בתחומים של חכירה (ליסינג) ונדל"ן מניב, והן נעשו על סמך חוות דעת משפטיות נקודתיות וללא הסדרה כוללת. החל משנות ה-90 המליצו כמה ועדות ממשלתיות לפתח את שוק האיגוח בישראל. החסמים המונעים את התפתחותו מצויים בתחומי החקיקה, המיסוי, הרגולציה והחשבונאות. הדוח שהכין הצוות לקידום האיגוח כולל הצעות מפורטות לתיקוני חקיקה שנועדו להסיר את החסמים. הדוח מניח תשתית לאיגוח של מגוון נכסים – כגון אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, הלוואות קמעונאיות ונדל"ן מניב – מתוך תפיסה שמכשיר זה יכול להזרים הון לכלכלה הריאלית. ההמלצות בדוח הביניים מאזנות בין הסיכונים האינהרנטיים לפיתוח פיננסי לבין היתרונות הטמונים בהתפתחות מדודה וזהירה של שוק חשוב זה.

3) הון המניות

בשנת 2014 הונפק בבורסה בת"א הון מניות בהיקף של כ-4.6 מיליארדי ש"ח. היקף ההנפקות נמוך ביחס ל-2013 (כ-8 מיליארדי ש"ח) וכן ביחס למוצג ההנפקות מאז 2008 (כ-6.6 מיליארדי ש"ח). השנה הנפיקו בבורסה 5 חברות חדשות (IPO) בהיקף של כ-1.4 מיליארד ש"ח – כשליש מסך ההנפקות השנה. פעילותן של כל החברות שביצעו הנפקות ראשוניות קשורה לתחומים שונים בענף הבינוי והנדל"ן, החל מייצור והספקה של חומרי גלם ומוצרים לבנייה ועד ייזום של דירוג מוגן והפעלתו. אחת מחמש החברות החדשות היא חברת נדל"ן זרה.

ג. תמהיל מקורות המימון של ענפי המשק

סך סיכון האשראי הבנקאי למגזר העסקי (כולל אשראי מאזני וחוץ-מאזני) התפלג ב-2014 בדומה להתפלגותו אשתקד: למעלה מ-75% ממנו התחלקו בין כמה ענפי משק, היינו בינוי ונדל"ן, תעשייה, מסחר ושירותים פיננסיים.

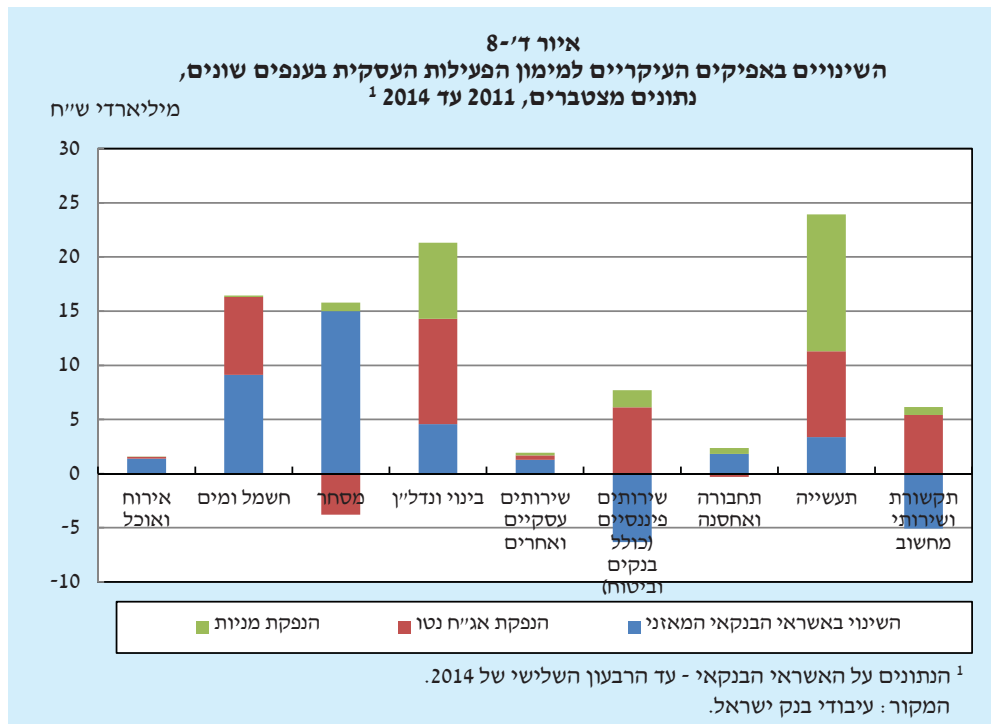
בהסתכלות ארוכת טווח ניתן לזהות שינויים שחלו בהתפתחות האשראי הבנקאי הענפי לאחר המשבר הפיננסי העולמי. בענפי הבינוי והנדל"ן והמסחר והשירותים (למעט השירותים הפיננסיים) סך סיכון האשראי הבנקאי (מאזני וחוץ-מאזני) המשיך להתרחב, לאחר ירידה קצרה יחסית בשנת 2009. מנגד, בענפי התעשייה והשירותים הפיננסיים הוא הוסיף לדשדש גם בתום המיתון של 2008—2009, ובשנתיים האחרונות הוא אף ירד.

התפתחויות אלה שלובות בהבדלים במידה שבה ענפי משק שונים משתמשים באשראי חוץ-בנקאי והון עצמי³⁴: ענפים שהפחיתו בשנים האחרונות את הסתמכותם על האשראי הבנקאי גייסו מימון לפעילותם בדרכים אחרות. איור ד'-8 מציג את השינויים באפיקי המימון העיקריים של ענפי משק שונים בין השנים 2011—2014: השינוי באשראי הבנקאי בפועל (אשראי מאזני בלבד), הנפקת אג"ח סחירות ובלתי סחירות בניכוי פירעונות (אג"ח נטו) והנפקת מניות בארץ ובחו"ל³⁵. מהאיור עולה כי בארבע השנים האחרונות האשראי הבנקאי התרחב במידה ניכרת רק בענפי המסחר והחשמל והמים, ובענפים אלה הוא היווה מקור מימון עיקרי. ענפי התעשייה והבינוי והנדל"ן אמנם הגדילו את האשראי הבנקאי, אך את מרבית המימון הם גייסו באמצעות הנפקת

בארבע השנים האחרונות
נרשמה התרחבות ניכרת
באשראי הבנקאי רק
בענפי המסחר והחשמל
והמים.

³⁴ בנייתו זה חסרים נתונים על ההלוואות מהמוסדיים משום שהן אינן מחולקות לפי ענפים. יתרתן של הלוואות אלה הגיעה בסוף 2014 ל-49 מיליארד ש"ח.

³⁵ הנפקת המניות בחו"ל מתייחסת לחברות דואליות בלבד.



אג"ח ומניות. שני ענפים נוספים – שירותים פיננסיים³⁶ ותקשורת ושירותי מחשב – צמצמו את היקף האשראי הבנקאי והמירו אותו במימון חוץ-בנקאי, בעיקר אג"ח. בשאר הענפים היקף המימון קטן יחסית ונסמך בעיקר על האשראי הבנקאי.

שלושת חלקיו של איור ד'-9 מציגים את דרכי המימון של הפעילות העסקית באותם ענפי משק³⁷ בכל אחת מהשנים שבין 2011 ל-2014. מנתונים אלה ניתן ללמוד על תחלופה בין מקורות המימון. ניתן לשער כי ההעדפה של אפיק מימון זה או אחר מושפעת ממחירי החוב שהחברות רואות לנגד עיניהן. ככלל, הבנקים וחברות הביטוח, השייכים לענף השירותים הפיננסיים, נוטים להנפיק אג"ח בשל עלויות נמוכות של גיוס חוב (איור ד'-10) וגם מתוך שיקולים של שמירה על גרעני השליטה, שיקולים המונעים מהם הנפקת מניות.

האשראי הבנקאי לענף הבינוי והנדל"ן עלה בשנת 2011 והצטמצם בשנים 2012—2013. רק בשנה החולפת חזר האשראי מהבנקים לגדול, ואף זאת במידה מועטה בלבד. לעומת זאת, הגיוס באמצעות אג"ח צמח בשנתיים האחרונות, ונראה כי את הדבר מסבירה הירידה החדה של התשואות בענף (איור ד'-10), היות שהיא הוזילה את גיוס החוב במידה ניכרת. בענף הבינוי דרוש היקף גדול של מימון בעיקר בשל הצורך לרכוש קרקעות, וחלקו של מימון זה באשראי הבנקאי החוץ-מאזני – אינדיקציה לאשראי העתידי – עולה על 40% מסך האשראי החוץ-מאזני במשק. נוסף לאג"ח הנפיקו חברות בענף הבינוי והנדל"ן גם מניות בהיקף משמעותי, והדבר עשוי להצביע על חיפוש מקורות הון נוספים. לפי סקר החברות, ענף הבינוי והנדל"ן נתקל בקשיי מימון גדולים יותר מכל שאר ענפי המשק (איור ד'-11). לכך צריך להוסיף כי השנה נפגעו תזרים המזומנים של

ענף הבינוי והנדל"ן
משתמש באפיקי
מימון מגוונים משום
שלפעילותו נחוץ מימון
בהיקף גדול.

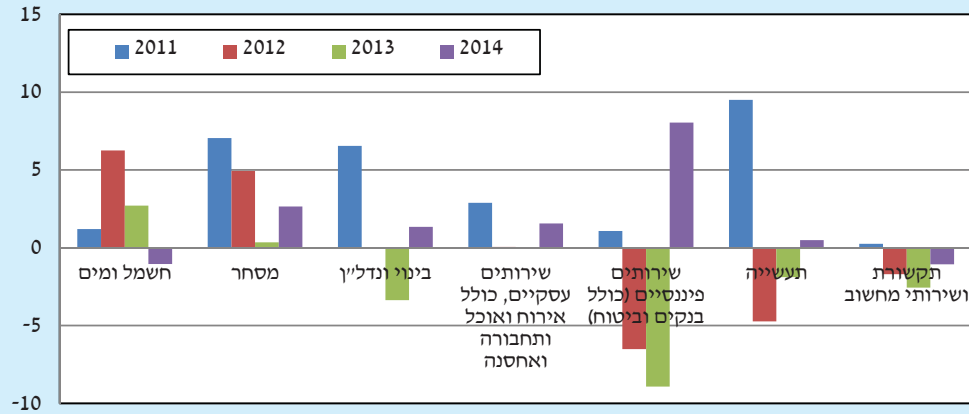
³⁶ כדי ליצור אחידות בין נתוני האשראי הבנקאי ונתוני ההנפקות של הבורסה, ענף השירותים הפיננסיים בניתוח זה כולל בנקים וחברות ביטוח. שאר החברות הן קופות גמל וחברות שעוסקות בתיווך פיננסי.

³⁷ למעט איחוד של שירותים עסקיים ואחרים עם שירותי אירוח ואוכל ותחבורה ואחסנה, בשל התנהגות דומה והיקף אשראי מצומצם.

פרק ד': מימון הפעולות במסק: המקורות והשימושים

איור ד'-9 א'

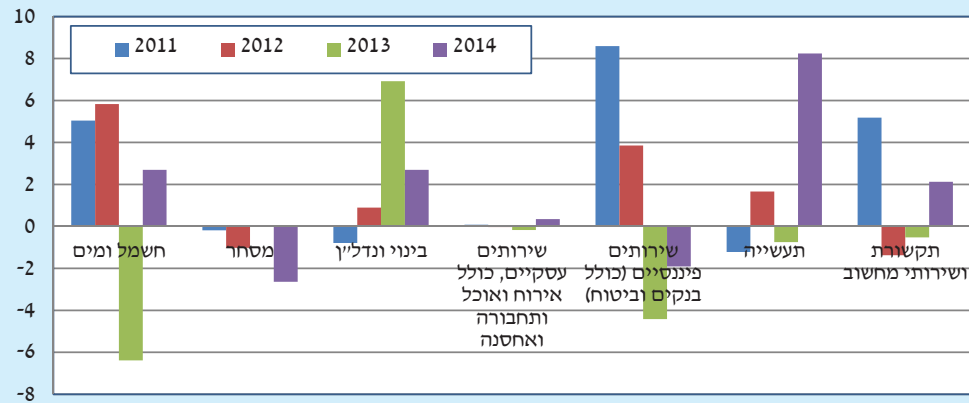
השינויים באשראי הבנקאי המאזני, לפי ענפים, 2011 עד 2014¹ מיליארדי ש"ח



¹ עד הרבעון השלישי של 2014.

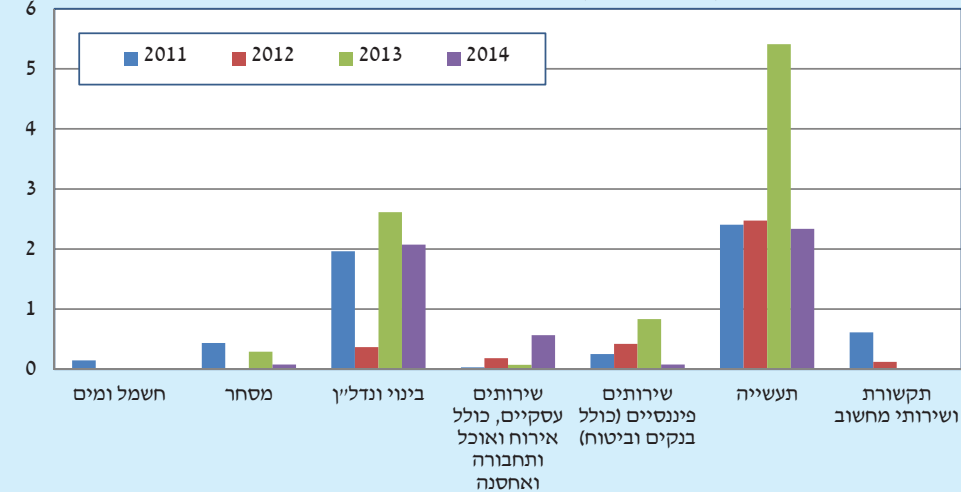
איור ד'-9 ב'

הנפקת אג"ח נטו, לפי ענפים, 2011 עד 2014 מיליארדי ש"ח



איור ד'-9 ג'

הנפקת מניות בארץ ובחו"ל¹, לפי ענפים, 2011 עד 2014 מיליארדי ש"ח



¹ ההנפקות בחו"ל מתייחסות לחברות דואליות בלבד. המקור: עיבודי בנק ישראל.

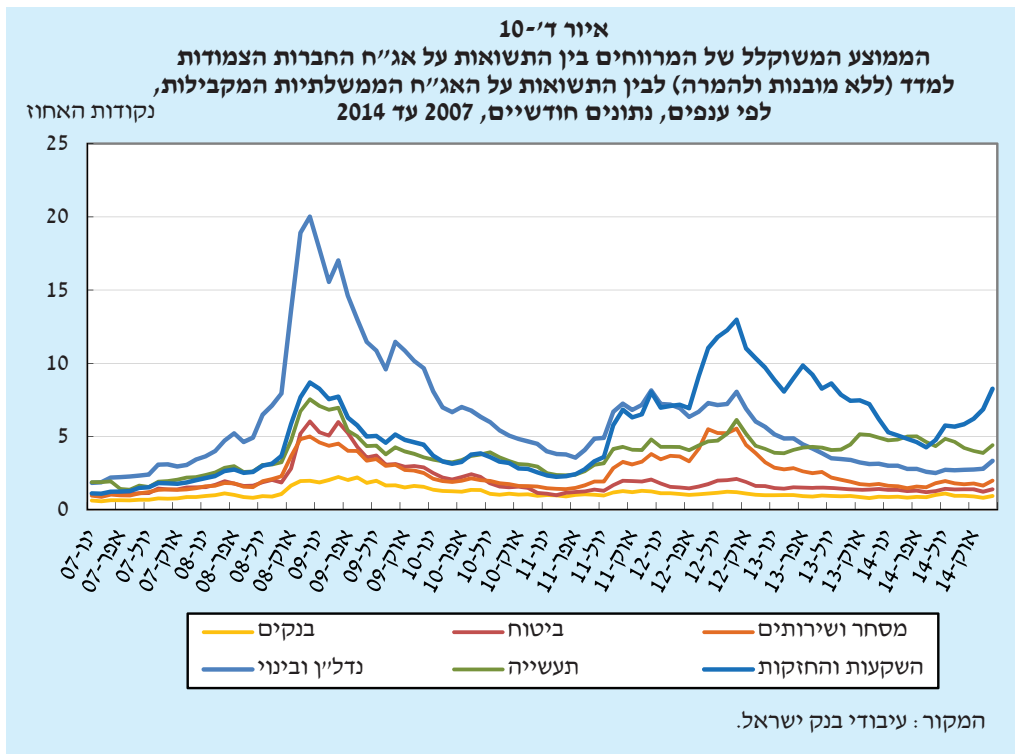
חברות הבנייה בשל ירידה במכירת דירות חדשות עקב חוסר הוודאות לגבי חוק מע"מ אפס, והדבר הגביר את הצורך לחפש מקורות מימון נוספים לפרויקטים שביצועם כבר החל. מעניין לראות שרק ב-2013—2014 הנפיקו חברות הבנייה את מרבית ההנפקות (67%-ו-76%, בהתאמה) לציבור. בשנתיים שלפני כן הן הנפיקו בעיקר בצורה של הקצאה פרטית, מתכונת זולה יותר³⁸, או בצורה של הנפקת זכויות, מתכונת שמונעת דילול שליטה כי מציעים את המניות החדשות רק לבעלי מניות קיימים. לחלופין, הנפקת מניות בהיקף גדול יכולה להצביע הן על רצונן של החברות להפחית את המינוף, היות שהדבר עשוי להוזיל גיוס חוב בעתיד, והן על רצונן לנצל שערי מניות גבוהים – שכן מניות הנדל"ן נסחרות בבורסה במחירי שיא.

ענפי המסחר והשירותים העסקיים נסמכים בעיקר על אשראי בנקאי, ובענף המסחר הנפקת האג"ח נטו הייתה שלילית למרות ירידה חדה בתשואות (איור ד'-10).

החברות בענף התעשייה צמצמו ב-2012—2014 במידה ניכרת את האשראי הבנקאי, ובמקביל הן הנפיקו אג"ח שרובן שימשו להחלפת סדרות אג"ח קיימות; רק בשנה החולפת הנפקת האג"ח נטו הגיעה להיקף גדול יחסית, למעלה מ-4 מיליארדי ש"ח. כמו כן, חברות תעשייה מגייסות הון בהנפקות מניות בארץ ובחו"ל³⁹. היקף ההנפקות השנתי נע סביב 2.5 מיליארדי ש"ח בארבע השנים האחרונות, למעט ב-2013, שנה שבה הוא היה למעלה מכפול.

השימוש הנרחב שענף התעשייה עושה בהון עצמי יכול לרמוז על קשיים בגיוס אשראי גם בענף זה, בדומה לענף הבנייה. ואולם הנתונים על קשיי מימון בסקר החברות אינם מעידים

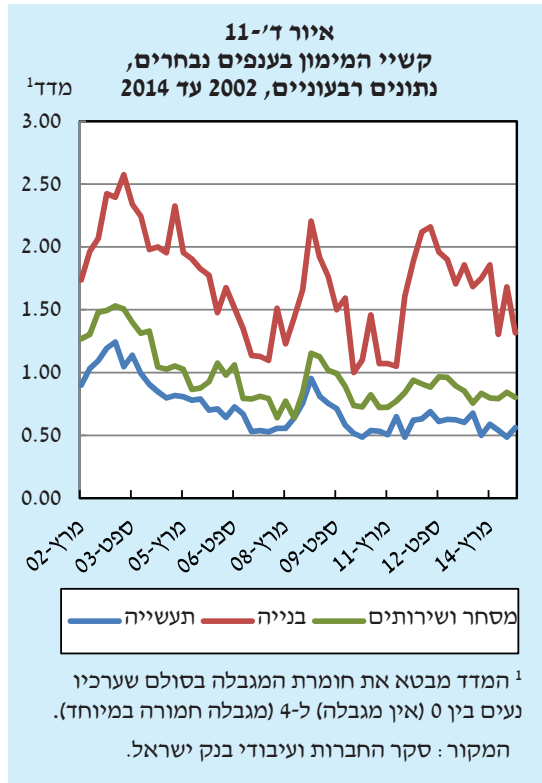
ענף התעשייה עושה שימוש נרחב בהון עצמי, אך עובדה זו אינה מעידה כי הענף מתקשה בגיוס אשראי.



³⁸ ההקצאה הפרטית מאופיינת בדרישות רגולטוריות פחותות – אין צורך לפרסם תשקיף לציבור ולהכין דוחות כספיים מפורטים – והדבר מוזיל את עלות ההנפקה. מצד שני, היקף ההנפקה מצומצם יותר, משום שההקצאה הפרטית מופנית לקהל יעד מצומצם (קרנות נאמנות למשל אינן משתתפות בה).

³⁹ מהנפקות האג"ח והמניות של חברות תעשייה נוכח הנפקות של חברות זרות בארץ. הנתונים על הנפקת מניות בחו"ל מהווים הערכת חסר בגלל שהם מתייחסים לחברות דואליות בלבד.

פרק ד': מימון הפעולות במשק: המקורות והשימושים



כי מצבן של החברות בענף התעשייה החמיר בשנים שלאחר המשבר (איור ד'-11). אדרבה – מגבלת קשיי המימון בענף התעשייה נמוכה הן ביחס לעבר והן ביחס לשאר ענפי המשק. גם סקר המגמות בעסקים של הלמ"ס מלמד שמגבלות האשראי בענף התעשייה אינן חמורות, אף כי המגבלה על האשראי החוץ-בנקאי עלתה במידה מסוימת ברבעון האחרון של 2014. כאשר בודקים את אופי החברות שהנפיקו מניות בשנים 2013–2014, מוצאים כי ל-70% מההנפקות אחראיות חברות ביו-רפואה וטכנולוגיה. החברות בענפים אלה מתקשות לעתים לגייס חוב משום שאין להן די נכסים לשעבד כנגד ההלוואות. בחברות אחרות צמצום החוב והחלפתו בהון עצמי מבטאים את רצון החברות להקטין את יחס המינוף⁴⁰.

⁴⁰ לדוגמה, חברת "נייר חדרה" החליטה לממש נכסים ולהחזיר למחזיקי האג"ח ולבנקים חוב בהיקף של כ-650 מיליון ש"ח.

