

דרוג ככלי יעיל להפחתת חוסר הודאות בשוק – האומנם?

מאת: עו"ד רוני ליינובר, אנליסטית, BDO Consulting Group

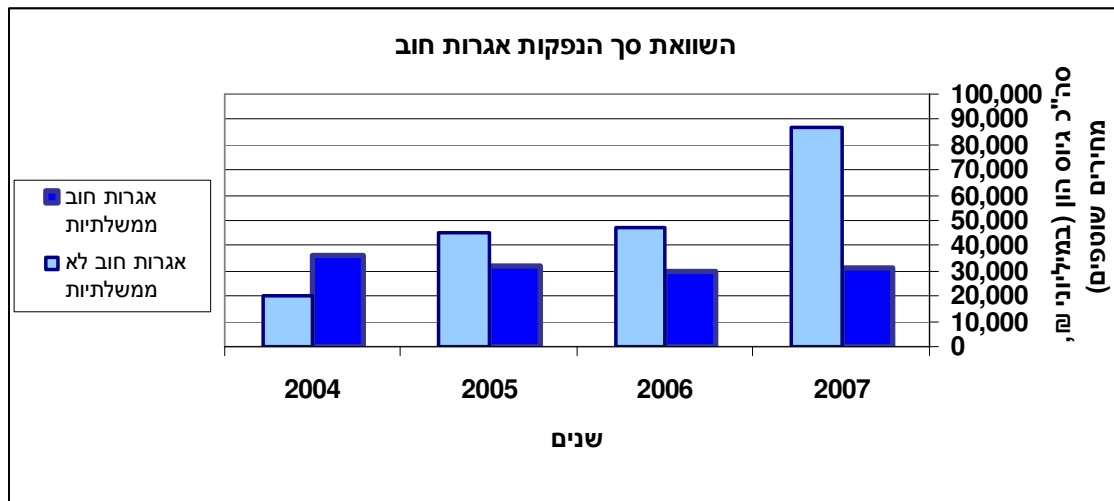
מטרת מאמר זה הינה לסקור את מאפייני שוק אגרות החוב בהיבטים של דירוג אגרות החוב ושיעורי התשואה הגלומים ברמות הדירוג השונות.

בחלקו הראשון של מאמר זה, יוצג הסבר כללי על שוק אגרות החוב ומאפייניו של דירוג בשוק זה. בחלקו השני של המאמר, יוצג ניתוח תמציתי של המרכיבים העיקריים המשפיעים על התשואה של אגרות החוב במטרה לנסות ולהסביר חלק מהגורמים בגינם קיימים הפרשים בתשואה בין אגרות החוב השונות.

המסקנה הנובעת הינה כי הדירוג מהווה רכיב חלקי בלבד ממכלול הרכיבים בבסיס הפירמידה שבקודקודה פענוח הנוסחה לתמחור שיעורי התשואה של אגרות החוב

מגמות בשוק

בשוק הנפקות אגרות החוב הקונצרניות (corporate bonds) קיימת מגמה מתמשכת של גידול בהיקפן. מגמה זו נובעת, בין היתר, מסביבת ריבית נמוכה והקטנת היקף הנפקת אגרות חוב מטעם המדינה כך שנוצר עודף ביקוש ורמת נזילות גבוהה בשוק. במקביל למגמה זו, נמשכת שחיקת פלח האשראי הבנקאי, אשר בשילוב עם הירידה בהנפקות אגרות חוב ממשלתיות צפויה להוביל, בדומה לקיים בעולם המערבי, להמשך הגידול של פלח האשראי המוסדי המגובה באגרות חוב קונצרניות ולקטיון בפלח האשראי הבנקאי המסורתי.



הנתונים נלקחו מאתר הבורסה לניירות ערך

כללי- סוגי אגרות חוב

קניית אגרת חוב על ידי משקיע מהווה מעין סוג של נתינת הלוואה לחברה המנפיקה, תוך הסכמה על שיעור ריבית, מועדי פירעון והחזר קרן ההלוואה (לוח הסילוקין של אגרת החוב).

בשוק ההון, קיימים מספר סוגים של אגרות חוב:

- א. Unsecured debt - אגרות חוב המהוות חוב לא מובטח של המנפיק.
- ב. Secured debt - אגרות חוב המהוות חוב מובטח של המנפיק.
- ג. Corporate securitization - אגרות חוב המהוות שילוב בין חוב מנפיק והחוב המובטח מתזרימי מזומנים מנכסים.
- ד. Structured finance - אגרות חוב המגובות בתזרימי מזומנים, כדוגמת אגרות חוב למימון פרויקטים ואגרות חוב מוניציפאליות המונפקות על ידי רשויות מקומיות כנגד תזרים תשלומי מיסים.

דירוג אגרות החוב

שוק אגרות החוב הקונצרניות מספק היום מגוון רחב של אגרות חוב, הן סחירות והן לא סחירות, אשר בחלקן הגדול מדורגות על-ידי חברות הדירוג (שיעור ההנפקות המדורגות בשנת 2006 היווה כ- 88% מסך ההנפקות ובשנת 2007 היווה כ- 91% מסך ההנפקות).

דירוגים מתבצעים ברבדים שונים של החברה העסקית. בארץ, פועלות שתי חברות דירוג, אשר מציעות שירותי דירוג חיצוניי ובלתי תלוי ללא אינטרס בתוצאות הדירוג. השתיים מהוות שלוחות או חברות בת לחברות בינלאומיות (מעלות S&P ומדרוג-Moody's).

הליך דירוג האשראי מכמת לשפה בינלאומית אחידה המוכרת וניתנת להשוואה, את רמת הסיכון לחדלות פרעון של החברה המונפקת או של הסדרה אותה החברה מנפיקה. הדירוג מהווה החלטה מקצועית, בלתי תלויה, אשר נקבעת לאחר מחקר מקדמי לענף ולחברה, הכולל בחינה וניתוח הסיכונים הגלומים בהשקעה בחברה (סיכון ענפי, סיכון עסקי וסיכון פיננסי), הכרת הסביבה בה פועלת החברה, האסטרטגיה של החברה, דרכי יישומה והמבנה הניהולי שלה.

הדירוג הינו יחסי ובקביעתו בוחנת חברת הדירוג את הסביבה בה החברה פועלת או בה הפרויקט מתנהל. בחינת דירוג החברה טעונת הקשר ותלויה בצרכיו של מזמין הדירוג. כאשר בפנינו עומדות שתי חלופות מרכזיות: החלופה האחת הינה דירוג בינלאומי הבוחן את הסיכונים בהשקעה בחברות קונקרטיים בהשוואה לכלל החברות בעולם, כאשר בבחינה זאת לוקחת החברה המדרגת בחשבון את סיכון המדינה (sovereign rating).

החלופה האחרת, הינה דירוג מקומי, אשר משווה את סיכון ההשקעה בחברה לשאר החברות הפועלות במשק הישראלי. הדירוג ברמה זאת, יוצר הבחנה ברורה יותר בין רמות הסיכון של חברות פוטנציאליות להשקעה עבור המשקיע, ברמה המקומית ולכן תרומת המידע שבדירוג מקומי הינה גבוהה יחסית בעיני המשקיע המקומי.

הדירוג מעריך את הסיכון לחדלות פירעון, בשתי רמות, לפי צרכי מבקש הדירוג:

א. רמה אחת היא דירוג החוסן הפיננסי של המנפיק, בחינה הכוללת בדיקת יכולותיו של המנפיק בהתייחס לכלל פעולותיו בשוק וחוסנו הפיננסי, במטרה לבחון את מידת היכולת לפרוע את התחייבויותיו.

ב. ברמה השנייה, נבחנת איכות האשראי של מנפיק ביחס לנייר ערך ספציפי אשר בכוונתו להנפיק, ממנו נובעת התחייבות לתשלומים מוגדרים מראש. הדירוג מעריך את הסבירות שהמנפיק יעמוד בהתחייבויותיו לתשלומי החזר הקרן והריבית של נייר ערך מסוים שהנפיק בתנאים ובמועדים המוסכמים על הצדדים ואשר נקובים בנייר הערך.

הדירוג מהווה תוצר של בחינה וניתוח הסיכונים הגלומים בחברה המדורגת במספר קטגוריות, כאשר כל אחת מהן מורכבת ממספר רב של קריטריונים, בחלקם איכותיים ובחלקם כמותיים, במינונים ובמשקלות שונים, התלויים ומזינים זה את זה.

לרוב אין למשקיעים בשוק את הזמן, היכולת והאמצעים לבחון את המנפיק ואת ביצועיו הכלכליים ומכך להסיק את רמת הסיכון הטמונה בהשקעה בניירות הערך אותן הוא מנפיק. על כן, הדירוג מהווה שכלול של שוק ההון, המתיימר להקטין את רמת אי-הוודאות מצד המשקיעים בניירות ערך מדורגים, אך כפי שנראה בהמשך המאמר, ערכו של הדירוג בשוק אגרות החוב הסחירות הינו חלקי בלבד מאחר וקיימים גורמים רבים נוספים הפועלים במקביל ומשפיעים על התשואה מאגרות החוב.

בבחינת השוני בין דירוגים של חברות הדירוג לנייר ערך מסוים, קובעים מחקרים כי במקרים בהם קיימים הבדלים בין רמת הדירוג בה דירגה חברת דירוג אחת לרמת הדירוג שקבעה חברת דירוג אחרת יקחו המשקיעים זאת בחשבון, ויטו לייחס לחברה סיכון לחדלות פרעון גבוה משייחסה החברה שדירגה את החברה בדירוג גבוה מהשנייה, רמת דירוג שהיא מעין יצור כלאיים בין רמת הדירוג הגבוהה לנמוכה (המחקר נערך בארה"ב והשווה בין חברת S&P וחברת Moody's, כשאין נפקות למי מהחברות דירגה יותר גבוה או נמוך).

בהערת שוליים נזכיר כי קיים דירוג מסוג אחר, דירוג פנימי, שאינו נערך על ידי חברות הדירוג אלא על ידי בנקים או גופים פיננסיים מלווים אחרים. הללו מבצעים בחינה של הלקוח, המעוניין בהשקעתם, על מנת להעריך את רמת הסיכון להגיע לחדלות פרעון, במטרה להמנע ממצב זה ולהבין את הבטחונות והסבירות להצליח ולקבל שיפוי אף במקרה וכן תגיע החברה לחדלות פרעון. דירוג זה מוסדר בהוראת באזל II, שהינה הוראה רגולטורית שמטרתה שיפור באמיזה וניהול הסיכונים העיקריים הניצבים בפני המוסד הפיננסי.

תשואת אגרות החוב

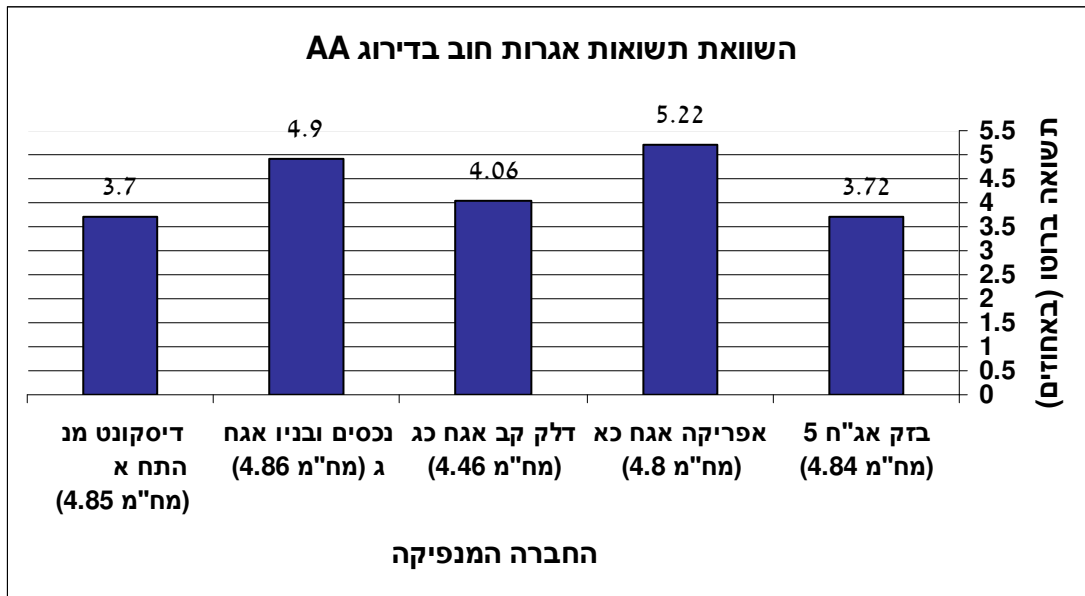
בבחירת אגרת חוב להשקעה, אחד הפרמטרים אותם בוחן המשקיע, בקביעת כדאיות ההשקעה, הינו התשואה לפדיון, המבטאת את שיעורי הרווח (באחוזים), במונחים שנתיים, למשקיע המחזיק את אגרת החוב עד למועד פירעונה הסופי, פרמטר זה מהווה מרכיב מרכזי ואף יחיד במקרים רבים.

בשוק ההון קיימות אגרות חוב קונצרניות סחירות, אשר התשואה עליהן נקבעת על-ידי השוק ואגרות חוב קונצרניות אשר אינן סחירות ושיעור התשואה עליהן נקבע על – ידי חברת שערי ריבית אשר נבחרה כזוכה במכרז שנערך על ידי אגף שוק ההון במשרד האוצר במטרה לספק שערי ריבית חסרי סיכון ופרמיות סיכון לצורך שיערוך נכסים לא סחירים.

בחלק זה של המאמר ננסה לעמוד, בקצרה, על הקשר בין שיעורי התשואה הגלומים באגרות חוב קונצרניות סחירות לבין רמת הסיכון ו/או הדירוג של אגרות החוב עצמן.

בקרב אגרות החוב הסחירות, כפי שיוצג להלן, קיים שוני, בין התשואות הנגזרות מאגרות חוב ברמת דירוג שונה ואף מאלה הנגזרות מאגרות חוב ברמת דירוג זהה. דבר המוביל למסקנה כי השפעתו של הדירוג, אמנם ניכרת, אך אינה היחידה בקביעת התשואה על אגרת החוב.

דוגמא לטענה זאת, ניתן לראות בגרף שלפנינו, בו ניתן להבחין בשוני בין התשואות לפדיון על אגרות חוב, אשר מדורגות ברמת דירוג זהה (AA).



כל הנתונים נכונים ל-15/4/08

מניתוח הנתונים עולה כי התשואה על אגרת החוב שהנפיקה חברת אפריקה ישראל, המדורגת בדירוג AA, גבוהה בכ-40% מהתשואה על אגרת החוב שהנפיקה חברת בזק, שאף היא מדורגת בדירוג AA. ממוצע התשואה בין חמש אגרות החוב הינו 4.32% שאף היא גבוהה בכ-16% מהתשואה המינימלית במדגם ונמוכה בכ-17% מהתשואה המקסימאלית.

מניתוח זהה, אשר מבוסס על ארבע חברות מדגמיות נוספות המדורגות בדירוג AA, עלה כי התשואה על אגרת החוב של חברת אלוני חץ (מח"מ 5.95) גבוהה בכ-33% מהתשואה על אגרת החוב של חברת סלקום (מח"מ 5.81). ממוצע התשואה של חמש החברות שנחקרו הינו 4.89%, תשואה הגבוהה מהתשואה המינימאלית במדגם זה, בכ-22%, ונמוכה מהמקסימאלית בכ-9%.

ההפרש בתשואות הנזכר לעיל, בין אגרת חוב אחת לשנייה, ברמת דירוג שווה, לטענתנו, הנתמכת בספרות רחבה, נובע משילוב של מספר רב של גורמים הכוללים בין היתר: ההפסד הצפוי כתוצאה מחדלות פרעון; מח"מ אגרת החוב; היקף הגיוס בהנפקה; המס המוטל על התשואה ו"פרמיית הסיכון". גורמים אלה, אשר תרומתם בנפרד ייתכן והינה מינורית, ערכם המצרפי, מוביל להפרשים גדולים בתשואה (במדגם ניתן להבחין בהפרש המגיע עד לכ-1.43%). חלק ההפרש בתשואה, אשר נכלל תחת קטגוריית "פרמיית הסיכון", (כשהסברה הרווחת היא כי עיקר ההפרש הנובע מפרמיה זאת) מקורו ברמת הסיכון השונה בין אגרות חוב, המושפעת מרכיבים רבים נוספים אשר אליהם נתייחס בהמשך שהינם בנוסף לסיכון שגולם ברמת הדירוג.

בהערת שוליים נציין כי קיימת נפקות למועד ההנפקה, אשר אינו זהה באגרות החוב שנבחנו במדגם, זאת מאחר ועל אף שדירוגן של חברות הדירוג מתיימר לאובייקטיביות מלאה, מושפע הוא מהמגמות, מהתנודות ומהחברות הפועלות בשוק במועד הדירוג הרלוונטי.

ניתוח הרכיבים המשפיעים על שיעור התשואה

מחקרים רבים ניסו לבחון את המרכיבים והגורמים המובילים להפרש בין התשואות. במסגרת מצומצמת זו נתמקד בחלק מהגורמים, אשר לדעתנו, השפעתם הינה הגדולה ביותר, ואף נציין גורמים נוספים אשר השפעתם פחותה.

במסחר הקובע את ההפרש בין התשואות של אגרות החוב, באים לידי ביטוי שיקולי כדאיות המשקיעים הנגזרים מגורמים רבים אותם נחלק **לארבע קבוצות עיקריות**:

- א. רכיבים השוואתיים (רמת דירוג, מח"מ, היקף הגיוס ומועד ההנפקה)
- ב. הפסד צפוי כתוצאה מחדלות פרעון
- ג. הבדלי מיסוי
- ד. "פרמיית הסיכון"

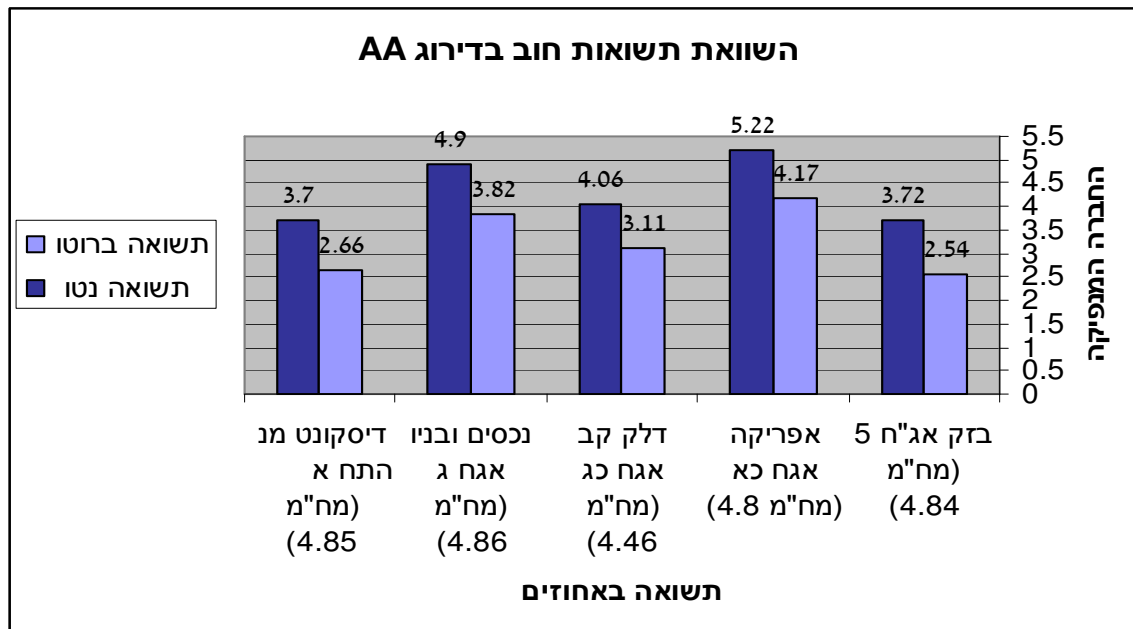
חדלות פירעון

בין הגורמים המרכיבים את התשואה, כפי שכבר ציינו, קיים הסיכוי להתרחשות מצב בו החברה ו/או הפרויקט המונפק יהפכו לחדלי פירעון. רמת הדירוג של אגרת החוב משקפת, בין היתר, את הסיכוי לחדלות פירעון, אם זאת קיימים פערים בין אגרות חוב ברמת דירוג זהה ביחס להפסדים הצפויים למשקיעים באגרות החוב במקרה של חדלות פרעון. רכיב זה, כגורם יחיד, **אינו יכול** להסביר את השוני במרווחים בין אגרות החוב השונות, ואף קיימים מחקרים הגורסים, כי החלק במרווח הנובע מהסיכוי לחדלות פירעון המובילה להפסד **הוא אף קטן יחסית** לסך ההפרש בתשואה¹.

הבדלי מיסוי

¹ Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal and Christopher Mann 2001; "Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds", The Journal Of Finance; Vol. LVI No. 1, February 2001, page 273

אלמנט נוסף המתווסף לגורמים המרכיבים את ההפרש בתשואה הוא כפיפותה של אגרת החוב למיסים. הגרף לעיל מדגים את ההפרש בין התשואות לפדיון ברוטו לבין התשואות לפדיון נטו, על אגרות חוב, אשר מדורגות ברמת דירוג זהה (AA). מנתוניו של הגרף המובא להלן, ניתן לראות כי קיימים פערים משמעותיים בין תשואות גרות החוב גם לאחר נטרול של היבטי המס. מכאן ניתן להסיק כי ההפרש במיסוי בין אגרת חוב לשניה אינו יכול, כגורם יחיד, לספק הסבר להפרש בתשואות.



כל הנתונים נכונים ל-15/4/08

"פרמיית הסיכון"

חלקו של השינוי בתשואה, אשר אינו מיוחס לרכיבים ההשוואתיים, חדלות פרעון או הפרשי מס, הינו "פרמיית הסיכון". רכיב זה מכונה בספרות, לעיתים, כ"חלק הבלתי מוסבר", אשר רבים מעריכים, בפשטות, כי מקורו ברמת הסיכון בלבד ומורכב, לגרסתנו, מגורמים נוספים, ואף מתת רכיבים אשר צירופם נכלל תחת הכותרת "פרמיית הסיכון". החוקרים העוסקים בנושא טרם הגיעו לנוסחה מוסכמת להבנת תבנית ומרכיבי התשואה הנזכרת לעיל בכלל ותמהיל רכיביה בפרט.

ככלל, היינו מצפים כי חשיבותו של רכיב זה לא תהיה מהותית, לאור העובדה כי בדומה לסיכויי לחדלות פרעון, מהווה הוא שיקול מרכזי בקביעת גובה דירוג הפרויקט ו/או החברה. בפועל, לגורם "פרמיית הסיכון", ישנה השפעה מהותית להפרש בין התשואות על אגרת החוב.

חלקה הגדול של "פרמיית הסיכון" נקבע בהתבסס על רגישות משקיעים להתרחשויות בשוק ההון, קרי, הגורמים בשוק חוזים שינוי בצפיות לחדלות פרעון ומגיבים בהתאם. מחקרים מוכיחים כי הסבירות שדירוגה של אגרת חוב שהועלה בעבר, יועלה בשנית, הינה כפולה מהסבירות שדירוגה יופחת. זאת ועוד, אגרת חוב שדירוגה הופחת בעבר, הסבירות שיופחת בשנית הינה כפולה מהסבירות שדירוגה יועלה. משקיעים לוקחים גורמים אלה בחשבון כאשר הם קובעים את "פרמיית הסיכון" הרלוונטית לאגרת חוב מסוימת.

בנוסף, ניתן להוכיח כי כאשר מפחיתה חברת דירוג את רמת הדירוג של חברה מסוימת, קרי, הסיכוי לחדלות פרעון גדל, הדבר מוביל לא רק לסיכוי לחדלות פירעון קבוע – המתבטא ברמת הדירוג, אלא גם לאי וודאות נוספת, נפרדת, באשר לערך האמיתי של אגרת החוב, דבר המוסיף סיכון בעל ערך נוסף שיכול לבוא לידי ביטוי בפרמיית סיכון גבוהה יותר מאשר זאת המשויכת לרמת הדירוג שנקבעה לאחר ההפחתה.

ביטוי לרגישות המשקיעים לעתיד לבוא, הוביל לאחרונה את חברות הדירוג להוסיף בצד רמת הדירוג, פרמטר הכולל מידע נוסף למשקיע, הצופה את ההתפתחויות העתידית בדירוג החברה ביחס לדירוג הקיים (חיובי, יציב, שלילי).

גורמים רבים נוספים מרכיבים את "פרמיית הסיכון", אותם ניתן לחלק לתתי קטגוריות רבות, ביניהן: רמת הנזילות, כשלי שוק (בעיות סחירות), האפשרות להחזר במקרים של פשיטות רגל, הסיכוי לשיקום, גיל אגרת החוב (אגרות חוב "חדשות" שהונפקו בשנה האחרונה נמכרות במחיר המקסימאלי בהשוואה למחירי השוק) ועוד. מכלול גורמים אילו הינם בבסיס הפערים הקיימים בשיעורי התשואה של אגרות החוב.

לסיכום, התשואה על אגרת החוב, מורכבת מארבעה גורמים עיקריים: מרכיבים השוואתיים, הסיכוי לחדלות פרעון, מס ו"פרמיית הסיכון". כל אחד מרכיבים אלה טומן בחובו תתי נושאים רבים, בהרכבים שונים, אשר יחדיו מרכיבים את הנוסחה לקביעת התשואה לפדיון של אגרת החוב. **הדירוג, שאין אנו מטילים ספק בחשיבותו ובהשפעתו על שיעור התשואה על אגרות החוב, אינו מהווה הגורם היחיד וקיימים גורמים נוספים משמעותיים המשפיעים על קביעת שיעור התשואה של אגרת החוב הנסחרת.** הדירוג תפקידו לנסות ולמזער את גורמי אי הודאות בשוק, אך לדעתנו המוצגת במאמר זה, נראה שאין הוא מצליח לעשות זאת, אלא במידה מוגבלת בלבד.

הניסיון לכימות מרכיבים אלה ופענוח הנוסחה המדויקת, אשר תוכל לחזות את התשואה שתיקבע בשוק, הינו נושא מעניין ומורכב אשר עד היום לא נחלו החוקרים הצלחה בפתרונו. בעתיד, יש לקוות להבנה מעמיקה יותר של הגורמים המשפיעים על המשקיעים בשוק ניירות הערך, זאת במטרה ליצור מודל משוכלל אשר יוכל לכמת את המרכיבים הנזכרים לעיל ולהוביל לודאות כלכלית בשוק שתיטיב הן עם המשקיעים והן עם החברות המגייסות.

1. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber. Deepak Agrawal and Christopher Mann "Explaining the Rate Spread on corporate Bonds" ", The Journal Of Finance; Vol. LVI No. 1, February 2001.
2. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber. Deepak Agrawal and Christopher Mann "Factors affecting the valuation of corporate bonds", February 3' 2002/
3. Jing- zhi Huang, Weipeng Kong, "Explaining Credit Spread Changes: Some New Evidence from Option – Adjusted Spreads of Bond indices" March 2003
4. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber. Deepak Agrawal and Christopher Mann "Explaining the Rate Spread on corporate Bonds", Revised September 1999.
5. ד"ר אדם רויטר "ספר האג"ח התיאוריה הפרקטיקה וניהול הסיכונים", הוצאת לומדון, נובמבר 2005
6. אתר האינטרנט של חברת מעלות- www.maalot.co.il
7. אתר האינטרנט של חברת מדרוג – www.midroog.co.il
8. אתר האינטרנט של חברת סטנדרד – www2.standardandpoors.com