



שווקים ומוצרים פיננסיים: סוכנויות הדירוג / מאמר מס' 14 בסדרה

מאת: רועי פולניצר

מאמר זה דן בקשר שבין דירוגים, משתתפי שוק בהשקעות ותהליכים רגולטוריים. הנקודות המרכזיות הן: (1) השימוש בדירוגי אשראי ע"י משתתפי שוק פיננסיים; (2) ביצועי הדירוגים עבור ניירות ערך מדורגים; (3) דוגמאות לרגולציות מבוססות דירוגים ולקשרים שבין סוכנויות הדירוג והגופים הרגולטוריים.

דירוג איגרת החוב מהווה את אחד הפרמטרים המרכזיים לבחינת רמת הסיכון שבהשקעה באיגרות חוב. להלן נסביר את עקרונות הדירוג ומשמעות הדירוג וכן את הסיבות המנחות חברות לבחור ולדרג את אגרות החוב שלהן או לבחור שלא לדרג אותן.

אגרות חוב המונפקות ע"י חברות עסקיות באמצעות הנפקה לציבור מתחלקות לשתי קבוצות עיקריות: אגרות חוב המדורגות ע"י חברות הדירוג ("מעלות" או חברת "מידרוג") ואגרות חוב שאינן מדורגות.

חברה העומדת לפני הנפקה של אגרות חוב לציבור יכולה לפנות ל"מעלות" או ל"מידרוג" כדי שחברת הדירוג תפרסם את דירוג החברה, וזאת תמורת תשלום כמובן. חברת הדירוג מבצעת את תהליך הדירוג בהתבסס על הדו"חות הפיננסיים של החברה, ויחסיה הפיננסיים מול ממוצעים במשק ו/או בתעשייה הרלבנטית, וכן בהסתמך על שיחות עם ההנהלה הבכירה בחברה, דו"חות ביקורת, פרוטוקולים של הדירקטוריון ועוד. כלומר, המידע הוא שילוב של מידע חשבונאי עם הערכות אסטרטגיות לגבי חוזק הענף בו פועלת החברה וחוזקה היחסי של החברה בענף, וכן עם הערכות על איכות הניהול של החברה ומידת השליטה של ההנהלה והמנכ"ל במתרחש בחברה. הדירוג נעשה באמצעות אותיות, כאשר חברה מדורגת מיוחסת לקבוצה מתאימה, והדירוג אמור לשקף את חוסנה הפיננסי של החברה ויכולתה להחזיר את חובותיה. כלומר, דירוג האשראי בא לשקף את סיכון האשראי הטמון בהשקעה באיגרות החוב של החברה.

דירוג AAA של "מעלות" (המבוסס על סטנדרט של חברת הדירוג האמריקאית Standard & poor's) ניתן לחברות בדירוג האשראי הגבוה ביותר. חברות אלה צפויות לשלם על חובן ריבית שהיא במרווח צר (0.2%-0.6%) מעל אגרות חוב ממשלתיות למשך זמן דומה. חברות בדירוג AA הן חברות בדירוג אשראי גבוה יחסית, אך נמוך מזה של AAA, ועל כן פרמיית הסיכון שתידרש מהן היא גבוהה יותר ויכולה להיות 0.8%-1.5% מעל לריבית האג"ח הממשלתית.



דרגות נוספות, נמוכות מ-AA, לפי סדר יורד הן: A, BBB, BB, B, CC, CCC, C ולבסוף דירוג D לחברה פושטת רגל. בנוסף, כדי להגדיל את סולם הדירוג, משתמשים במעלות בדרגות ביניים באמצעות סימני (+) ו (-) כך שחברה בדירוג AA+ טובה מחברה בדירוג AA הטובה מחברה בדירוג AA- מבחינת סיכון האשראי.

באופן כללי, כאמור, התשואה הנדרשת מאגרת החוב משקפת את סיכון האשראי הטמון בה. לפיכך, הדירוג מסייע למשקיעים להבחין בין החברות לפי הסיכון הכרוך בהשקעה בחוב החברה.

חברות הדירוג בודקות אחת לשנה את דירוג החברה, אלא אם חל שינוי משמעותי במהלך השנה במצבה העסקי של החברה. השינויים בדירוגים הם בדידים ובמקרים רבים מפגרים אחר תגובות שוק ההון המתבטאות בשינוי מחירי המניות של החברות בעלות האג"ח, וכן במחירי האג"ח.

חברה בוחרת לדרג את חובה במידה והיא מאמינה שתשיג דירוג אשראי גבוה, שיביא אותה לשלם ריבית נמוכה יחסית, אך אם חברת הדירוג תיתן לה דירוג נמוך, יש לחברה את האופציה שלא לפרסם את דו"ח הדירוג ולהעלים אותו מהציבור (אפשרות שקיימת רק בישראל).

לפיכך, ישנן מעט חברות בדירוגים הנמוכים מדירוג A- בבורסה בת"א, ומרבית החברות בדירוגים נמוכים הן אלו ש"זכו" להורדת דירוג כתוצאה משינוי בשיטת הערכת סיכונים האשראי של החברה.

חברה יכולה לבחור שלא להיות מדורגת (ידוע בשם: אג"ח לא מדורג) הן מרצונה לחסוך כסף מראש, או משיקול שחברת הדירוג תיתן לה בין כה וכה דירוג נמוך ויתכן ועדיף לשמור על עמימות המידע בשוק.

הואיל ומשתתפי שוק פיננסיים רבים אינם מנתחי אשראי מומחים, הרי שהם מסתמכים על דירוגי אשראי בעת בחירת השקעות. משקיעים ורגולטורים, מאידך, מסתמכים על דירוגי אשראי במטרה לשפוט לא רק את הקשר שבין הסיכון לתשואה, אלא גם את הנאותות וההתאמה של מכשירי השקעה פוטנציאליים.



הלווים, המשקיעים והרגולטורים תלויים בדירוגים באופנים הבאים :

- ✓ הלווים זקוקים לדירוגי האשראי על מנת להבטיח את סבירותה של עלות הגיוס.
- ✓ המשקיעים זקוקים לדירוגי האשראי על מנת לאמוד את ההפסדים הפוטנציאליים הקשורים למכשירי החוב שלהם.
- ✓ סוכנויות רגולטוריות זקוקות לדירוגי האשראי על מנת לקבוע את דרישות ההון עבור המוסדות הפיננסיים המפוקחים על ידן.

סולם הדירוג הינו סדרת קטגוריות שניתן להחיל אותן על חברות, ובעצם לתת באמצעותן דירוג הנע מאיכות אשראי (Credit Worthiness) גבוהה ועד לחדלות פירעון (Default). לעיתים קרובות דירוג האשראי מלווה מלווה בתחזית אשראי, המצביעה על הכיוון הסביר של שינוי האשראי העתידי. במקרים מסוימים, סוכנות הדירוג תקבע דירוג אשראי גם ללא כל בקשה מצד המנפיק (קרי, דירוג ללא הזמנה).

קיימים סולמות דירוג שונים בשוק המהווים מנעד של דירוגים מנייר ערך באיכות גבוה ועד לנייר ערך באיכות נמוכה. שני סולמות הדירוג הפופולריים נוצרו על ידי Moody's ו-S&P. באופן כללי, ניתן לפרק את כל סולמות הדירוגים לשתי תתי-קטגוריות, איכות השקעה (Investment Grade) ואיכות ספקולטיבית (Speculative Grade), המעידות על יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבות סדרת האג"ח הנידונה.

היות וסוכנויות הדירוג פועלות גם כמשגיחות חיצוניות על חברות פעילות, הרי שזה רק לטובתם של כל המעורבים שסוכנויות הדירוג תשמרנה על אי תלות ואובייקטיביות כאשר הן באות לקבוע דירוג. למרות שהמדורגים בדרך כלל משלמים שכ"ט בגין שירותי הדירוג, הרי שהקשר שבין סוכנויות הדירוג, החברות והמשקיעים יוצר כמו גם דורש את רמת אי התלות הגבוהה ביותר, המייצרת ומחזקת את המוניטין של סוכנות הדירוג.

הדירוגים נוצרים על ידי ניתוח הן של מאפייני הענף והן של המאפיינים הספציפיים של החברה. בנוסף, הדירוגים מבוססים על השוואת התנאים התחרותיים כמו גם התנאים הפיננסיים של החברה, הן על פני זמן (time series), הווה אומר נתוני זמן) והן ביחס לחברות דומות (cross-section, הווה אומר נתוני חתך רוחב). התצפיות מצביעות על כך שהדירוגים הינם מתואמים עם שיעורי חדלות הפירעון ומרווחי התשואה, אשר הינם קריטיים ביותר למשקיעים.



הדירוגים ושיעורי חדלות הפירעון של חברות מתואמים שלילית. בנוסף, מרווחי התשואה מעל לאיגרות חוב של ממשלת ארה"ב מסוג U.S. Treasury Securities Interest Rates (Continuously Compounded) מתואמים באופן גבוה עם הדירוגים.

הרגולטורים משתמשים בדירוגים על מנת לקבוע באלו השקעות מותר ובאלו השקעות אסור למוסדות המפוקחים להשקיע. הרגולטורים משתמשים בדירוגים גם על מנת לקבוע הן את דרישות ההון עבור מוסדות פיננסיים והן את דרישות הביטחונות עבור מכשירים נגזרים שונים.

הרגולטורים והמחוקקים הופכים להיות יותר מעורבים בפעולותיהן של סוכנויות הדירוג. המשבר הכלכלי של 2007-2008 צריך להגביר את הבדיקות של סוכנויות הדירוג

נזכיר כי במשבר האמור, בנקים רבים בארה"ב, על מנת לספק תשואה גבוהה יותר על ההון, רכשו בכספים העצמי (כספי הנוסטרו) במהלך השנים האחרונות נגזרות פיננסיות שונות: נגזרות אשראי, סטראקצ'רים מסוגים שונים, CDO, MBS, ABS, ARS ושאר ירקות. המסוכנים ביותר הם ככל הנראה עסקאות החלפה על חדלות פירעון אשראי (CDS). את מלוא מימדי ההרס של הללו לקח לנו מספר שנים להבין.

הבנקאים בארה"ב, שרוב משכורתם מבוססת על בונוסים, רצו להראות רווחים גבוהים יותר. לשם כך הם רכשו נגזרות פיננסיות שרק מתמטיקאים ידעו לספק מודלים שיכולים לתמחר אותם. רואי החשבון המבקרים משרדי ה-BIG 4 רשמו את השווי ההוגן שסיפקו המתמטיקאים וחברות דירוג האשראי נתנו דירוגים על בסיס מה שאמרו רואי החשבון המבקרים. מתברר כעת, כי בעולם האמיתי המתמטיקה קצת אחרת וכי שוויין ההוגן של חלק ניכר מכל אותן נגזרות פיננסיות הינו נמוך בהרבה. משרדי רואי החשבון הגדולים ביצעו לאחר מכן רישום מחדש של שוויין ההוגן של הנגזרות הפיננסיות הללו.



פרטי משרד הערכות השווי : שווי פנימי

משרד הערכות השווי **שווי פנימי** מספק שירותי הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים למטרות מס, עסקאות, דוחות כספיים ולצרכים משפטיים ומתמחה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי הניהול הסיכונים ובנושאים נוספים.



רועי פולניצר – בעלים של משרד "שווי פנימי" המתמחה בהערכות שווי בלתי תלויות

בעשור האחרון היה רועי אחראי על מאות עבודות להערכות שווי של חברות שונות, ייחוס עודף עלות, ייעוץ כלכלי ומידול פיננסי אשר בוצעו עבור חברות פרטיות וציבוריות, משרדי רואי חשבון ומשרדי ייעוץ כלכלי בישראל.



רועי הקים ועומד בראש לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), פיתח את 9 תוכניות ההסמכה של הלשכה וכתב את כללי האתיקה והסטנדרטים המקצועיים של הלשכה. בנוסף, רועי כיהן כיו"ר הוועדה לקביעת קווים מנחים עבור רשות המסים בישראל לביצוע, פיקוח וניהול הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים, המוכרת יותר בשמה הלא רשמי – **וועדת פולניצר**.

לרועי ניסיון כמומחה בהליכים משפטיים ובעבודה מול רשות המסים, מול רשות ניירות ערך ומול גופים סטטוטוריים אחרים. כמו כן, הוא יו"ר פורום הפרקטיקנים של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל וכתב את 8 גילויי דעת של הלשכה.

רועי ייבא ארצה את המודל הטוב ביותר בעולם להערכת שווי ופיצול מכשירי חוב/הון היברידיים (כגון: אג"ח להמרה, הלוואה המירה ומסגרת מימון המירה) והתאמתו אותו למאפיינים הייחודיים של שוק איגרות החוב להמרה הישראלי. פרסום עבודה שביצע עבור חברה ציבורית בנושא זה באתרי מגנ"א ומא"ה הביא לשינוי המתודולוגיה המשמשת בארץ להערכת שווי ופיצול מכשירי חוב והון משולבים.

רועי פיתח מתודולוגיה ייחודית לבניית עקומי תשואות להיוון תזרימי המזומנים של מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים בכלל ולהתחייבויות פנסיוניות בפרט ומתודולוגיה ייחודית לדירוג פנימי של חברות המבוססת על נתונים המשתמעים באופן ישיר או עקיף מנתוני שוק. בנוסף, רועי פיתח את **מודל פולניצר** להערכת שווי השוק ההוגן של חברה פרטית, **נוסחת פולניצר** לאמידת סטיית התקן של שיעורי התשואה על נכסי החברה, **פונקציית פולניצר** לאמידת שיעור הניכיון בגין היעדר הסחירות (DLOM) של נכס לא סחיר, **ציון פולניצר** לדירוג אשראי סינטטי/פנימי של חברה ישראלית ובימים אלו הוא שוקד על פיתוחים נוספים.

רועי הינו מרצה מבוקש להערכת שווי, ניהול סיכונים ואקטואריה, המופיע בפני חברי הנהלה ודירקטורים, ובפורומים מקצועיים של של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל. בעבר שימש כמרצה בקורסים מתקדמים בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות במכללה האקדמית אשקלון.

רועי הינו בעל תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון) ותואר ראשון בכלכלה ומימון, מאוניברסיטת בן-גוריון. כמו כן, רועי מוסמך הן כאקטואר והן כמעריך שווי מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, ומוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם GARP.