

## אג"ח קונצרניות: גם חילוקי הדעות בין המומחים עמוקים מחלוקת סביב קיום מאפיינים חשובים של "שוק עמוק" בישראל מעוררת ספקות בנוגע למושג

יניב רחימי

06:54, 05.06.14

כשרשות ניירות ערך רצתה לבדוק אם קיים "שוק עמוק" באיגרות החוב הקונצרניות, היא פנתה לד"ר חיים קידר-לוי מאוניברסיטת בן-גוריון. קידר-לוי מצא שמתקיים שוק עמוק בישראל ותמך את מסקנתו בחוות דעת מנומקת הנפרסת על פני 67 עמודים. ואולם, החשבונאות, שלא סיפקה הגדרה פרקטית למושג שוק עמוק, השאירה את המומחים חלוקים סביב הסוגיות הבאות.

### 1.

אחד המאפיינים ההכרחיים לשוק עמוק הוא קיומן של איגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה. בשוק ההון מקובל לבחון איכות של איגרות חוב על פי הדירוג שלהן. כפי שדירוג נמוך גוזר על איגרות חוב מעמד של אג"ח זבל, כך דירוג גבוה מכניס אותן למועדון האג"ח האיכותיות. אלא שכאן לא באה הסוגיה על פתרונה. קיים הבדל תהומי בין הדירוג המקומי של איגרות חוב בישראל לדירוג הבינלאומי שלהן. אג"ח של מדינת ישראל נהנות מדירוג מקומי מושלם של AAA, ואילו בחו"ל הן מדורגות רק A. כך גם אג"ח קונצרניות. אותן איגרות חוב של חברת החשמל שזוכות לדירוג מקומי בקבוצת ה-AA מדורגות בחו"ל בקבוצת ה-BB. במילים אחרות, בישראל איכות איגרות החוב של חברת החשמל נחשבת גבוהה, ומעבר לים היא לא מתקרבת להגדרה הזאת.

### 2.

מאפיין נוסף של שוק עמוק המצוי במחלוקת הוא רמת הנזילות של השוק שבו נסחרות איגרות החוב. נזילות היא תנאי סף לקיומו של שוק עמוק. בחוות הדעת שלו אימץ ד"ר קידר-לוי את הגישה שבוחנת את הסחירות של שוק האג"ח לפי היכולת של המשקיעים לסחור בכמויות גדולות בהשפעה מועטה על המחיר. אין חולק על השיפור העצום שחל בעשור האחרון בסחירות של איגרות החוב בשוק ההון, אלא שלמרבית הצער, הנזילות הגבוהה שמאפיינת את שוק האג"ח בימי הגאות נעלמת בתקופות של שפל. אף שהתופעה הזאת משותפת לשווקים רבים בעולם, היא מעלה סימני שאלה בנוגע לנזילות ולסחירות של שוק האג"ח.

### 3.

אלמנט נוסף שמערער את הטענה שיש בישראל שוק עמוק הוא הזמן. ההתחייבויות של החברות לעובדים נפרסות על פני שנים ארוכות, ואילו רוב איגרות החוב הקונצרניות בישראל הן לתקופות קצרות יותר, שבדרך כלל אינן עולות על עשור. החשבונאות מתייחסת לבעיה של חוסר הלימה בין אורך חיי האג"ח לתזרים ההתחייבויות הארוך ומציעה לפתור זאת באמצעות אקסטרפולציה - שימוש בנתונים של איגרות החוב הקיימות כדי לאמוד את התשואה שהיתה לו מועד הפירעון שלהן היה רחוק יותר. אלא שיש שסבורים שהכוונה היתה לחזות תשואות לטווח קצר ויש שטוענים שלטווחים ארוכים, כפי שצפוי שיקרה אם תאומץ חוות הדעת שלפיה יש שוק עמוק בישראל.