

השפעות ועדת חודק על העדפות ההשקעה של הגופים המוסדיים בחוב קונצרני

גיא לקן, רשות שוק ההון

איתי קדמי, בנק ישראל

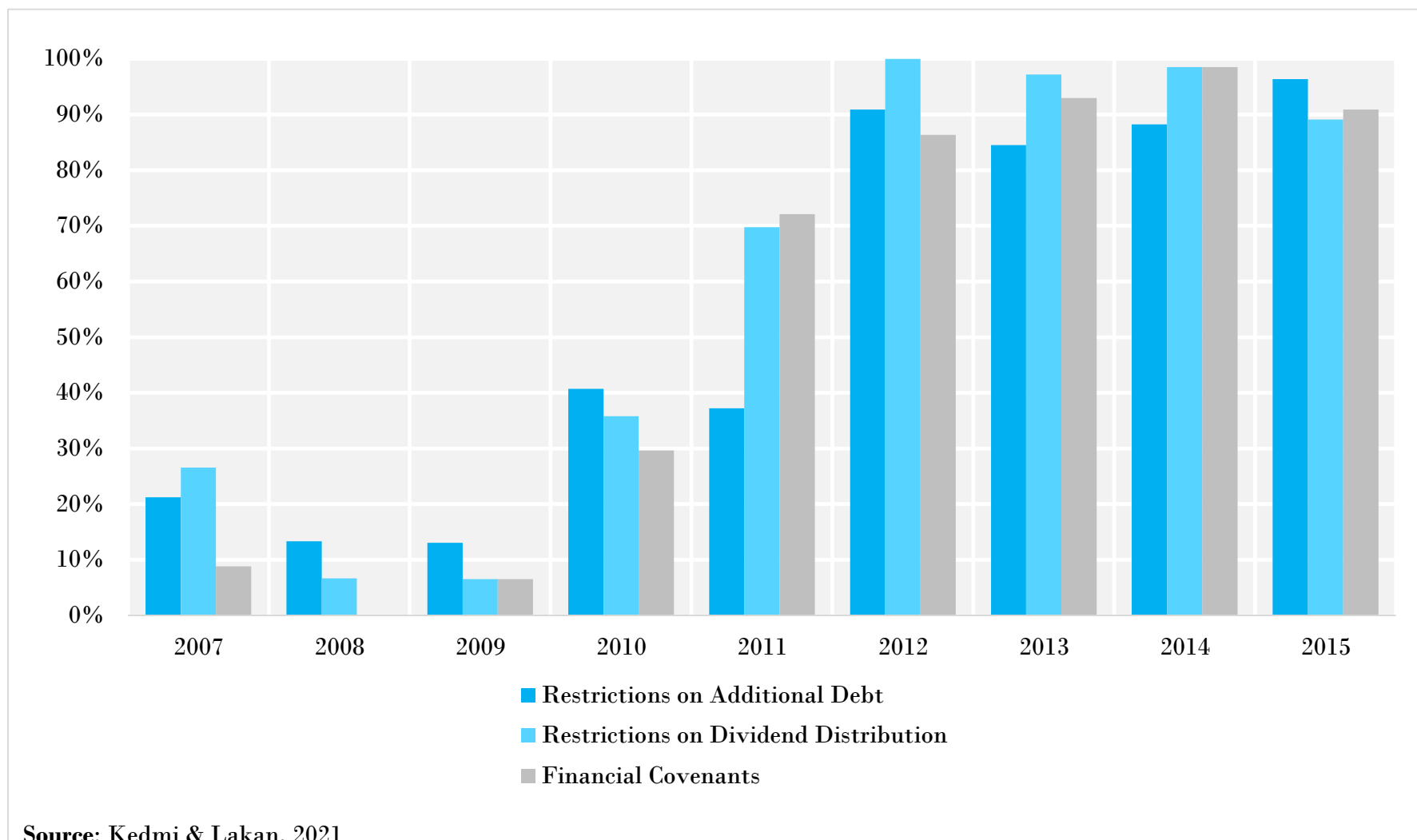
פורום שווי הוגן

דצמבר 2021

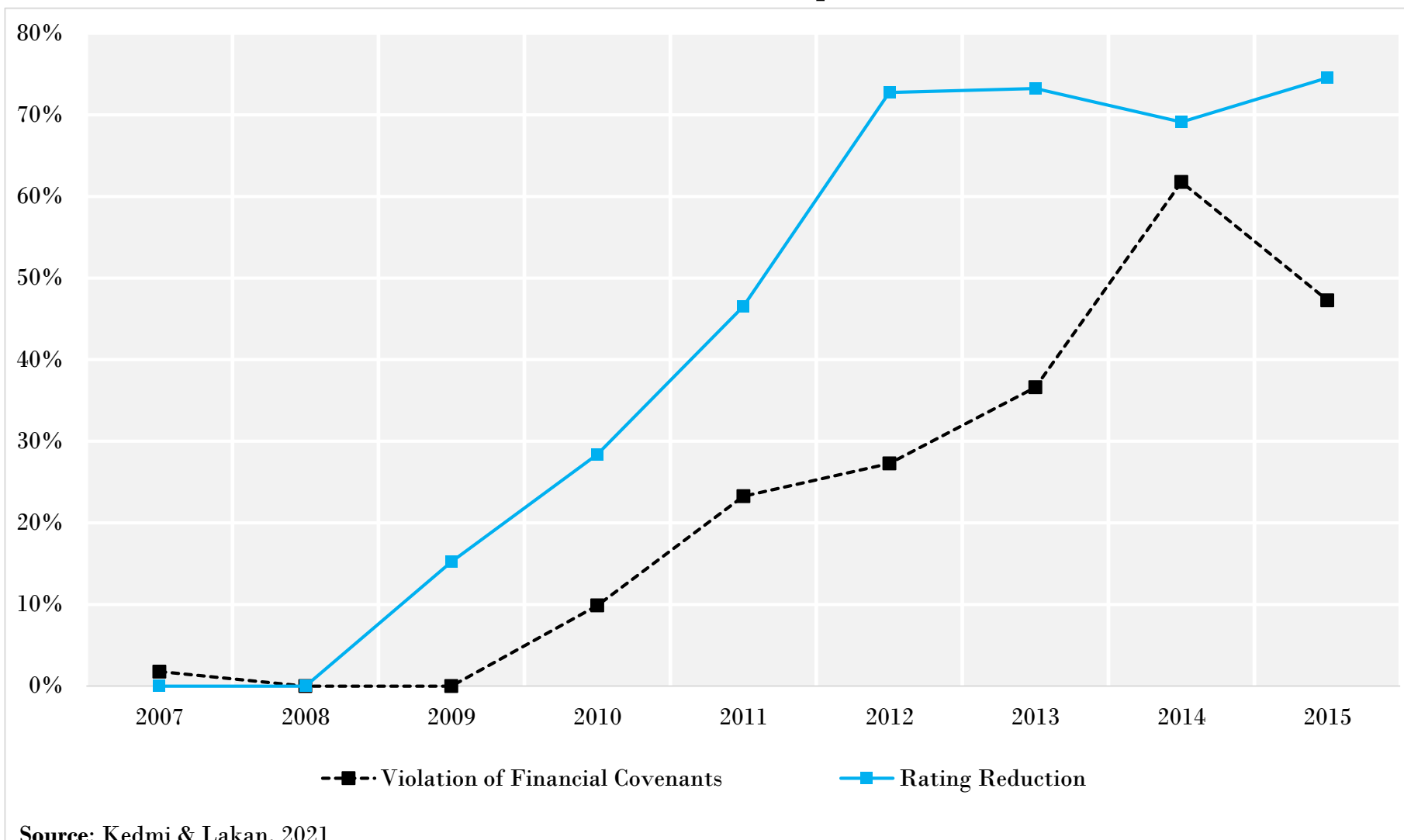
עיקרי המלצות ועדת חודק

- המלצות הועדה נכנסו לתוקפן בספטמבר 2010.
- המלצות הועדה עסקו באגרות חוב קונצרניות בלבד, ולא חלו על אפיקי השקעה אלטרנטיביים.
- המלצות הועדה התמקדו בשלושה תחומים עיקריים:
 1. מיסוד הליך פורמאלי לצורך קבלת החלטת השקעה באגרות חוב קונצרניות טרם ההשקעה.
 2. קביעת סוג המידע שעל המשקיע המוסדי לקבל טרם רכישת אגרת החוב.
 3. שיפור איכות המוצר:
 - I. דרישה לקובננטים פיננסיים.
 - II. הגבלות בנוגע להורדת דירוג ולחלוקת דיבידנדים.
 - III. דרישה לשעבודים ובטחונות.
 - IV. התניות חוזיות. לדוגמא: שינוי שליטה, מיזוגים, מימוש נכסים.

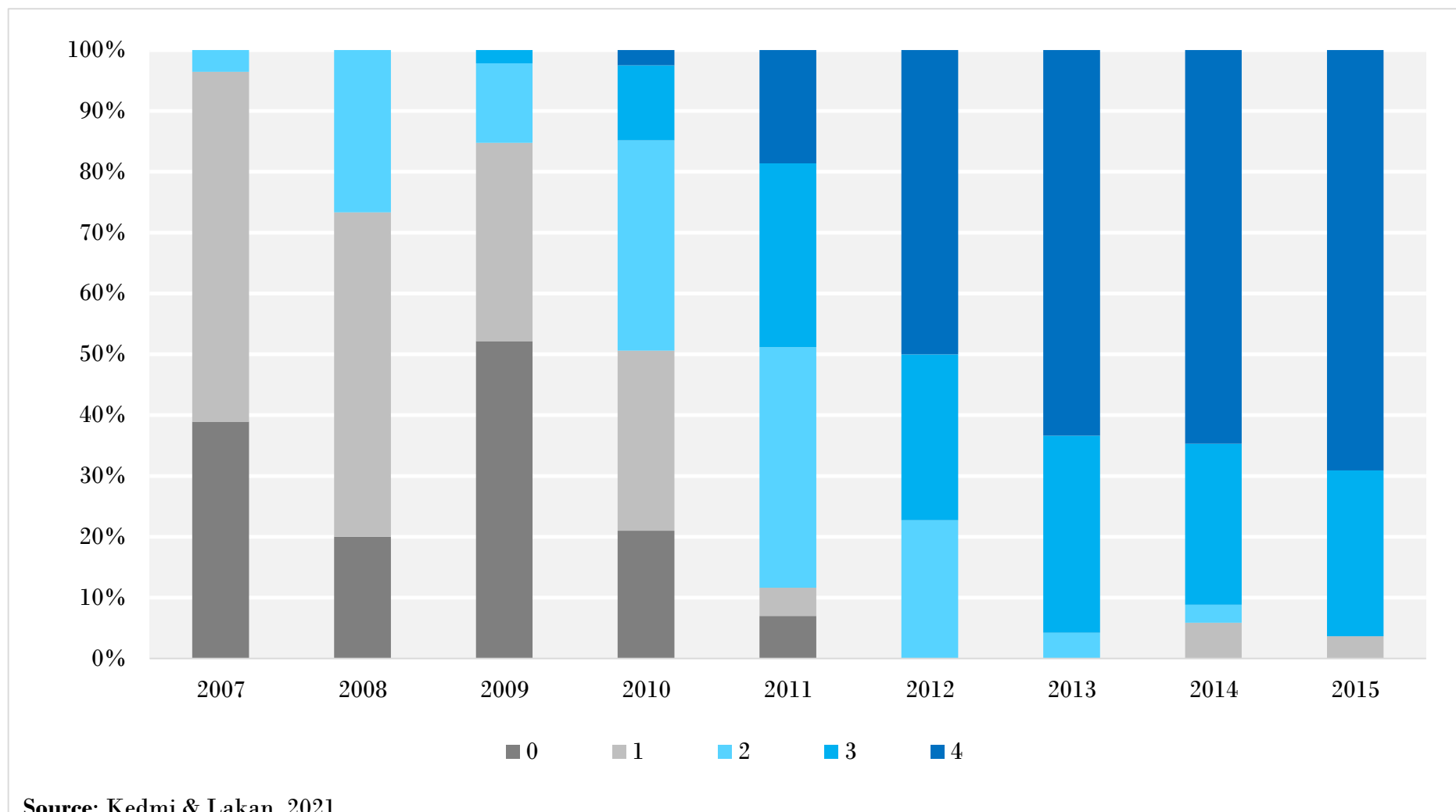
שיעור סדרות האג"ח החדשות אשר כוללות הגבלות וקובננטים פיננסיים



שיעור סדרות האג"ח החדשות אשר כוללות מנגנון פיצוי ריבית

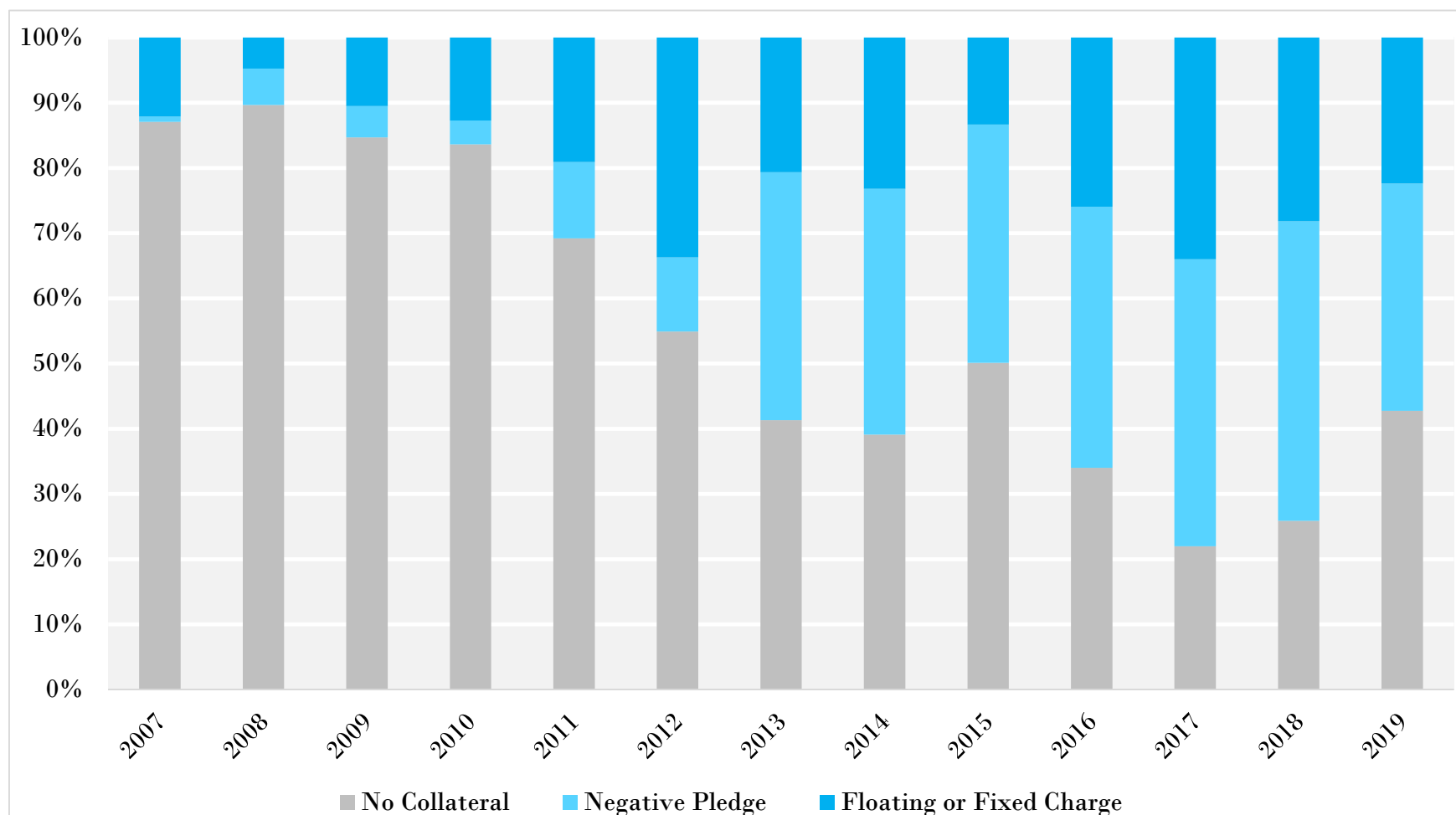


התפלגות סדרות האג"ח החדשות לפי מספר ההתניות החוזיות



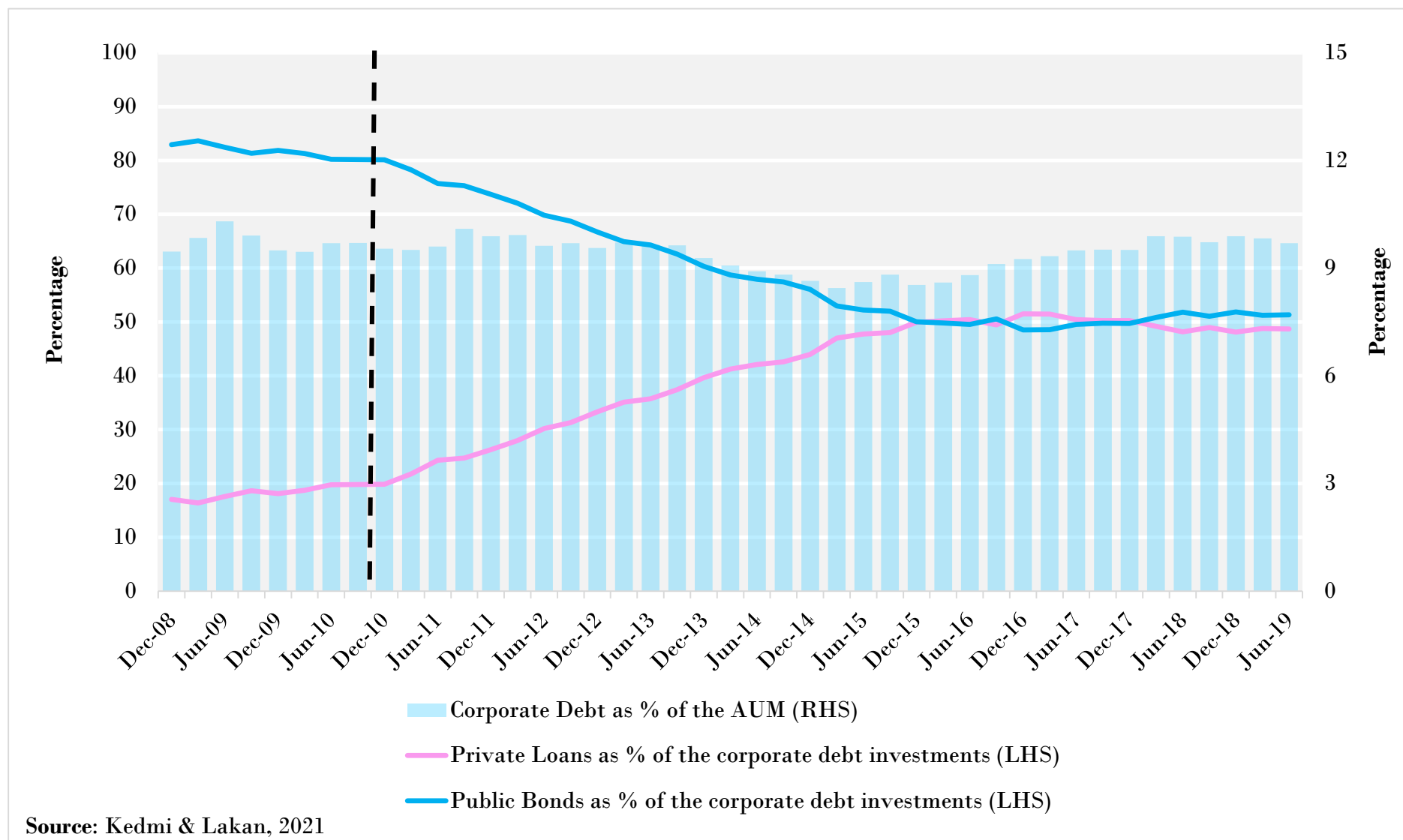
Source: Kedmi & Lakan, 2021

התפלגות סדרות האג"ח החדשות לפי סוג בטוחה או השעבוד

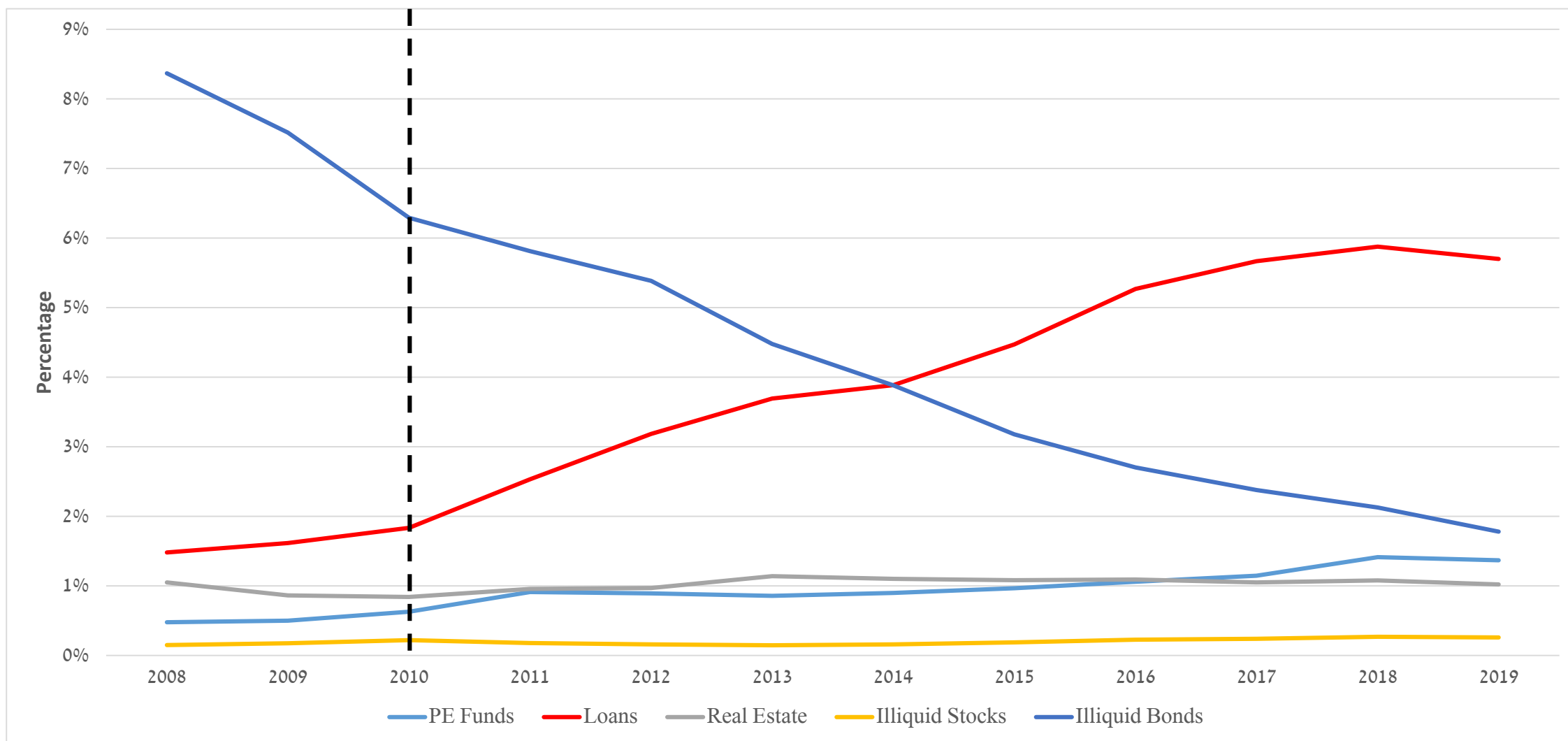


Source: Kedmi & Lakan, 2021

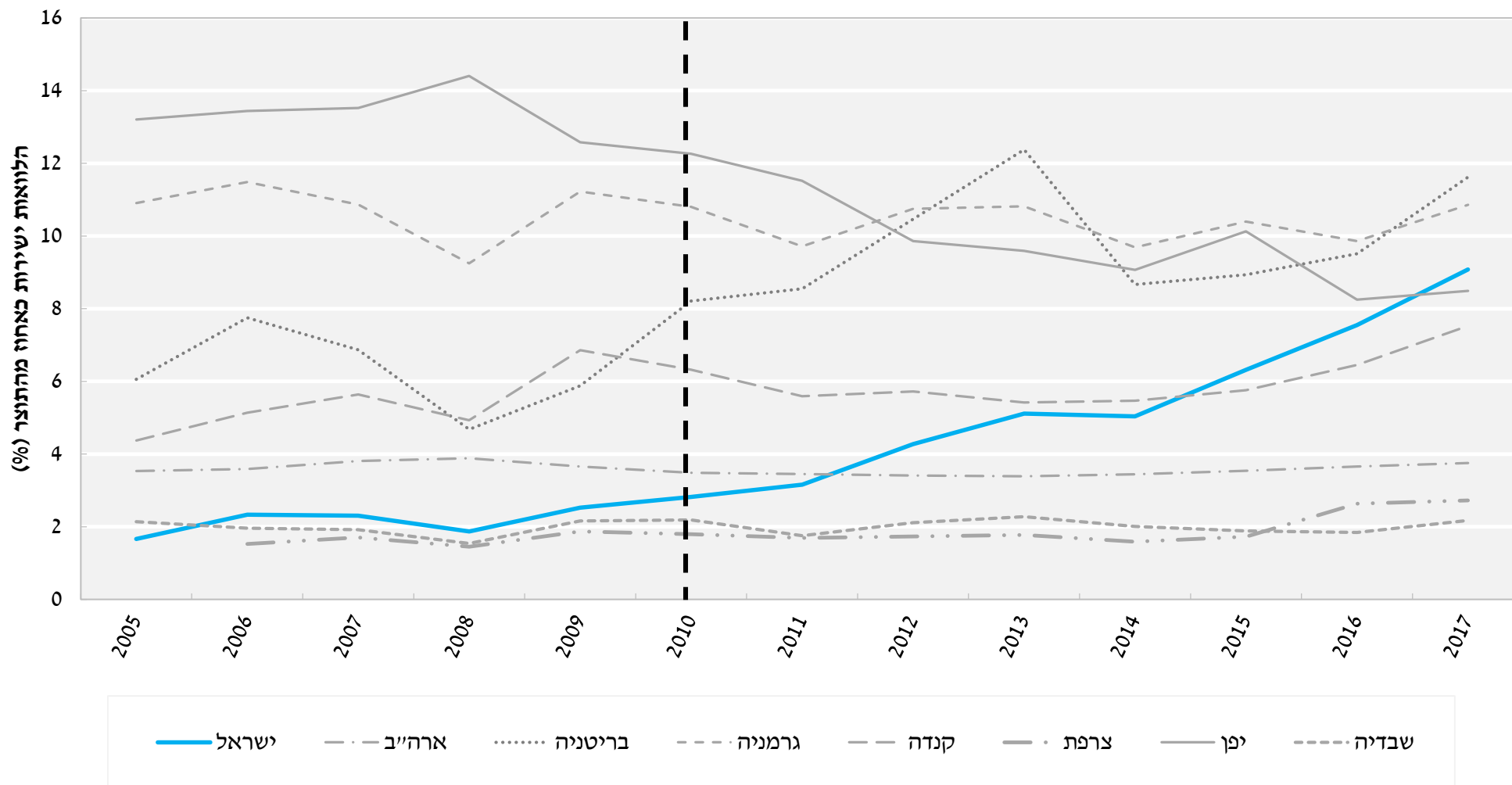
השקעות הגופים המוסדיים בחוב קונצרני



השקעות הגופים המוסדיים באפיקי השקעה לא סחירים בישראל כאחוז מסך הנכסים המנוהלים

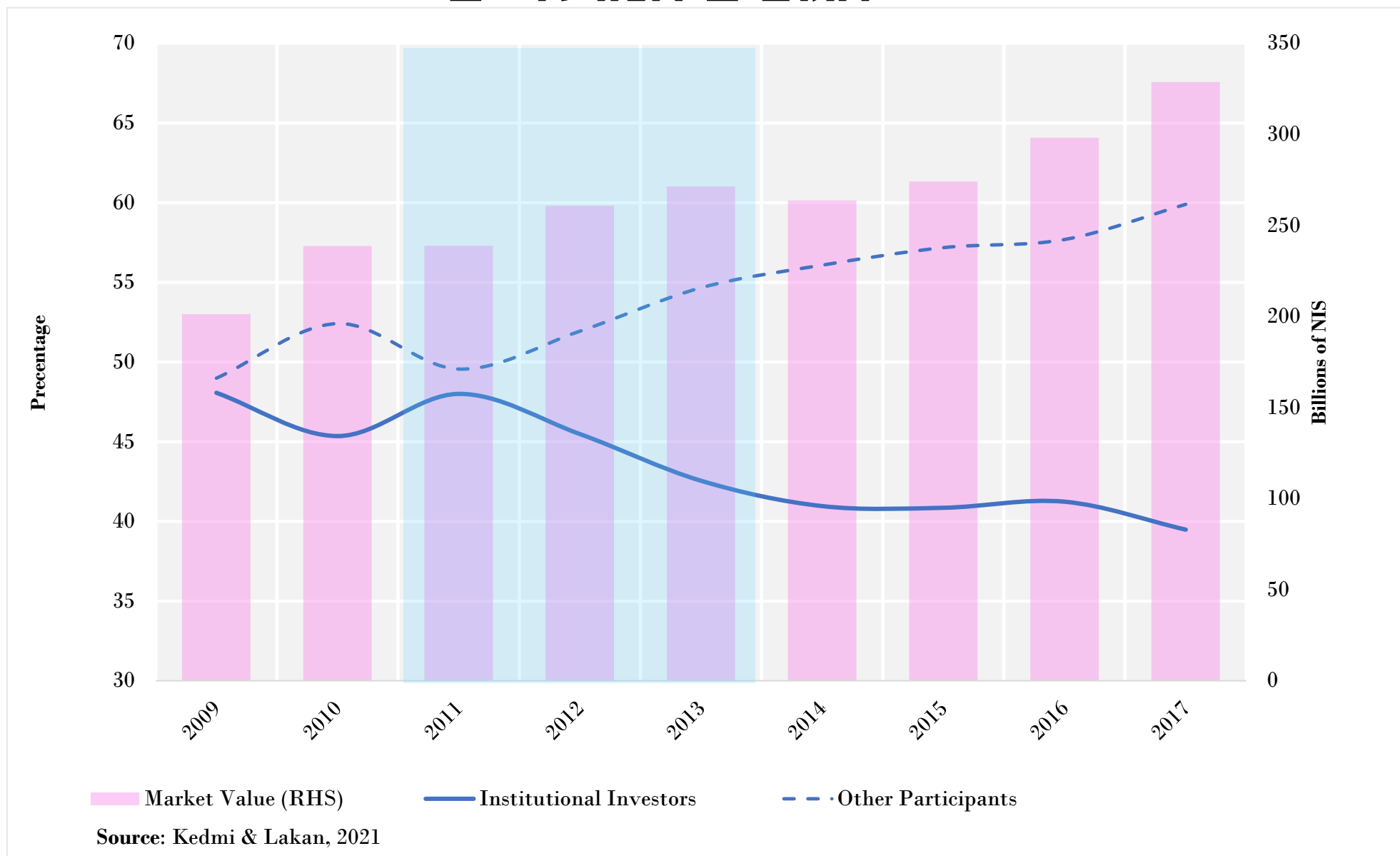


סך ההלוואות הישירות של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה כאחוז מהתוצר, ישראל ומדינות נבחרות

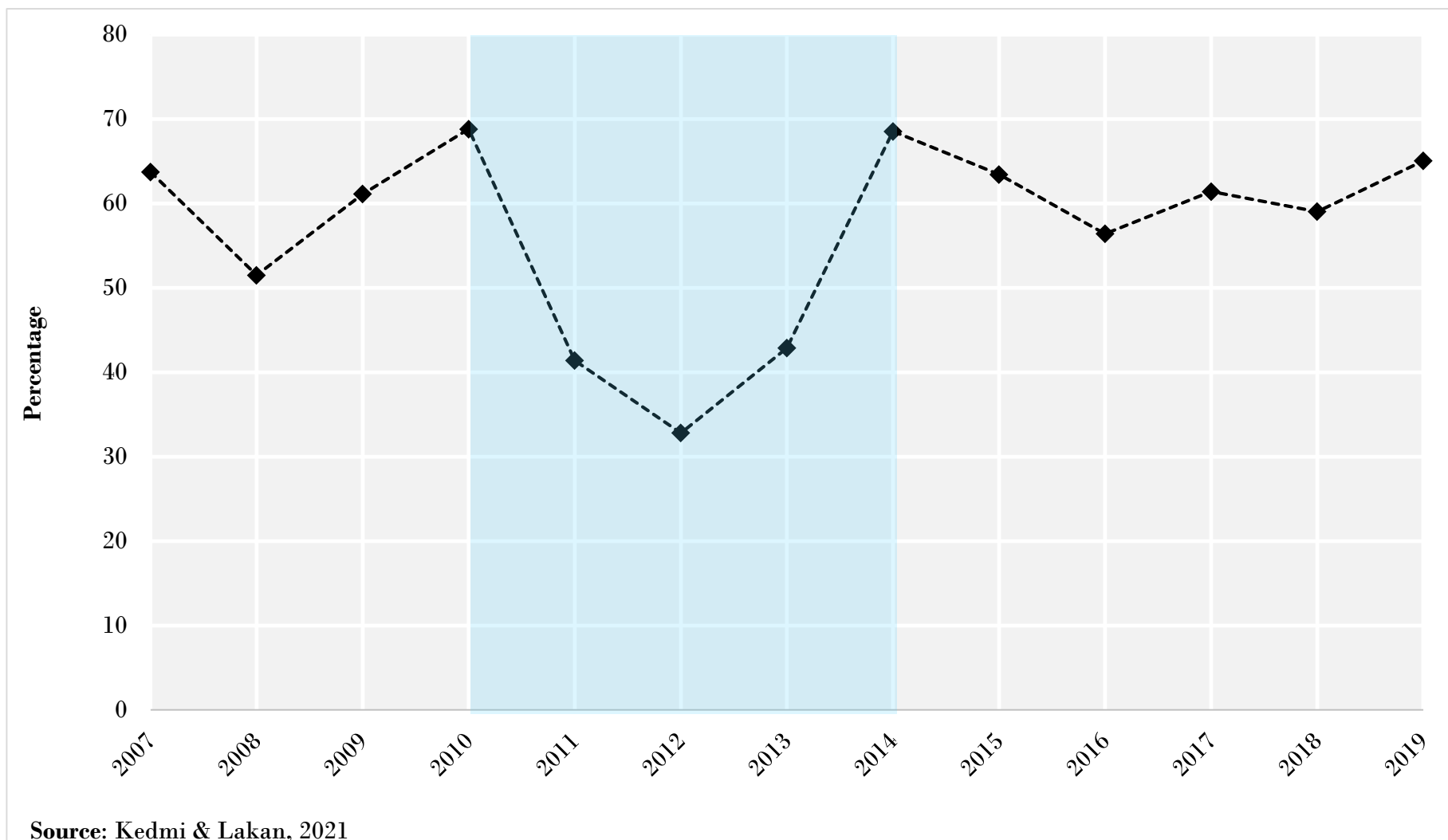


המקור: OECD (נלקח מפרק ד' בדוח בנק ישראל לשנת 2018).

שווי שוק אג"ח קונצרניות סחיר ונתח השוק של הגופים המוסדיים



הנפקות של סדרות חדשות מתוך סך הנפקות אג"ח (במונחי סך הנפקה)



השערת המחקר

➤ יישום המלצות ועדת חודק גרמו לגופים המוסדיים להשקיע משאבים לצורך עמידה בהוראות הרגולציה בעת השקעה באג"ח קונצרניות.

➤ שוק האג"ח הקונצרני הסחיר בישראל הוא שוק מבוזר מאוד, הכולל משקיעים רבים בכל סדרת חוב אשר לא כפופים להמלצות הועדה.

➤ הגופים המוסדיים מסיטים את השקעותיהם משוק האג"ח הסחיר המבוזר לשוק ההלוואות הפרטיות המרוכז שבו הם יכולים להשיג תועלת מלאה למאמצי הניטור שלהם.

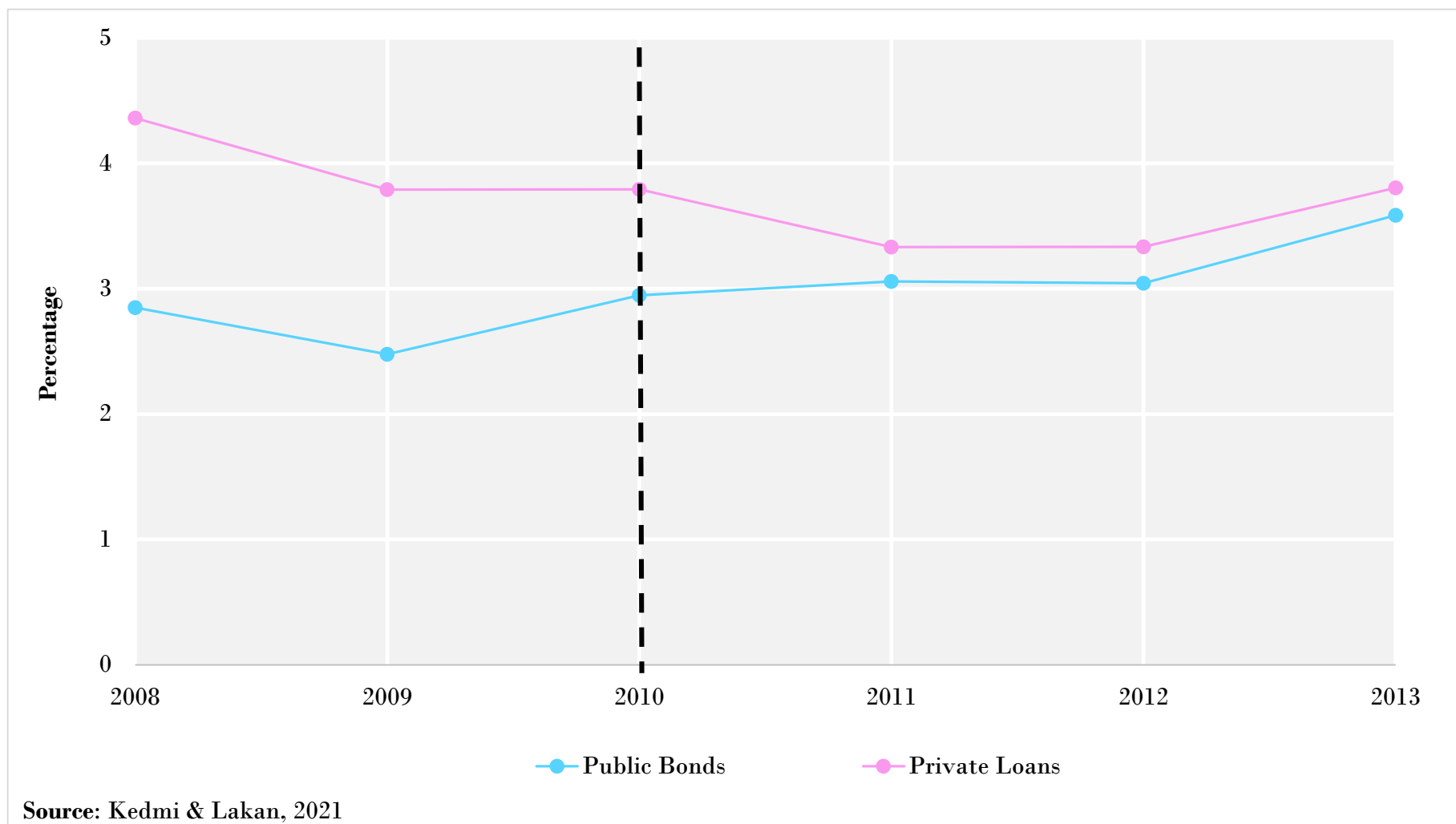
➤ **פערי מרווחי התשואות בין אג"ח החוב הסחירות להלוואות הפרטיות יצטמצמו לאחר יישום המלצות הוועדה – וזאת בעקבות גידול בביקוש להלוואות פרטיות על ידי הגופים המוסדיים.**

בסיס הנתונים

➤ הלוואות פרטיות (נתוני מיקרו) שהועמדו על ידי הגופים המוסדיים וסדרות אג"ח קונצרניות סחירות שהונפקו (חדשות והרחבות) בשנים: 2008 – 2013.

1. מאפייני הלוואה/המנפיק: דירוג, ענף.
2. מאפייני החוב: הצמדה, היקף, מח"מ, טווח לפידיון, תאריך העמדת החוב.
3. עלות ההלוואה/סדרה: ריבית ממוצעת.

מרווחי התשואות הממוצעים של מכשירי החוב השונים לפני ואחרי יישום המלצות הוועדה



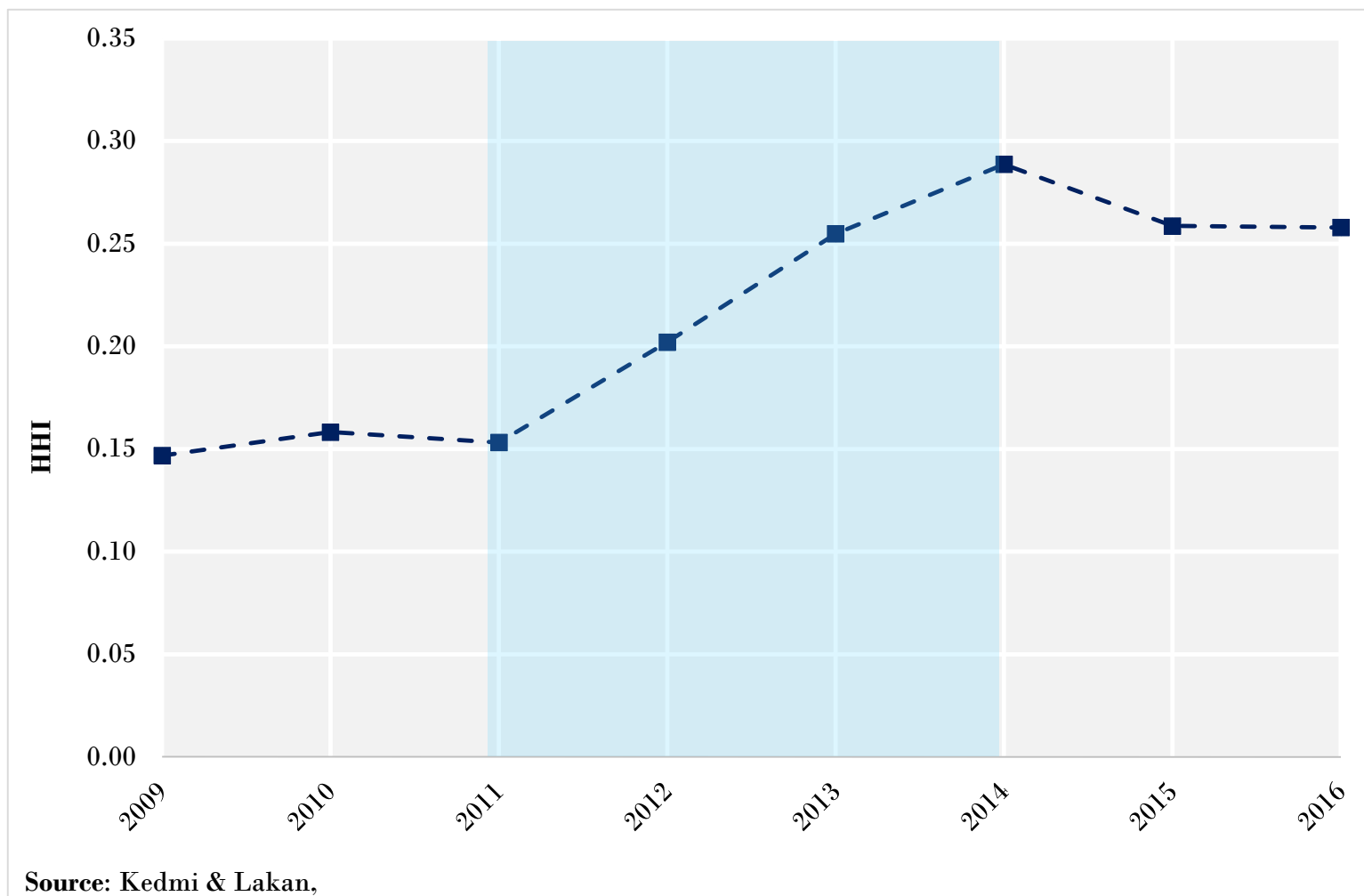
תוצאות אמידה אמפירית ממעוף הציפור



	All Sample		Loan & Bond Firms Only			
	(1)	(2)	(3)	(4)	Listed Firms Only	
					(5)	(6)
	All Sectors	No Energy & Financial Sectors	All Sectors		All Sectors	No Energy & Financial Sectors
Loan	0.693*** (0.238)	1.052*** (0.283)	1.557*** (0.436)	1.484*** (0.447)	1.476*** (0.483)	1.721*** (0.502)
Post	-0.548 (0.431)	-0.744 (0.506)	0.758 (0.973)	0.9 (0.971)	1.005 (1.004)	0.931 (1.007)
Loan X Post	-0.498** (0.245)	-0.922*** (0.298)	-1.259*** (0.45)	-1.304*** (0.46)	-1.044** (0.508)	-1.322** (0.536)
Time to Maturity	-0.035 (0.023)	-0.047 (0.033)	-0.126*** (0.045)	-0.078* (0.047)	-0.076 (0.058)	-0.01 (0.066)
Volume	-0.235*** (0.048)	-0.201*** (0.059)	0.096 (0.091)	0.156 (0.095)	0.173 (0.109)	0.18 (0.111)
Index Dummy	1.084*** (0.111)	1.049*** (0.133)	0.776*** (0.196)	0.654*** (0.205)	0.632** (0.258)	0.541** (0.262)
Constant	5.600*** (1.279)	4.441*** (1.522)	-2.789 (2.271)	-9.384** (4.187)	-7.326* (4.373)	-7.273* (4.372)
Sector FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Rating FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Characteristics	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Observations	1023	766	292	276	219	208
R ²	0.433	0.394	0.491	0.523	0.571	0.562

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Firm characteristics include age, size, tangibility and financial ratios, like leverage, profitability and liquidity. For listed firms the standard deviation of the stock and P/B ratio are also included.

ריכוזיות ההשתתפות של הגופים המוסדיים בשלב המוסדי של הנפקות האג"ח הקונצרניות



סיכום

➤ יישום המלצות ועדת חודק גרמו לגידול בעלויות הניטור אצל הגופים המוסדיים בעת השקעה באג"ח קונצרניות.

➤ לאחר יישום המלצות הועדה חלה הסטת נכסים משמעותית מהשקעות באג"ח קונצרניות להלוואות פרטיות.

➤ אנו מוצאים ירידה מובהקת סטטיסטית וכלכלית בפערי מרווחי התשואות של ההלוואות הפרטיות בהשוואה לאגרות החוב הסחירות לאחר יישום המלצות הועדה, וזאת כתוצאה מהגידול לביקוש להלוואות על ידי הגופים המוסדיים.

➤ עבור הגופים המוסדיים, ההשקעה בחוב סחיר מבוזר מלווה בעלויות ניטור משמעותיות, מה שהוביל אותם להסטת נכסיהם לשוק ההלוואות הפרטיות המרוכז, אשר בו הם עשויים להינות באופן מלא ממאמצי הניטור שלהם.