

מינוף פיננסי ותמחור חוב במבנה בעלות פירמידלי

כנס בנושא ריכוזיות במשק הישראלי
מוסד נאמן - הטכניון

פרופ' אמיר ברנע 5.2.2012
המרכז הבינתחומי, הרצליה



מבנה בעלות פירמידלי:

חברה נכדה בה מרוכזת הפעילות הריאלית

■ נשלטת ע"י חברת בת

■ נשלטת ע"י חברת אם

■ נשלטת ע"י בעל שליטה

כל החברות ציבוריות וממונפות כולל בעל השליטה

הנחה: גיבוי חוב בעל השליטה רק במניות השליטה

המניע להקמת פירמידה

- דובר הרבה על פער בין הון ושליטה שעוקף את האיסור על דיפרנציאציה בהצבעה בחברות ציבוריות
- מטרתי להדגיש אספקט אחר – מינוף פיננסי
- כל חברה בנפרד כולל בעל השליטה הם לכאורה במינוף סביר אך **למעשה** במינוף מוגזם.
- פרמיית סיכון חוב עולה במעלה הפירמידה בשיעור שתלוי בממשל תאגידי. קשר הדוק להמלצות ועדת הריכוזיות.

האם נדרשת רגולציה למינוף בפירמידה?

- על רשות ני"ע לדרוש גילוי של מינוף אמיתי בכל המבנה כולל בעל השליטה
- פירוט והסבר בדו"ח הדירקטוריון של ההבדל במינוף בין דו"ח מאוחד לדו"ח סולו: מאוחד משקף מינוף בקונצרן, סולו משקף הון עצמי מיוחס
- התערבות רגולטור אם למינוף השלכות חיצוניות של TBTF

מינוף סביר לכאורה בדו"ח סולו

□ בכל חברה כולל בעל שליטה 50% חוב מ-NAV

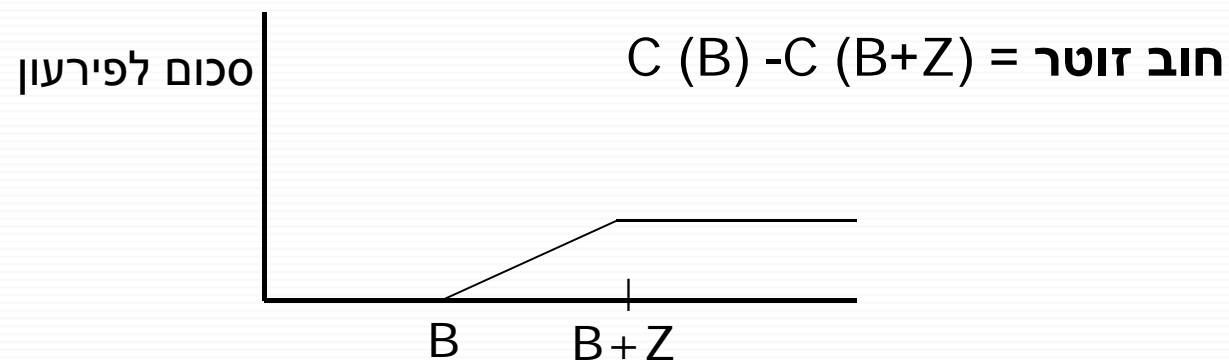
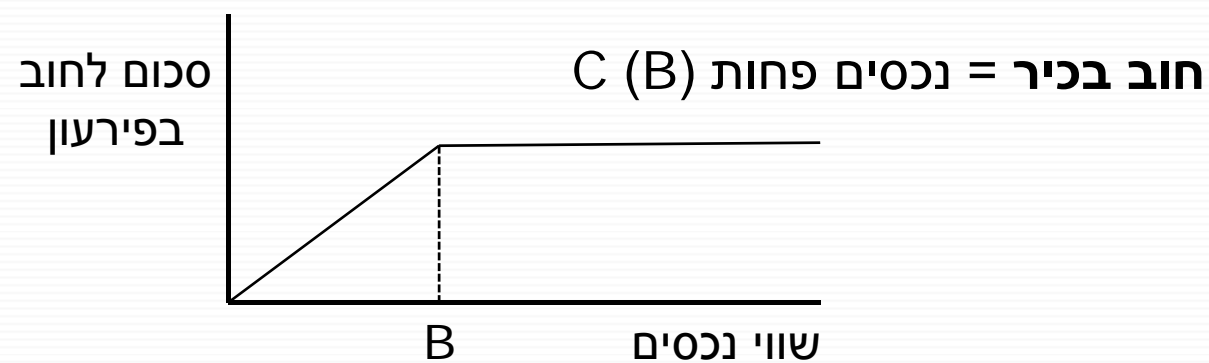
למעשה שיעור המינוף בקונצרן הוא 94%.

סה"כ נכסים	חוב	הון עצמי	
1000	500	500	בעל שליטה
2000	1000	1000	אם
4000	2000	2000	בת
8000	4000	4000	נכדה
94%	8000	7500	500 מאזן מאוחד

תמחור חוב במעלה הפירמידה

- רעיון:** חוב במעלה הפירמידה הוא זוטר לחוב בחברה שמתחתיה כי מגובה בתזרים שאריתי (**Residual**)
- מודל האופציות (**Merton** 1974) מתמחר חוב זוטר, זוטר זוטר וכו' יחסית לחוב בכיר
- הנחות מודל האופציות: חברות בע"מ, ממשל תאגידי (אין הרמת מסך), מועד פירעון אחד, חדלות פירעון במועד הפירעון, העברה מיידית וללא עלות של הנכסים לנושים.

דוגמא



תמחור חוב בהנחה $\sigma = 25\%$ $r = 4\%$, חוב לשנתיים

שעור תשואה לחוב	שווי חוב	שווי הון עצמי	
31.3%	290	1664	בעל שליטה
21.1%	680	1954	אם
9.2%	1677	2634	בת
4.1%	3689	4311	נכדה

אם אין פירמידה שעור התשואה לחוב בערך פדיון 7500 הוא 12.3%

חברות בע"מ, ממשל תאגידי, הרמת מסך

- מודל האופציות: מניח בע"מ, נפרד לכל חברה
- מודל חלופי: הרמת מסך קונצרנית
- חברות הדירוג דרוג אחיד לכל חברות הקונצרן (הרמת מסך)
- דחצ"ים גמישים – משקל מכריע להשפעה רוחבית

מה קורה בשוק? בע"מ נפרד או הרמת מסך?

תשואה לפדיון 31.1.12	מח"מ	דירוג	
1.34%	2.2	AA+	בזק
3.98%	2.0	A2	בי קומינקישן
5.03%	2.1	A3	אינטרנט זהב
3.03%	3.2	AA-	פרטנר
12.3%	2.0	BBB+	סקיילקס
21.3%	2.1	Baa2	סאני
2.6/2.9%	2.8/4.5	AA/AA-	שופרסל/סלקום
6%	2.0	A1	דימנוט השקעות
12.2%	2.8	A-	א.ד.בי. פתוח
13.8-15%	5.1-1.2	A-	אי.די.בי.

בשלבי מחקר

- מה המשקל שנותן השוק להשפעה רוחבית
- האם אחיד בין קונצרנים (כנראה שלא. ראה IDB לעומת פרטנר)
- הגמשה של הנחות מודל **Merton**
- ניתוח מודל דירוג החוב

מסקנות

- תמחור נכון של חוב יפחית כדאיות מבנה פירמידלי
- נחוצה רגולציה בשקיפות וביציבות אם TBTF
- מסקנות הוועדה לממשל תאגידי והפרדה ירחיבו פערים בתשואה לפדיון בין אג"ח במעלה הפירמידה.