



דירוג אג"ח למנהלי סיכונים פיננסיים ומנהלי השקעות

האקטואר רועי פולניצר מסביר על הקשר שבין פרמיית סיכון, תשואה לפדיון ודירוג אג"ח

מוצע התשלומים המשוקלל שלה (קרן וריבית נקובה – ברזולוציית קרן בודדת).

נכון ל- 29.12.2022 שיעור התשואה לפדיון על אגרות חוב של מדינת ישראל מסוג ממשלתית שקלית בעלת משך החיים הממוצע (מח"מ, Duration) של 10 שנים, נאמד בכ- 3.57%.

נשאלת השאלה, בהשוואה לתשואה זו (3.57%), איזה תשואה (ריבית) נקבל על נכסים פיננסיים הבאים עם טווח לפדיון דומה: אג"ח של בנק גדול; אג"ח של חברה תעשייתית קטנה; ותכנית חסכון בנקאית. אז בהשוואה לתשואת האג"ח הממשלתית של 3.57%, לבנק גדול רמת סיכון גבוהה יותר מזו של הממשלה ולכן תשואת האג"ח שלו עבור אותו מח"מתהיה גבוהה מ- 3.57%, למשל 4.5%. חברה תעשייתית קטנה היא בעלת סיכון גדול מזה של הבנק הגדול ולכן תשואת האג"ח של חברה זו תהיה גבוהה יותר מזו של אג"ח הבנק. למשל 6.5%, אך יכול להיות גם גבוה יותר ככל שהדירוג של החברה התעשייתית נמוך יותר. אחד השימושים של הבנק למקורות שהוא מגייס מתכניות החיסכון הוא רכישת איגרת חוב ממשלתית ולכן בניכוי המרווח של הבנק תכנית החיסכון תניב תשואה נמוכה יותר מזו של האיגרת הממשלתית, למשל 3.0%.

אחד ההסברים למשל לרמת המרווח (פרמיה) הגבוהה שבה מגייסות כיום מדינות היא "תמחור סיכונים מחדש". רמת הריבית הגבוהה בשנה האחרונה בעולם הביאה את המשקיעים "לתמחר מחדש" את התשואה הנדרשת על אג"ח של מדינות. מגמה זו הורידה את מחירי הנכסים הפיננסיים והעלתה את רמת התשואות. הסבר זה מתיישב עם שינוי המצב בארה"ב למשל לנוכח העלאות הריבית ועליית התשואות בארה"ב ובמדינות אחרות. הסבר נוסף הוא עליית הפרמיה בגלל שינוי בגורמי הבסיס של המשקיעים: אינפלציה גבוהה יותר, גירעונות ממשלתיים גדולים יותר (בהתאם למאפיינים שחברות הדירוג בעולם בוחנים) וכו'. מהי אם כך המשמעות הכלכלית למדינה שצריכה לגייס חוב כרע בעלות גיוס גבוהה יותר? כאשר פרמיית הסיכון עולה המדינה יכולה לגייס אג"ח בתשואה גבוהה יותר וכך הוצאות התקצוב לתשלומי הריבית עולים ובאים על חשבון מקורות לשימושים אחרים. בנוסף עלות הגיוס של הסקטור הפרטי במדינות אלה עולה גם כן ובכך גורמת לירידה בהשקעות בפרויקטים חדשים ולפגיעה בסקטור הפרטי.

נקח בשאלה שנשאלתי לאחרונה: האם דירוג האשראי הפומבי של 3 סדרות אג"ח המונפקות על ידי אותה החברה יכול להיות שונה? אז כן. מקרה אחד יכול להיות במידה והטווח לפדיון של הסדרות הינו שונה ואז הדירוג של כל סדרה יכול להיות שונה. מקרה אחר יכול להיות שהשיעבוד או הבטוחה של הסדרות הינו שונה ואז הדירוג של כל סדרה יכול להיות שונה (הדירוג של אג"ח עם שיעבוד או בטוחה גבוה יותר מזה של אג"ח המשוחררת מכל שיעבוד ובטוחה). לפיכך, שלוש סדרות אג"ח של אותה החברה עם טווח לפדיון שונה או עם רמת בטוחות שונה יכולות לקבל דירוג שונה.

כאמור מאחר ואגרות חוב קונצרניות מסוכנות יותר, בהשוואה לאגרות ממשלתיות בעלות אותו מח"מ, הרי שלאגרות חוב קונצרניות יש דירוג אשראי. דירוג אשראי הינו כלי עזר נוסף שנועד לסייע למשקיע להעריך את הסיכון הגלום בהשקעה באגרת החוב. ככל שהדירוג הניתן לאג"ח גבוה יותר כך הערכת הסיכון הכרוך בהשקעה באגרת נמוכה יותר וכמובן שגם התשואה תהיה נמוכה יותר. בארץ פועלות שתי חברות דירוג ("מעלות" ו"מידרגו") המדרגות את אגרות החוב. כמובן שיש להתייחס לדירוג בעירבון מוגבל ולשקלל את כל הפרמטרים החשובים למשקיע טרם ביצוע ההשקעה.

להלן מספר דירוגים ומשמעותם:

- AA – למנפיק יכולת טובה מאוד לפרוע את תשלומי הקרן והריבית. ברם יתכן ויכולת זו תושפע במעט משינויים אפשריים בתנאים מקרו-כלכליים או ענפיים לאורך חיי האיגרת.
- BB – יכולת המנפיק לפרוע את תשלומי הקרן והריבית אינה גבוהה ויש לצפות להפחתה ביכולת זו כתוצאה משינויים לרעה במשתנים מקרו כלכליים או ענפיים.
- CC – אי עמידה בפירעון תשלומי הקרן ו/או הריבית נראית סבירה ביותר.
- D – החברה המנפיקה לא פרעה תשלומי ריבית ו/או קרן (default).

נשאלת השאלה, האם התשואה לפדיון של איגרת חוב של חברה יכולה להשתנות (שינוי מהותי, למשל 0.5 נקודת אחוז בתשואה לפדיון) כאשר אף אחת מחברות הדירוג שמדרגות את החברה לא ערכה שינוי בדירוגה הפומבי, ואף אנליסט גם לא שינה את הערכותיו לגבי החברה או על הענף שבו היא פועלת? אז התשובה היא חיובית. התשואה לפדיון של איגרת חוב של חברה יכולה להשתנות מהותית גם מבלי שאף אחת מחברות הדירוג שמדרגות את החברה ערכה שינוי בדירוגה הפומבי, כלומר לא חל שינוי ברמת הסיכון של החברה ושל הענף בו היא עוסקת.

כאמור, התשואה לפדיון של אג"ח קונצרנית מורכבת מתשואת אג"ח ממשלתית לטווח דומה בתוספת פרמיית הסיכון של החברה. שינוי בתשואה לפדיון של אג"ח החברה יכול להשתנות במידה וחל שינוי ברמת התשואות של איגרות חוב ממשלתיות בעלות אותו הטווח לפדיון המהווה אמת מידה השוואתית (Benchmark) לרמת התשואות של איגרות חוב קונצרניות. מקרה נוסף הוא במידה וחל שינוי בתפיסת הסיכון של המשקיעים ובהתאם משתנה התשואה לפדיון הנדרשת לכל רמת דירוג.

משך החיים הממוצע (המח"מ) הוא מושג המייצג את הממוצע המשוקלל של מועדי התשלום של הריבית והקרן והוא האינדיקטור החשוב לגבי זמן פירעון האיגרת. חשוב לדעת כי למשל מח"מ של 10 שנים אינו אומר שהאיגרת נפדית בעוד 10 שנים אלא שזהו

ד"ר כה עסקנו באגרות חוב של המדינה הנחשבות לחסרות סיכון, בכתבה זו ניגע במשפה אחרת של אגרות חוב: אגרות חוב של חברות (אג"ח קונצרני) שיש בהן מידה של סיכון.

מאחר ו"אין ארוחות חינם" בשוק ההון, יובהר כי קיים סיכון מסוים ברכישה של אג"ח קונצרני. הסיכון באיגרות החוב הוא חד וברור - באם החברה שהנפיקה את האג"ח תהיה חדלת פירעון, הרי שהקרן והריבית נמצאות בסכנה.

הסיכון של אגרות החוב הקונצרניות מתבטא בפרמיית הסיכון ומוגדרת כהפרש התשואה שבין אגרת חוב קונצרנית לאגרת חוב ממשלתית לאותו משך חיים ממוצע (מח"מ) ולאותו מנגנון הצמדה.

פרמיית הסיכון נקבעת במסחר בבורסה מידי יום והיא נגזרת ממחיר האג"ח בשוק. פרמיית הסיכון במצב עולם רגיל ובשוק משוכלל לוקחת בחשבון פרמטרים שונים הנוגעים לחברה המנפיקה כמו למשל - גובה ההון העצמי, מח"מ האיגרת, רמת המינוף של החברה (כמה חובות יש לחברה מול הונה העצמי), תחום העיסוק, דירוג החברה, הנהלת החברה וכו'.

הואיל ואגרות חוב קונצרניות כוללות בחובן מידה מסוימת של סיכון, בהשוואה לאגרות ממשלתיות, לרוב הן נפדות לשיעורין, כלומר, פודות את הקרן במספר תשלומים ולא בתשלום אחד בודד במועד הפדיון. נציג דוגמא לתמחור אג"ח קונצרנית הנפדית לשיעורין.

חברת XXX אומדת להנפיק איגרת חוב לא צמודה עם פירעון לשיעורין. איגרת החוב תונפק לשנתיים. סכום ההנפקה 100 ש"ח ערך נקוב. האיגרת נושאת קופון שנתי של 4% כאשר ריבית שוק נורמטיבית מייצגת לחברת XXX כיום (קרן, התשואה לפדיון בשוק) על 5%. מהו מחיר השוק של אג"ח זו בתנאים אלה?

$$P = \sum_{t=1}^N \left(\frac{C(N+1-t)/N}{(1+i)^t} + \frac{M/N}{(1+i)^t} \right)$$

$$\begin{aligned} M &= 100 \\ C &= 4\% \cdot 100 = 4 \\ N &= 2 \\ i &= 5\% \end{aligned}$$

$$P = \sum_{t=1}^2 \left(\frac{4(2+1-t)/2}{(1+0.05)^t} + \frac{100/2}{(1+0.05)^t} \right) = 98.59$$

תשואה שנתית לפדיון של אג"ח נקבעת לראשונה במרכז, אולם מרגע שהיא נסחרת בבורסה התשואה יכולה להשתנות בהתאם למחירה. ככל שמחיר האג"ח עולה כך יורדת התשואה ולהפך.