

הגודל צפוי להחליף את מבנה השליטה כגורם המבדל העיקרי בענף הבנקאות

מרץ 2017

אנליסט אשראי ראשי:

טרנס קלינגמן, 972-3-7539708, terence.klingman@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

בני פאר, 972-3-7539742, beni.peer@spglobal.com

הגודל צפוי להחליף את מבנה השליטה כגורם המבדל העיקרי בענף הבנקאות

מאז 2010, אנו רואים שבקרב הבנקים הגדולים והבינוניים בישראל, הבדלים במבנה השליטה משפיעים על קצב הצמיחה, על מדיניות הדיבידנדים ועל היעילות.

בנקים עם בעלי שליטה חילקו יותר דיבידנדים וצמחו מהר יותר, כשהם נשענים על רמת רווחיות גבוהה כדי להגדיל את היקף ההון. לעומתם, בנקים הפועלים ללא בעל שליטה לא חילקו דיבידנדים בשנים האחרונות ואף הנפיקו הון מניות חדש.

להבדלים אלה לא הייתה השפעה ניכרת על איתנותם הפיננסית של הבנקים ועל כושר הפירעון שלהם. אולם המשקיעים במניות העדיפו בצורה ברורה בנקים עם בעלי שליטה מבוססים שחילקו דיבידנדים גבוהים ושקצב הצמיחה שלהם מהיר יותר (ללא קשר לגודל הבנק).

תמצית

- מבנה השליטה מהווה גורם מבדל עיקרי בין בנקים בישראל, במיוחד עבור משקיעים במניות.
- כיום על המשקיעים לשקול את השפעת החקיקה החדשה שמטרתה לחלק מחדש את שוק הבנקאות.
- הבנקים יתבדלו אלה מאלה בהתאם ליכולתם להסתגל לשינוי בנתח השוק שלהם.

אנו צופים שבעקבות השינויים הרגולטורים האחרונים, גודל הבנק יחליף את מבנה השליטה כגורם המבדל העיקרי בין הבנקים. סביבת הרגולציה החדשה מחלישה את השפעת מבנה השליטה ומכוונת גם להקטין את נתח השוק של שני הבנקים הגדולים ולעודד היווצרות וצמיחה של מתחרים קטנים יותר. הבנקים יתבדלו אלה מאלה בהתאם ליכולתם להסתגל לשינוי בנתח השוק שלהם (במונחים יחסים ומוחלטים).

פרמטרים מרכזיים מסבירים את העדפת המשקיעים לבנקים עם בעלי שליטה

העדפת המשקיעים במניות לבנקים עם גרעין שליטה מבוססת על הבדלים משמעותיים בכמה פרמטרים מרכזיים. ניתוח פרמטרים אלה מאפשר לנו לבחון את ההבדלים בתיאבון הסיכון וברמת היעילות בין הבנקים.

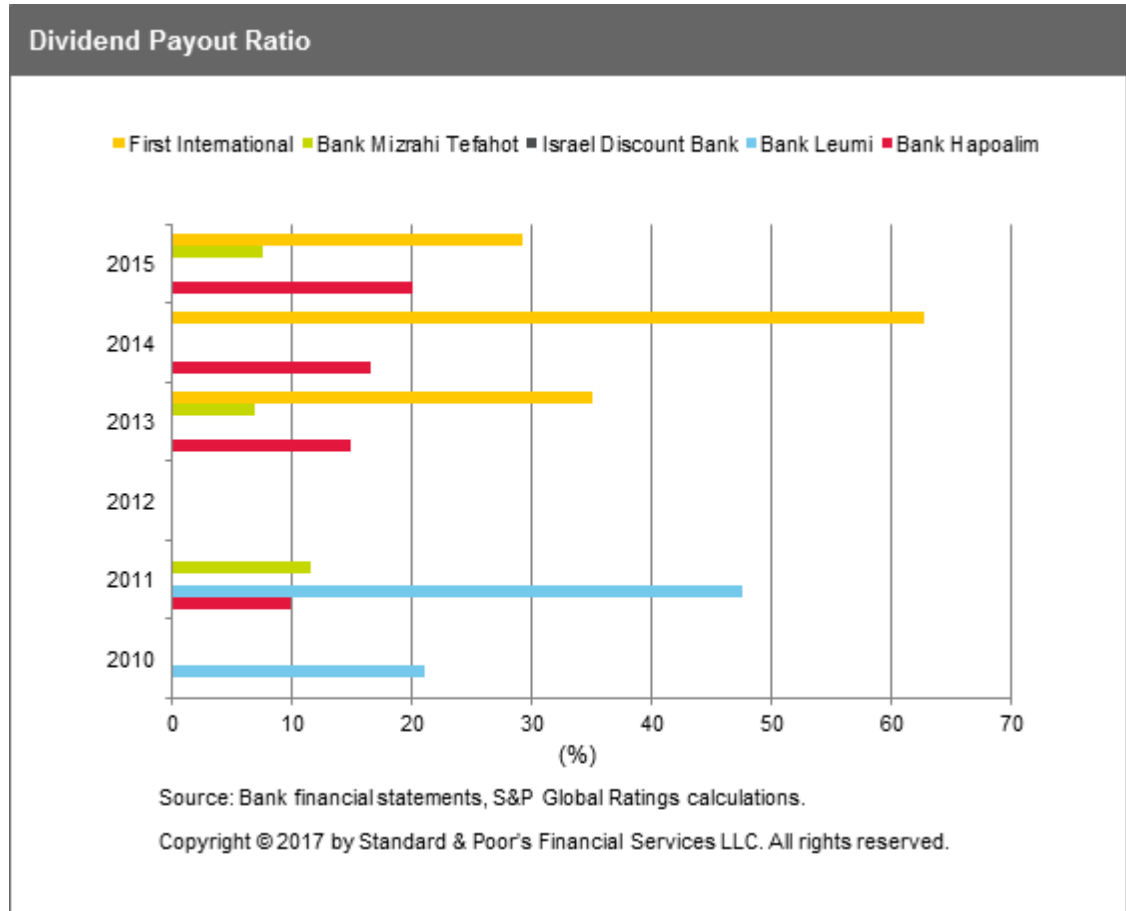
לצורך ניתוח זה אנו מתייחסים לבנק הפועלים, לבנק מזרחי טפחות ולבנק הבינלאומי כבנקים עם גרעיני שליטה, היות שבעלי השליטה ביססו את מעמדם בבנקים אלו הרבה לפני המשבר הפיננסי ולכן השפעתם ניכרת היטב גם בתקופה שלאחר המשבר (2010-2015), שמהווה את בסיס הניתוח שלנו. בהקשר זה, בעלי שליטה הם אלה שהוגדרו כך על ידי בנק ישראל, ושמתקוקף הגדרה זו יש להם שליטה על מועצת המנהלים של הבנק.

לעומת זאת אנו מתייחסים לבנק לאומי ולבנק דיסקונט כאל בנקים אשר פעלו בלי גרעין שליטה אפקטיבי בתקופה הנסקרת. בנק לאומי החל לפעול באופן פורמלי כבנק בלי גרעין שליטה רק במרץ 2012, אולם בפועל, בעלת המניות הגדול ביותר, מדינת ישראל, לא התערבה בניהול של הבנק ולאורך שנים הקטינה את אחזקתה על לרמה של 5.8%. בנק דיסקונט היה האחרון מבין הבנקים אשר הופרט על ידי מכירה לבעל שליטה ב-2005, אולם כבר בשלב מוקדם יחסית עוררה הגישה של בעל השליטה ספקות לגבי רמת המחויבות שלו לבנק. לדוגמה, בעל השליטה החליט לא לממש את האופציה לקנות מניות נוספות מידי המדינה והביע נכונות למכור את חלקו כבר ב-2009 (לפי דיווחים בעיתונות הפיננסית מאותה תקופה). הוא אכן הקטין את האחזקה שלו אל פחות מ-5% בין דצמבר 2013 וספטמבר 2014 על ידי הפצת מניות בשוק. לכן, בדיעבד, קיימת הצדקה לסווג את אחזקתו בתקופה שלאחר המשבר כהשקעה פיננסית.

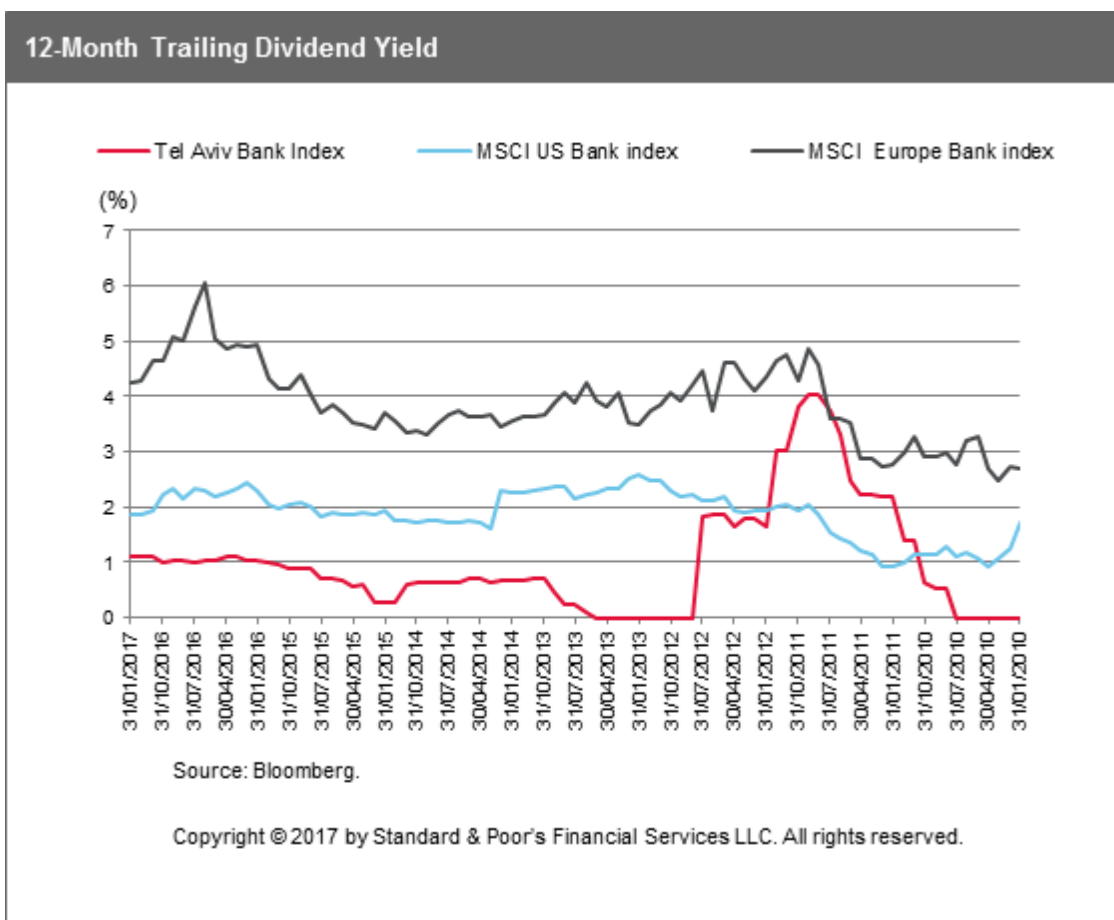
הבדלים בדיבידנדים ובצמיחה

מאז 2010, בנקים עם בעלי שליטה מפגינים לרוב תיאבון סיכון מוגבר המשתקף בקצב צמיחה מהיר יותר ובחלוקת דיבידנדים נדיבה יותר מאשר בנקים ללא בעלי שליטה. בתרשים 1 ניתן לראות בבירור את ההבדלים במדיניות הדיבידנדים, במיוחד בשנים האחרונות.

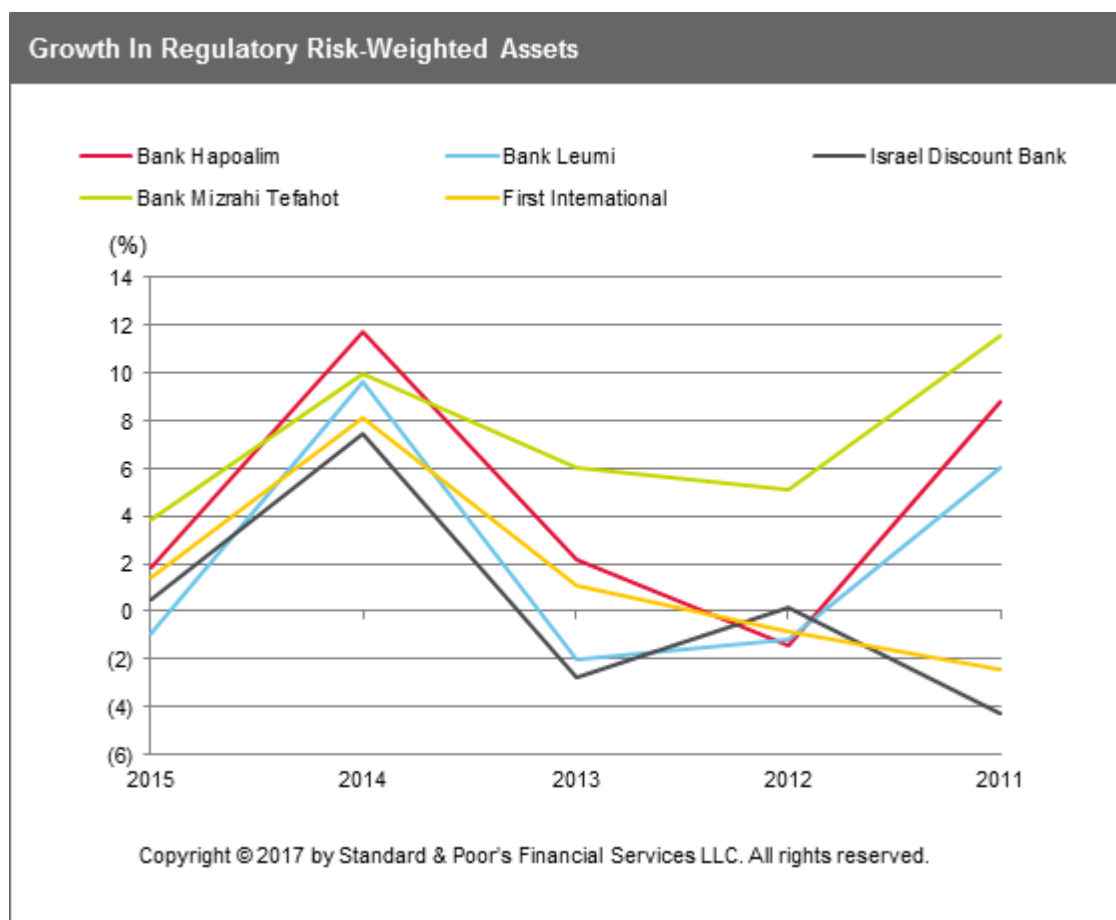
תרשים 1



בהסתכלות גלובלית יותר, שיעור חלוקת הדיבידנדים ותשואת הדיבידנדים של בנקים ישראלים נמוכים משמעותית בהשוואה לבנקים מקבילים באירופה ובארה"ב. אנו מייחסים את ההבדל לגישה רגולטורית שמרנית במיוחד שאימץ בנק ישראל, שאף עצר את חלוקת הדיבידנדים באופן מוחלט בשנים 2012-2013 עד אשר הבנקים יכלו להציג מתווה ברור להשגת יעדי באזל 3.



כפי שניתן לראות בתרשים 3, בנקים עם בעל שליטה הגדילו את נכסי הסיכון שלהם מהר יותר מבנקים ללא בעל שליטה, אולם הבנק הבינלאומי חרג מכלל זה לעיתים.



בנקים ללא גרעין שליטה היו פחות יעילים

רמת הוצאות במערכת הבנקאית הייתה תנודתית בתקופה הנסקרת בגלל תכניות פרישה מרצון וקנסות רגולטוריים גדולים. גם רמת ההכנסות לא הייתה אחידה והושפעה מרווחים הנובעים ממכירת נכסים ומימוש השקעות. לכן, כדי לבחון את סוגיית היעילות התבוננו בפרמטרים הבאים: יחס הוצאות לנכסי סיכון, יחס הוצאות להכנסות ומצבת כוח האדם.

כאשר בחנו את יחס הוצאות לנכסי הסיכון ולהכנסות, הבאנו בחשבון את העובדה שבנק הפועלים ובנק לאומי נהנים מיתרון לגודל בהשוואה לבנקים האחרים, ולכן הפרדנו את הבנקים לשתי קבוצות – בנקים גדולים ובנקים בינוניים (ראו טבלאות 1 ו-2).

Cost/Risk-Weighted Assets

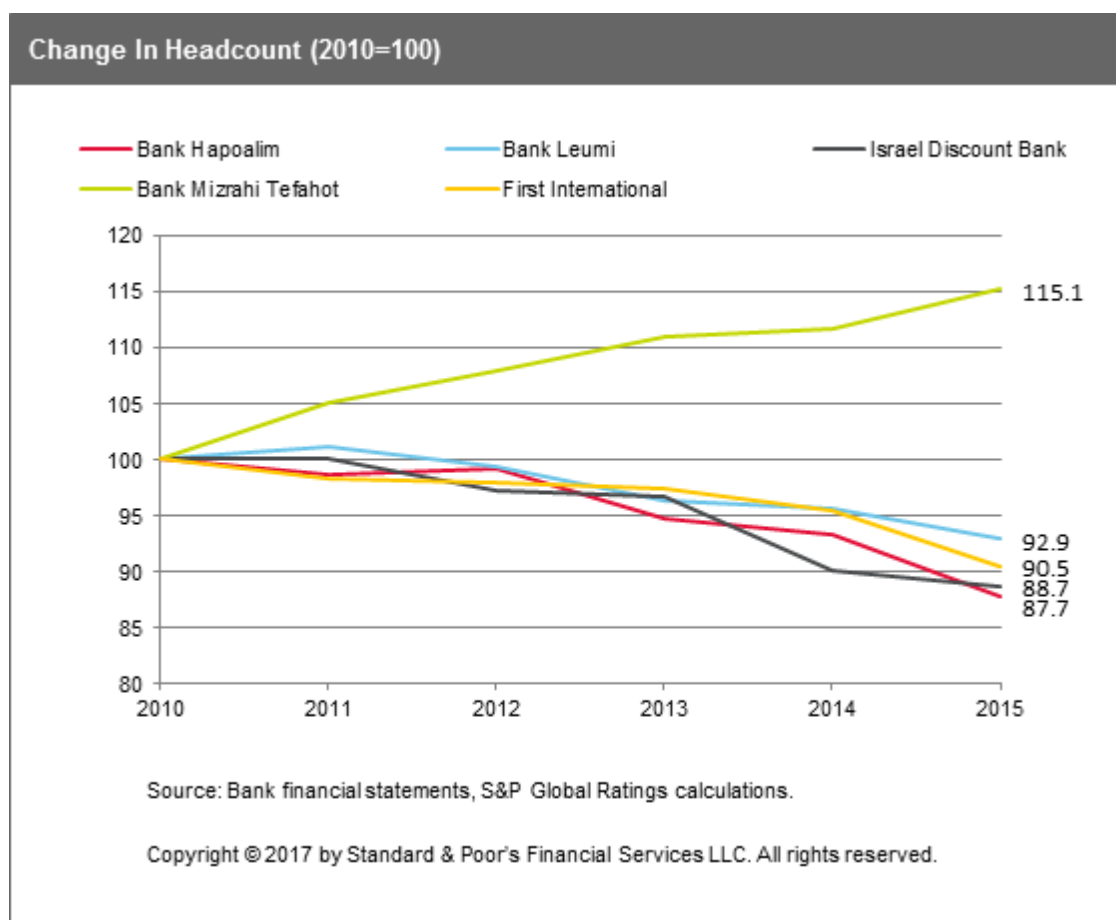
(%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Big banks						
Bank Hapoalim	3.00	2.77	2.97	2.95	2.71	2.54
Bank Leumi	2.89	2.90	3.19	3.16	3.05	2.92
Midsized banks						
Israel Discount Bank	3.99	4.31	4.29	4.56	4.15	4.00
Bank Mizrahi Tefahot	2.81	2.62	2.61	2.61	2.44	2.49
First International	3.97	4.13	4.13	4.14	3.76	3.44

Cost/Income Ratio

(%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Big banks						
Bank Hapoalim	64	64	65	65	65	61
Bank Leumi	68	74	75	69	74	66
Midsized banks						
Israel Discount Bank	74	77	75	77	80	78
Bank Mizrahi Tefahot	59	58	58	60	61	60
First International	74	78	73	73	74	73

לפי הנתונים המוצגים בטבלאות 1 ו-2, מסתמן יתרון לבנקים עם בעלי שליטה. מבין הבנקים הגדולים, בנק לאומי פחות יעיל מבנק הפועלים, ומבין הבנקים הבינוניים, בנק דיסקונט פחות יעיל ממזרחי טפחות ומהבינלאומי.

בשנים האחרונות רוב הבנקים שמו דגש על הקטנת מצבת כוח האדם. בשונה מיחסי הוצאות לנכסי סיכון ולהכנסות, פה לא ניתן להצביע על הבדל ברור בין בנקים עם ובלי בעל שליטה. בנק הפועלים הקטין את מצבת כוח האדם יותר מאשר בנק לאומי, אולם הקיטון בבנק דיסקונט היה גבוה מאשר בבנק הבינלאומי. מזרחי טפחות הוא יוצא מן הכלל – הבנק הגדיל את מצבת כוח האדם שלו לאורך כל התקופה עקב גידול אגרסיבי בהיקף האשראי ובנתח השוק (ראו תרשים 4)



יעדי באזל 3 השפיעו על ניהול ההון

במשך התקופה הנסקרת פעלו כל הבנקים להגדיל את יחס ההון הרגולטורי ולהוריד את רמת המינוף על מנת לעמוד בדרישות באזל 3 (ראו טבלה 3). בנקים עם בעלי שליטה לא פנו לשוק להנפיק הון מניות בתקופה זו (2010-2016). בנק לאומי ובנק דיסקונט אמנם הנפיקו מניות חדשות, אך בסכומים נמוכים ביחס לסך ההון העצמי (ראו תרשים 5), ונשענו בעיקר על קצב צמיחת אשראי נמוך יותר ועל הימנעות מתשלום דיבידנדים על מנת להגדיל את יחסי ההון ולחפות על שיעור גידול אורגני נמוך ברווחים הצבורים בהשוואה לבנקים עם בעלי שליטה.

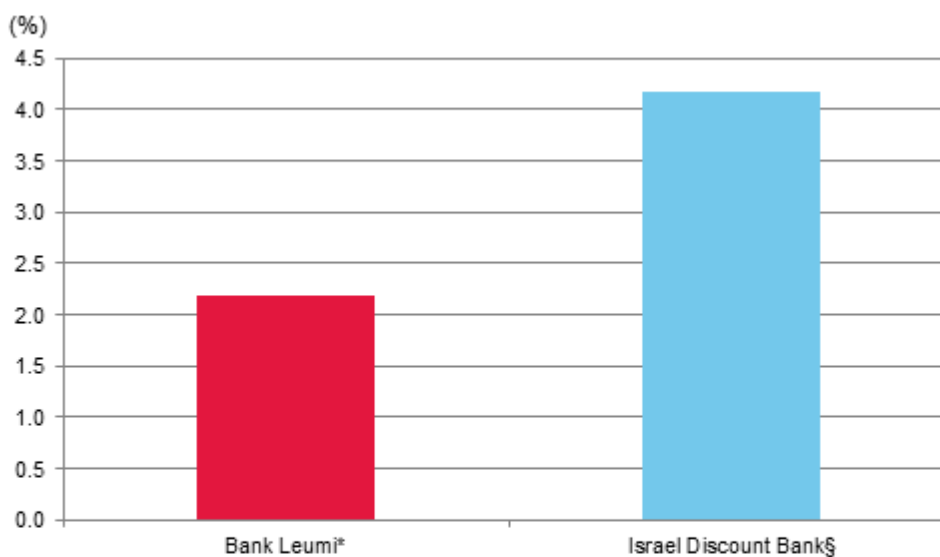
Regulatory And Leverage Ratios

	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	CET1 ratio*	Leverage§	CET1 ratio	Leverage	CET1 ratio	Leverage	CET1 ratio	Leverage	CET1 ratio	Leverage	CET1 ratio	Leverage
Big banks												
Bank Hapoalim	8.0	7.3	7.9	6.8	8.9	7.2	9.4	7.7	9.3	7.7	9.6	7.7
Bank Leumi	8.4	7.3	8.1	6.5	8.6	6.7	9.3	7.1	9.1	6.7	9.6	7.0
Midsize banks												
Israel Discount Bank	7.7	6.2	8.1	5.5	8.6	6.0	8.9	6.3	9.4	6.3	9.5	6.6
Bank Mizrahi Tefahot	7.9	5.7	7.8	5.4	8.6	5.7	8.9	5.8	9.1	5.7	9.5	5.9
First International	8.0	6.1	8.5	5.9	9.7	6.4	10.0	6.4	9.7	6.0	9.8	6.1

*Target: 9%-10% for midsize and big banks, plus mortgage exposure add-on, which varies by bank. §Equity/On-balance-sheet assets. Source: Bank financial statements, S&P Global Ratings calculations. CET1- Common Equity Tier 1.

תרשים 5

Equity Capital Raised 2010-2016
As a percentage of 2015 year-end equity

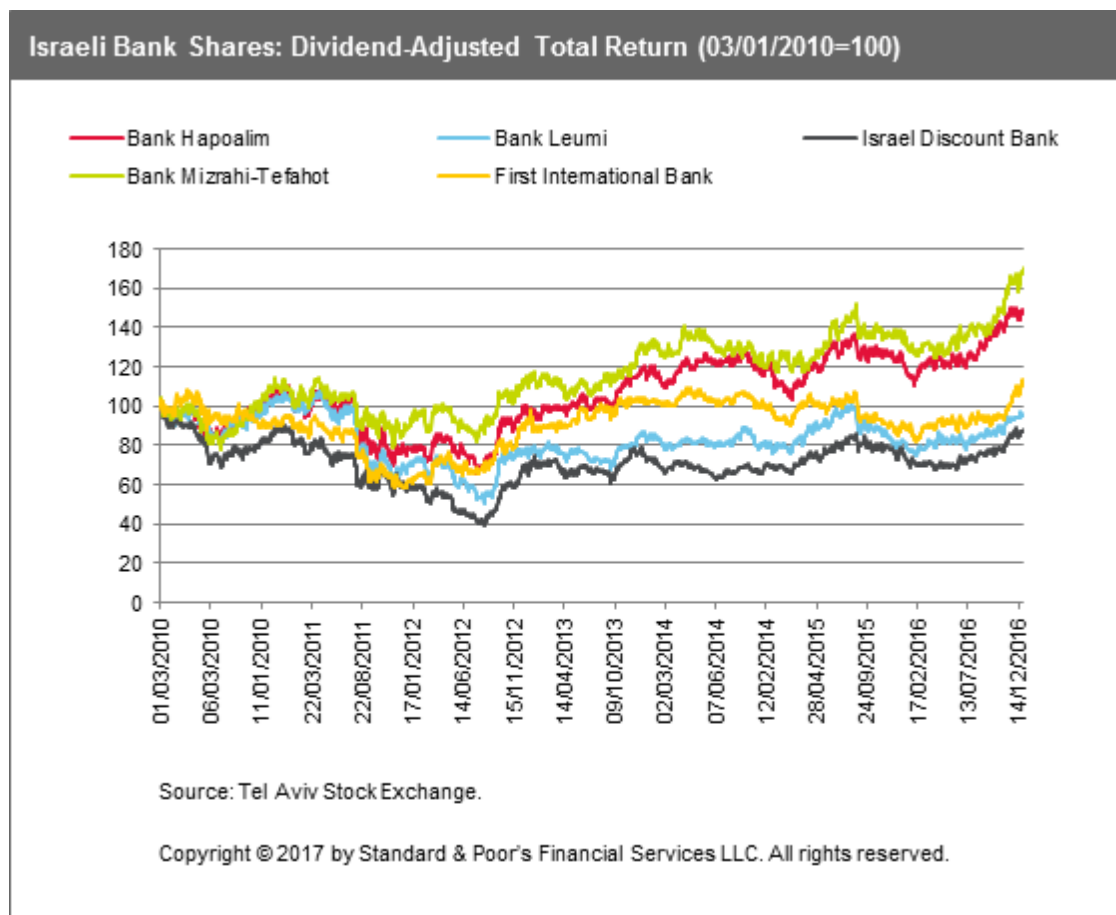


*ILS636 million issued in 2016 to employees in return for employee agreement to waive certain remuneration benefits. §ILS536 million raised in 2016, with a potential further ILS183 million injection, assuming full conversion of warrants. ILS--Israeli new shekel.

Copyright © 2017 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

המשקיעים הבחינו בהבדלים בפרמטרים שניתחנו. נכון לסוף 2016, השקעה במניות מזרחי טפחות, הפועלים והבינלאומי החל מ-2010 הניבה תשואה מצטברת חיובית בכל אחד מבנקים אלה. לעומת זאת, השקעה במניות לאומי ודיסקונט הניבה בתקופה זו תשואה מצטברת שלילית (ראו תרשים 6)

תרשים 6



ההבדלים בפרמטרים המרכזיים צפויים להצטמצם

רמת ההון בבנק לאומי ובבנק דיסקונט השתפרה בשנים האחרונות ואנו צופים שיתחילו לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות. כבר ב-2016 ראינו סימנים ראשונים שהשיפור ברמת ההון יאפשר לבנקים אלה להגדיל את תיק האשראי. אנו צופים גם שחוק הגבלת שכר הבכירים במגזר הפיננסי יפחית את תיאבון הסיכון במגזר כולו, כך שהצמיחה העתידית בבנקים צפויה להיות קצת יותר אחידה בין הבנקים השונים.

החקירות הנוכחיות של הרשויות בארה"ב בגין פעילותם של בנק מזרחי טפחות ובנק הפועלים מול אזרחים אמריקאים טרם הסתיימו ועלולות להגדיל את ההוצאות בבנקים אלה ולפגוע זמנית ביחסי היעילות שלהם. לא ברור עם ההפרשות שבוצעו בגין החקירות יספיקו לכסות את הקנסות אשר יוטלו על הבנקים בסופו של דבר. במקביל, בנק ישראל מעודד את הבנקים להתייעל ולהקטין את בסיס ההוצאות באמצעות מתן הקלות בדרישות הון כנגד הוצאות בגין תכניות פרישה מרצון. לבנקים בלי גרעין שליטה יש מרחב פעולה גדול יותר להוריד הוצאות מתוקף היותם פחות יעילים. עם זאת, הוועדים החזקים בבנקים מקשים על יכולת ההנהלה לחתוך בהוצאות, במיוחד כאשר אין לה גיבוי של בעל שליטה דומיננטי.

למבנה השליטה אין השפעה על כושר הפירעון

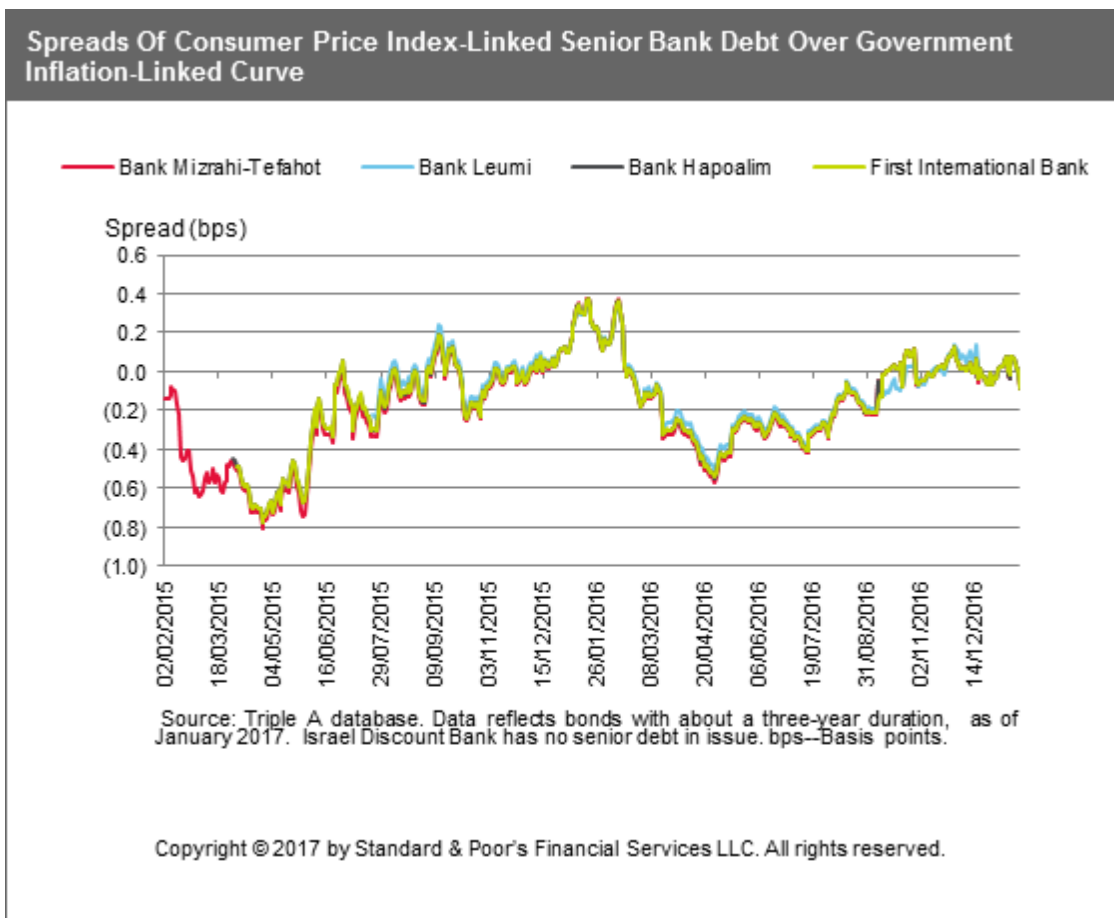
ההבדלים במבנה השליטה לא השפיעו על כושר הפירעון של הבנקים הישראליים, ובמהלך התקופה הנסקרת לא ראינו שונות משמעותית בדירוגי האשראי. להערכתנו, הבנקים הישראליים ניהלו את תיאבון הסיכון, קצב הצמיחה, רמת היעילות וניהול ההון במסגרת הדרישות ההולכות ומחמירות להגדלת ההון הרגולטורי ולהורדת רמת המינוף.

מאז 2010, דירוגי האשראי שלנו לשני הבנקים הגדולים היו יחסית דומים ויציבים (ראו טבלה 4). ההבדלים בין הבנקים הבינוניים היו מעט גדולים יותר: הדירוג של בנק מזרחי טפחות היה הגבוה ביותר, אחריו הבנק הבינלאומי, ואחריהם בנק דיסקונט. אולם בדצמבר 2016 העלינו את הדירוג לבנק דיסקונט בעקבות שיפור מתמשך באיכות תיק האשראי שלו, שבעבר היה נחות בהרבה באופן קבוע משל שאר הבנקים, וכעת דירוגו זהה לדירוג של הבנק הבינלאומי. הסיכון הכלכלי של בנקים בישראל פחת עם השנים, ורמת ההון שלהם, הנמדדת על פי המתודולוגיה שלנו, השתפרה. דירוגי הבנקים שיקפו שינויים אלו.

טבלה 4

Rating Progression For Israeli Banks					
	Big Banks		Midsize		
	Bank Hapoalim B.M.	Bank Leumi le-Israel B.M.	Israel Discount Bank Ltd.	Mizrachi Tefahot Bank Ltd.	First International Bank of Israel
Apr-09	ilAA+/Negative	ilAA+/Negative	ilAA-/Negative		
Jun-09					ilAA/Negative
Sep-09				ilAA+/Negative	
May-10		ilAA+/Stable			
Nov-10				ilAA+/Stable	ilAA/Stable
Dec-10	ilAA+/Stable		ilAA-/Stable		
Oct-14	ilAAA/Stable	ilAAA/Stable			ilAA+/Stable
Dec-14			ilAA/Stable	ilAAA/Stable	
Dec-16			ilAA+/Stable		

שוק החוב לא הבדיל באופן משמעותי בין בנקים עם דירוג 'ilAA+' לבין אלו עם דירוג 'ilAAA'. מחזיקי האג"ח סברו שהורדת רמת המינוף והעלייה ברמת ההון מחפה על השפעת מבנה השליטה על תשלומי הדיבידנדים ופרופיל הצמיחה. בשונה מהמשקיעים במניות, משקיעי האג"ח לא הפגינו רגישות גבוהה לפרמטרים אלו.



השינויים הרגולטורים מפחיתים את השפעת מבנה השליטה ומבליטים את סוגיית הגודל

שינויי חקיקה

- תיקון 17 לחוק החברות, שאושר ב-2011, הגביר את ההגנה על בעלי מניות מיעוט והעניק להם כוח רב יותר לאשר או לדחות עסקאות עם צדדים קשורים.
- החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, שאושר ב-2013, אוסר על בעלי שליטה להחזיק החזקות מהותיות בחברות פיננסיות ובחברות ריאליות במקביל.
- חוק להגבלת שכר הבכירים מ-2016 הקובע כי שכרם של בכירים בחברות פיננסיות לא יעלה על 2.5 מיליון ₪ לשנה, או פי 35 מהשכר הנמוך ביותר של עובד בחברה.
- חוק להגברת התחרות בענף הבנקאות, שמקודם בכנסת בתחילת 2017, יאלץ את שני הבנקים הגדולים למכור את חברות כרטיסי האשראי שלהם.

אנו צופים שהשפעתם המצטברת של השינויים הרגולטוריים הנ"ל תהפוך בעתיד את גודל הבנק לגורם המבדל המרכזי בין בנקים ישראלים, במקום מבנה השליטה.

החוק להגבלת שכר הבכירים במגזר הפיננסי צפוי להחליש את השפעת מבנה השליטה. בנקים עם בעלי שליטה נהגו בדרך כלל להעניק תמריצים גדולים יותר למנהלים באמצעות תכניות בונוס ואופציות נדיבות יותר. המגבלות על תקרת השכר צפויות ליצור רמת תמריצים הומוגנית יותר בין בנקים עם ובלי גרעיני שליטה. רוב הבנקים ישרו קו על פי מגבלות השכר החדשות, אף שטכנית יכלו להמשיך לשלם שכר גבוה מהמצוין בחוק, כל עוד הפרש אינו מוכר כהוצאה לצורך מס.

עדיין מוקדם להעריך את מלוא ההשפעה של חוק זה, אשר אושר רק ב-2016, אולם כבר ראינו כמה עזיבות של מנהלים בכירים במערכת הפיננסית. עם הזמן ניתן לצפות שרמות השכר הנמוכות למנהלים הבכירים יחלחלו מטה להנהלת הביניים.

בנוסף, אנחנו סבורים שבעקבות החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, לפחות בנק אחד נוסף ייפרד ממבנה המבוסס על גרעין שליטה.

החוק להגברת התחרות בענף הבנקאות יאלץ את שני הבנקים הגדולים – בנק הפועלים ובנק לאומי – למכור את חברות כרטיסי האשראי שבבעלותם. החוק גם מעודד יצירה וצמיחה של מתחרים חדשים באמצעות הנגשת מערכת התשלומים ומסד נתוני אשראי של לקוחות וצרכנים.

הבנקים מתכוננים לשינויים נוספים

אנו צופים שההבדלים בין הבנקים בפרמטרים המרכזיים שבדקנו יצטמצמו בעתיד. בסיס ההון של בנקים ללא גרעין שליטה התחזק מספיק והם יוכלו להתחיל לחלק דיבידנדים ולהגדיל את תיק האשראי. בנק ישראל מעודד את כל הבנקים להתייעל. הציות הגורף לחוק שכר הבכירים ייצור רמת תמריצים הומוגנית יותר בענף הבנקאות, דבר שגם הוא צפוי להקטין את השפעת ההבדלים במבנה השליטה על פרמטרים מרכזיים.

מענה יצטרכו המשקיעים לשקול את השפעת החקיקה החדשה ששמה לה למטרה לחלק מחדש את השוק בין השחקנים בענף הבנקאות ואת ההשלכות הפוטנציאליות על שוויים ועל כושר הפירעון שלהם. הבנקים הגדולים יצטרכו להתכווץ, אולם עשויים לרשום רווחי הון חד פעמיים גדולים בגין מכירת פעילות כרטיסי האשראי. שחקנים חדשים ייכנסו למערכת, אולם יצטרכו להוכיח יכולת לצמוח כדי להוות תחרות של ממש. בסביבה התחרותית חדשה גם הבנקים הבינוניים יצטרכו לבחון בקפידה את יעדי הצמיחה ונתח השוק שלהם. הבידול העתידי בין הבנקים תלוי ביכולתם להסתגל לשינוי משמעותי בנתח השוק שלהם (במונחים יחסיים ומוחלטים).

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.