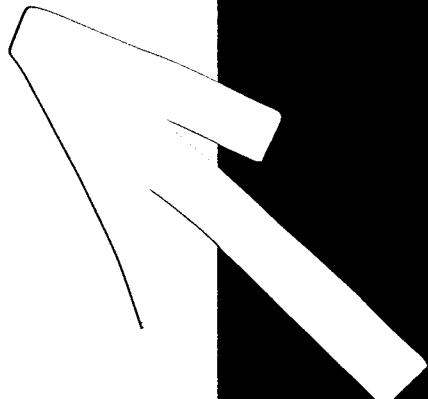


איגרות חוב מונייציפליות בישראל?

נחים ביגר וסטיבן פלאוט



מכון פלורסהיימר למחקרים מדיניות

מכון פולרסת היימר למחקר מדיניות

איגרות חוב מוניציפליות בישראל?

נחים ביגר וסטיבן פלאוט

ירושלים, ינואר 1997

עורכת אחורית: שונמית קרין
הכנה לדפוס: סילבינה פיטסני
הדפסה: דפוס אחוה בע"מ

הדברים המובאים בפרסום זה הם על דעת המחברים בלבד

© 1997, מכון פלורטהיימר למחקרים מדיניות בע"מ
רחוב דיסקון 9 א', ירושלים 96440 טל' 02-5666243 פקס: 02-5666252

ISSN 0792-6251

על המחברים

פרופ' נחום ביגר - הוא פרופסור למימון וניהול פיננסי בבית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת חיפה.

ד"ר סטיבן פלאוט - הוא מרצה בכיר לבנקאות ומימון בבית הספר למנהל עסקים אוניברסיטת חיפה.

על המחבר

בשנים האחרונות עוסקת קהילת קוביי המדיניות ברמה הארץית וברמה המקומית בשאלת האם להכנס לשוק ההון בישראל אויגרות חוב מוניציפליות שיאפשרו לרשות מקומית לגייס הון לפיתוח, וזאת על מנת להרחיב את מעגל מקורות המימון שלו.

מכון פלורסהיימר למחקר מדיניות, במסגרת תכנית המחברים על ניהול ופיתוח מקומי, יוזם מספר פועלות מחקר בטוגיה זו. מחקרים של פרופ' נחום ביגר וד"ר סטיבן פלאוט, מומחים בתחום המימון, בוחן סוגיה זו באספקטיה של הניסיון הרוב שנרכש בתחום אויגרות החוב המוניציפליות בארץ הברית. שני החוקרים מעריכים הצעות מספר כיצד לבנות את האפשרות של הנפקת אויגרות חוב מוניציפליות בישראל. בקרוב תצא לאור חוברת נוספת על הנפקת אויגרות חוב מוניציפליות ייעודיות בישראל שהוכנה על ידי אבי חפץ ואחרים.

על מכון פלורסהיימר למחקרים מדיניות

בשנים האחרונות גוברת בישראל המודעות בדבר חשיבותו של מחקר המכון לטוגיות של מדיניות. ד"ר סטיבן ה' פלורסהיימר יוזם את יסודות של מכון שיתרכז בסוגיות-מדיניות ארוכות טווח. מטרתו של המכון היא לחקור תהליכי יסודים שיעשו את קוביי המדיניות בעתיד, לנתח את המגמות וההשלכות ארוכות הטווח של תהליכי אלה ולהציג לקוביי המדיניות חלופות של מדיניות וסטרטגיה.

חברי הוועד המנכון הם: ד"ר סטיבן ה' פלורסהיימר (יו"ר), עו"ד י' עמייחוב בן-פורת (סגן יו"ר), מרדוד ברוות, מנכ"ל משרד האוצר וממר הירוש גודמן, העורך הראשי של ה"גירוסלם ריפורט". מנהל המכון הוא פרופ' עמירם גונן, מן המחלקה לאוגרפיה באוניברסיטה העברית בירושלים.

מכון פלורסה היימר למחקרים מדיניות

רשימת פרסומים על מינהל ופיתוח מקומי

פרסומים שייצאו לאור

1. לקראת רפורמה מוניציפלית במטופולין תל אביב בשנות התשעים ערך רזין, 1994
2. שירוטי רוחה אישיים בתפר שבין השלטון המרכזי ובין הרשות המקומית אברחם דורון, 1994
3. העיר כיזם: קידום הפיתוח הכלכלי המקומי דניאל פלונשטיין, 1994
4. פיתוח מרכזי תעשייה ותעסוקה: מנגנון השלטון המקומי ערך רזין ואני חזן, 1995
5. בין תכנון לשוק: מעמדו ומיסומו של הפיתוח הכלכלי המקומי בישראל דניאל פלונשטיין, 1995
6. מדיניות שטחים פתוחים בלבית ישראל ערך פיטלסון, 1995
7. מדיניות ביוזו ז'יבראנטיאלית בשלטון המקומי נהום בן-אליא, 1995
8. מדיניות שמירה על קרקע חקלאית אפרים שלאן וערך פיטלסון, 1996
9. תמורה בשיליות העזרוניים-כפויים במטופולין תל אביב ערך רזין, 1996
10. ניהול מערכות המים: המשגורת המשפטית בישראל דניס גולדמן, 1996
11. מעבר לניהול אסטרטגי בשלטון המקומי נהום בן-אליא, 1996
12. צעדים לבילמת ה;br הפרבר המפואר: בקרה תכנונית או "שינוי כללי המשתק ערך רזין ואני חזן, 1996
13. אוטונומיה מקומית "לאא עלות": סוגיות מימון הפיתוח הפיזי של מוסדות חינוך נהום בן-אליא ושyi כנען, 1996
14. איגרות חוב מוניציפליות בישראל? נהום ביגר וסטיבן פלאוט, 1996

פרסומים שייצאו לאור בכרוב

1. הנפקת איגרות חוב מוניציפליות למטרות ייעודיות בישראלABI חוץ ואחרים
2. מנהל עיר מڪצועי: דוגמ תלויפ בשלטון המקומי בישראל נהום בן-אליא
3. הערבות מוניציפליות במרחב החקלאי בישראל לביאת אפלבים ודודיק ניומן

תוכן העניינים

7	מבוא
10	1 הניסיון האמריקאי
10	מגון רחב
13	רמת הביטחון
15	2 היתרונות בישראל
20	3 הבעיות
26	4 הדירוג של איגרות חוב מוניציפליות
26	הדירוג בארצות הברית
27	תהליך הדירוג
27	איגרות חוב עם התחייבויות כלליות (GO - General Obligations Bonds)
29	דירוג איכות של איגרות חוב ייעודיות
30	חשיבותו והשלכותיו של דירוג האיכות
31	5 פטור ממיס
34	6 נושאים שנדרשו לתוחים לדין
37	המלצות מדיניות
41	מקורות

מבוא

ברחבי העולם, נהוגות הרשותות המקומיות לרבות עיריות, מועצות מקומיות, מועצות אזוריות וכן, לגיס כספים לצורך מימון פעולותיהן בדרכים שונות. הדרכים המקובלות למימון פעולות הרשותות הן: 1) גיבית מסים ממוקרות שונים, בעיקר ארננות ומסי רכוש אחרים, 2) קבלת תשלומי העברה מממשלות מרכזיות או ממשלה אזוריות, ו-3) גיש כספים באמצעות מלות.

במונט מסוימים, קבלת הלוואות היא גישה דוחה של מימון הרשותות באמצעות אחת ממשתי הדרכים הראשונות, שכן בסופו של דבר הייבות הרשותות המקומיות להחזיר את כספי המלות. החזר המלות חייב בסופו של דבר להתבסס על גיבית מסים, או על כספים שיתקבלו כתשלומי העברה ממפלגות ממלכתיים. רשותות מקומיות יכולות "למחזר" חובות ולדוחות את החזר הלוואות על ידי קבלה של הלוואות חדשות, ויש הגורסים כי זהו למעשה תהליך שניINUן אפיו להמשיכו לצח. מכל מקום, אין ספק כי אילולא היו המלות הפוטנציאליים סבירים כי הרשות המקומית הלוהה תוכל להחזיר את כספי הלוואה מכפסים שגינו משי הכספיות הראשוניות (מסים מקומיים או תקציבים מממשלות מרכזיות או מחוזיות), לא היו מלאים כספים לרשותות המקומיות.

רשותות מקומיות יכולות ללוות כספים בשתי צורות עיקריות, ואלו הן:

א. מלות מbenkiים וממוסדות פיננסיים אחרים,¹

ב. הנפקה של ניירות ערך, או איגרות חוב.

איגרות חוב אליהן מתייחסת הצורה השנייה הוניהן המוכנות בשם "איגרות חוב מוניציפליות", או, באופן כללי יותר, "ניירות ערך מוניציפליים". ניירות ערך אלה יכולים להיות מגוונים ביותר ולשאת אופי של ניירות ערך מורכבים, הכוללים אלמנטים שונים של אופציונות, איגרות חוב המיראות, הסדרי תחלוף שונים, ניירות ערך המשקפים מלות קצרי מועד, ניירות ערך המבטיחים תשלום ריבית משתנים או "צפים" ועוד.² בחברות זו אנו מבקשים להציג אל הדין הנערץ. כוון על האפשרות של הכנסת איגרות חוב מוניציפליות לשוק ההון בישראל, כמכשיר לgiוס הון על ידי הרשותות המקומיות.

הנפקה של ניירות ערך על ידי רשות מקומית איננה אלא גישה מורכבת יותר של גיש אשוראי בשוקי ההון, כשהרשויות המקומיות מנפיקות ניירות ערך סחרים. צורת מימון זו נקראת securitization. ההבדל העיקרי בין מימון בקרה זו לבין קבלה של מלות ישירים מבנקים וממוסדות פיננסיים הוא בכך שמלוה מקבל ניירות ערך שהונפקו על ידי הלוואה, וניירות ערך

¹ בישראל פועל באורת מסחרתי מוסדות פיננסיים מיווחדים, שעסדו על ידי ממשלה ישראל לצורך מון הלוואות לרשותות מקומיות.

² ראה למשל תיאור מפורט של ניירות ערך טליה, אשר הונפקו על ידי רשותות מקומיות בארץות במאמריהם של פלשטיין ואחרים ויל גריי, (Feldstein, et al., 1983; and Gray, 1995)

אליה מוגדרים מושג כסטנדרטיים. המלואה יכולה למכור את ניירות הערך הללו לכל המרבה במחירים.

פרסומים עיקריים שראו אור עד כה בנושא זה הם:

1. בן-משה יי', גוברמן ג', האוזר שי' ושותט א', (1991), *הנפקת תעוזות התchiaיבות על ידי רשותות מקומיות בישראל, מצעל דין, רשות לניראות ערך: ירושלים*.
 2. איגרות חוב מוניציפליות, אי' חוץ ושות', מכון פולרטהיימר למחקר מדיניות, ירושלים 1995
 3. איגרות חוב מוניציפליות למטרות ייעדיות, אי' חוץ ושות', ירושלים 1996
- יש לציין כי אילו היו הבנקים, ששימשו בתפקיד המלווה המסורתיים לרשותות המקומיות, יכולם ללחוץ בחזווה ההלוואה המקורי ולמכור אותו למוסדות פיננסיים או למשקיעים בשוק ההון, היה החוזה הופך גם אז בעיקרו של דבר לנייר ערך של רשותות מקומיות".
משמעותו, לא הנפיקו עד כה הרשותות המקומיות בישראל ניירות ערך מוניציפליים. בחודש יוני 1991, הוגש מצעל דין לשות לניראות ערך בנושא הנפקת תעוזות התchiaיבות על ידי רשותות מקומיות בישראל.³ המצע בודק וקובע כי על תעוזות התchiaיבות של עיריות יהולו הוראות חוק ניראות ערך. המצע מינה שלעירות יהו סמכויות להנפיק ניירות ערך אלה, וקובע שהיא צורך לשנות את הכספי שבו מוחזק מנגנון ניירות ערך מכוח חוק ניראות ערך, על שום שעיריות אין חברה. המשכם מפורט מאוז ומטפל בנושא הדיווח הכספי של הרשותות המקומיות ובהתאםתו להזה הנדרש בהצעת ניירות ערך לציבור, הוא בודק את הדרישות לדיוק שוטף, תקופתי ומידי מהרשויות המקומיות, וכן מתיחס לדרישות להנפקת איגרות חוב על ידי תאגידים שבשליטות רשות מקומית.

מחברי המצע לדין ממליצים שהנפקת התעוזות וגiros הון מהציבור יעשו רק לצורך מימון פרויקטים ייחודיים לטוויה ארוך, ולהשיקות בתשתיות לטוויה ביןיהם. הם מציעים ביטוח תשלומי הריבית והקרן של תעוזות התchiaיבות המונפקות על ידי הרשותות המקומית (בליל לציין מי יהיה המבטיח). מחברי הדוח ממליצים להקים גוף מרכזי מטעם הרשותות המקומיות, שייתמחה בגין הון מהציבור. הם ממליצים גם לשקל שחרור חלק מהמשקיעים על ידי הבנקים לטובת בעלי תעוזות התchiaיבות של הרשותות המקומיות, לשאלה יונפקו, ועוד. באופן כללי, המצע לדין תומך תמיינה מלאה בהנפקת תעוזות התchiaיבות או ניירות ערך מוניציפליים על ידי רשותות מקומיות.

לעומת המצע בישראל, נוהגות רשותות מקומיות רבות בארץות חז' לגייס כספים באמצעות הנפקה של ניירות ערך כאלה. השוק הגדל ביותר להנפקות של ניירות ערך מוניציפליים הוא ארצות הברית. בארצות הברית מוהוים ניירות ערך מוניציפליים חלק ניכר ממוקורות גישס הכספיים על ידי הרשותות המקומיות. בשל האופי הפדרלי של הממשלה בארצות הברית, הפעולות הפסיקליות של המדינות ושל הרשותות המקומיות מייצגות חלק נכבד מכלל הפעולות של הסctor הכלכלי, ובמידה רבה קיימת א-תלות של פעילותות פיסקליות אלה

³ בן-משה יי', גוברמן ג', האוזר שי' ושותט א', (1991), *הנפקת תעוזות התchiaיבות על ידי רשותות מקומיות בישראל, מצעל דין, רשות לניראות ערך: ירושלים*.

בממשלה הפדרלי. הממשלה הפדרלי איננו יכול להתעורר בדרך כלל בשיקולים הפיסקליים של הממשלה המקומי. מסיבה זו חייבות רשותות מקומיות בארצות הברית להסתמך על מקורות מימון שאינם פדרליים. צוין כי מימון רשותות מקומיות על ידי קבלת הלוואות היה נהוג גם בתקופה הקולוניאלית, עד לפניה הכרזות העצמאיות האמריקאית בשנת 1776.

בארצות שונות באירופה, וגם ביפן, קיימים ניירות ערך שהם מקבילים באופנים מסוימת ערך מוניציפליים אמריקאים. צוין כי משקלם של ניירות ערך מוניציפליים בכלל שוקי ההון באירופה וביפן קטן בהשוואה לחלקים בשוק האמריקאי. מנגד, בארצות כגון קנדה ואוסטרליה, היחס בין השווי הכספי של ניירות הערך המוניציפליים לבין התוצר הלאומי הגלומי גבוה מבארכות הברית. בבריטניה, מגע שווי השוק של כלל ניירות הערך המוניציפליים לטוחה שבין 3 אחוזים לבין 8 אחוזים מכלל שוק ניירות הערך המייצגים חוב (כגון איגרות חוב, מלות זימון בנייני וצרר וכו'), אך חלקם היחסי של ניירות אלה הולך ופוחת במהלך שנות ה-90. בגרמניה, הממשלה המקומיות של המחווזות השונות נוהגות ללוות באמצעות הנפקה של ניירות ערך הנקראים *Schuldscheine*, ולעתים מזומנים מנפיקות הרשותות המקומיות גם איגרות חוב לתקופות של 10 שנים. חוקן הכלול של הממשלה המקומיות בגרמניה במחצית 1992 הגיע לכ-58 מיליארד מרק, סכום הגבוה מ-3 אחוזים מסך שוק שירות החוב בגרמניה. גם סוכנויות ותאגידים ציבוריים אחרים בגרמניה נוהגים לממן חלק מפעליותיהם על ידי הנפקה של שירותים חוב. לדוגמה - רשות הרכבות הפדרלית הגרמנית, ושותה הדואר, הסוכנות המטפלת בהפרטה של נכסים שנרכשו במרקח גרמניה עם איחוד גרמניה, הידועה בשם *Treuhändanstalt*, מנפיקות ניירות ערך אלה. איגרות חוב המוניציפליות משקפות כ-15 אחוזים מטס איגרות החוב בשוק ההון בגרמניה. איגרות חוב אלה מונפקות הן על ידי הרשותות המקומיות והן על ידי סוכנויות ותאגידים של המgor הציבור, כגון חברות האנרגיה המקומיות. גם בהולנד ובשבידיה קיימים שוקים (לא גדולים במיוחד) למשחר באיגרות חוב מוניציפליות.⁴

הנפקה של איגרות חוב ארכות או קצורות מוענד על ידי גופים ציבוריים פרט לשירות האוצר מקובלת מאוד במדינות שונות באירופה. בצרפת לדוגמה, חברות הרכבות הלאומית, החברה הלאומית לאנרגיה, החברה הלאומית למימון מקרקעין וכן סוכנויות מיוחדות למימון מוניציפלי מנפיקות ניירות ערך המייצגים חוב בתדירות גבוהה.⁵

באופן עקרוני, ניירות ערך שהונפקו על ידי גופים מוניציפליים יכולים למלא לא רק תפקיד מימוני, אלא גם תפקיד פוליטי, דמוקרטי ופדרלי. ניירות ערך אלה מושרים לרשותות ממשלתיות ומקומיות להשג אמצעי מימון, מבלתי להזדקק למערבות או להיות כפופים לה. כוח של ממשלה כורבי או פדרלי. הנפקה של ניירות ערך אלה מוחזקת את הרשותות המקומיות ומאפשרת להן ליטול על עצמן מספר לא מבוטל של פעילויות ממשלתיות וציבוריות, שאלמלאן אין היו נופלות על כתפיו של הממשלה המרכזי.

בארכות הברית פועלות כ-37,000 רשויות ציבוריות לא פדרליות, כגון מדינות, ערים ורשויות מקומיות אחרות, מחווזות בתי ספר, שדות תעופה, מוסדות ציבוריים, רשותות תחבורה, בתי

⁴ ראה מאמר בכתב העת (1992), Euromoney, וכן מאמר של חוץ ואחרים (1995).

⁵ ראה אותן מקורות דלעיל.

חולמים. ציבוריים ודומיהם, הנוהגים להנפיק ניירות ערך למימון פעולותיהם.⁶ לעיתים, איגרות חוב מוניציפליות מונפקות למשקיעים באופן ישיר על ידי הרשות השונות הלו, ולעתים משמשים בנקים מסחריים או בנקים להשעות כחותם להנפקות אלה.⁷ בנקים מסחריים בארץות הברית מנעים משלבם כחותם להנפקות איגרות חוב, על פי חוק גלס - סטיגל,⁸ ואולם גם בחוק המקורי הוצאו איגרות חוב מוניציפליות ממסגרת האיסור. הבנקים המשחררים בארץות הברית נהוגים לכלול איגרות חוב מוניציפליות בתיקי הנכסים שלהם.⁹

איגרות חוב המוניציפליות נסחרות בשוק המשני בשיטה של מסחר מעבר לדלפק (- OTC). הפעילות והמסחר מתקיים על ידי מספר רב של סוחרי איגרות חוב, המותקשרים זה עם זה וכן עם הבורקרים באופן אלקטרוני באמצעות מחשבים. אלו הם "עשויי השוק" של איגרות החוב המוניציפליות. יצוין כבר עתה כי אחת הביעות בפיתוח שוק לאיגרות חוב מוניציפליות בישראל היא העדר שוק של מסחר מעבר לדלפק בישראל. לעומת זאת, ניתן לתאר מצב בו יתקיים מסחר באיגרות חוב מוניציפליות אט האיגרות הללו ירשמו במסחר בבורסה של תל אביב, ממש כשם שבשוק זה נסחרות איגרות חוב ממשלתיות ואיגרות חוב של קונצרנים.

1 הניסיון האמריקאי

מגון רחב

בארכות הברית קיימים מגוון רחב של איגרות חוב מוניציפליות. בדרך כלל נהוג לסתוג את איגרות החוב הללו לשתי קטגוריות או לשתי "משפחות" עיקריות, על פי מקור התקבולות המיעדים להחזר ההלוואות, ואלו הן:

א. איגרות חוב עם מקור הכנסה המיועד לתשלום הריבית ותקון, או בקיצור אג'ית ייעודיות (Revenue Bonds). אלו הן איגרות חוב המכיניות מקור הכנסות ספציפי של הרשות המקומית, אשר יוקדש מראש לצורך מילוי תנאי התשלומים בגין הנפקת איגרת החוב. איגרות חוב אלה מקבלות לעיתים קרובות כינוי או שם, המצביע את אופי מקור המימון להבטחת קיום התהווויות של הרשות המקומית המנפיקה. אפשר להסתכל על איגרות החוב הללו על איגרות המעניינות שעבוד ספציפי על מקור הכנסה עתידי מסוים של הרשות המקומית. דוגמאות לאיגרות חוב כאלה הן איגרות

⁶ למילעומדי, ראה בעדותיהם של Bierwag (1981), Feldstein *et al.*, (1983), Lamb and Rappaport (1980), Marin and Mysak (1991) (Zpf, 1995).

⁷ דיוו בתולין והחטמות וההפקה, ראה למשל אצל Bierwag (1981).

⁸ חוק זה המכונה בארצות הברית *The Banking Act of 1933*. החוק מסדיר את הפעולות הבנקאיות וכובע, בין היתר, כי בנקים לא יישקנו מעיטוקים לא בנקאים, כגון ניירות ערך, החזקות, מסחר במניות וכייב. בין השאר הקמה רשות הקידוחה (F.D.I.C.) Federal Deposit Insurance Corporation.

⁹ קיימים גם כמו יתרונות מסוימים לבנקים המשקיעים או המוחזקים באיגרות חוב מוניציפליות אלה.

חוב של בתים חולים, איגרות חוב של נטלי תעופה, איגרות חוב למימון תשתיות ביוב, איגרות חוב למימון מערכות כבישים וצדומה. בכל אחד מן המקרים הללו, הרשות המקומית מייעדת או "משעבדת" מקור הכנסות מסוים לצורך مليוי התחתיויות של הרשות בגין קבלת ההלוואה. כך למשל ישמשו התקבולים מאיירות נמל התעופה המקומי למשך כספי הריבית והחזר הקرون, התקבולים מאיירות בכשיי אגורה מקומיים, התקבולים ממכירות שירות בריאות וצדומה לכיסוי התחתיויות בגין אירוחות החוב הרלוונטיות.

מקרה מיוחד של איגרות חוב של הכנסות הוא "שטר חוב עם הכנסות צפויות" (notes anticipation). איגרות אלה מונפקות בדרך כלל למימון גישור לזמן קצר, זהינו למימון מרכזי בינויים של הרשות המקומית, עד אשר מקור התקבולים מובטח מסוים יתממש. לדוגמה, רשות מקומית עשויה להפיק שטר חוב קצר מועד המכירה "שטר חוב הצופה הכנסות ממש מסויים".¹⁰ הנפקה זאת מאפשרת לרשות המקומית לממן פעוליות מסוימות עוד לפני שההכנסות ממשיסים תתקבלנה לקופת הרשות המקומית. באורח דומה, מונפקים לעיתים ניירות ערך מוניציפליים ונזק ציפייה לקבלת מענק פדרלי העומד להגעה. יש גם מקרים בהם הרשות המקומית מנמקה שטר חוב קצר מועד בינויים, עד אשר יתקבלו התקבולים מונפקה של איגרת חוב מוניציפלית אירוחות מועד בעיתם הקروب.¹¹

ב. איגרות חוב מוניציפליות עם מחויבות כללית (GO Bonds - General Obligation Bonds). איגרות חוב מוניציפליות אלו משबדות את "המקורות הכלליים" של התקבולי הרשות המקומית, כביחסות למילויים. מקורות אלו כוללים את התקבולים שתתקבל הרשות המקומית ממשיסים מכל הסוגים, מתකולי זיכיונות ורשויות, מההעברות מממשלות מרכזיות וצדומה. איגרות אלה גם מנקות למשקעים בהן מעין "עובד צף" על הכנסות העתידיות של הרשות המקומית. איגרות חוב אלה מנקות למחזיקים בהןעדיפות בתביעות כלפי מקורות התקבולים הכלליים של הרשות המקומית המונפקה. רק לאחר שיסולקו התביעות של מחזיקי איגרות החוב הללו, תוכל הרשות המקומית להשתמש במקורות המימון הכלליים לצורך مليוי התחתיותיה האחרות. למחזיקי איגרות חוב ייעודיות יש בדיעבד שעבוד שנייה בדרגה נחותה על אותן המקורות הכלליים.

קיים יתרונות וחסרונות לכל אחת משתי ה"משפחות" הללו של איגרות חוב מוניציפליות. כמשמעות באיגרות חוב ייעודיות, יש למחזיקין הזכות מימוש ראשונה בעת קבלת מקורות הכספי הכספיים הנקובים באיגרת החוב. אם מקור הכספי הנקוב יספק לכיסוי התחתיות בגין חובות אלה, תוכל הרשות המקומית להשתמש ב יתרה לצורך מימון מרכזיים אחרים, ובין השאר לצורך مليוי התחתיות בגין הנפקת איגרות החוב הכלליות. אם מימון הכספי המיעוד איןנו מספיק לכיסוי התחתיות בגין איגרות החוב הייעודיות,

¹⁰ הבינוי בארץ הברית הוא TAN - tax anticipation note.

¹¹ ניר העך הכספי למימון מרכזי בגין עד לקבלת מענק מוכנה בשם GAN - grant anticipatory note, ומיר העך המונפק לצורך BAN - bond anticipatory note.

אווי הופכות איגרות חוב אלה נחותות בהשוואה לאיגרות החוב בעלות "כיסוי כללי" או "שבוד צפוי" על כל הכנסות הרשות המקומית המנפהיקה.

מנקודת מבטו של המשקיע, אם מקורות הכנסה הכלליים של הרשות המקומיות המנפהיקה בטוחים והיקפם גזול, השקעה באיגרות חוב מוניציפלית כללית (GO) תהיה בטוחה. למשקיעים באיגרת חוב מסווג זה יש יכולת קידמה על התקבולים מהמקורות של הרשות המקומית. לעומת זאת, שעובד ראשוני של מקור ספציפי של התקבולים עשוי להיות רב חשיבות כאשר רשות מקומית מסוימת נקלעת לקשיים כספיים, ומתקربת למצב של חזרות פירעון. במצבים כאלה, עלולים משקיעים המחזיקים באיגרות חוב מוניציפליות כלליות (GO bonds) שאין בהן שעובד מקור ספציפי, להפסיד חלק ניכר מכפסם, שעה שהחזיקי איגרות החוב הייעוזיות עשויים לקבל במלואם את הכספיים שהחיבוה לשלהם. מאילו יובן כי אם מקור התקבולים, אותו יעדת הרשות המוניציפלית המנפהיקה לכיסוי לאיגרת החוב אין בטוח, או שאינו בהיקף מספיק, י��ו במצב זה דזוקא איגרות החוב הכלולות ביטחון רב יותר והמשקיעים בהן יהיו חשופים לטיכון נמוך יותר, בשל העובדה של איגרות חוב אלה בעלות עדיפות בסודר השעובד של התקבולים הכלולים של הרשות.

הגורמים המשפיעים על מידת האמינות והמידה שבה ניתן להסתמך על התקבולי הרשות ממקורות שונים מורכבים למדי. בארצות הברית, מקור המימון המרכזי לרשות המקומיות הוא מסי הרכוש, הדומים לארכונה. התקבולים או הכנסות ממשי רכוש העומדו פעמים רבות למשאל עם במחוזות שונים, משאליהם שיוזמיהם חפזו לשימס סייג על גובה ההיתלים או על שיעור מס הרכוש המקומי או המוניציפלי. דוגמה למשאל עם כזה הוא המשאל הידוע בשם "הצעה 13" במדינת קליפורניה. כאשר ההצעה להטיל על רכוש זוכה לחוב במשל עם, מוחלט הציבור למעשה להטיל סייג על היקף התקבולים של הרשות המקומיות הכוללות שבתחום אושרה ההגבלה. ברגע שההצעה זוכה לרוב, מטעוררים חששות למחסור אפשרי בתקציבים העתידיים של הרשות המקומיות. לפיכך, גדל סיכון האשראי של איגרות חוב מוניציפליות המכוסות על ידי ההתחייבויות הכוללות של הרשות, ומהירות השוק של איגרות חוב אלה ירדו. יצוין כי לאור מעורבות הגוברת של התושבים בעשיה ברשות המקומית, באמצעות הצבעת על הצעות מסוימות בקהל, החל בעשור האחרון מהפכה מה בהרכבת ההנפקות של איגרות חוב מוניציפליות בארצות הברית. תלאן של איגרות החוב הייעוזיות גדול, בעוד שחלקו של איגרות החוב הכלליות ירד בצורה ניכרת. הסבר נפוץ לתופעה זו נעז בהגבלוות שאוtan יכפה ציבור הבוחרים על חופש הפעלה של רשות מקומיות להטיל מסים. די בנסיבות גוברות בדבר זכותו של ציבור הבוחרים ליטול עצמו את הזכות ולהגביל בעתיד את זכותן של הרשות המקומיות להטיל מסים על התושבים, כדי לשנות את רמת הדירוג של איגרות החוב המוניציפליות.

פרט לנושא המיסוי ולאופי הביטחונות, יש דמיון רב בין איגרות חוב מוניציפליות לבין איגרות חוב המונפקות על ידי חברות עסקיות בארצות שונות בעולם. לאיגרות החוב המוניציפליות יכולים להיות מאפיינים חזקיים דומים לאלו של חברות, כגון תנאים לגבי צורת התשלומים, מועדי התשלומים בגין קzon וריבית, הਪישוטות להבטחת התשלומים בעתיד, בנייה של קרנות שמורות, מגבלות שונות על המנפק, מינוי טאמנים חייזניים להבטחת مليוי ההתחייבויות של

הכונפיק, צורות שונות של תנוחות האיגרות, הנפקה בניכוי או בפרמייה וכו'. איננו סבורים שיש הצדקה שבישראל יكتبuishו לשוויות המקומיות את סוג איגרות החוב המוניציפליות, או יגביל את הרשות בבחירה של צורות המימון הספציפיות של פועלותיהן הכספיות השונות. אנו סבורים כי שוק ההון בישראל מותחכם די כדי לתמוך בהלכה איגרות חוב מוניציפליות מסווגים שונים, לצורך עיליה ביותר.

רמת הביטחון

האם ההשקעה באיגרות חוב מוניציפליות בטוחה? ניתן היה לשער שהעובדת שנויות ערך מוניציפליים מונפקים על ידי גופים השיכים לטකטור הציבורי, הופכת אותם להשקעות בעלות דרגת סיכון נמוכה. ההיסטוריה מלמדת שלא תמיד זוכה קביעה זו בתמוכין עובדתיים. בארץות הברית קיימות היסטוריה ארוכה וכואבה של נירות ערך מוניציפליים שמנפיקיהם לא פרעו את חובותיהם, נירות ערך שמנפיקיהם פיגרו בתשלומי הריבית והחזר הקرون, ואיגרות חוב מוניציפליות שהזיהיקו נפצעו.

סקירה היסטורית קצרה של התפתחויות בתחום זה בארץות הברית מורה, שהגל הראשון של אי-קיום התchipיות חוותות לוישן נירות ערך מוניציפליים החל בין השנים 1837 - 1845. הגל החל עם מગפת הקדחת הצחובה במובייל, אלבמה. הרשות המקומית שט לא פרעה את התchipיות, ולא עבר זמן רב וערים רבות אחרות, ביניהן דטרויט ופילדלפיה, גם הן הודיעו על חקלות פירעון. מדינת מיסיסיפי הודיעה על חקלות פירעון איגרות החוב שלה במחצ'ן שנות הארבעים של המאה ה-19. ג'ירסון דיויס, שנבחר מאוחר יותר לשיא הקונפדרציה, הפסיד במרוץ למושל מדינת מיסיסיפי, בין השאר מכיוון שבמציע הבחירה שלו הכריז שיפעל ככל יכולתו להחזיר לנושאים את כל הכספיים שהלו למדינה. נראה שהchipות הציבור מפני הדרכים בהם ייקוט לבות את הכספיים לצורך מלאי ההchipיות גרמו להעדר תמיכה במועד זה).

במהלך מלחמת האזרחים האמריקאית, ואף זמן קצר לאחריה, היו פשיטות רגלי מוניציפליות ובות, הן בקרב מדינות הקונפדרציה בדרום והן בקרב מדינות האיחוד בצפון. בשנות השבעים של המאה התשע עשרה, הודיעה מדינת דרום קרולינה כי אין אפשרות להחוב לבבד את התchipיות בגין הנפקה המוללה של איגרות החוב שיכו לכינוי "איגרות החוב של בתיה הבושת". (האיגרות זכו לכינוי סגוני זה בשל האתגר בו נהג מושל המדינה לבנות את שנות עבודתו, אחר בו גם חתם על הנפקת איגרות החוב הנידונות). בשנות השמונים של המאה ה-19 הודיעה מדינת לואיזיאנה על אי-טילוי התchipיות הכספיות בגין סדרה מוללה של איגרות חוב שכונו "איגרות החוב התנייניות", בשל ציר של תינוק שהודפס על גב האיגרות. ההודעה באה בעקבות בריחתו של גובר המדינה של לואיזיאנה ממדיינזה זו, לאחר שגבב חלק ניכר מותקבי המדינה עקב מכירות איגרות החוב. הסתבר גם שאותו גובר השכיל להשתמש בגלופה ההדפסה של איגרות החוב ולהנפיק, במקרים כל איגרת חוב, שלוש איגרות חוב שנשאו מספר סידורי זהה, ולשלשל את התקבולים מכירמת הצמד ה'מיותר' של האיגרות הללו לכיסיו. לקראות סוף המאה ה-19 הגיעו פשיטות רגלי, או מקרים בהם לא

שילמו מדיניות מנפיקות את הכספיים שהתחייבו לשלם בגין ניירות הערך שלהם, במדינות אלבמה, ארקנסו, פלורידה, מישיגן, מינסוטה, צפון קרולינה ווירגיניה.

במהלך השפל הגדול של שנות השלושים של המאה העשרים שוב חזרה התופעה של חדלות פירעון של רשוויות ציבוריות, כגון ממשלוות או רשוויות מקומיות. בין היתר נמצאו בראשיהם זו הערים ניו יורק, שיקגו וקליבלנד. במדינת פלורידה למשל, כ-85 אחוזים מכלל איגרות החוב המוניציפליות שהונפקו על ידי רשוויות מקומיות במדינה נעשו חדלות פירעון. במהלך מלחמת העולם השנייה, שוב והוכרו על אי-פירעון של חלק מניראות הערך שהונפקו על ידי רשוויות מקומיות בפלורידה. בשנת 1958, ניירות ערך בסכום כולל של כ-133 מיליון דולר שהונפקו על ידי רשות הכבישים של מדינת ווסט וירגיניה לא נובדו, והמניפה הוכרזה כחדלת פירעון.

נתונים חדשים יותר המתיחסים לתקופה הקורובה אליו מורים כי בשנת 1995, הסכום הכללי של איגרות חוב מוניציפליות שעשו חדלות פירעון, הגיע ל-1.73 מיליארד דולר. (למרות העובדה העצם, משקף סכום זה קצת פחות מאשר אחד מס' ערך שנילא ניירות הערך המוניציפליים בארצות הברית בשנה זו). איגרות חוב שנמניפיקו לא כיבדו את תנאי החוזיים אינן מושלכות לאשפה. לאיגרות חוב אלה קיים פעמיים רבות שוק משני פעיל, ומהירם הממוצע של ניירות ערך מוניציפליים במבצע חדלות פירעון יכול להגיע לבין 50 ל-60 סנט לכל דולר ערך נקוב. הדוגמאות החשובות של אי-כיבוד התאימים החוזיים בשני העשורים הבאים נקבעו. הדוגמאות החשובות של האיגרות החוב המוניציפליות של הערים ניו יורק וקליבלנד במהלך שנות השבעים, ושל מהוז אorangי במדינת קליפורניה ב-1995. מעבר אלה שנותו לעיל, הוכרזה כחדלת פירעון טזורה גוזלה של איגרות חוב מוניציפליות שהונפקו על ידי רשות הביבוב של קולורדו. כמו כן לא קוימו ההתייחסויות החוזיות בין הנפקות איגרות החוב על ידי הרשות לאספект אנרגיה של ממשלת מדינת וושינגטון (Washington Public Power Supply System - WPPSS), בהיקף של 2.25 מיליארד דולר שנוציאו לצורך בנייה של כורים אטומיים.

הסקירה הקצרה לעיל מצבעה במידה רבה על הדמיון בין איגרות חוב מוניציפליות לבין איגרות חוב המונפקות על ידי חברות עסקיות ותאגדים. אלה גם מאופייניות על ידי מה שניתן לכנותו "סיכון אי-פירעון", הנובע מכך שהרשויות המקומיות, כמוון כמו חברות עסקיות, אינן יכולות "להזפיס כספים" לצורך מילוי התחתיותם החוזיות. מסיבה זו, תלויות ועומדות שאלת כושר הפירעון של המונפק, וכושרו לקיים ולמלא אחר כל התאימים האמורים הנקבעים בחוזה נייר הערך. נראה לנו כי איגרות חוב מוניציפליות, אם יונפקו אלה בישראל, חייבות להיחשב דומות ברמות הסיכון שלחן לאיגרות חוב של חברות וקונצראנים, ולהיות כפפות לחוקי ניירות הערך, הכוללים דרישות בדבר גילוי נתונים של נתונים כספיים מהותיים של המונפק, פרסום תשקיף מפורט וצדקה, ממש כשם לחברת המתכוונת להנפיק איגרות חוב חייבות לקיים. איגרות חוב מוניציפליות אינן בשום פנים ואופן אינורות חוב של האוצר, אף שהן מונפקות על ידי גוף ציבורי.

הנוגת שימוש בניירות ערך של רשות מקומית לצורכי מימון פעילוותיהן של הרשותות המזקומיות בישראל חיבת להבאי בחשבון גורמים מסוים, וכן את היתרונות והחסרונות של שיטות מימון זו לרשותות המקומיות.

יתרון א': הנפקות ניירות ערך תתרומות להקטנת הריכוזיות, ותובילו את התחרותיות בשוק ההון בישראל. כך תתרומנה ההנפקות לכלכלת ישראל באופן כללי. הנפקות של איגרות חוב מוניציפליות, במקומות קבלת מלות באופן ישיר ממוסדות פיננסיים או מענקים ישירים מהממשלה, יגבו את מידת התחרות במשק ובשוק ההון.

הנפקה של ניירות ערך מוניציפליים מייצגת צורה החלופית של גישת אשראי וכפסים. באופן כללי, הנפקת ניירות ערך מוניציפליים שחורים, משמשת החלפה או תחלוף של הלוואות בנקאיות. דוגמה למהלך זה היא חברה עסקית, אשר במקומות ללות באופן ישיר מבנק מנפיקת שטרוי חוב, ומוכרת אותו למילויים פוטנציאליים. במקרים מסוימים, המתהלך כולל החלפה של חוזה הלוואה בין בנק ללקוח בגין ערך סחיר. במקרים אחרים, הבנק הייזם מבצע את התחלוף ביזמותו ומטעמו הוא, מבלתי לערב את הלוקה בתהלהך. הבנק "מוכר" את חוזה הלוואה לגורם פיננסי אחר, והליך המשיך בתשלומים בין החוב, אלא שתקובלי הבנק שנותן את הלוואה המקורי מועברים לשירות לגוף שקנה או ריכזו את חוזה הלוואה. במקרים אחרים, הלוואה באמצעות הנפקה של ניירות ערך שחורים מאורגנת על ידי מוסד אחר, שאינו בהכרח בנק.

הנפקות ניירות הערך על ידי יצירת תיק הכנסות או נכסים לצורכי גיבוי או הבטחה של ערבותות למילויים (Asset-Backed Securities - ABS), היא אחת ההתפתחויות החשובות ביותר בשוקי העולם במהלך שני העשורים האחרונים. חלק ניכר מהטהלה של מעבר למגמה זו החל בארצות הברית, וכיום קיימים שוקי הון בהם נסחרים ניירות ערך זמינים גם באירופה, בין ואפילו בארצות מפותחות.¹² הניסיון הוטה ביותר של הפיכת חוב לניירות ערך שחורים בארץות הברית היה בשוק המשכנתאות. שלוש סוכנויות של הממשלה הפדרלי האמריקאית או סוכנויות בחסות הממשלה הפדרלי החלו לפעול כ"יצרניות" של איגרות חוב, שיש להן גיבוי נכס. שלושן ידועות בשםות "החברה"¹³ Freddie Mae¹⁴ Ginnie Mae¹⁵, Fannie Mae¹⁶. גם סוכנויות פדרליות אחרות, הדומות לשולש אלה, הפכו ל"יצרניות" איגרות חוב, שהכיסוי שלהם או הבטחו שיעמידים מאחוריהם הם תקינים נכסים, לצורכי מימון סוגי אחרים של הלוואות, כגון הלוואות לטוטונטים, הלוואות למימון יצוא או יבוא, הלוואות לחקלאים והלוואות לעסקים זעירים. במקרים רבים, למות של הלוואה יש כסוי על ידי תיק נכסים או הכנסות, ניתנת למילויים גם ערבות מדינה של הממשלה הפדרלי. עם גבר הפופולריות של

¹² לדוגמה, איגרות חוב שהופקו על ידי ממשלה העולט השלישי עברו מהinctן לאיגרות חוב סחריות, וזאת סחרות בשוקי הון שונים כבר למעלה מ-20 שנה.

¹³ השם הרשמי של סוכנות וזה הוא Federal National Mortgage Association .
¹⁴ השם המלא של סוכנות זו והוא Government National Mortgage Association .
¹⁵ השם הוא Federal Home Loan Mortgage Corporation .

טכניקה זו, החלו גם רשותות מקומיות ורשותות מוניציפליות לעשנות שימוש בשיטה זו לצורך מימון פעילותיהם.

בנויות תיִק הנכסים לגיבוי ניירות ערך סחירים מייצגת שינוי של ממש בכל מסד התיוֹוך הפיננסי. הנפקה של ניירות ערך שיש להם גיבוי של תיִק נכסים משמשת תחליף חשוב להלוואות מבנקים. במקום שהבנק קיבל פיקודונות של לקוחות ולולה את כספי הפיקודונות ללוויים, נעשה מימון הלוואות בהסדר החדש על ידי הנפקה של ניירות ערך סחירים ורכישתם על ידי המלווים.

במסגרת התהילך הפיננסי החדש, תפקדים של הבנים שונים במידה ניכרת מתפקידם המסורתית כמתוחכם פיננסיים. במקרים רבים, תפקודו של הבנק הוא כשל יוזם או גוף המקור הראשוני למון הלוואה, אז הבנק עצמו מוכר את החוזה למוסד אחר. המוסד הקונה "אורו" את חוזה הלוואה המקורי חדש, ו"המוֹצָר" החדש נמכר כנייר ערך סחיר למשקיעים שונים. במקרים אחרים, הבנק משתמש חותם או מפץ של ניירות ערך המונפקים על ידי לקוחות של הבנק, זאת במקום להעניק בעצמו הלוואה ללקוח. קיימים גםקרים בהם הבנים מוצאיםليل מתחילה התיוֹוך, והלוואה מנפיק ניירות ערך ומוכר אותן ישירות למלווים שונים, מבלתי השתמש כלל בשירותינו של בנק זה או אחר. במקרים רבים פועל הבנק כמתווך של נכסים (ברוקר), במקום מלא את תפקידו המסורי שהיה בעיקרו וርישה של נכס פיננסי מסוים, שניוי צורתו ואופיו, ו"מכירתו" למפקדי פיקודונות (Transformation of Assets).

בכל השוקים בהם מתחולל תהליך הנפקת ניירות הערך הסחירים, המחליפים הלוואות מבנקים כפי שתואר לעיל, גוברת עצמת התחרות בשוקי ההון, הائل והתהילך מציב חלופות מימון חדשות, והמוסדות הפיננסיים המסורתניים חיברים להתרומות בחלופות מימון אלה. עניין בדוגמה של שוק המשכנתאות האמריקאי. במקרה למשכנתאות, הנקאים בארצות הברית הברית אגדות לחסכו ולאשרαι,¹⁶ נהנו בעבר ממיעמד ייחודי. הם שלטו באופן כמעט בלעדי בשוק המשכנתאות, קבלו פיקודונות של הציבור, והעניקו הלוואות למון רכישה של תמורה משכנתא על נכס דלא נידי. בתהליך של הנפקת ניירות הערך, ניתן למון רכישה של נכס דלא נידי על ידי הנפקה של ניירות ערך סחירים, אשר הביטחונות שלהם הם ביחידות השתפות בתיק, או בມיצף רחב ומגוון של קריקעות מאזרחים, מנפיק "תעודות בעלות" הסוכנות או המוסד הפיננסי הבונה את התקיק או את מכר הנכסים, מנפיק "תעודות בעלות" על תיק נכסים זה, באופן דומה מאי להנפקה של יחידות השתפות בקרן נאמנות. כספי התמורה מהנפקת התערוחות ממשיכים לצורן מון הלוואות או למימון השקעות חדשות בנדל"ן. כשקיים "תיק מקרקעין" מסווג זה, ונשות פעולות מימון בטכниקה כזו, גורם הדבר בעקבין להזדהה לשער הריבית בשוק הנדל"ן.

גורמים אחרים, המוכנים להלוואות כספים להשקעה בנכס דלא נידי, מציעים כספים בתנאים טובים לא פחות מала המוציאים על ידי מלווים, הזכים לביטוחנות של מאגרי נכס דלא נידי. ראוי לשים לב לך שבתנאים המסורתיים של מון הלוואות תמורה משכנתאות, היסכון למילואה הכספי נחשב גבוה, בשל הטיכון שערך של הנכס הנitin לצורן משכנתא

¹⁶.Savings and Loans Associations, or S&L's

עלול לרಡת בקלות. מיסיבה זו היה המלואה דרוש ריבית גבוהה ותנאים מגבלים חמורים. לעומת זאת, כאשר הנכס המשמש ביטחון למלווה הוא תעדות השתתפות המציגת בעלות על תיק נכסים בעל פיזור אוגרפי וככללי נאות, פחותה בצדקה ניכרת דרגת הסיכון של רידת ערך הנכסים המשמשים ביטחונות. מיסיבה זו יכולות המלווה להציג ללוויים תנאי הלואה מוחים יותר, ולדרוש ריבית נמוכה יותר. הכנסתת תħallik הנפקת ניירות הערך לשוק ההון גורמת בעקבין להזלה של הריבית על משכנתאות אלה, מגבירה תחרותיות בענף ומשפרת את UTILITAS של שוק זה. התועלות הנעוצה בשיפורים מעין אלה משתקפת בריבית נמוכה יותר ואף בדמייה בשוק הנדלין והבנייה למגורים ולמבני מסחר ותעשייה.

תħallik בנייה תיكي נכסים והנפקת ניירות ערך נגד תикиים של הלואות כלל לא קיים בישראל. בשוק המשכנתאות קיים מסחר_DLIL_MAZ, בעיקר בגלל המספר הקטן של נכסים למשכנתאות בענף. פעילות מוגבלת זו את התקינה כشبוקים שונים למשכנתאות מכוח חזוי משכנתאות זה זהה. לעיתים נכסות גם חברות鄙ו לשווק, בגלל אורך הטווח של השקעותיהם. היו בעבר גם דיוונים והצעות לאפשר לקרן הון הפנסיה ולקופות האמל לרכוש או להשקיע במשכנתאות. כמו כן היו דיוונים בשאלת הकמות שוק שני לניירוט מסחריים (commercial paper), דהיינו איגרות חוב עסקיות לזמן קצר, אשר יונפקו על ידי החברות הגדולות ואשר ישמשו לגירוש הון לטווח קצר.

תħallik הנפקת ניירות ערך בצדקה ישירה על ידי לוים יהיה בעל חשיבות מרובה ויביא תועלת במשק הישראלי עוד יותר מבעליים אחרים, וזאת בשל המבנה המייחד של המגזר הפיננסי בישראל. מערכת הבנקאות בישראל היא מערכת בלתי-תחרותית. במקרים רבים המערכת פועלת משיקולים ותחת אילוצים פוליטיים. מאז 1983, מרבית הבעלות על ארבעה הבנקים הגדולים היא בעלות ממשלתית, והמאיצים להפריט את הבנקים בישראל נשאו עד כה פרי רק באfon חלקי מzd.¹⁷

הנפקת ניירות ערך סחיריים באופן ישיר תביא תועלת למערכת הפיננסית, הויאל והיא מכינסה צורה נוספת לשוק תחרותי במיזוח. המערכת הבנקאות בישראל קיימות שליטה ניכרת של שניים או שלשה בנקים גדולים. עם כניסה למשך של פעילות גויס אשראי באמצעות הנפקה של ניירות ערך סחיריים, יאלצו הבנקים להתמודד עם שיטות חלופיות של גיוס כספים על ידי לוים העוקפים אותם. יכולתם של הבנקים הגדולים לנצל את כוחם האוליגופוליסטי הנובע מהמבנה המייחד של מערכת הבנקאות בישראל, עשויה להיחלש במידה ניכרת אם לוים כגון חברות, פרטיטים ורשויות מקומיות יוכלו לגייס הלואות תוך עקיפת המערכת הבנקאית המסורתית.

דיוונים בהנפקת ניירות ערך סחיריים לצורך קבלת אשראי בישראל נסבו עד ניירות ערך מסחריים לטווח קצר. חברות ישראליות הצלחו בעבר לגייס כספי הלואות בחו"ל על ידי הנפקה של ניירות ערך מסחריים. במקרים רבים השקיעו חברות ישראליות בניירות ערך מסווג זה לטווח קצר, כחלק מההשקעות TICK הכספיים שלhn במט"ה. בישראל, התקיימו דיוונים במשך שנים מספר בדבר אפשרויות ההנפקה של ניירות ערך מסחריים, הנקובים

¹⁷ הבעלות הלא ממשלתית על בנק המזרחי המאוחד, הקפן מבן הרבייה המובייל של הבנקים, עליה במקצת על חמישים אחוזים, אבל גם במקרה זה מגיעה הבעלות הממשלתית ל-50 אחוזים בקוח.

בشكلים. הדיוונים בנושא זה צברו תאוצה בעקבות ההצלחות בהנפקת המלויות קצר המועד (מק"מ), שהם כموון שטרו אוצר. ניירות מק"מ הונפקו החל במחצית שנות ה-80. ברור שニーירות ערך מסחריים של חברות גדולות ומוסדות יכולים לשמש עיני משקיעים תחליף לניירות הערך מטיפוס מק"מ, אף כי משקיעים בניירות ערך מסחריים המונפקים על ידי חברות עלולים להיות חשופים לסיכון חזרות פירען או לפחות גשל המונפק.

יתרונות ב': הנפקת ניירות הערך המוניציפליים תשחרר במידה רבה את הרשותות המקומיות מתחומיה בממשלה, ותפחית במידה מסוימת את אפישורות הממשלה להכתיב החלטות לשינויים המקומיות. ברור שעבור מי שוטמן בбиוזר שלטוני תהיה הגבלה זו ברוכחה, שכן הממשלה המקומיות נעשה דמוקרטי יותר ותלו依 יותר ברכזון התושבים המקומיים.

במקרים רבים, ובעיקר בארצות דוברות אנגלית, רוחות השקפה שהממשלה "קרובה יותר" לתושבים ולבוחרים, בהשוואה לממשלה המרכזית. פרטימס יכולים להשמע את קולם ולהביע את דעתם בצורה אפקטיבית יותר במשמעותו המקומי מאשר במישור הארצי-הלאומי. במישור המקומי, התחרויות על תשומת הלב של נבחר הציבור חריפה פחות מאשר במישור הארצי, ולאזרחים יש סיכוי רב יותר ללמידה ולהכיר את נבחריהם בממשלה המקומי. הממשלה מקומית משקפת את העדפותיהם של התושבים המקומיים בצורה טובה ומודיקת יותר מאשר ממשלה לאומית של המדינה כולה. אוריינטציה פוליטית כזו מעוגנת היטב בחוקה האמריקאית. גישה זו לא תפסה לגבי המשק והממשלה בישראל, בו תמיד הוקנו לממשלה ריכוזיות וכוח רבים ביותר.

גם אם נתעלם מישיקולים חוקתיים לחיזוקן של הרשותות המקומיות, למתן עצמאוות פוליטית רבה יותר ולהקטנת תלותן של הרשותות המקומיות בממשלה המרכזית, יש יתרונות מסויפים אחרים לביזור סמכויות, מkeitנותם אף יתרונות כלכליים מובהקים. אי-תלות פיסקלית עשויה לאפשר נבניה של מרחב בחירה הטורוגני של "חbilloty" שירותים מקומיים ולאפשר לאזרחים מבחרם רב יותר של חלופות שונות. נציין כי קיימות ספרות אקדמית ענפה בנושא זה המבוססת על עבודהינו של ציילס טיבו, הדנה בהיבטים שונים של אפשרות הבחירה בין סלי שירותים שונים שיש להעמיד לאזרחים.¹⁸

"ההיפותזה של טיבו", כפי שהיא ידועה, טוענת כי כאשר מתקיימים התנאים הבאים:

1. הממשלה המקומיות הן בלתי תלויות, התושבים יכולים לנوع בחופשיות ממוקם למקום למרחב המטרופוליני, והם בוחרים באופן חופשי מקום מגוריים באחד מתוך מגוון של קהילות מקומיות,
2. כל רשות מקומית מציעה מכלול שונה של שירותים מקומיים,
3. האזרחים יכולים לבחור מותך מגוון סלים פיסקליים שונים, המתבססים על מצרפים שונים של שירותים ושל מסים מקומיים,

¹⁸ בעהנתו הרשובה ביותר בתחום היפוי במאמרו משנת 1956, ראה: Charles M. Tiebout, "A Pure Theory of Local Expenditures,"

Journal of Political Economy 64, October 1956, 416-24

כִּי אֶז מתרחש תהליך המכונה "הצבעה ברגליים", דמי שוק, המוביל לבחירה אופטימלית של השירותים הציבוריים ושל המסים שמטילה כל רשות, כך שמתיקיות הקצאה עילתה של מקורות.

תחת ההיפותזה של טיבו, כל קהילה מקומית מציעה מגוון מסוים של שירותים מקומיים ושל מסים. לו היה מספר הסלטים האפשריים המוצעים מגוון אינסופי, היה כל פרט יכול לבצע את המגוון התואם במדוק את העדפותינו, וכך היה הופך לצרכן של המוצרף הפיסקליא האופטימלי עבورو.

במציאות, מספר הסלטים סופי. אף-על-פי-כן, יכולים התושבים לבחור, מותק מגוון רחב למדי של מצרכים פיסקליים חלופיים בתחוםיו המרחב המטרופוליני, ולהגיע לתוצאות קרובות במידה רבה לתנאייעילות. יכולתם של האזרחים לבחור, וכן יכולתם "להציגו ברגליים", כופה במידה רבה על הרשותות המקומיות השונות להתחרות בינוין על התושבים או על הביקוש מצד תושבים. תחרות מעין זו גורמת לכך שהרשויות המקומיות יפעלו ביותר יעילות, יקפדו לכבול ולבצע החלטות המשגינות את מירב התועלות, לשකול השקעה או הקצתת משאבים, ולהפנות אוזן קשובה לרוחשי לב הציבור ולהעדפותיו. ניתן לקבוע כי בישראל, האזורים המותאמים ביותר להפעלה של המכניזם המתואר על ידי טיבו הם האזוריים המטרופוליניים המקיפים את תל אביב ובתיואת חיפה.

ההיפותזה של טיבו נשענת במידה רבה על הא-תלות של הרשותות המקומיות ועל יכולתו להציג חלופות פיסקליות שונות והטורוגניות לתושבים באזוריים מטרופוליניים מודלים. אם היצוע השירותים והמוצרף הפיסקליא של הרשותות מוכנהם על ידי הממשלה המרכזית, נוצרת הומוגניות מואצת רבה, ולא נוצרים תנאים בהם יש לתושבים או לפרטים אפשרויות לבחירה אמיטיות בין חלופות פיסקליות שונות זו מזו במאמה. ניתן להשיג הטרוגניות הון במגוון השירותים המוצעים והן במבנה המסים, אם תהיה לרשותות המקומיות אוטונומיה רבה יותר בנושא המימון. עצמות רובה יותר ותשג אס יותר ותשג אס יותר אפשרויות גוסם הכספיים על ידי הרשותות המקומיות, והנפקה של ניירות ערך מוניציפליים עשויה לתרום לעצמאות מעין זו.

פתירת שוק לניירוט ערך מוניציפליים בישראל תתרום להרחבה של סל השירותים ומגוון אפשרויות המימון של הרשותות המקומיות. הרחבת האפשרויות למימון צורכיה ותאפשר לרשותות מקומיות שונות לקבל החלטות ממשמעות בקשר המגוון הפיסקליא אשר אפשר כל רשות ורשות. אנו מתייחסים כאן למגוון הכלול הן חבלת שירותים והן חבלת מיסוי, וכל מגוון יכול לאפיין רשות מקומית שונה באזורי מטרופוליני נתון. התשub המשראי יכול לבחור את המגוון הפיסקליא הנראה לו, מותק כל המגוונים המוצעים. פתירת האפשרויות ליצירת סל שירותים מגוונים, הנעזרת בהנפקה של ניירות ערך מוניציפליים, תגדיל את מרחב הבחירה של התושבים ותכמה על הרשותות התנהגות פיסקליאת אחרתית והתנייניות, תוך מתן תמריצים שייתגמו את הרשותות המקומיות על ניהול פיסקליאטאות של עניינהן.

יתרון ג' : הנפקת ניירות ערך מוניציפליים תוסף ניירות ערך חדשים למגוון הקיימים של נכסי השקעה, ותוספת זו תשרת את האינטראסיטים של משלקיעים בתיקי ניירות ערך.

הוספה של ניירות ערך חדשים, מוגבירה את המגוון ומרחיבה את מרחב הבחירה של משלקיעים. העשרה מרחב הבחירה עשוייה לתרום להווחת המשקיעים מכיוון שלשיעוריו התשואה על ניירות ערך אלה מושפעים כਮון מסוימים בלתי צפויים בשער הריבית בשוק, משינויים באיתנות ובוחסן הכלכלי של הרשות המקומית המנפקה, משינויים באטרקטיביות של הנפקותיהם של רשות מקומיות זו או אחרת למשקיעים ולתושבים חדשים, וכן מגורמים כלכליים וחברתיים אחרים. יש להניח אפוא כי מקדמי המתאים בין שיעורי התשואה על השקעות בניירות ערך מוניציפליים לבין השקעות אחרות, יהיי נזוכים יחסית. ניירות ערך אשר שהונפקו על ידי חברות או אגודות חוב ממשלתיות, יהיו נזוכים יחסית. ניירות ערך אשר לשיעורי התשואה עליהם מתאימים נזוך עם שיעורי התשואה על ניירות ערך אחרים, תורמים באופן ניכר לאפשרויות פיזור הסיכון על ידי המשקיעים.

3 הביעות

מימון רשות מקומיות באמצעות הנפקה של ניירות ערך מוניציפליים מעלה ארבע בעיות עיקריות. נתחיל את הדין בשתיים מהן.

בעיה א': מהו אופי היחסים בין השלטון המרכזי או הממשלה הלאומית לבין השלטון המקומי או הרשות המקומית? ובמיוחד, האם קיימת ערבות מפורשת או אפיקו ערבות סטטואית של הממשלה המרכזית, המבטיחה למלווה ולרווחי אגודות החוב המוניציפליות את כספם במקרה בו נקלעת הרשות המקומית המנפקה ללקשי נזילות?

בעיה ב': קיום אפשרות של גiros הון באמצעות הנפקת ניירות ערך סחרים על ידי רשות מקומיות עלול להפחית במידה ניכרת את האיליצים החוקיים, הפליטיים ואיליצי השוק של הרשות המקומית, ולאפשר לרשות המקומית שלא לקיים משמעת עצמאית פיסקלית נאותה (פחות באורה זמנה). לשון אחר, האפשרות לגייס כספים על ידי הנפקה של ניירות ערך עלולה לגרום להרחבנה ניכרת בהוצאות הרשות המקומיות, ולהביא להגדלה ניכרת של חובן.

שתי הביעות שנוינו לעיל אין רק סכנות תיאורטיות. קיימות דוגמאות רבות מאד לכך שהרשות המקומיות ומוסדות אחרים הצמיחו תוך זמן קצר יתרות חוב ניכרות, תוך ציפייה שהממשלה המרכזית תכסה בסופו של דבר את התהביבותיהם ותחלץ אותם מהמשבר. בחודש אוקטובר 1996, למשל, התפרשו ידיעות כי חובן הכלול הבלתי מכוסה של הרשות המקומיות בישראל הגיע לכשמי מליאחד שקלים. דוגמאות נוספות להגדלה ניכרת בכמות החוב של רשות מקומיות שהשכילו ללוות כספים לצרכים שונים ומגוונים הן חובותיה של עיריית תל אביב, קרנות הפסניה של ההסתדרות, הקיבוצים והמוסבים וכן קופת החולים הכלכלית של ההסתדרות. בכל המקרים הללו, יתכן מאד (וכך גם נטען) שאחת הסיבות ליכולתם של המוסדות הללו לשקוע בחובות כהכבדים הייתה הדעה הרווחת, שהממשלה

המרכזיות בישראל לא תוכל שלא לחלץ את המוסדות הללו ממצוותם הכספיות, בעיקר מסיבות פוליטיות, ומשום כך ניתן דדור, במידת מה, ליכולת קבלת המלות של הגופים שמננו לעיל.

גם בארצות הברית היו לא מעט מקרים בהם חל גידול רב בחובן של רשותות מקומיות מסוימות דומות. במקרים רבים הייתה הנהלה סמייה לפחות, כי הממשלה המרכזית הפדרלית או הלאומית, תחלץ בסופו של דבר רשות ציבורית או מקומית ממצוותה הפיננסית. חזרות הפירעון של ניו יורק בשנות השבעים, חזרות הפירעון של מחוז אורגנִי בקליפורניה, ומספר רב מאזור של מקרים בהם אפלו בנקים ומוסדות פיננסיים פרטיאים הנפיקו ניירות ערך שווים במטרה לגייס אשראי, מתוך הנחה סמייה כי בסופו של דבר יחולצו על ידי גורם חיוני, ממשטי, מצוקה פיננסית אפשרית, מהוות דוגמאות להתרוגות מסוג זה.

דוקטרינה זו, שהממשלה המרכזית תצליל ותחלץ בסופו של דבר, יוצאה בכינוי "דוקטרינה 'גדול מדי לחתומוט'"¹⁹. הרעיון המרכז הוא שיש מוסדות, גופים או תאגידים שהם כה גדולים, עד שקריטתה פיננסית שלהם עלולה לגרום לתגובה שרשורת כלכלית חריפה (ואולי גם השלכות פוליטיות לא רצויות), ועל כן לא תיתן הממשלה לחברות או לגופים כאלה להחתומוט. הדוקטרינה של "גדול מדי לחתומוט" הועלתה פעמים מספר בעבר, כהסבר להתרוגות ממשלתית גם בחילוצם של בנקים, הן בארץ הארץ והן בחו"ל, וכן למטען סיוע לשויות מקומיות בארץ הארץ, אשר הגיעו למצוקה פיננסית חמורה. הדוקטרינה שפגה לא פעם חצי ביקורת, בטענה כי השימוש בה עלול לדרבן חברות וארגונים גדולים מאד להתרוגה בחוסר אחריות פיננסית, בעוד שחברות קטנות יותר וגופים שאין להם כוח להפעיל שודולה אפקטיבית, אינם יכולים להונאות מגיבוי ממשלתי בעקביהם השוניים.

בעיה לי: בעיה הקשורה לביעות הקודמות: קיימים חששות שיחולו עיוותים בשוק ההון, אם רוכשי אגרות חוב מוניציפליות יזכו לנכסי מפורש, גיבוי משתמע או גיבוי סמיי של הממשלה המרכזית, במקרה של קשיים כספיים של מנג'יקי ניירות הערך. אם אמנים יערכו גורמי השוק כי ניירות הערך המוניציפליים יזכו לגיבוי מלא מצד הממשלה המרכזית, יהפכו ניירות הערך הללו לנירוחות ערך חסרי סיכון, והוא תחלפים (כמעט) מושלמים לנירוחות ערך של האוצר. אם אמנים יכולים הרשותות המקומיות לאלץ את הממשלה המרכזית להעניק בדיעד ערבויות למלוים שירכשו את ניירות הערך הללו, בין במפורש ובין באופן משותם, עלם התמרץ למשמעת תקציבית ולהתרוגות פיננסית אחרתית של הרשותות המקומיות.

נראה כי טיעון זה הוא הטיעון הכביד ביותר נגד מטען הרשאה להנפקת ניירות ערך סחרים על ידי רשויות מקומיות, ולפיכך שוק שני ניירות ערך אל. בעיה זו קיימת ומעיקה מאד בשוק ניירות הערך של הסוכנויות הפדרליות של ממשלה ארצות הברית, והיא קיימת גם בשוקים בהם נסחרים ניירות הערך המוניציפליים. זהה בעיה כבotta משקל, השicket לקבוצות הביעות של "זרבון וסיכון להתרוגות בלתי הולמת" (Moral hazard) של הרשותות המנג'יקת.

¹⁹ באנגלית - "Too Big to Fall"

באורה מוזר, קיימת שאלת רצינות בדבר מידת אפשרות של ממשלה מרכזית להימנע מלתת ערבויות לניריות ערך המונפקים על ידי רשותות מקומיות, גם כאשר היא חפוצה בכך. שיקול זה היה לחש מרכזיבי בארץ הברית, במיחוד באשר לחובות של סוכנויות פדרליות או של תאגדים, הפעלים בחסותם של הממשלה הפדרלי. השאלה שהועלתה בארץ הברית הייתה האם שוק ההון, דהיינו המשקיעים, אמורים יאמינו לניריות הערך הנידונים באמות אינס מכויסים על ידי עירבות מדינה (פדרלית), גם אם הממשלה הפדרלית תכרייז השם והערב כי אין היא נותנת כל ערבויות כלל. שוק ההון עשוי בהחלט להניח כי ערבויות כאלה תמומנה בסופו של דבר, וכי האוצר יפיצה במלואם את מחזקי ניריות הערך המוניציפליים אם הרשות המונפיקה תיקלע לקשיים כספיים, למורות שהממשלה הפדרלי או האוצר הודיעו מראש שאין כל ערבויות כלל. אם ציבור המשקיעים סבור שאמנים כך יקרה, הציבור ישקיע בניריות ערך אלה, ועמד מkorות כספיים לרשותה של הרשות המקומית הלולה. העתקת הולאה על ידי ציבור המשקיעים, תיצור מצב בו לא תהיה לאוצר ברירה שהרשות המקומית תיקלע למצוקה כספית. הממשלה המרכזית לא תוכל, פוליטית, לעמד מנד, בגין תביעות נזומות של מושקים מוסדיים, כגון קופות גמל וקרןנות פנסיה ופרטימ. כך נוצר מצב בו הציפיות מגישימות את עצמן: למורות לניריות הערך הונפקו על ידי גופים שלגביהם קיים סיכון של היקלעות במצב של חקלות פירעון, הם נושאים ריבית קרובה לרכיבת על השקעות נתולות סיכון פיננסי, ומעטם טבען גורמות לכך שלממשלה המרכזית ולאוצר אין ברירה אלא לעורב להתחייבויות של הרשותות המקומיות בגין הנפקת ניריות הערך הנידונים. ציפיות הציבור, שהממשלה המרכזית ירעוב בסופו של דבר להתחייבויות הרשותות המקומיות, מגישות את עצמן.

קיימות כמובן אפשרות של השתלשלויות דומות בישראל. לאmitו של דבר, ניתן לטען כי בישראל עלולה הטעיה להיות חמורה יותר מאשר בארץ הברית. הסיבה לכך היא שהניסיונות הישראלים בחילוץ פיננסי של מוסדות וארגונים על ידי הממשלה עלול להתפס בעיני מושקים ישראלים כתקדים, המעדים על מגמות דומות בעtid. חילוצים והוצאה פיננסית של חברות, תאגידים וגופים שונים בישראל הופלו לא רק לבני תאגידים ציבוריים אלא גם לבני החסתדרות והמגזר הפרטי.

הציבור עלול בצדק להניח שאם מעצבים המדיניות בישראל החליטו בעבר (1983) להקצות סכומי ניכוי כדי לחסם ממצוקתם את ציבור המשקיעים בניריות הערך (המניות הבנקאיות), וכן סכומי עתק לחילוץ קל קרנות הפנסיה ההסתדרותיות, תבוא הממשלה גם לעזרת עיריות תל אביב, רמת גן או כפר סבא אם עיריות אלו ינפיקו ניריות ערך לצורך גישת הלואות, ולא יוכל אחר כך לפறעו או למלא את התחייבויותיהן למחזיקי ניריות הערך הללו. יתכן מכך שגם לו תכרייז הממשלה כי לא תכסה את התחייבויותיהן של הרשותות הללו, לא ישפיעו ההכרזות הללו על המשקיעים, ובעיקר על קופות הגמל, קרנות הפנסיה והחברות לביטוח חיים. אם בסופו של דבר יתכלו הרשותות המונפיקהות בכספיים כספיים, תכסה קופות הגמל וקרןנות הפנסיה, ולציבור המבויחים של חברות הביטוח.

דרך אפשרית לפתרון הטעיה היא לחנות את כל ההנוקות של הרשותות המקומיות בכך, שהרשויות המקומיות תחויב להמציא מכתבי אשראי, או לחייבן ערבות רשמיות של בנקים

מסחריים, כגון הענקת "מכתב אשראי כוננות" (stand by letter of credit). מכתבי אשראי כוננות כאלה נפוצים מאוד בארצות הברית, בהקשר להנפקת אגרות חוב מוניציפליות. העverts יהיו בנקים ישראליים, חברות ביוטוח או בנקים מחוץ לארץ. מכתבי האשראי יבטיחו את המשקיעים מפני מצבים בהם הרשותות המקומיות המנפיקות יקלעו לקשיי נזילות. מכתבי אשראי, כמו אשראי או ערבות מסווג זה נהוגים בהנפקות של ניירות ערך מוניציפליים בארצות הברית. במקרה של חללות פירעון, האוצר יוכל לנשאtas באחריות כלשהי. הוא יתבקש אולי להתעורר ולחזור את המשקיעים בנירות ערך אלה רק במקרים שם המנפיק וגם הערב הבנקאי של החוב נקלעים שניהם לשיטים לקשיים כספיים בעת ובונה אחת. ההנחה להמציא מכתבי אשראי כוננות, כמווה הינה שהמנפיקים ירכשו פוליסות ביוטוח נגד חללות פירעון, כאשר הגורמים המוכרים פוליסות ביוטוח מעין אלה הם בנקים וחברות ביוטוח שונות, המתמחים בסוג זה של鄙וחים.

הדרישה שהמנפיק ירכוש וכייג למילויים הפוטנציאליים ביוטוח או ערבות בפני חללות פירעון מסווג זה או אחר, פירושו שהתמהזר של פוליסת הביוטוח כנגד חללות פירעון נעשה על ידי השוק, ולא על ידי גופים ממשלתיים. בארצות הברית, כמו גם בחו"ל, קיימים ביוטוח פיקדונות, שהוא ביוטוח המוענק על ידי הממשלה הפדרלית. דמי הביוטוח נקבעים על ידי הממשלה. גורמים שונים סבורים כי פוליסות הביוטוח הן זולות מדי, וגורם פרטיה שהינה מתחרה פוליסות ביוטוח אלה באותה דרך תהיה פשוט רגלה במஹות. כלכלנים רבים גורסים כי ביוטוח הפיקדונות למוסדות בנקאים אמריקאים היה אחד הגורמים המרכזיים למשבר הבנקים וה קופות לחיסכון ולאשראי בארצות הברית במהלך שנות ה-80. לפי אותה טענה, ביוטוח פיקדונות זומנה בין תריס במידה ניכרת למשבר הבנקאות שם. יש התלים בהסדרי הביוטוח הפדרליים את העליות הקבדות שנגרמו בעקבות הניסיון לחזור את הבנקים האמריקאים והיפניים ממשברים אלה. בסוגיה הנידונה בהקשר של אגרות חוב מוניציפליות, ביוטוח נגד חללות פירעון, אשר מחייב יקבע על ידי המגזר הפרטוי בתנאים של מחרות בין מbulletים שונים, יפותור במידה רבה את בעיית התהמזר של פוליסות מעין אלה.

בעיה ד': ניתן יהיה להשתמש בהנפקה של ניירות ערך מוניציפליים בשיטה ללוות כספים בעקבין על ידי חברות פרטיות (שאינם שייכות למגזר הציבורי), על מנת לחסוך בהוצאות הריבית ולהימנע מתשולם מסים.

הבעיה עלולה להיות חמורה במיוחד אם ניירות הערך המוניציפליים יצקו למועד מועד בכל הקשור למיסוי. בארצות הברית, למשל, מרבית ניירות הערך המוניציפליים הננים ממועד מיוחד, בו הכנסות הריבית של המשקיעים בנירות ערך אלה פטורות ממש הכנסה. אפשר להשתמש בשיטה ולהעביר TORTנות הטהה לחברות פרטיות גם במקרים בהם לרשות המוניציפלית המנפית יש דירוג סיכון טוב יותר מאשר לחברות פרטיות אשר הרשות המוניציפלית חפוצה בקרון ורוצה "לטייען" להן.

דרך נוספת בארצות הברית לשימוש לטענה באפשרות של רשותות מקומיות להנפק ניירות ערך, היא השיטה של הנפקה של ניירות ערך "לפיתוח תעשייתי".²⁰ אגרות חוב אלה

²⁰ ניירות ערך מסווג זה קרוים באנגליה "Industrial Development Bonds" or IDB's. לכך היחסו ותיאור של החוקים והתקנות האמריקאיות בנושא זה ראה Zimmerman (1991).

הן איגרות חוב מוניציפליות אשר התקבולים מהנפקתן מועברים לחברות ולתאגידים של המזר הפרטני, במיוחד לצורך השקעות בענפי תעשייה שונים. כספים אלה משמשים תחילה, לביטחון החברות מגייסות בעצמן על ידי הנפקה של איגרות חוב מטעמן. חברת פרטנית, השוקלת הקמה של מפעל או פיתוח עסקים בשיטה השיפוט של רשות מקומית זו או אחרת, מבקשת בדרך כלל ליהנות מ"תמוציא המשקעה" שונים. תමוץ המשקעה אלה כוללים פעמים רבות מענקים שונים, השתתפות הרשות המקומית בהשקעות בתשתיות, וכן הטבות מס שונות ומגוונות. הרשות המקומית מתחילה עם רשות מקומיות אחרות ומנסה להעניק לחברה צו המתכנתה השקעות הטבות שונות, על מנת לשכנע את החברה לבחור ברשות הניזונה לצורך מיקום המשקעה. השקעות אלה עשויות ליצור מקומות תעסוקה ולהיות לרברכה לתושבי הרשות המקומית. החברה הפרטנית השוקלת המשקעה עשויה לבקש מהרשות המקומית לסייע לה, בין היתר על ידי הנפקה של איגרות חוב מוניציפליות, כאשר תקובל ההחלטה יועמדן לרשות החברה המשקעה כהלוואה זולה. החברה מקבלת את הכספי מותחייבת לשלם את הריבית על ניירות הערך, וכן להחזיר את הקרן במועד הפירעון החוזי של ההלוואות, במקומה של הרשות המקומית.

לאmittio של דבר, במצבים כאלה מלאת הרשות המקומית תפקיד של "כפיל פיננסי" או שליח של החברה הפרטנית בשוק האשראי, והיא מעבירה לחברת הפרטנית את היתרונות וההטבות שלhon היא זוכה מכוח היוות רשות מקומית. יתר על כן, האיל וברוב המקרים, כאמור, הריבית על ניירות הערך המוניציפליים האמריקאים פטורה ממיס בידי המשקיעים, ניתן להנפיק את איגרות החוב הללו ולהבטיח ריבית נמוכה מהריבית על איגרות חוב בעלות דירוג אינט' דומה, שהחברה הפרטנית יכולה להיות להנפיק בגלל יתרונות המס של איגרות חוב מוניציפליות. כך יודעת עלות המימון של החברה הפרטנית בשל העובדה שה haloah גוישה על ידי הנפקת ניירות ערך מוניציפליים ולא מסחריים פרטיים. הירידה בעלות המימון אינה בא על חשבו הרשות המקומית המנפקה, אלא על חשבו שלטונות המס והאזור. גם אם המשקיעים באיגרות החוב המכוונות "ניירות הערך לפיתוח תעשייתי" אינם יכולים ליהנות מפטור מס על הריבית, יתכן שהחברה הפרטנית תנהנה מעלות מימון נמוכה יותר בהשוואה לשימוש בחלותם המימוני באמצעות הנפקת איגרות חוב משלה, כאשר לרשות המקומית דירוג אינט' חוב גבוה.

הנווג שתואר לעיל מעלה שאלות הקשורות להימנעות מתשולם מס, וכן בעיות הכרוכות בכך שהרשות המקומית תעבור לחברה הניזונה את האפשרויות שלה לגייס כספים בטיבת נמוכה.²¹ הפיתוי להעניק טבות הנהה לחברות פרטיות עלול עד להגדיל את הסיכון של חברות פירעון על ידי הרשות המקומית, ומכאן גם את בעיית ערבותו האוצר לנירות הערך המוניציפליים, כפי שנידון לעיל. אם קיימים סיכון שהרשויות המקומיות ינפיקו ניירות ערך מעלה ומעבר לסטנדרטים שהן מסוגלות להתמודד אתם ולפזרע בעתק, יש להניח כי סיכון זה יגבר אם הרשות המקומיות יעשו שימוש בכוחן מנופיקות, וינפיקו ניירות ערך למימון פיתוח תעשייתי או ניירות ערך אחרים מסווגים דומים.

²¹ נשא זה ובויתו נזונים בהרחבה על ידי Kaufman (1981) ו Quigley and Rubinfeld (1991).

ניתן למנוע מצבים כאלה אם ייקבע שהמשקיעים בנירות ערך המונפקים על ידי הרשות המקומית לא יוכו למכור מס מועד. תעיוון זה ידוע להן ויעלו סיבות נוספות לחינויותה של הצעה זאת. מעבר לכך, מומלץ להזקק חוקים אשר יניאו את הרשות המקומית מהנהפיק ניירות ערך לצורך מיון פיתוח תעשייתי או לצורך העברת תקבולי החנפקה לכל גוף פרטי או מסחרי אחר, מסיבות כלשהן. החוקה בנושא יכולה אפילו לאסור על הרשות המקומית להנפיק ניירות ערך גם לשימוש על ידי תאגידים שבבעלות הרשות המקומית, כוון רשות לפיתוח עירוני ודומיה.²²

זוגמה נוספת של הסדר מימון נפוץ בארץות הברית הוא מצב בו הרשות המקומית מנפקה ניירות ערך לצורך העברת תקבולי החנפקה כהלואות משכנתה לרוכשי דירות או מדין. במצבים אלה, הרשות המקומית מנפקה ניירות ערך מוניציפליים, ולאחר מכן הנקפה היא מלאוה את תקבולי החנפקה לרוכשי דירות או בתים למגורים (ובמקרים מסוימים - גם לבניינים ולחברות לבנייה למגורים). רוכשי הדירות זוכים אפוא למימון מגוריהם ברכיבים נזוקים מזו שהיו משלמים אילו לו מבנק למשכנתאות, תוך שימוש הנכס הנרכש. במקרים כאלה, קיימת מעין הטעבת מס כפול: ראשית, הלויים נהנים משער רייבת נזוק מהריבית שהייה עליהם לשלם בשוק המשכנתאות, מושום שהריבית שמקבלים המשקיעים בנירות הערך המוניציפליים פטורה ממס, ועל כן הריבית החזות נזוקה בהשוואה לרכיבת וגילתה בשוק המשכנתאות. שנית, הלואה לצורך רכישת הדירות בארץות הברית יכול עדין לנכות את הוצאות הריבית שהוא משלם מוכנסתו החייבת במס. במקרים רבים, משתמש הרשות המקומית בארץות הברית באמצעות אמצעי מימון זה לצורך סבוז דירות למעוטי אמצעים, אך במקרים אחרים חורג השימוש מהתוסה התמיינית בחלשים והופך לאמצעי סבוז של תושבים אחרים.²³

קיימות בעיה נוספת המתייחסת לכל ההסדרים שתוארו לעיל. אין סיבה להשוב שלרשויות מקומיות יש יתרון יחסי כלשהו בנקאות של משכנתאות, או בהפעלה של מוסדות פיננסיים. מסיבה זאת יתכן שהעסק של רשות מקומיות בשכנתאות מסוג זה עלול לגרום לא-יעילות כלכלית ולזבזזו מקורות. הסיבה היחידה שבעיטה עסקות הרשות המקומיות בארץות הברית בתיוך משכנתאות מהסוג הנידון היא העובדה שהן נהנות מיתרונות מס, דהיינו שהמשקיעים בנירות הערך שלן פטורים מתחומי מתשלום מס על תקבולי הריבית שלהם.

אנו סבורים שניית למנוע מראה וטלקל חלק ניכר מהוואות הללו בישראל, אם טיפול המסת בהכנסות המשקיעים בנירות ערך מוניציפליים יהיה דומה לכך בה מטופלות הכנסות הריבית של משקיעים באפקטי השקעה אחרים, כגון איגרות חוב של קונצראנים או של חברות פרטיות. מעבר לכך, המפקח על שוק ההון במשוד האוצר יכול לקבל סמכויות למניע הנפקות של ניירות ערך מוניציפליים, אשר התקבולים בגין ישמשו את הרשות המקומיות לצורך הענקת הלוואות ללווים פרטיים ומסחריים שונים.

²² השימה מפורטת של חברות ותאגידים מסווג זה בישראל ניתן למצוא בפרסום משרד האנרגיה, ממשלת ישראל, "סקר חברות עירוניות", מגמה, (מייק וויל), 1990.

²³ לutowי העודה ייעו לפחות על מקרה אחד בו מונפקה רשות מקומית מסוימת איגרות חוב מוניציפליות וממשמשת בתמורה למועד סבוז הלוואות המוות משכנתה לסייע למטרושים אוניברסיטה, שרכות שכרם איננה ממשיכת אותן. מעמד של תושבים דלי אמצעים.

הדרוג בארץ הברית

ניתן להגדיר את ציון דירוג איגרות החוב כמשתנה, המתאר את ההסתברות שהרשאות המוניפה את איגרות החוב תעמוד בתשלומי הריבית ותחזר את הקרן במועד שנקבע על פי החוזה. הדירוג מתבסס על מאות ריבות של גורמים ומסכם את מכלול הגורמים על פי קטגוריות, המייצגות דרגות שונות של סיכון. הדירוג אינו בכל מקרה המלצה לרכוש את איגרות החוב או להשקיע בהן. הדירוג, למשל, אינו ליקח בחשבון את מחיר האיגרות, את העדפות הסיכון של המשקיעים השונים, את מבנה תיק השקעות של המשקיע או את מטרות ההשקעה של המשקיעים.

שלישית המוסדות העיקריים העוסקים בדירוג איגרות חוב בארץ הברית הם: השירותים למשקיעים של חברת מוזי,²⁴ חברת סטנדרד פור,²⁵ ושירותי ההשקעה של פיטץ'.²⁶ יש גם מוסדות אחרים, קטנים יותר, העוסקים בדירוג איגרות חוב מוניציפליות. שני המוסדות הראשוניים הם הגופים הדומיננטיים בשוק. חברת מוזי, שרכזה בניו יורק, הייתה חלצת החברות העוסקות בדירוג של איגרות חוב מוניציפליות. החברה החלה לדרג איגרות חוב כללה בשנת 1918, ומספר איגרות החוב המוניציפליות אותן מדורגת החברה הגיע לכ- 4,000 עד 1918. בכל שנה עסקתה החברה בדירוג של כ- 15,000. בשנת 1940, שמס היגרות חוב של רשויות מקומיות. חברת סטנדרד פור, שגасה בניו יורק, החלה לטפל באיגרות חוב מוניציפליות בין 1940-1940. לחברה כיום למעלה מ- 7,000 איגרות חוב מוניציפליות שהיא להן את הדירוג, ובכל שנה נהגה החברה לדרג כ- 1,500 הנפקות של איגרות חוב מוניציפליות חדשות. צוין כי איגרות חוב רובות זוכות לדירוג על ידי יותר ממושך דירוג אחד, הוואיל וויש משקיעים רבים הדורשים דירוג על ידי יותר מחברה אחת לצורך קבלת החלטה על השקעות בניירות ערך מוניציפליים של רשות מוסמכות. יתר על כן, שט משקיעים המעדיפים וסמכים יותר על דירוג של חברת דירוג אחות על פני השניה, ועל כן נהוג במרקטים וברים לבצע דירוג שני.

המוסדות העיקריים בדירוג איגרות החוב המוניציפליות מכרים על ציון דירוג, אותו, שלפיו יכולים המשקיעים לקבל תמורה על איכות האשראי של מונפיק איגרות החוב. הענקת הציונים מסיימת להפגש בשוק ההון לוים עם מלויום. בתנאים אלה חשוב מאד כМОבן שהמוסדות העיקריים בדירוג יהיו אובייקטיביים, יעסקו בדירוג ללא משואה פנים ויפעלו תחת לחצים תחרותיים לשמר על מוניטין של אובייקטיביות. מסיבה זו מקרים המוסdots העסקיים בדירוג איגרות החוב המוניציפליות שלאקיימים קשרים עם כל גורם חיצוני, העולם להראות כאלו יש לו אינטרסים, או שיוכן להפיק טובות הנאה מעצם קיום יחסים כלשהם עם הגופים המדרגים.

²⁴ Moody's Investor Service Inc

²⁵ Standard and Poor's Corporation (S&P)

²⁶ Fitch Investor Service, Inc. (Fitch)

הרשויות המקומיות איגרות חוב פונוט בדרך כלל לפחות למועד מודרג אחד, בעל מעמד מכובד, לצורך קבלת דירוג אשר מאפשר לרשות המקומית למצוא משקיעים לרכישת ניירות הערך שלה. כמשמעותו ציוון הדירוג, המשקיעים מקבלים מידע אובייקטיבי, המסייע להקטין במידה ניכרת את רמת האיסודות שלהם באשר לטيبة של הרשות המקומית המנפקה ניירות ערך אלה. הרחבת מעלה המשקיעים הפוטנציאליים על ידי הטמעת המידע בדבר הדירוג, מרחיבה את הביקוש לאיגרות החוב של רשות מקומית נתונה, ועשוייה לשיער לרשות להנפיק איגרות חוב בריבית נמוכה יותר.

תהליכי הדירוג

כשרשות מקומית מסוימת מחליטה להנפיק איגרות חוב, היא פונה למועד מודרג בטוחה זמן של כמה שבועות לפני מועד הה摹צהר של ההנפקה. המוסד המודרג מקבל חומר רב הכלל מידע לצורך הניתנות. לעיתים קרובות שלוח המוסד המודרג נציג מטעמו לרשות המקומית, כדי לקבל מושג ראשוני על הפעולות. הדירוג נקבע ומובא לידיעת הציבור הרחב לפחות שני ימי עסקים לפניהן ההנפקה, אף שהדירוג יכול להיות מוקן גם קווים לכך. סזרות איגרות החוב תמשיך ותשיא את הדירוג המקורי שקבעה, כל זמן שהרשויות המקומיות ממשיכת להעביר למוסד המודרג מידע שוטף ולונטי על פעולותיה. אם חדלה הרשות להעביר מידע זה, מבטל יכול גם לשנות את הדירוג על סמך מידע חדש שהתקבל.

ככל, בוחנים המוסדות המדרגים חמישה גורמים מרכזיים במהלך קביעת דירוג האיכות של איגרות חוב מוניציפליות ואלו הם: גורמים חוקיים, גורמים מנהליים, גורמים פיננסיים, גורמי חוב וגורמיים חברתיים-כלכליים. גורם אלה או אחרים מקבלים משקל רב או מועט בהתאם לאופי ההנפקה הנידונה ובהתאם למטרותיה. לדוגמה, בעת קביעת דירוג האיכות של איגרות חוב לזמן קצר, יקבלו גורמים פיננסיים וגורמי חוב משקל רב, בעוד שגורמיים אחרים יהיו פחות חשובים, מכיוון שהם ישפיעו במידה מועטה על יכולת הרשות המקומית ועל נוכנותה לקיים את התחייבותיה הפיננסיות, בגין הנפקה קצרה מועד. גורמים חברתיים-כלכליים וגורמיים מנהליים יהיו יותר בתהליך קביעת דירוג האיכות של איגרות חוב לזמן ארוך.

איגרות חוב עם התחייבות כליליות (GO - General Obligations Bonds)
במהלך קביעת דירוג האיכות של איגרות חוב מסווג זה, נוהגים המדרגים לנתח את הגורמים שנמננו לעיל, תוך הדגשת של תחומיים מסוימים. המומחה מקים תהליך ניתוח כדלקמן:

גורמיים חברתיים-כלכליים: לגורמיים אלה חשיבות רבה במהלך דירוג איגרות חוב עם התחייבות כליליות. ניתוח הבסיס הכלכלי-חברתי הוא ניתוח החסן הפיסකלי של הרשות המקומית המנפקה את איגרות החוב. למעשה, כל מקורות ההכנסה של הרשות המקומית - תקנים מסוים קנייה, מדמי רשיונות ומס רכוש מושפעים מוחסנה הכלכלי של הרשות המקומית. חלק לא מבוטל מההוצאות של הרשות המקומיות תלוי גם הוא, במידה רבה,

בחושן הכלכלי של הרשות. הלוח דלקמן מציג את הגורמים הנלכדים בחשבו במהלך הערכת הבסיס הכלכלי של רשות מקומית. המנחה מנסה להציג להערכתה כוללת, ואם קיימות אי-התאמאה רבה בין רמות ההישגים בסעיפים הערוכה השונים, מתרפרש הדבר כסימן של חולשה כלכלית וגורם להזרזת דירוג האיכות של ניירות הארץ.

גורמים בהערכת הבסיס הכלכלי של רשות מקומית

תעסוקה	הכנסה	אוכלוסייה	פעילות עסקית
שיעור אבטלה היקף כוח האדם	הכנסה לנפש הכנסה למשכבי בית הכנסה כוללת	גודל ושיעור גידול סיכון וניטוק גיל האוכלוסייה רמת השכלה	משלמי המסים עיפוי העסקים עסקיקים פעילות בנייה היקף מכירות גורמים נוספים

המקור: מדריך לדיווג אינגרות חוב מוניציפלית של חברות P & S.

שיעור האבטלה נבחנים בקפדנות כדי לאוצר נקודות חולשה ב"בסיס" התעסוקה. נהוג להשוות בין הנתונים של הרשות המקומית הנבחנת לבין הנתונים על המחווז כולם, הנתונים על המדינה ונתונים ארגטטיביים על המשק כולם. נהוג ליחס משקל רב למוגמות בתעסוקה ולשיעור הצמיחה של כוח האדם. שני הגורמים מהווים סמן למידות הצמיחה או הדעיכה של המשק המקומי.

מכלול נתונים הכנסה משמש את מוסדות הדירוג בצורות שונות. בדרך כלל ידרוש המוסד המודרג נתונים על הגורמים הללו במתכונות של סדרה עתית הכוללת לפחות חמישה שנים של נתונים, לצורך איתור מוגמות. קהילה שבה יש הכנסה גבוהה לנפש, שמתקיימות בה פעילות כלכלית ענפה ובמגזרים רבים ושוניים, כך שאין לה תלות בענף כלכלי אחד, נטפסת כקהילה שפוטנציאלית העמידה שלה בתנאים החזויים של אינגרות החוב גבוהה יחסית.

גורמים פיננסיים: בניתוח גורמים פיננסיים, מתחזקים המנתחים בעיקר בניתוח הדוחות הכספיים של הרשות המקומית. על פי רוב יש התייחסות לדוחות מבקרים, ובמקרים בהם מדובר בהנפקה גדולה מאוד, יתכן שיישכרו את שירותיו של רואה חשבון מיוחד, אשר יפרק את הדוחות הכספיים של הרשות ואשרם באופן בלתי תלוי בראוי החשבון הפיננסיים המשמשים את הרשות המקומית. נערכת בדיקה של התקציב הנוכחי בהשוואה לתקציבים בעבר, וכן בדיקה של מאזן התקבולים והתשלים של הרשות במהלך השנים האחרונות, תוך שימוש לבקשרי הגומלין בין התקבולים ממוקורות שונות, כדי לעמוד על מידת הסיכון של זרמי התקבולים. תלות נמוכה מצביעה על סיכון נמוך יחסית, על פי עיקרונו הערצת הסיכון של תикиי ההש侃עות. נבחנים גם נהגי הרשות המקומית באשר לשיטות הגישור על פערים פיננסיים בין תשלומים או הוצאות לבין התקבולים ממוקורות מס שונים. בשנים האחרונות זמניים בין תשלומים או הוצאות לבין התקבולים ממוקורות מס שונים. בשנים האחרונות מושם דגש גם על התcheinויות הרשות המקומית בין הפרשה לקרנות פנסיה של העובדים, תוך בבחינה של חובות הרשותי לקרנות הפנסיה הללו. כן נבדקות התcheinויות הרשות המקומית בגין הנפקות קודמות של ניירות ערך, לאור היקף ההנפקות ולאור מועד

תשלומי הריבית והקרן על התchiaטיביות קודמות אלה. כן נבחן בקפדנות מסדר השעבודים של הנושאים השונים בגין קבלת מלות קודמים על ידי הרשות המקומית הנידונה.

בדיוון בגורמים האקדמיים נבחנות שיטות ניהול הכללי של הרשות המקומית, ונבדקת מידת הניסיון של הנהלת הרשות המקומית. כן נבחנים נוהגים של הבוחרים, השיעיכים לשות המקומית. אם למשל מוגלה כי בעלי זכות הבעורה המונזרים בתום שטח השימוש של רשות מקומית מסוימת מעמידים לתמוך בהצעות להובאה סכומים ניכרים לצורך בניית מבני ציבור, לשיפור מבנים קיימים ולפרוייקטים יוקרתיים, ישפיע הדבר באופן שלילי על דירוג האיכות של הרשות המקומית. כן נבדקים ערכי המקרקעין לצורך בדינה של שיעורי מס הרוכש המקומי ותחולגת המסים על התושבים. כל מערך המסים נבחן בקפדנות, שכן שיעורי המס ושיעור הצלחה של הרשות המקומית לגבות את המסים מואזרחה על פי החוק, מהווים טמנים לאיכות ולאמינות הרשות המקומית באשר ליכולת הפירעון של חובותיה.

כנראה לעיל, דירוג של איגרות חוב עם התchiaטיביות כרוך בתהילך מורכב, שבסתומו מוחלט המוסד המדרג על דרגת האיכות של איגרות חוב של רשות מקומית מסוימת, על בסיס הערכות הנתמכות במתיע ובנתונם. ברור כי הדירוג איננו משמש ערבבה סופית לקיום ההתchiaטיביות החזויות של הרשות המונפקה. מכל מקום, על אף הסתייגות זו, מקרים מאד המקרים בהם מצליחה בימים אלה רשות מקומית כלשהי בארץ הארץ להנפיק איגרות חוב מוניציפליות עם התchiaטיביות כוללות ללא שטכה, קודם להנפקה, בדירוג איכות מוסמך.

ديرוג איכות של איגרות חוב ייעדיות

בקביעת דירוג האיכות של איגרות חוב מוניציפליות כאמור, נהוג המנתה להתחשב באربع מותוך חמש קבוצות הגורמים שנמנו לעיל, כאשר גורמי החוב מקבלים משקל קטן יחסית במסגרת ההערכה.

הגורמים המשפטיים הם גורמים מרכזיים וראשוניים בניתוח איגרות החוב הנידונות. כאן נבחנים הביטחונות שמייעדת הרשות המקומית להבטחת פירעון ולתשולם הריבית. בתהילך הערכה נבחנים מקורות המימון ונבדקות תוצאות הרשות לגבי הכנסות הצפויות ממוקור ההכנסה שצוין כביטחון להנפקה. כמו כן בוחנת הסוכנות המדרגת את ההתchiaטיביות ואת התאמים השונים עליהן מסכימה הרשות המקומית מראש, כתנאי להנפקה ולקבלת האשראי. תנאים אלה מגבלים את חופש הפעולה של הרשות המקומית בתחוםים השונים שישפיעו על יכולת הפירעון שלה. תנאים מגבלים על המיסוי, למשל, קבועים לרשות שיעורי מס מינימליים שייהיה על הרשות להטיל על מקור הכנסות מסוים (דמי הארנויות על נכסים מסוימים, הילטים על פריטים מסוימים, דמי אגרה על שירותים מסוימים וכו'), כדי להבטיח את מקור המימון הספציפי המבodia תילוי התchiaטיביות בגין האיגרות. קיימים גם מבחנים שיקבעו האם לרשות המקומית יותר לנפיק ניירות ערך נגד הכנסות, שאוthon כבר הקדישה ו齊ינה כביטחונות לכיסוי התchiaטיביות בגין ניירות ערך קודמים. הסדר מיוחד למשל מותייחש לקידימות בשעבוד הכנסות במידה ולשרות קשיים בפירעון חובות. הפריטים נבדקים וההסדרים המשפטיים המחייבים את הרשות המקומית לבחנים בקפדנות, לצורך קביעת דרגת האיכות של איגרות החוב הנידונות.

לצורך הערצת הביקוש לשירותים שימושמו על ידי כספי ההנפקה, ואשר הרכנסות מهما ישמשו לתלמידי ריבית ולהחזר הקrown, נעשית בדיקת הרקע החברתי-כלכלי של הרשות המקומית. הניטות דומה בעיקרו לניטות שערך במהלך הערצת דירוג האיכות של איגרות חוב מוניציפליות כלילות. כך למשל איגרות חוב מוניציפליות שיונפקו לצורך מימון תשתיות ארגנטינאיות, למערכת אספקת המים או הביב, ושהתקבולים מאיגרות אנרגיה, מים או ביוב ייעודו לתשלום החובות, וזאת לדירוג איכות גבוהה ככל שהביקוש לשירותי אספקת מים, ביוב או אנרגיה יהיה גבוה יותר. ביקוש זה קשור במידה זו או אחרת לרמה החברתי-כלכלי של תושבי האזור, ומכאן חשיבות הניטות.

חשיבותו והשלכותיו של דירוג האיכות

כאמור, בעולם הרחב נהגים לדירוג איכות חוב מוניציפליות על פי מזרדי איכות, המשקפים בוצרה זו או אחרת את ההסתברות שהמנפיק יוכל ואף יקיים את הבטחווי החוויות למחזיקי איגרות החוב, ככטבנ' וכלשונ'. ציינו גם שרוב איגרות החוב המוניציפליות בארצות הברית מדורגות על ידי יותר מגוון מדרג אחד. האיגרות מדורגות החל בדירוג הגבוה ביותר - AAA, ועד לדירוגים הנמוכים ביותר. איגרות חוב בעלות דירוג נמוך וושאות בדרך כלל (הבטחה-) לרבית שנתיות גבוהה, ואיגרות גם נסחרות במוחירים נמוכים יחסית. כך מתקבל המשקיע באיגרת זאת מכפה לזכות בתשואה שנתיות ממוצעת גבוהה יחסית על השקענו.²⁷ ייתכן כמובן שהרשות המקומית תתקשה למלא את התהיהויותיה, ואז עלול המשקיע להיתקל בקישים בקבלת הסכמים המבוטחים. האפשרות שתיקיימו מצבים כאלה, הקנו לאיגרות החוב המבטויחות תשואה שנתית ממוצעת גבוהה מאד את הכינוי "איגרות זבל" (junk bonds), ובשוקים האמריקאים ניתן למצוא גם איגרות חוב מוניציפליות הוצאות לכינויים כאלה.

דירוג האיכות שונה ממנפיק וכן מהנפקה אחרת של רשות מקומית מסויימת להנפקה אחרת של אותה רשות מקומית. יש רשות שאיגורות החוב שלחן מטיפוס GO זוכות לדירוג גבוהה יותר מאשר האיגרות הייעדיות שלחן, ורשות שאצלן מסדר הדירוג הפוך.

בחינת הניסין האמריקאי בתחום זה מביאה אותנו למסקנה שאין צורך להטיל מגבלות על רשות מקומית בישראל באשר לסוג איגרות החוב שייתור להן להנפיק. יש להנify, שוב, שוק הון ימצא את הכלים להערכת הסיכון הכרוך בהשקעה באיגרות החוב מהסוגים השונים וידע גם לאוותה לרשות מקומות תושואה שנתית המהנדפת של המשקיעים לגבי סוג איגרות החוב שראוי שרשויות מקומיות זו או אחרת תנפיק.

ברור כי מימון רשות מקומית באמצעות הנפקה של איגרות חוב אפשרי אך ורק אם קיים שוק ערך ופועל, בו ניתן לScar באיגרות חוב מסווג זה. תנא ינוסף הוא שתהיה מערכת סבירה של הערכת הסיכון הפיננסי של המשקיעים באיגרות החוב, דהיינו הסיכון שהרשות המנפקה

²⁷ המושג המקבול בדיון באיגרות חוב הוא "שיעור התשואה לפדיין" Yield to Maturity, המגדד את התשואה השנתית הממוצעת (ממוצע גיאומטרי) על ההשקעה. אם המשקיע רוכש איגרת חוב תוגה במחיר שוק נתון, הוא מקבל בטועל את תקופת הריבית המבוטחים חוות על ידי המנפיק, וכן את סכום הפריטן המבוטה, במועדם.

לא תעמוד בכל התcheinוביותה החזויות בגין הנפקת איגרות החוב, במלואן ובמועדן. אין אלו מטילים ספק ביכולת המשקיע הישראלי לעמוד במשימה זו.

5 פטור מס

אחת השאלות החשובות המועלות לארצות הברית בהקשר לנירות ערך מוניציפליים הוא המעמד המוחדר של נירות ערך אלה בנוגע למיסוי. הפטור מס על הכנסתות מריבית ועל רווחי הון, המונעך למשכיעים בנירות ערך אלה, גורם להקצתה בלתי עיליה של מקורות פיננסיים וליוותים בשוק ההון, ומהווה גם אמצעי לאי תשלום מסים.²⁸

MISSIVITIOT, החליט הממשלה האמריקאי כבר בראשית דרכו כי ממשלת ארצות הברית מיסיבות חוקתיות, על פעלויות גיסס האשראי על ידי ממשלה המדיניות או הרשותות המקומיות. לא תטיל מסים על החלטה זו משלפת פילוסופיה, לפחות אין הממשלה הפלילית מטליה מוגבלת על עצמאותן של ממשלה המדיניות השונות המרכיבות את ארצות הברית ולא על הרשותות המקומיות. לאור החלטה זו, יש לרוב איגרות חוב המוניציפליות מעמד מס מיוחד, וברוב המקרים פטורים מהשכיעים באיגרות חוב אלה מושלים מס על הכנסתות הריבית ולו רווחי הון בין השקעות אלה. במידה מסוימת, הסדר זה הוא הסדר הדדי: ברוב המקרים המשכיעים באיגרות חוב אלה. ממשלה ארצות הברית אינם משלמים מס הכנסתה לממשלה המדיניות השונות על הכנסתות הריבית ורווחי הון שלהם ממוקרות אלה.

מעמד המס של איגרות חוב מוניציפליות, בכלל הקשור למיסוי משכיעים על הכנסתות הריבית מהשכעות אלה, שונה ממדינה למדינה. יש מדינות שאין מטלות כלל מס הכנסת על תושביהן. יש מדינות הפטורות מס הכנסתה מקומי (של עצמן) כל הכנסתה הזכיה לפטור מס הכנסתה פדרלי. יש גם מדינות הפטורות ממש הכנסת רק הכנסתות מריבית ורווחי הון של תושבי המדינה, כאשר הכנסתות אלה התקבלו מהשכעה בנירות ערך מוניציפליים של רשותות מקומיות המוצאות באותה מדינה. במידות אלה לא ניתן פטור ממש הכנסתה על הכנסתות מריבית ועל רווחי הון להשכעות בנירות ערך מוניציפליים שהונפקו על ידי רשותות מקומיות שאין אותה מדינה. יש גם מדינות בהן אין כלל מס הכנסתה מקומי.

ההשלכות המימוניות של הפטור מסים הן שרשויות מקומיות יכולות להנפיק נירות ערך בעלות נמוכה בהרבה מזו שהייתה מתקיימת בהעדר הפטור. נוכל להבהיר טענה זו תוך שימוש בדוגמה מספרית בלבד: נניח שענין המס השولي של משקיע מסים הוא 40 אחוזים. נניח שהתשואה על איגרת חוב, בעלת דירוג איכות נתון, ואשר אין לה מעמד מס מיוחד, היא 10 אחוזים לשנה. במצב זה, מנפיק מוניציפלי אשר נירות הערך שלו הם בעלי דירוג איכות דומה, ושהמשכיעים בנירותיו פטורים מושלים מס הכנסתה על הכנסתות מהשכעותיהם בנירות ערך המוניציפליים, יוכל להנפיק נירות ערך תוך הבטחת תשואה

²⁸ לדין מפורט בנשאי המיסוי על הכנסתות מריבית בגין תשקעות באיגרות חוב מוניציפליות ראה, בין השאר, Fabrozzzi, et al., (1995), Feenberga and Poterba (1991), Feldstein and Fabozzi (1987), Fekstein et al., (1983), Gordon and Metcalf (1991) .Metcalf, (1991, 1993) and Poterba (1989)

של 6 אחוזים בלבד. המשקיעים יהיו אדישים בין השקעה באיגרות חוב המקבנות תשואה של 10 אחוזים לפני מס, כשהתשואה שלהם לאחר מס מגיעה ל-6 אחוזים, ובין השקעה באיגרת חוב מוניציפלית שההכנסות ממנה פטורות מס, והיא מבטיחה תשואה של 6 אחוזים.²⁹ המנפיקים חוסכים הוצאות ריבית בשיעור של כ-4 אחוזים על חשבון שלטון המיס.

שאלת השאלה עתה מה קוררה כאשר בשוק ההון יש משקיעים שישוור המיס השولي שלהם איינו זהה. נניח שאנו מסדרים את המשקיעים במסדר, לפי שיעורי המיס השולי שלהם. נחשב את שיעור התשואה המינימלי שימושיים שונים אלה יהיו מוכנים לקבל על איגרות חוב מוניציפליות, שהכנסות הריבית מהן פטורות מס, במקום להשקיע באיגרות חוב בעלות אותו דירוג איכות, אשר הריבית המובטחת עליהם היא 10 אחוזים. תוכאות החישובים מוצגות בלוח דלהלן.

**היעץ ההון של משקיעים באיגרות חוב מוניציפליות:
תשואה מינימלית נדרשת על איגרות חוב מוניציפליות**

ריבית מינימלית נדרשת	שיעור המיס השולי
3 אחוזים	70 אחוזים
4 אחוזים	60 אחוזים
5 אחוזים	50 אחוזים
6 אחוזים	40 אחוזים
7 אחוזים	30 אחוזים
8 אחוזים	20 אחוזים
9 אחוזים	10 אחוזים

ניתן לחשב על המספרים המופיעים בלוח כעל נתוני המרכיבים מעין עקומות היעץ של הון לרשות הרשותות המקומיות, או לחילופין כעל נתוני עקומת הביקוש של המשקיעים לאיגרות חוב מוניציפליות. תשואת שיווי המשקל בשוק איגרות החוב המוניציפליות תקבע על ידי חיתוך עקומת הביקוש עם עקומת היעץ של איגרות החוב הללו (היעץ מלאי הנירות הקיימות בשוק) על ידי הרשותות המקומיות. נניח לצורך הדיוון שרשויות מוניציפליות הנפיקו איגרות חוב בכמות נתונה, והשוק קובע את שער הריבית החוזית על איגרות החוב המוניציפליות הללו. היעץ -- קשיים לגבי שער הריבית, לפחות בטוחה הקצר.

²⁹ הדיוון לעיל מוכיח כי מחיר השוק הנוכחי של שתי האיגרות הואatorial, וכי הריבית החוזית של האיגרות שאן פטורות מס ושל האיגרות המוניציפליות היא 10 אחוזים ו-6 אחוזים בהתאמה. במקרים אחרים, כאשר מחירו השוק של שתי האיגרות שווים מפואר, וכאשר הריבית החוזית של האיגרת איננה 10 אחוזים ו-6 אחוזים, חישוב שיעור התשואה לפדוון של המשקע העדינות, לאחר מס, מסובך יותר. הבונר מתשאה לפדוון לפני מס לתשואה של לפחות מס איננה מתקבלת על ידי הכפלת פשווה של שיעור התשואה לפדוון לפני מס, במקרה השווה לאחד פחות שיעור מס ההכנסה. החישוב המוזיק יותר איננו משנה בעיקרו את הטיעון שבגון העבהה.

במצב שיווי משקל לאיגרות חוב מוניציפליות, שהכנסות הריבית שלחן פטורות ממס, נוצר מצב של **הפלזה** (סגמנטציה) בין משלקים פוטנציאליים. ההפרדה היא לשתי קבוצות של משלקים: אלה שישור מס הכנסה השולי שלהם גבוהה ואלה שישור המט השולי שלהם נמוך. קבוצת משלקים אחת תשלקע באיגרות החוב המוניציפליות, והאחרת תעדר להשקיע באיגרות החוב של חברות פרטיות ותאגידים, המעניינות בתשואה גובהה לפני מס, ואשר גם לאחר מס התשואה עליה גובהה (עבור משלקים אלה) מתחשאה על איגרות חוב מוניציפליות.

נראתה זאת בדוגמה שבטבלה. נניח שישור התשואה של שוויי המשקל בין היעוץ לביקוש הוא ברמת שיעור תשואה של 6 אחוזים (תשואה על איגרות החוב המוניציפליות). במקרה זה, משקיע שיעור המט השולי שלו הוא 40 אחוזים יהיה אדיש בין השקעה באיגרת חוב מוניציפלית לבין השקעה באיגרת חוב באותה דרגת איכויות, המקנה לו תשואה של 10 אחוזים לפני מס. כל המשקיעים ששיעור המט השולי שלהם גבוה מ-40 אחוזים יעדיפו באופן חד משמעי להשקיע באיגרות החוב המוניציפליות, שכן הם זוכים לתשואה נטו של 6 אחוזים על השקעה זו, בעוד שתשואה לאחר מס על ההשקעה באיגרות האחרות עברו משלקים אלה נמוכה יותר. לעומת זאת, כל המשקיעים ששיעור המט השולי שלהם נמוך מ-40 אחוזים יזכו לתשואה גובהה יותר, לאחר מס, על השקעה באיגרת החוב שהכנסה ממנה אינה פטורה ממשם, בהשוואה להשקעה באיגרת החוב המוניציפלית. לפיכך לא תשקייע קבוצת משלקים זו כלל באיגרות החוב המוניציפליות.³⁰

שיעורים בתנאי השוק ובתקנות המט יגררו שינויים במבנה השוק, בהרכב אוכלוסיות המשקיעים בשתי הקבוצות השונות, ובתשואה הנדרשת על איגרות החוב שהכנסות הריבית עליהן חייבות במס.³¹ בדוגמה קיינונית, אילו היו כל הכנסות הריבית מכל המקורות פטורות ממשם, היה נעלם ההפרש בין התשואות על איגרות החוב המוניציפליות לבין איגרות חוב אחרות באותו דירוג איכויות. הזרדה בשיעור המט על הכנסות מריבית תצמצם את הפער בין שיעורי התשואה שלפניהם מס על שני סוגי איגרות החוב. ירידה זו תתרחש בדרך כלל כאשר נוצרות ציפיות לשינויים בתקנות המיסוי של הכנסות מריבית.

קיים גם אי-הסכם בדבר תחולת הפטור ממס על הכנסות מריבית. מי הם הננים העיקריים מפטורים אלה? מהו היקף התבותות המגיע בסופו של דבר לרשות המקומית המנפקה את ניירות הערך הללו, ומהו היקף התבותות המגיע בסופו של דבר לכיסי המשקיעים?³² אין ספק כי הרשות המקומית המנפקה נהנית מחלוקת מהיקף הפטור.

הענקת פטור ממס על הכנסות הריבית מניראות ערך מוניציפליים זכתה לביקורת נוקבת, בעיקר בגלל האופי הרגשי של פטור זה. בדוגמה שתוארה לעיל ניתן היה לבחון בכך שאייגרות מוניציפליות פטורות ממשם אטרקטיביות אך ורק למשקיעים שישור המט השולי שלהם גבוה. אם מבנה מס הכנסה פרוגרסיבי, קבוצה זו של משלקים היא הקבוצה

³⁰ כאמור מיום אחד, מוסדות או גופים משלקים פטוריים ממשם על הכנסות הריבית שלהם, כגון קופות גמל, קרנות מסייה וכיום מוסדות לא כוונת רוח, לא ישקעו כלל באיגרות חוב מוניציפליות.

³¹ ראה: Calkins (1992).

³² דיון בנושא זה מופיע אצל Gordon and Metcalf (1991).

של בעלי הכנסה הגבוהה. מכאן שאיגרות חוב מוניציפליות שההכנסות מריבית עלייהן פטורות ממיס, מעניקות מפלט מס לבעלי הכנסות גבוהות.³³ כתוצאה לכך הופכת מערכת מס הכנסה לפחות פרכות פרוגרטיבית.

ביקורת נוספת על הפטור ממש על הכנסות הריבית מנירות ערך מוניציפליים היא שהפטור ממש משקף למעשה סובסידיה של הממשלה הפדרלית למגון רחב של פעילות, המכוمنت על ידי הרשות המקומיות, כולל גם הוצאות ראותניות, כגון בניית זירות למוראי טוסים, בריכות שחניה ציבוריות, אצטדיון ספורט, אולמות קונצרטים ועודומה. בשנים האחרונות, החל האוצר האמריקאי (הפוזל) מצמצם את מרווח האפשרויות של הרשות המקומיות לעשות שימוש בהנפקה של ניירות ערך "פטורים ממש" למימון סוגים אלה של השקעות. כמו כן כופה האוצר בשנים האחרונות תקורת חוב פטור מס על הרשות המקומיות. לפי הסדר זה, מגבל האוצר את היקף ההנפקות של ניירות ערך מוניציפליים, שהמשקיעים בהן יכולים לפטור ממש עם הכנסות הריבית מהן, לכל אחת מהרשות המקומיות. בכל המקרים הללוoca ואית הרשות המקומית להנפיק ניירות ערך מוניציפליים כרצונו, והגבלות מתייחסות רק להיקף ההנפקות שיזכו בפטור ממש הכנסה. לאור ההגבלות הללו על היקף ההנפקות הוצאות לפטור ממש, התפתחה בשנים האחרונות שוק הון, בו נסחרות איגרות חוב מוניציפליות שהמשקיעים בהן אינם נהנים מפטור ממש הכנסה על הכנסות מההשקעה באיגרות חוב אלה. מחירם של ניירות אלה שונה כמובן מזו של הפטורים ממש.

לסיום, הענקת פטור ממש על הכנסות הריבית מההשקעה באיגרות חוב מוניציפליות יוצרת מצב בו ניתן לבצע "כיבוס ממש" בנסיבות שונות, וכן יוצרת עיונות בהקצת מקורות פיננסיים בשוקי ההון, לאור שיקולי מס של המשקיעים השונים. מסיבות אלה, הדעת נותנת כי הכנסות מריבית ומרוחחי הון על איגרות חוב מוניציפליות, אם יונפקו ככל בישראל, ראוי שייזכו לטיפול מס דומה להכנסות דומות מהלואות רגילות, או מההשקעות באיגרות חוב של גופים מסחריים. לעומת הכותבים, יש להימנע מלהעתיק את המודל האמריקאי של פטור ממש הכנסה על ריבית ורווחי הון על הכנסות מאיגרות חוב מוניציפליות.

6 נושאים שנוטרו פתוחים לדיוון

יתכן אמן שהנושא החשוב ביותר שיש לתת עליו את הדעת הוא נושא המיסוי שנידון לעיל, אך יש לשקל סוגיות מסוימות לפני כניסה של ניירות העיר מוניציפליים לשוק ההון בישראל.

³³ ראה מאמר פוטלי משוחה בנתא זה : Regan, Edward V., "End of Municipal Bond Subsidy,"

.Wall Street Journal, March 21, 1996

1. באיזו מידה, אם בכלל, תוכל הממשלה להטיל וטו על הנפקה של ניירות ערך על ידי הרשותות המקומיות?

בארצות הברית, מעניק החוק זכות לממשלה הפלורלית לאסור הנפקות כאליה. למעשה, הממשלה הפלורלית חייבת לאשר מראש כל הנפקה של איגרות חוב מוניציפליות, שהמשקיעים בהן יוכלו לפטור ממס על הכנסות בגין השקעות אלה. החוזך באישור זה נובע שירות ממעודדים המיחזק של ניירות הערך הללו בנושא המס. לעומת זאת, ניירות ערך מוניציפליים שאינם נושאים פטור מס, אינם חייבים כל אישור של הממשלה הפלורלית, והרשותות המקומיות יכולות לנפיק ניירות ערך כאליה ללא כל הגבלות. נשאלת כמובן השאלה האם בישראל לא ניתן פטור מס על הכנסות מניירות ערך מוניציפליים? אם אמנים לא ניתן פטור כזה, האם תותנה הנפקת ניירות ערך מוניציפליים באישור ממשלתי?

ישנם כמובן שיקולים بعد ושיקולים נגד הפיקוח על הנפקה של ניירות ערך מוניציפליים. כאמור לעיל, פיקוח הממשלה מטיל מגבלות על עצמאות הרשותות המקומיות, בכל הנוגע לדרכי המימון ולהחלהות ההשכעה והחוצה של הרשותות המקומיות. מנגד, פיקוח כזה עשוי למנוע מהרשויות המקומיות לנפיק ניירות ערך מוניציפליים בהיקפים גדולים, מעלה ומעבר ליכולתן של הרשותות המקומיות לפרעוע את חובותיהן, ולמנוע עדין מההגעה למצב של מצואה פיננסית, עד לחדרות פירעון. הניסיון בישראל של גופים מוניציפליים וציבוריים לא ממשלתיים, כגון עיריות תל אביב והאוניברסיטה העברית בירושלים, מלמד כי מוסדות גופים כאלה עלולים להיקלע למצבי בהם נטול הגופים על עצם חובות קבועים, מעבר לכוחם להחזיר החובות. באופן מעשי נופל נטול החוב על כתפי משלט המסים.

2. כיצד צריכים ניירות ערך המוניציפליים להיות מונפקים, וכיידם יתקיים המשחר בניירות ערך אלה? האם המשחר יהיה "מעבר לדלפק", כמו בארצות הברית, או משחר באמצעות הבורסה לניראות ערך, כפי שנשחרות היום איגרות חוב הקונצנטריות ואיגרות חוב של ממשלה ישראלי?

קיימות בעיות רציניות באשר לשיטות המשחר בבורסה לניראות ערך של תל אביב, ובמיוחד קיימת בעיית השיליטה של הבנקים וקרנות הנאמנות המונאות על די הבנקים, במשחר בבורסה של תל אביב. לעומת זאת לא קיים למעשה שוק בו נסחרים ניירות ערך "מעבר לדלפק". יתכן שהתקנות התקנות, שלפיהן ייסחרו ניירות ערך מוניציפליים בשיטת משחר של "מעבר לדלפק" ובאי בעצם להתחפות שוק מקביל זה לבורסה מרכזית אחרת.

3. האם יותר לרשותות המקומיותewisrael להנפיק ניירות ערך הנקובים במטבע זה, והאם יותר לרשותות המקומיות להנפיק ניירות ערך למשקיעי בחו"ל?

אם יותר לרשותות המקומיות להנפיק ניירות ערך הנקובים במטבע זה, תהיה להם האפשרות להציג ניירות ערך אשר יעמכו את מגוון האפשרויות של משקיעים לפיזור השקעותיהם ולהפחית התסיכון. נציין כי רשותות מקומיות בארצות הברית הצלחו בעבר לעניין משקיעים זרים בניירות הערך שלהם. גם ממשלה המחויבות בקנדה

נוחות להנפק ניירות ערך בשוקי היورو באירופה, וניירות הערך הללו נקובים פעמים רבות לא בדולרים קנדים אלא בדולרים של ארצות הברית, במרקם גרמיים, ביןיהם פנימיים או במונחים של סל מטבעות כגון "יחידת המטבע האירופית" (BCU). רשות מקומית גדולה בארץ הביאהנוחות גם להנפק ניירות ערך מורכבים המהווים מצרפים שונים של ניירות ערך בסיסיים, כולל אופציות, חוזים עתידיים ומרקביים נוספים. יתרון מכך שרשויות מקומיות בישראל לא יכולים כל להתמודד בשוק מרכיב זה, ובנושא ההנפקות למשקיעים מתחכמים, כי אז הנפקות של ניירות ערך הנקובים במטבע זר לא יהיו רלוונטיות כלל בשלב הנוכחי.

4. האם יותר לבנקים להשקיע בניירות ערך מוניציפליים? האם יותר לקרנות פנסיה להשקיע בניירות ערך מוניציפליים? האם יותר לגיטם על התקף ההשקעות של גופים שונים בניירות ערך מוניציפליים, חלק מתיק ההשקעות שלהם?

לשאלת זו יש כמונן השלכות על מידת החשיפה של תיק ההשקעות של המוסדות הפיננסיים השונים לסייע הכרוך בהשקעות בניירות ערך אלה. החשיפה תהיה כמונן מורכבת יותר אם המוסד הפיננסי השוקל השקעה בניירות ערך מוניציפליים יהיה גם החתום, או הגוף המארגן את הנפקת ניירות הערך. במקרים רבים והמוסד הפיננסי ישמש גם גוף שمبرטיח לרשות המוניציפלית המנפקה שהיא תקבל לדידה את מלאה כספי ההנפקה, אף אם לא תימכר כל האמיסיה לציבור המשקיעים. שאלת נספה באוטו עניין היא האם יותר יכול לבנקים לשמש כחתמים להנפקה של ניירות ערך מוניציפליים? הויאל ואחרות הסיבות לפיתוח שוק של ניירות ערך בישראל הוא הרצון להציג לרשות המקומיות זורמים חלופיות להשגת מימון על ידי קבלת הלוואות שלא באמצעות הבנקים, יתרון שראויה היה לאסור השתתפות של בנקים בתהליך החותמות וההנפקה של ניירות ערך מוניציפליים. יתרון גם נגד אינטראסים בנושא זה, שכן הבנקים בישראל מנהלים חלק ניכר מkapות הכלול ומרקמות הנאמנות, שהן המועמדות הטבעיות לרכישת ניירות ערך המוניציפליים.

5. מה תהיה מחות הערכויות של ניירות ערך המוניציפליים?

יהיה צורך להגדיר بصورة חוקית את הערכויות והנכסים או התקבולים אשר ישמשו את הרשות המוניציפליות כביטחונות למילוי התchiafibiotiyahan, וכן את התנאים לימוש הערכויות הללו וליקול ביטוחנות במקרה של אי-פיטוע חובות. יהיה צורך להגדיר بصورة מודקמת את זכויותיהם של המוחזקים בניירות הערך הללו, ואת מקומות המדויק במסדר השובדים עבור חובות שהרשויות המקומיות המנפיקות חיבות להם. כמו כן ייאו לעזין כי במסדר החובעים יופיע דרך כלל הן שלטונות המס, אם הרשות המקומית חייבת מסים למשלה כגון עבור שכר המועסקים בה, והן עובדי הרשות המקומית שלהם וביעות לקבלות שכר ולהפרשות לקופות הפנסיה השונות. יש לקבע, לדוגמה, האם למחזיקי אגרות החוב המוניציפליות תהיה הזכות לבנות את הכספי, למש שעבודים במקרה של חדלות פירעון מkapות הכלול שבניהול הרשות המקומית, לעקל נכסים של הרשות, ואפילו ולמכור אותם. מדובר כאן במוסדות ציבור, במבנים, בקרונות, בתתי ספר וכי. יש לקבע מסגרות

בנושאים אלה לפני פתיחת השוק לנירות ערך מוניציפליים. באופן ספציפי, יש לקבוע במדדיק מהם התנאים ומהם ההלכים המשפטיים ל'פשיטת רגלי' של רשויות מקומיות, ומהן התורפות למשקיעים בגיןות הארץ המוניציפליים במקרה של פשיטת רגלי' הרשות המוניציפלית.

6. תמחור הולם לאיגרות החוב המוניציפליות

בארכות חז' מטעירות לא פעם בעיות, הנובעות מניסיונו לרעה של תהליך החתמות של נירות ערך מוניציפליים. צורה אפשרית של שחיתות של הפוליטיקה המקומית היא תמחור-חסר מכון של איגרות חוב מוניציפליות, או הבטחה של ריבית גבוהה מדי למשקיעים, הקשורים בצורה ישירה או עקיפה עם הפוליטיקאים המקומיים.³⁴ משלט המסים המקומי הוא זה שיאלץ בסופו של דבר לשלם מכיסו את תשומי הירוי למשקיעים. בשוואל קיים חוק, המחייב ניהול מכוונים פתוחים ותחרותניים במגזר הרשות המקומיות. ניתן לישמו לצורך הנפקה של נירות ערך מוניציפליים ולהקפיד על אכיפת תקנות באופן נרץ כדי למנוע תופעות מהסוג הנידון, במיוחד לאור המורכבות הכרוכה בדיזוג האיכות של איגרות החוב המוניציפליות.

המלצות מדיניות

בעובדה זאת קבענו כי יצירת מנגנון להנפקה של נירות ערך מוניציפליים בישראל עשויה להיות לתועלת למשק הישראלי. עידוד הנפקות של נירות ערך מוניציפליים בישראל חשוב, שכן יצירת שוק לנירות ערך סחרים אלה תתרום להנישור הפיננסי-כלכלי והן במשור הפליטי. מנגד הצבענו גם על כמה בעיות חמיבות ועל הסכנות העמומות בהנפקות מסווג זה. יתכן למנוע חלק מהמכשלות שהנפקת נירות ערך מוניציפליים תוק הותבטסת על הניסיון האמריקאי והnisיון בארצות אחרות, במיוחד בכל הנוגע למעמד המס של נירות ערך מוניציפליים.

פתיחה שוק לנירות ערך מוניציפליים בישראל תתרום להרחבת של סל השירותים ולמנון אפשרות המימון של הרשותות המקומיות. הרחבת האפשרויות למימון צורכיה ולאחר מכן לרשויות מקומיות שונות לקבל החלטות עצמאיות ממשמעותם בדבר המגון הכספי אשר יאפשר כל רשות ורשות. אנו מתייחסים כאן למגנון, הכולן הן חבילות שירותים והן חבילת מסיסוי, וכל מגנון יכול לאפשר רשות מקומית שונה באזורי מטרופוליני נרחב. התושב הישראלי יוכל לבחור את המגנון הכספי הנראה לו, מתוך כלל המגוונים המוצעים. פתיחת האפשרויות ליצור סל שירותי מגוונים, הנוצרת בהנפקה של נירות ערך מוניציפליים, תגדיל את מרחב הבחויה של התושבים ותכמה על הרשותות התנהגות פיסקלית אחרתית

³⁴ בעת האחוזה התרחשו מקרים מספר בהם פתוחה תקווה פלילית בקשר למון תרומות למסע הבחים של מושל מדינת מסצ'וסטס, וויליאם וול, על ידי חתמים של איגרות חוב מוניציפליות. ראה מאמר בטהaza זה: *Wall Street Journal*, November 18, 1996

והתיעלות, תוך תمارיצים שיתגמלו את הרשותות המקומיות על ניהול פיסקלי נאות של ענייניהם.

הוספה של ניירות ערך חדשים, מוגירה את המגון ומעבירה את מרחב הבחירה של משקיעים. העשרה זו תתרום לרוחות המשקיעים מכיוון של שיעורי התשואה על ניירות הארץ המוניציפליים יש מתאם לא מלא עם ניירות ערך אחרים. הוספה של ניירות ערך אשר לשיעורי התשואה עליה מתאים לא גבוה, עם שיעורי התשואה על ניירות ערך אחרים, מרחיבה את האפשרויות לפיזור סיכון על תיקי השקעות. הנפקת ניירות ערך סחרים באופן שירتبיא תועלת גם למערכת הפיננסית בישראל, הוואיל והיא תנaging עד צורה של תחרות בשוק, שהתרחשות בו מוגבלת.

המלצות העולות מעובדה זו ניתנות לטיכום כדלקמן:

• מגבלות על סוג ניירות ערך המוניציפליים

בחינת הניסין האמריקאי בתחום זה מביאה אותנו למסקנה שאין הצדקה להכתיב לרשויות המקומיות בישראל את סוג איגרות החוב המוניציפליות, או להגביל את הרשותות בבחירה של צורות המימון הספציפיות של פעולותיהן הכספיות השונות. אנו סבורים כי שוק ההון בישראל מתחכם די כדי לתמוך בהכלאה אగורות חוב מוניציפליות מסווגים שונים, בקרה עליה נוספת. יש להניח ששוק ההון בישראל ימצא את הכלים להערכות הטיכוניות הכרוכים בהשקשה באיגרות חוב מסווגים שונים, וידע גם לאותת לשויות המקומיות בדבר העדפות של משקיעים לגבי סוג איגרות החוב שראוי她们 מוקומיות זו או אחרת תנפיק. איננו ממליצים לקבל את הgesha המומלצת על ידי חוץ ושות' (1996), לפיה תוגבל הנפקת ניירות ערך המוניציפליים לסוג זה או אחר של איגרות, למשל לאיגרות שהערבות להן היא הכנסתות עתידיות של הרשות המונפקה, או שהממשלה תקיים פיקוח ברמה המקרו-ניהולית ותתבקש לאשר את ערכם של כל הנפקה של איגרות חוב על ידי רשות מקומית.

• הטיכון ודרישות הגלו依 הנאות

נראה לנו כי לטיכון של איגרות חוב מוניציפליות, אם יונפקו בארץ ישראל, יש דימויו לאופי הסיכון של איגרות חוב של חברות וקונצרנים. רשויות מקומיות, כמו כן חברות ותאגידים מסחריים, אין יכולות "להזפיס כספים" על מנת לעמוד בהתחייבויות בגין ניירות ערך שלהם. שתי הקבוצות צורכות לפחות התחייבויות ממוקורות שונות של תקבולם, או מכירה של נכסים שבבעלותם. מסיבה זו, אנו סבורים שנירות ערך המוניציפליים צריכים להיות כפופים לחוק ניירות הארץ, הכלול דרישות בדבר גילוי נתונים מסוימים מהותיים של המנפיק, פרסום תשקיף מפורט וכדומה. כפיפות זו דומה לכפיפות של חברה או תאגיד מסחרי, המתוכווים להנפיק איגרות חוב. איגרות חוב מוניציפליות אין בשום פנים באופן איגרות חוב של האוצר, אף שהן מונפקות על ידי גוף ציבורי. בנושא זה אנו תמיימי דעתם עם העמדה המתווארת במצע ליזון של הרשות לנירוח ערך, מיוני 1991.

• פטור ממס על הכנסתות מריבית ומרוחכי הון למשקיעים

ישנם רבים הסבירים כי המעד המיעוד היחיד של איגרות החוב המוניציפליות והצלחת הנפקות של ניירות ערך מוניציפליים בארץ הברית נובעת, בראש ובראשונה, מהפטור ממס על

הכנסות מריבית על השקעות בניירות ערך אלה. הדגשו את הסיבות החוקתיות וההיסטוריה של הפטור מס מס הכנסה פדרלי בארצות הברית. הצבעו במפורט על יעויות שפטור זה ממס עלול ליצור. מתן פטור על הכנסות מריבית על ניירות ערך מוניציפליים משווה את מעמדם זהה של ניירות ערך ממשלתיים, ומפלת לרעה איגרות חוב ושטריו הון של חברות ותאגידים.

הענוק פטור ממס על הכנסות הריבית מהשקעה באיגרות חוב מוניציפליות יוצרת מצב בו ניתן לבצע "כיבוס מס" בנסיבות שונות. היא עלולה גם ליצור יעות בהקטה מקרים פיננסיים בשוקי ההון, לאור שיקולי מס של המשקיעים השונים. מסיבות אלה, אנו סבורים כי הכנסות מריבית ורוווחי הון על איגרות חוב מוניציפליות, אם יונפקו כהה בישראל, ראוי שיזכו לטיפול מס דומה להכנסות דומות, מהלואות רגילות או מה השקעות באיגרות חוב של גופים ממשלהים. לדעת הכותבים, יש להימנע מלהעתיק את המודל האמריקאי של פטור ממס הכנסה על ריבית ורווחי הון על הכנסות מאיגרות חוב מוניציפליות.

• ערביות וביתחנות

נושא חשוב שנשאר עדין פתוח לדין ולהתמודדות הוא נושא הערביות הממשתנית לחובות של הרשות המקומיות. נושא זה קשור גם לשאלות אחרות, כגון אופי המגבילות או התקנות אשר יוטלו על הרשות המקומית בכל הנוגע להנקפת ניירות ערך, במיוחד כדי למנוע מצב של צמיחה חבות בלתי אחרתית וגדולה מדי של כל אחת הרשות המקומיות. נציגים כי אנו בוחנים נושא זה לאור ה:right שעלול להיווצר בקרב ציבור המשקיעים, שניירות ערך מוניציפליים מובטחים על ידי הממשלה ואין למשמעותם סיכון בהשכעה בניירות ערך אלה. אם יוצר רישם זה, יוכל הרשות המקומית להנקף ניירות ערך ולגייס הון ללא הגבלות ממשיות.

אנו סבורים כי הזרק הטובה ביותר לנטרל את הסכנה לניצול יתר של אמצעי גיש ספירים דרך הנפקת ניירות ערך מוניציפליים סחרים היא בחקיקה מפורשת, שתקבע כי לממשלה המרכזית ולאוצר יהיה אסור לחלץ ממצואה כספיות רשות מקומיות אשר אין מסוגלות לעמוד בהתחייבויות בין ניירות ערך אלה, פרט אולי למצרים יוצאי דופן בהם ומתיר הנטנת, אולי תוך דרישת של רוב מיחס, חילוץ של הרשות המקומיות. ניתן גם להנחות הנטנת, מנגנונים ומחברות ביטוח חיים, ישראל או מארצות חוץ. לדרישה זו יש השלכות בתחום קביעת תנאים ניירות ערך, או תמחורם, שייהיו דומים לקריטריונים הנהוגים במגזר הפרטי.

• כפיפות לחוק ניירות ערך

אנו סבורים כי מן הריאי שニירות ערך המוניציפליים יהיו כפויים לתקנות הרשות בניירות ערך, יהיו חיבטים מלאים לכל התנאים הנדרשים כו�ם לגבי הנפקה של איגרות חוב על קי החרבות וኮנצרנים. פרט לדרישות אלה, אנו סבורים שיש לתת לשוק ההון לומר את דברו לגבי הערך של איגרות החוב של כל רשות מקומית, בלי התערבות האוצר. אין אנו פולסים קביעת תקנות משפטיות שאפשרו לאוצר, בשיתוף עם משוד הפנים, לקבוע סכומים מרביים באשר

להיקף ההנפקות של כל רשות מקומית. גם בנושא זה אנו תמיימי דעתם עם עדמות הרשות לנויות ערך, המתוארת במצע לדין מוני 1991.

• **תמיכת הרשות המקומית במגזר הפרט**

אנו ממליצים שלא לאשר הנפקה של ניירות ערך מוניציפליים מטיפוס "איגרות חוב לפיתוח כלכלי או תעשייתי" (IDB), לצורך מימון ובססוז של חברות פרטיות. כדי למנוע לחיצים פוליטיים, עשויים להיות מופעלים על הממשלה בנושא החכלה הפיננסית של רשויות מקומיות מפני הנושאים במרקחה של חדלות פירעון, ניתן יהיה לקבוע סייגים באשר לסכום המרבי של ניירות ערך מוניציפליים שיוטר לרשות הפנסיה ולקופות האגמל לרוכש, חלק מתיק ההשקעות שלהם. אנו סבורים שאין להתייר רכישה של איגרות חוב מוניציפליות על ידי חברות או תאגידים ממשתתים, אפילו לצורך השקעות זמן קצר.

מקורות

בן-משה י', גברמן ג', האזר ש' ושותט א' (1991), הנפקת תעוזות התחייבות על ידי רשויות מוניציפליות בישראל, מצע לדין, רשות לנירות ערך, ירושלים.

חפי א', חסנו א', לוסטינמן ע', אורליק ת' (1995), *איגרות חוב מוניציפליות*, מכון פוליטה יימר למחקרים מדיניות, ירושלים.

חפי א', שמר ד', רוזנטליין י' (1996), *הנפקת איגרות חוב מוניציפליות למטרות ייעודיות בישראל*, מכון פוליטה יימר למחקרים מדיניות, ירושלים.

Bierwag, Gerald O. (1981), *The Primary Market for Municipal Debt: Bidding Rules and the Cost of Long-Term Borrowing*, Greenwich, CT: JAB Press.

Calkins, Lindsay N. (1992), "Tax Effects, the Taxable/Tax-Exempt Yield Spread, and Tax Reform 1986," *Quarterly Review of Economics and Finance* 32(4), winter, 81-98.

Euromoney (1992), *The 1992 Guide to European Domestic Bond Markets*, London.

Fabozzi, Frank J., Fabozzi T. Dessa and Feldstein Sylvan G. (1995), *Municipal Bond Portfolio Management*, Barr Ridge: Irwin.

Feenberg, Daniel R. and Poterba James M. (1991), "Which Households Own Municipal Bonds?", *National Tax Journal* 44(4) Part I, December, 93-1-3.

Feldstein, Sylvan G. and Fabozzi Frank J. (1987), *The Dow Jones - Irwin Guide to Municipal Bonds*, Homewood, IL: Irwin.

Feldstein, Sylvan G., Fabozzi Frank J. and Pollack Irving M. (1983), *The Municipal Bond Handbook*, Homewood, IL: Irwin.

Gordon, Roger H. and Metcalf Gilbert E. (1991), "Do Tax-Exempt Bonds Really Subsidize Municipal Capital?", *National Tax Journal* 44(4) Part I, December, 71-79.

Gray, Gary (1995), *Municipal Derivative Securities*, Barr Ridge: Irwin.

Kaufman, George G. (1981), *Efficiency in the Municipal Bond Market: The Use of Tax Exempt Financing for "Private" Purposes*, Greenwich, CT: JAB Press.

Lamb, Robert and Rappaport Stephen P. (1980), *Municipal Bonds*, New York: McGraw-Hill.

Marlin, George J. and Mysak Joe (1991), *The Guide to Municipal Bonds: The History, The Industry*, American Banker/Bond Buyer.

Metcalf, Gilbert E. (1993), "Federal Taxation and the Supply of State Debt," *Journal of Public Economics* 51(3), July, 269-85.

Metcalf, Gilbert E. (1991), "The Role of Federal Taxation in the Supply of Municipal Bonds: Evidence from Municipal Governments," *National Tax Journal* 44(4) Part I, December, 57-70.

Poterba, James (1989), "Tax-Exempt Debt," National Bureau of Economic Research, NBER Discussion Paper # 2900.

Quigley, John M. and Rubinfeld Daniel L. (1991), "Private Guarantees for Municipal Bonds: Institutions and Economic Outcomes," *National Tax Journal* 44(4) Part I, December, 29-39.

Tiebout, Charles A. (1956), "A Pure Theory of Local Expenditures," *Journal of Political Economy* 64, October, 416-24.

Zimmerman, Dennis (1991), *The Private Use of Tax-Exempt Bonds: Controlling Public Subsidy of Private Activity*, Washington: The Urban Institute.

Zipf, Robert (1995), *How Municipal Bonds Work*, Englewood Cliffs, NJ: New York Institute of Finance.

Principal Editor: Shunamith Carin
Preparation for Print: Silvina Pitasni
Print: Ahva Press Ltd.

The views expressed in this publication are solely those of the authors

©1997, The Floersheimer Institute for Policy Studies Ltd.
9a Diskin St. Jerusalem, 96440. Tel. 972-2-5666243 Fax: 972-2-5666252

ISSN 0792-6251

The Floersheimer Institute for Policy Studies

Municipal Revenue Bonds in Israel?

Nahum Biger and Steven Plaut

Jerusalem, January 1997

כלן פלורסהיימר למחקרים מדיניות