

תיבה 1: ניתוח הגורמים לצמיחת האשראי לענף הבינוי וההשלכות האפשריות על הסיכונים הפיננסיים¹

- בעת האחרונה האשראי הבנקאי לענף הבינוי גדל באופן מואץ. גידול האשראי אינו משתקף בצמיחה דומה של הפעילות הריאלית, הנמדדת באמצעות התוצר הענפי, ובמחירי הדירות, אף שאלה האמירו בשנה האחרונה.
- חלק מרכזי של גידול האשראי נועד למימון קרקעות בשיעורי מימון גבוהים ובמחירים חריגים בהשוואה לעבר, כך שהם מגלמים ציפייה להמשך העלייה של מחירי הדירות בקצב גבוה.
- מבחני רגישות שנערכו על סמך הדוחות הכספיים של חברות הבנייה הציבוריות מראים שתרחיש של ירידת ערך הקרקעות לא צפוי להעמיד את החברות בסיכון ממשי, אך שילוב של האטה בפעילות וירידה חדה של מחירי הדירות יחד עם שינוי בסביבת הריבית עלול להביא לעלייה בסיכון המערכת.

1. הקדמה

התקופה האחרונה אופיינה בפעילות מסיבית בשוק הדיור, שלוותה בהיקפי עסקאות משמעותיים ועליית מחירי הדירות בשיעורים גבוהים. לצד אלה נרשם גידול מואץ של האשראי לענף הבינוי והנדל"ן, שעיקרו (מעל 70% ממנו) באשראי שהבנקים מספקים לעסקים הגדולים בענף (איור 1.1). המשך עלייה חריגה ומואצת של האשראי לענף עלול להעלות את הסיכונים למערכת הפיננסית. בתיבה זו ננתח את האשראי לענף הבינוי ואת פעילותו של חברות הבנייה הציבוריות, המייצגות את העסקים הגדולים בענף, כדי ללמוד באיזו מידה גידול האשראי לווה בעלייה של הסיכון.

2. ניתוח גידולו של האשראי הענפי

בבואנו לנתח את האשראי לענף הבינוי אחד האלמנטים המרכזיים שיש לבחון הוא צמיחתו ביחס לפעילות הכלכלית של הענף, כלומר ביחס לתוצרו. באיור 2.1 אנו בוחנים את התפתחות היחס בין החוב הענפי לתוצר הענפי של הבינוי בהשוואה ליחס זה

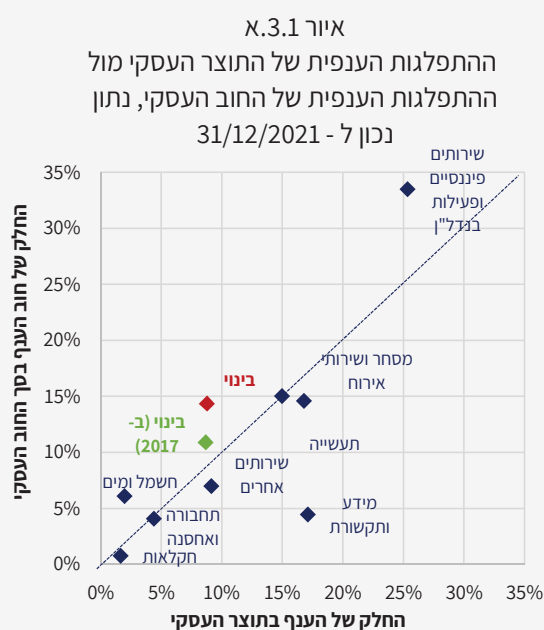
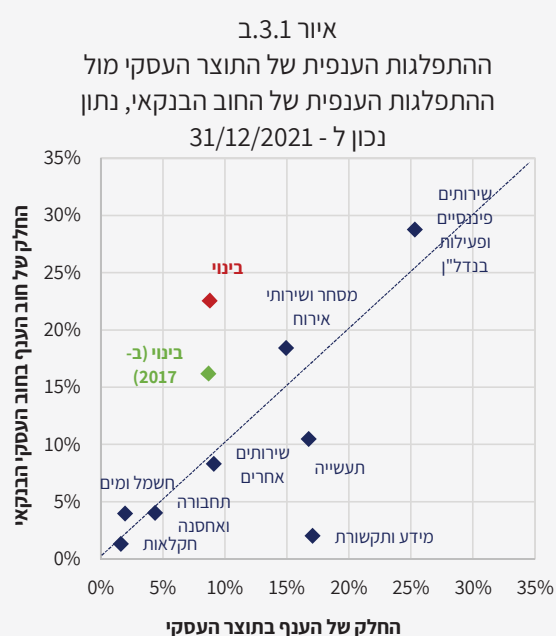
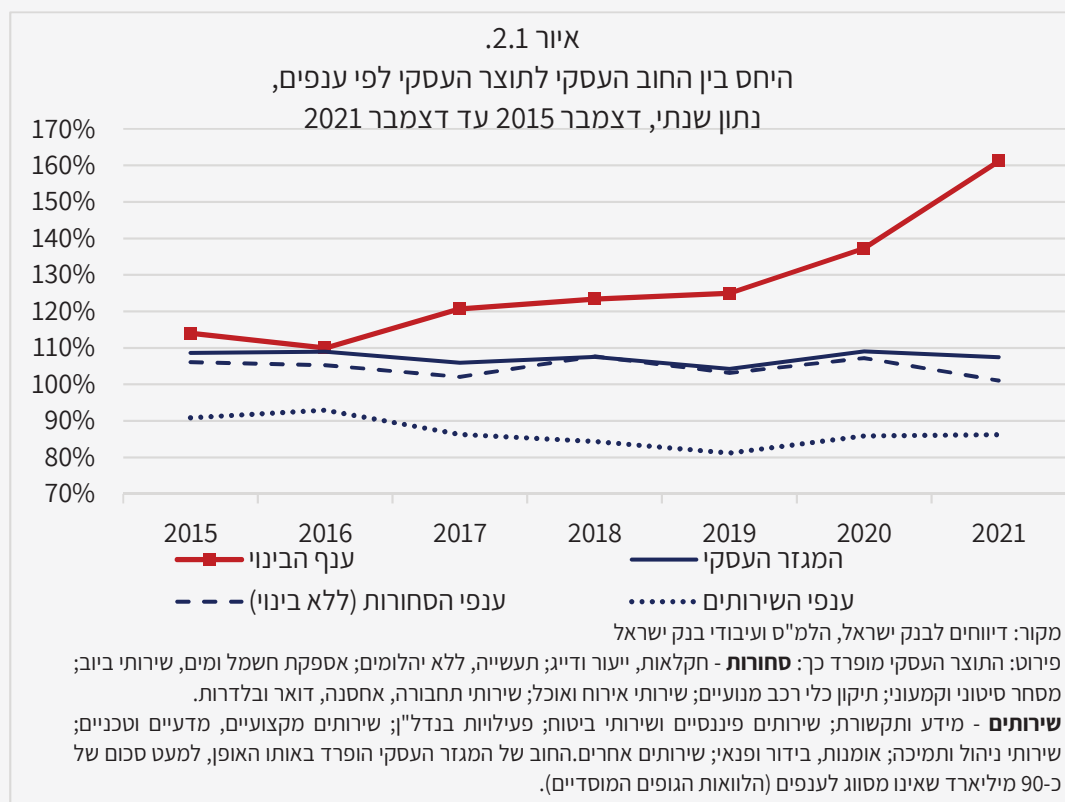
של המגזר העסקי בכללו, ובהבחנה בין ענפי הסחורות והשירותים. ניתן לראות כי בשנים האחרונות – ובמיוחד ב-2021 – גידול החוב של ענף הבינוי ביחס לתוצרו היה די חריג, גם ביחס לענפים נבחרים שנבחנו (בהם התעשייה, המסחר והפעילות בנדל"ן).

כדי להבין עד כמה גידול זה חריג ואת משמעות העלייה של הפעילות הממומנת באמצעות חוב (כלומר העלייה במינוף), בחנו את ההתפלגות הענפית של התוצר העסקי מול ההתפלגות הענפית של החוב העסקי ב-31/12/2021: בהסתכלות על **סך החוב מכל המקורות**, ענף הבינוי ממונף יותר מענפים אחרים, אך לא במידה רבה (איור 3.1.א); ענפי השירותים הפיננסיים והפעילות בנדל"ן, למשל, ממונפים יותר מענף הבינוי². כאשר מתמקדים ב**חוב הבנקאי** בלבד (איור 3.1.ב),

¹ כתב: איתי קדמי.

² מבחינת מינוף החברות הציבוריות, לפי יחס ההתחייבויות לנכסים, ענף הבנייה ממונף יותר מענפים אחרים, כגון: ענף הנדל"ן המניב, אולם ענף שירותים פיננסיים ממונף יותר.

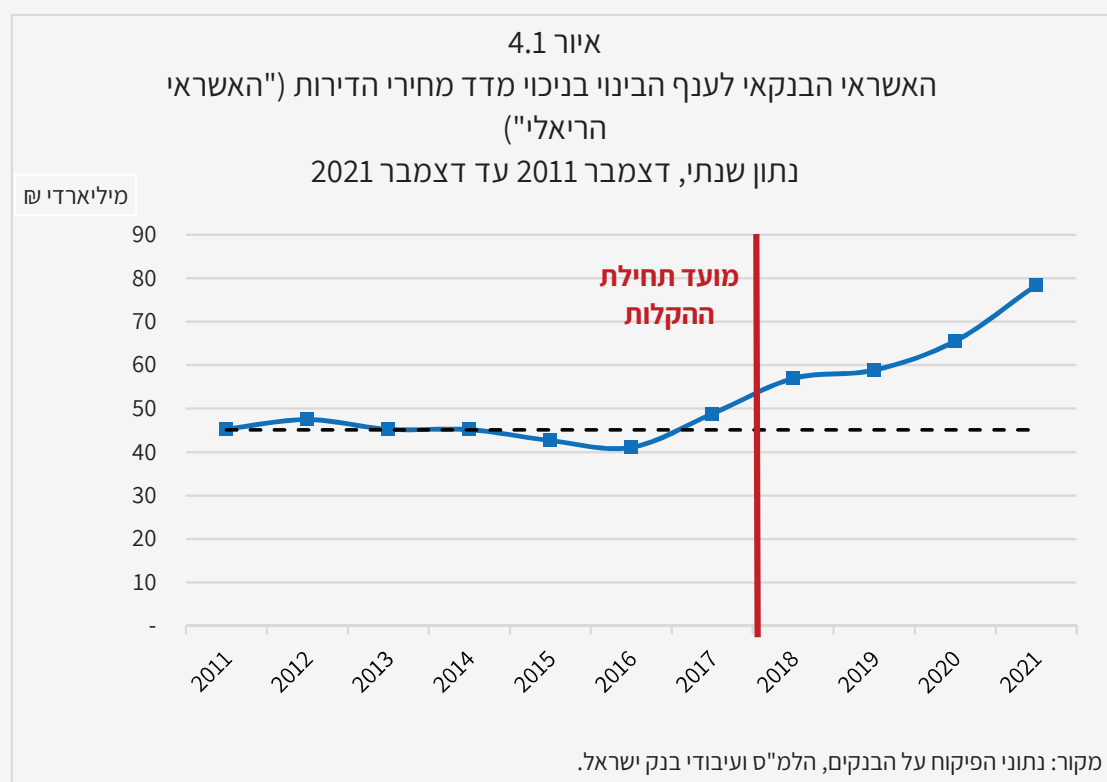
נמצא כי גידול החוב בענף הבינוי בשנים האחרונות היה לא פרופורציונלי לתוצר הענפי, וכי ענף זה חריג במיוחד ביחס לענפים האחרים: ניתן לראות כי מרבית הענפים נמצאים על קו ה-45 מעלות, כלומר מתקיים בהם יחס של 1 בין ההתפלגות בחוב להתפלגות בתוצר, ואילו הנתח של ענף הבינוי בחוב הבנקאי גדול פי שלושה מחלקו בתוצר העסקי.



מקור: דיווחים לבנק ישראל, הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.
פירוט: הקו המקווקו מסמן את קו ה-45 מעלות היוצא מראשית הצירים. מסך החוב העסקי, סכום של כ-90 מיליארד שאינו מסווג לענפים (הלוואות הגופים המוסדיים). לגרפים הוספו את ענף הבינוי ב-2017 (חלקו בחוב ובתוצר), כדי להמחיש את השינוי שהתרחש בחוב הבנקאי לענף.

נתמקד אפוא בחוב הבנקאי של הענף. מאיורים 2.1 ו-3.1 עולה כי האשראי לענף הבינוני עלה מעבר לתוצר הענף; משמע שגידול האשראי לא התבטא בעלייה דומה של הפעילות (שאמנם עלתה ב-2021). זווית הסתכלות נוספת על התפתחות האשראי הבנקאי לענף היא ביחס למחירי הדירות, שבעיקרם אינם משתקפים בתוצר הענפי. לשם כך אנו בוחנים את האשראי המאזני הבנקאי בניכוי מדד מחירי הדירות, כלומר את האשראי הריאלי לענף.

באיור 4.1 אפשר לראות שהאשראי הבנקאי לענף בניכוי השינוי השנתי במדד מחירי הדירות נותר עד סוף 2017 קבוע יחסית. (הקו המקווקו השחור מייצג את האשראי בתחילת התקופה, שהוא גם הממוצע בשנים 2011–2017). אך מסוף 2018, בין היתר על רקע הקלות רגולטוריות שניתנו לבנקים ונועדו לתמוך בענפי התשתיות והבינוי³, האשראי לענף גדל הרבה מעבר לעליית מחירי הדירות⁴. המשמעות היא שהגידול הניכר באשראי לא בא לידי ביטוי בצמיחה דומה – לא בפעילות הכלכלית (כפי שמשתקף בתוצר הענפי), כאמור, ולא במחירי הדירות, שאמנם האמירו בשנת 2021. התפתחות זו מלמדת על מימון בשיעור מיון גבוה יותר מצד הבנקים, שעלולה להצביע על עלייה בסיכון.



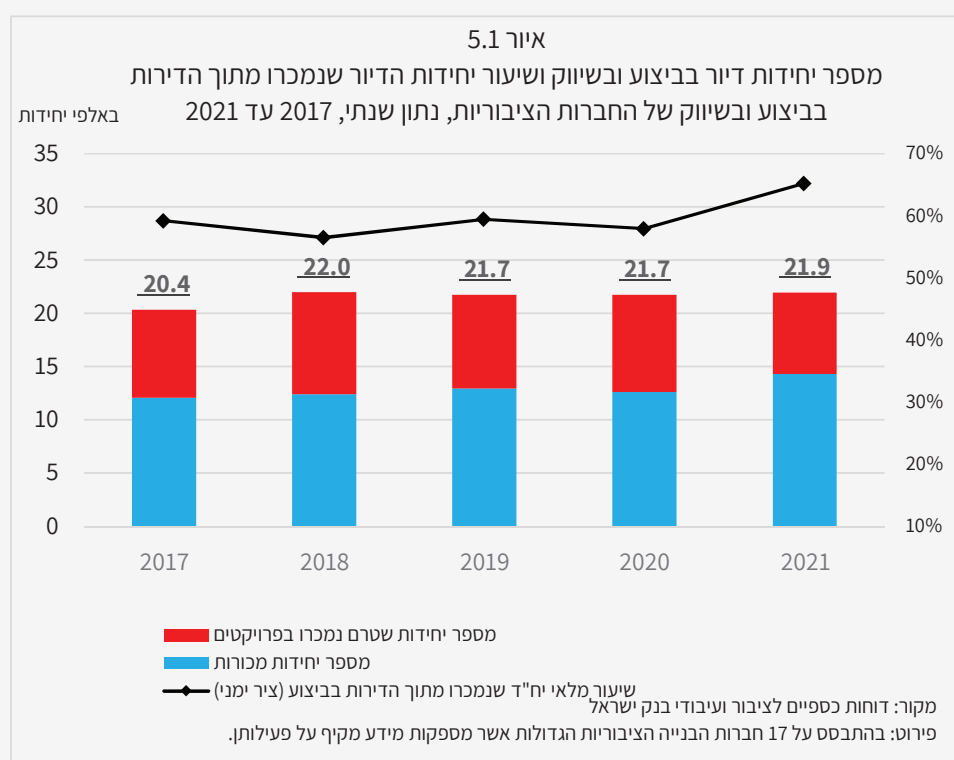
בפיקוח על הבנקים זיהו שגידול האשראי לענף לווה בעלייה של התיאבון-לסיכון וירידה בתנאי החיתום, תוך כדי ירידה של הריביות על האשראי בעסקאות חדשות ועלייה בריכוזיות של תיק האשראי. בעקבות זאת פרסם בנק ישראל עדכון לנב"ת 315, וכן הוציא, בדצמבר 2021 ובמרץ 2022, מכתבים לתאגידים הבנקאיים, אשר מטרתם לחזק את ניהול הסיכונים בבנקים, ובהם, בין היתר דרישה להקצאת הון נוספת בגין מימון קרקעות במינוף גבוה. להרחבה נוספת על המגמות שנצפו לאחרונה במימון הבנקאי לענף הבינוני והנדל"ן וכן על צעדי הפיקוח על הבנקים ראו תיבה א'-8 בסקירת מערכת הבנקאות לשנת 2021.

³ הקלות אלו מתייחסות לשינויים שנעשו במגבלת החבות הענפית. ההקלות החלו בסוף 2018, כאשר מקדם ההמרה בערבויות חוק מכר הופחת מ-50% ל-30%. בהמשך נרשמו הקלות נוספות, שכללו שחרור של המגבלה הענפית הרגולטורית. היבט המלמד כי המגבלה בענף הבינוני הייתה אופקית, וכל הקלה הביאה לגידול באשראי (מעבר לגורמי היסוד – הפעילות והמחירים).

⁴ נציין כי בחינה זו נערכה גם לגבי האשראי המאזני וערבויות חוק המכר, שהן רכיב חוץ-מאזני, וקיבלנו תמונה דומה.

3. ניתוח חברות הבנייה הציבוריות

כדי להשיב על השאלה מה מסביר עלייה חריגה כזאת באשראי, שאינה משתקפת בפעילות הכלכלית ובמחירים הנומינליים של הדירות, ניתחנו את הפעילות של חברות הבנייה הציבוריות. חברות אלו מייצגות בעיקר את העסקים הגדולים בענף⁵ (אשר להם ניתן מרבית האשראי הבנקאי הענפי בתקופה האחרונה), וחלקן באשראי לענף הוא יותר מ-40%. ידוע שהתארכות משך הזמן עד למכירת הדירות מחייבת את החברות לטול אשראי נוסף כדי לקדם את הבנייה – אך בבחינה של שיעור מלאי יחידות הדירור שנמכרו מסך היחידות שבביצוע או בשיווק ניתן לראות כי הוא עלה ב-2021 בהשוואה לשנים קודמות (איור 5.1).⁶ יתר על כן, מספר יחידות הדירור שבשיווק או בביצוע עלה בשיעור זניח ונותר ברמה קבועה, דומה לרמת השנים הקודמות.⁷ ניתן אפוא להסיק שתוספת האשראי לא נועדה להתמודדות עם התארכות משך הזמן שעד למכירת הדירות או להגדלת מלאי הדירות בטווח הקצר.



הסבר אחר לגידול האשראי הוא ירידת הרווחיות בחברות הבנייה הציבוריות. מניתוח פעילותן עולה כי בשנת 2021 15 החברות הגדולות מבין חברות הבנייה הציבוריות מכרו יחד כ-8 אלף יח"ד, גידול של כ-50% בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2020. לפי דיווחי החברות נרשמה עלייה של יותר מ-20% במחיר הממוצע לדירה. (חלק מהחברות מסבירות את העלייה בעיקר בשינוי מאפייני הדירות הנרכשות). באיור 6.1 א ניתן לראות את המתאם הגבוה מאוד (0.96) בין סך המכירות של חברות הבנייה הציבוריות לבין מדד מחירי הדירות, ואיור 6.1 ב מלמד שלמרות עליית המדד שיעור הרווח הגולמי נותר קבוע יחסית על פני זמן, עם עלייה מסוימת ב-2021.⁸ (הרווח הגולמי הוא לפני ההוצאות על הנהלה, שיווק, מימון ומסים).

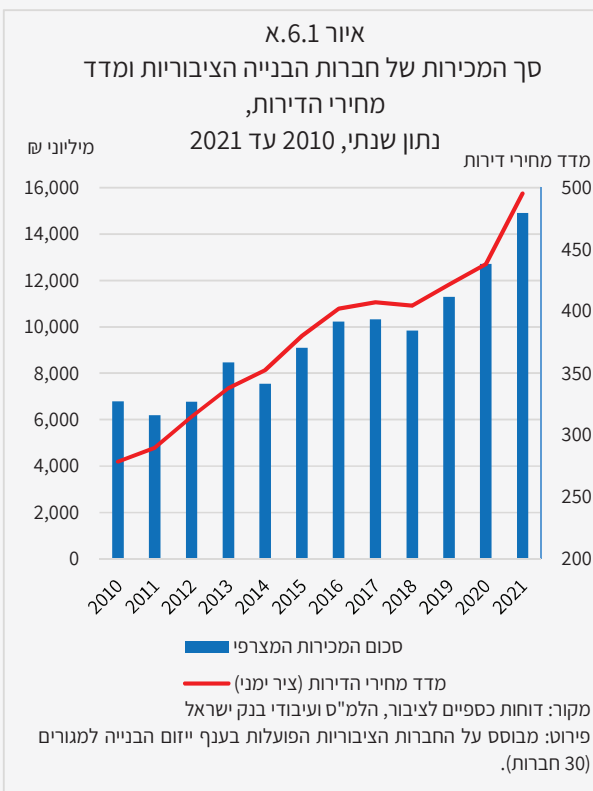
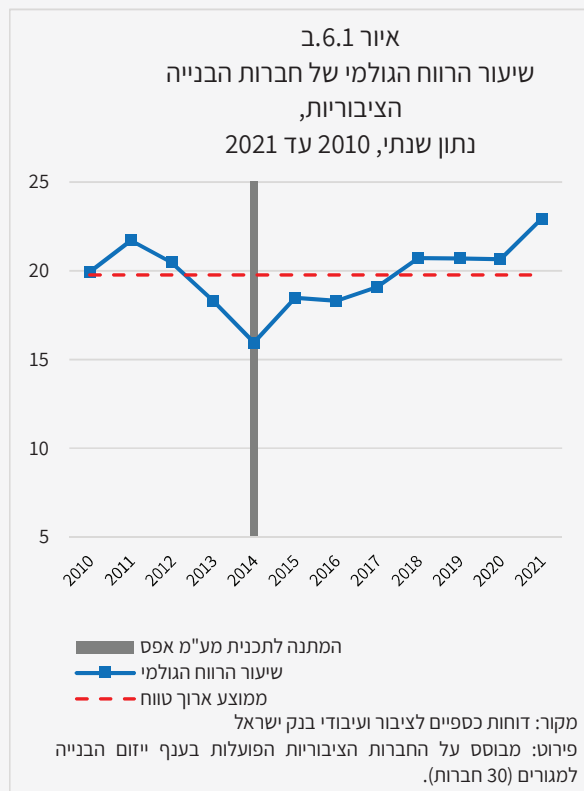
⁵ 15 החברות הציבוריות הגדולות בענף הבינוי אחראיות בממוצע בכל שנה (בבחינה של 5 השנים האחרונות) על כ-17% מסך הדירות החדשות שנמכרות. על-פי דירוג Dun's 100-BDI ניכר שמרבית חברות הבנייה הציבוריות מדורגות בין החברות הגדולות בענף.

⁶ ממצא העולה בקנה אחד עם נתוני הלמ"ס, שלפיהם הייתה ב-2021 הייתה עלייה של 37% במכירת דירות חדשות.

⁷ על פי נתוני הלמ"ס, ב-2021 עלה מספר הדירות שבבנייה פעילה ב-12%. השיעור הנמוך יותר בחברות הציבוריות עשוי ללמד שב-2020 הן נתקלו בפחות בעיות המעכבות את הבנייה, בהן קשיים בהשגת אשראי להמשך פעילותן.

⁸ ממצא זה מלמד כי הרכיבים שנזקפים לעלות המכר, כגון תשומות הבנייה ועלות הקרקע, עלו בהתאם. לכן אם יש צפי להמשך פעילות ערה בשוק הדירור, ושיעורי הרווח הגולמי, כאמור, קבועים יחסית על פני זמן, אין סיבה להניח ששיעורי הרווחיות של חברות הבנייה יאמירו.

אשר להתפתחות האשראי – בחברות הבנייה הציבוריות גדל החוב הפיננסי (הלוואות ואג"ח קונצרניות) במהלך 2021 בכ- 11 מיליארד ש"ח (גידול של יותר מ-20%), אך המינוף (יחס ההתחייבויות לנכסים) לא גדל ונותר כ-70%⁹. מהממצאים שתוארו לעיל עולה כי החברות לא הגדילו את מלאי הדירות שבהקמה ובשיווק, כי משך זמן המכירה לא התארך, וכי



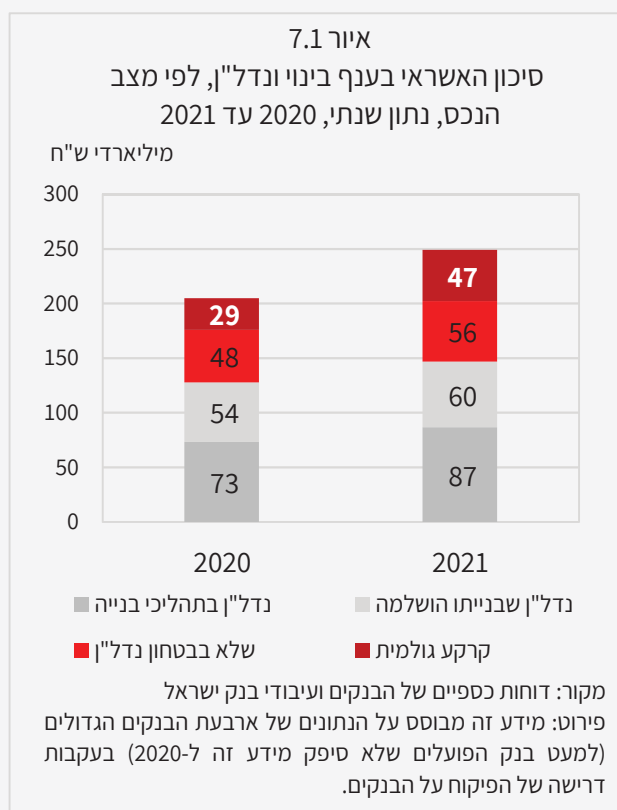
והרווחיות לא נפגעה (ואף עלתה). לצד זאת, היקף הקרקעות שנרכשו ב-2021 היה גבוה ובא לידי ביטוי בגידול עתודות הקרקע והפרויקטים שבתכנון¹⁰, התפתחות שעשויה ללמד כי חלק עיקרי¹¹ מגידול האשראי נועד למימון קרקעות.

עדות נוספת לכך ניתן למצוא בדוחות הכספיים של התאגידים הבנקאיים: בעקבות מכתבים שהוציא הפיקוח כאמור, נדרשו הבנקים לפרט את הרכב חשיפת האשראי שלהם לענף הבינוי והנדל"ן לפי מצב הנכסים. מפירוט זה עולה כי ב-2021 מתוך גידול החשיפה בכ-44 מיליארד ש"ח, כ-40% נועדו למימון קרקע גולמית (איור 7.1). מדובר בדיווח שמתבסס רק על ארבעת הבנקים הגדולים, כי "בנק הפועלים" לא סיפק פירוט זה לשנת 2020, והחשיפה כוללת גם אשראי חוץ-מאזני (בין היתר, ערבויות חוק מכר). לכן אנו מעריכים שבהתייחס לאשראי המאזני בלבד וכולל "בנק הפועלים", השיעור גבוה אף יותר.

⁹ מניתוח מצבת ההתחייבויות של חברות הבנייה הציבוריות עולה כי עיקר הגידול במהלך 2021 היה בחוב הבנקאי, אך גדל גם היקף האג"ח שהונפקו לציבור.

¹⁰ במהלך 2021 הייתה עלייה משמעותית בהיקף שיווקי הקרקעות על ידי רמ"י. להרחבה ראו פרק ט' בדוח בנק ישראל 2021.

¹¹ נציין כי בשל עליית מדד תשומות הבנייה האשראי נועד לממן גם את המשך התקדמות הבנייה. סביר להניח שמדובר בחלק קטן יותר מגידול האשראי; זאת משום שעלה מספר הדירות שנמכרו, ומכאן שהחברות צריכות פחות אשראי כדי להתקדם בבנייה (בהינתן שהשניונים במלאי הדירות אינם משמעותיים).



באשר לקרקעות – מחיריהן במכרזי רמ"י רשמו ב-2021 עליות חריגות בהשוואה לעבר (לשם ההמחשה, ההצעה הזוכה הייתה גבוהה פי 2.8 במוצע מערך השומה שנקבעה לקרקע, לא רק באזורי ביקוש)¹², ושיעורי המימון היו גבוהים, כפי שניתן ללמוד מהדיווחים של החברות הציבוריות¹³. ניתן אפוא להסיק שהנכסים (עלות הקרקעות) בחברות הבנייה הציבוריות גדלו בהתאם לגידול האשראי הבנקאי (כפי שתואר לעיל), בקצב שאינו תואם את הפעילות הכלכלית ואת מחירי הדירות, ולכן מגלמים ציפייה להמשך העלייה של מחיריהן. המשמעות היא שנכון למועד הניתוח (סוף 2021) הן המלווים (בעיקר הבנקים) והן הלווים (יזמי הנדל"ן למגורים) צופים המשך של עליית מחירי הדירות.

4. מבחני רגישות

כדי להבין באיזו מידה יש בהתפתחות המתוארת פוטנציאל לעלייה בפגיעות של החברות, שתביא להרעה במצב המערכת הפיננסית, ערכנו מבחני

רגישות על סמך הדוחות הכספיים של 15 חברות הבנייה הציבוריות הגדולות, המספקות גילוי נרחב על פעילותיהן בענף ייזום הבנייה. במסגרת ניתוח זה בדקנו את ההשפעה של תרחישים שונים על יכולת הספיגה של החברות, כלומר על המינוף שלהן (יחס ההתחייבויות לנכסים). לשם כך הנחנו תמונה סטטית של החברות ליום 31/12/2021 וממנה גזרנו תרחישים אפשריים.

שנת 2021 אופיינה, כאמור, בגידול מסיבי של מספר העסקאות בדירות חדשות ובעלייה של מחירי הדירות, על רקע תנאים פיננסיים מקלים. לכן שילבנו תחילה שני תרחישים של ירידה במכירת דירות חדשות וירידה של מחירי הדירות בשיעורים שונים. על סימולציה זו הוספנו, בשלב השני, תרחיש אפשרי של ירידת ערך הקרקעות החדשות במאזני החברות ובשלב השלישי הוספנו תרחיש של עלייה בהוצאות המימון כתוצאה מעלייה של סביבת הריבית במשק. בלוח 1 ניתן לראות את

¹² בהתבסס על בדיקה שערכנו ל-115 מתחמים שהוצעו במכרזי רמ"י בשנת 2021.

¹³ מניתוח המידע שמפרסמות חברות ציבוריות סכום הזכייה היה כפול מן השומה שנקבעה לקרקע, ושיעור המימון ביחס לסכום הזכייה עמד במוצע על קרוב ל-100%.

לוח 1.1 השפעת תרחישים אפשריים על יחס המינוף הממוצע

א-1. ירידה במחירי הדירות והאטה במכירות

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
73.5%	73.1%	72.9%	72.7%	72.6%	72.4%	
74.0%	73.6%	73.4%	73.2%	73.0%	72.8%	
74.5%	74.1%	73.9%	73.7%	73.5%	73.3%	
75.0%	74.6%	74.4%	74.2%	74.0%	73.8%	
75.5%	75.1%	74.9%	74.7%	74.5%	74.3%	
76.6%	76.1%	75.9%	75.7%	75.5%	75.3%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

ב-1. כולל תרחיש של ירידת ערך הקרקעות

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
75.0%	74.6%	74.4%	74.2%	74.0%	73.8%	
75.5%	75.1%	74.9%	74.7%	74.5%	74.3%	
76.1%	75.6%	75.4%	75.2%	75.0%	74.8%	
76.6%	76.2%	75.9%	75.7%	75.5%	75.3%	
77.1%	76.7%	76.5%	76.3%	76.0%	75.8%	
78.2%	77.8%	77.5%	77.3%	77.1%	76.9%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

ג-1. כולל תרחיש של ירידת ערך הקרקעות ועליית הריבית

ירידה במכירות						ירידה במחירי הדירות
30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
77.0%	76.4%	76.2%	75.9%	75.6%	75.4%	
77.6%	77.1%	76.8%	76.6%	76.3%	76.0%	
78.3%	77.7%	77.5%	77.2%	77.0%	76.7%	
78.9%	78.4%	78.1%	77.9%	77.6%	77.3%	
79.6%	79.1%	78.8%	78.5%	78.3%	78.0%	
80.9%	80.4%	80.1%	79.8%	79.6%	79.3%	
						0.0%
						2.5%
						5.0%
						7.5%
						10.0%
						15.0%

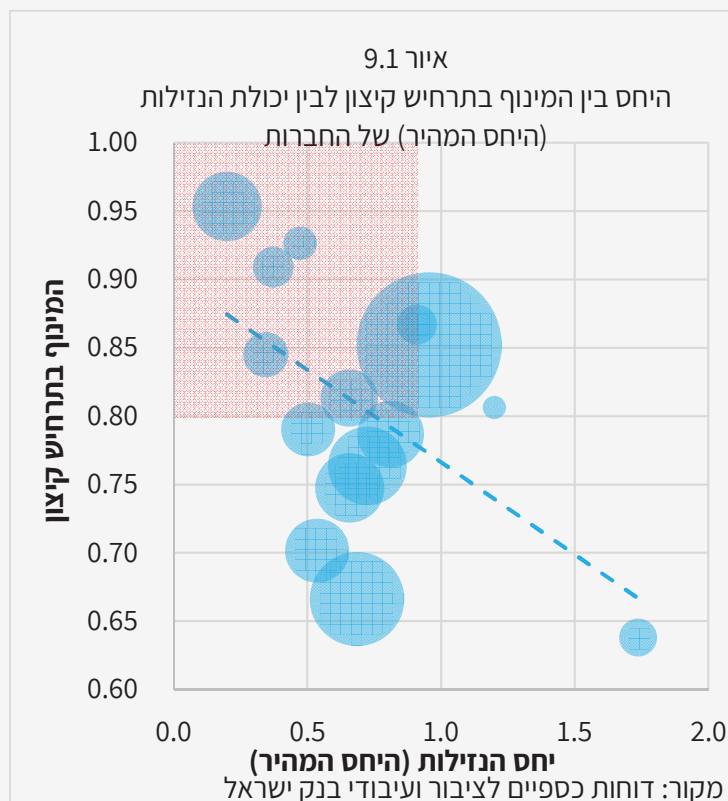
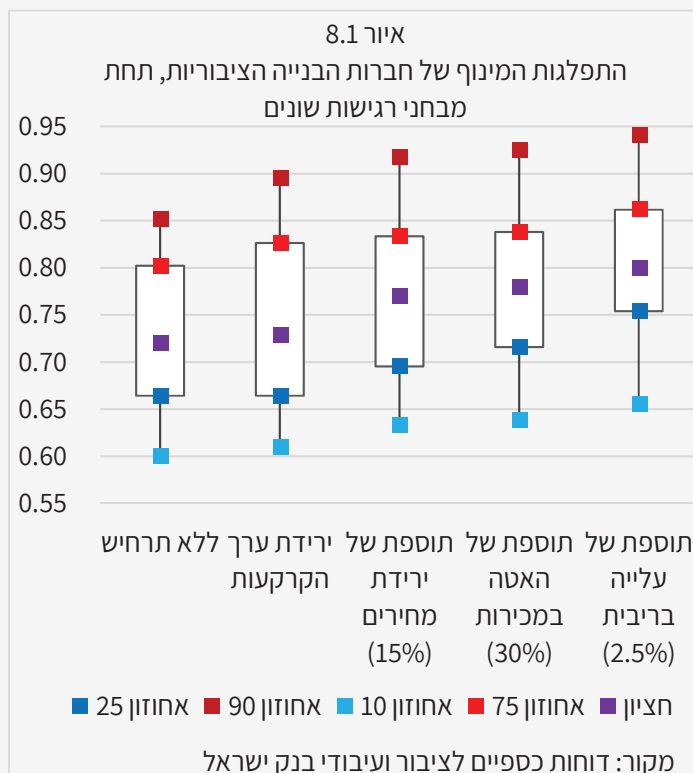
מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל

ההשפעה של שלושת השלבים שתוארו על יחס המינוף הממוצע של החברות, בכפיפות למספר הנחות¹⁴. תרחישים אלו מלמדים כי ירידת ערך הקרקעות כשלעצמה אינה מעלה באופן חד את מינוף החברות. (כפי שמראה המעבר מלוח 1-א ללוח 1-ב), אך השילוב של ירידת מחירים והאטה במכירות (ובאשר לתרחיש האחרון יש עדות לתחילה של מגמה כזאת¹⁵), לצד עלייה בסביבת הריבית ובהוצאות המימון (במעבר ללוח 1-ג) מלמד על עלייה לא מבוטלת במינוף, ולא רק בערכי הקיצוץ, אך ניכר שבממוצע החברות צברו הון במידה מספקת כדי לספוג שינויי מגמה.

איור 8.1, שבו אנו בוחנים את התפלגות המינוף בתרחישים השונים (בערכי הקיצוץ שלהם), מחדד את התמונה שלפיה ההשפעות העיקריות על החברות בענף הן ירידת מחירי הדירות ועלייה של הוצאות המימון. עוד מראה האיור כי בשילוב כל התרחישים מינוף החברות שנמצאות באחוזון ה-75 ומעלה מגיע לשיעורים גבוהים מאוד. אף על פי כן ניכר, כאמור, שלמרבית החברות יש מספיק הון כדי לספוג שינויים ואף זעזועים בענף ובתנאים

¹⁴ לצורך בניית התרחישים השתמשנו במספר הנחות כדלהלן: (1) ירידת מחירי הדירות – ראשית, חישבנו עבור כל חברה את המחיר הממוצע של דירה בשלוש השנים האחרונות (על ידי חלוקה של סך ההכנסות מייזום נדל"ן במספר הדירות שנמכרו). את המחיר הממוצע כפלנו במספר יחידות הדיור שנמכרו ב-2021, ואת התוצאה כפלנו בשיעורים שונים של ירידת המחירים. את התוצאות הפחתנו מההון העצמי של החברה ומסך הנכסים שלה, ובהתאם לכך חישבנו את יחס המינוף. (2) ירידה במכירת דירות חדשות – השתמשנו במספר יחידות הדיור שנמכרו ב-2021 על ידי החברה, הנחנו כי הירידה התרחשה בשיעורים שונים ממספר זה, וההשפעה על ההון העצמי ועל סך המאזן מורכבת מהמכפלה של מספר יחידות הדיור בשיעור הרווח הגולמי הממוצע של כל חברה ב-3 השנים האחרונות ובמחיר הדירה הממוצע (כמתואר לעיל). (3) ירידת ערך הקרקעות – ב-2021 היחס הממוצע בין מחיר הקרקע שנסגר במרכזי רמ"י לבין השומה היה 2.8; יחס זה עמד ב-2019 על כ-1, אך בתמהיל שונה של הנכסים: ב-2019 נמכרו קרקעות באזורים פריפריאליים (כגון ערד). לכן לשם הפשטות הנחנו שיחס זה גדל פי שניים. עוד הנחנו שעלות הקרקע היא שליש מעלות הדירה (לפני העלייה המתוארת), ומכך נגזר שעלות דירה ממוצעת ליזם גדלה בכ-33%. כדי לחשב את ירידת ערך הקרקעות הנחנו שעלייה זו לא מגולגלת במכירה, ולפיכך הכפלנו את ערך הקרקעות שנרכשו ב-2021 בפער שבין שיעור זה לבין שיעור הרווח הגולמי הממוצע של כל חברה ב-3 השנים האחרונות, והפחתנו את התוצאה מההון העצמי ומהמאזן של החברה. (4) עלייה בהוצאות המימון – השתמשנו בתשואה על האג"ח של החברות ב-2021 (ממוצע משוקלל בשווי האג"ח) כאומדן לריבית הממוצעת שכל חברה משלמת והנחנו עלייה של הריבית שב-2.5% (בהתאם לתחזית חטיבת המחקר). מתוך זה גזרנו את העלייה בהוצאות המימון עבור שיעור החוב של החברה, שהוא בריבית משתנה, וזאת ההשפעה על ההון.

¹⁵ ראו סקירה של הלמ"ס.



הפיננסיים. לפיכך עולה שאלה אם הונן נזיל במידה מספקת כדי להתמודד עם הזעזועים שתוארו. כדי להשיב בחנו את הנזילות של החברות, ובפרט את "היחס המהיר", שהוא היחס בין הנכסים השוטפים בניכוי המלאי לבין ההתחייבויות השוטפות.

באיור 9.1 ניתן לראות את הקשר בין מינוף החברות בתרחיש קיצון לבין הנזילות שלהן. ראשית, עולה כי במרבית החברות היחס המהיר שנבחן נמוך מ-1, מה עשוי להעיד שגם אם לחברה, בתרחיש קיצון, יש מספיק הון, יכולת הנזילות שלה די נמוכה. עוד עולה מאיור זה כי מתקיים קשר הפוך: ככל שהמינוף, בתרחיש קיצון, גבוה יותר (הציר האנכי), יכולת הנזילות נמוכה יותר (הציר האופקי), שילוב שעלול להיות מסוכן במקרה של האטה בפעילות. מבחינת אפיון החברות לפי גודלן (הנמדד באמצעות סך הנכסים, המתבטא באיור בגודל העיגול), עולה שחברות קטנות נתונות בסיכון גבוה יותר מאשר חברות גדולות (הרבע השמאלי העליון), אך תמונה זו אינה חד-משמעית, וגם חברות גדולות עלולות להיתקל – במקרה של האטה בשוק הדיור – בשילוב של מינוף גבוה ויכולת נזילות נמוכה. מצב זה יכול להגביר את הסיכונים למערכת הפיננסית, בעיקר משום שבעת האחרונה חלק מרכזי של האשראי לענף ניתן לחברות הגדולות, כמתואר לעיל.