

# תוכן העניינים

1	הקדמה
7	פרק א המהפכה בשוק ההון: מבט-על

## חלק ראשון: היצע ההון

33	פרק ב היצע המימון – החיסכון
61	פרק ג החיסכון הפנסיוני
102	פרק ד מעורבות הממשלה בשוק הכספים וההון
136	פרק ה תנועות הון בין-לאומיות
169	פרק ו מיסוי הכנסות מהון

## חלק שני: הביקוש להון – ההשקעה בנכסים קבועים ובמלאי

219	פרק ז הביקוש של המגזר העסקי להון
255	פרק ח הביקוש של משקי הבית למימון דיור

## חלק שלישי: המתווכים הפיננסיים והפיקוח על פעילותם

295	פרק ט התיווך הפיננסי
344	פרק י הפיקוח על שוק ההון
401	פרק יא מאבקי הכוח ביישום הרפורמות בשוק הפיננסי

## נספחים

431	נספח 1 אמידת מודל מחזור החיים של הצריכה והחיסכון
-----	--

436 מבחן שוויון שיעורי הריבית בין ישראל לארצות הברית 2 נספח

439 אמידת הביקוש לנכסים קבועים על בסיס התיאוריה הניאו־קלאסית 3 נספח

443 **ביבליוגרפיה**

463 **מפתח אישים ונושאים**

## הקדמה

בקיץ 1986, שנה לאחר ביצוע תוכנית הייצוב, התמנה פרופ' מיכאל ברונו לנגיד בנק ישראל. לתפקידו החדש הוא הביא עמו את הרוח הרעננה והנועזת שאפיינה אותו בהובלת תוכנית הייצוב, והדבר בלט הן בניהול הבנק והן בשינוי המדיניות הכלכלית. כבר באחד ממהלכיו הראשונים כנגיד שילב ברונו ליוזמה אחת את שתי המטרות: הצורך לחולל רפורמות מבניות בשוק הכספים וההון בכלכלת המדינה ובניית הצוות הניהולי הבא של בנק ישראל. למימוש הרעיון הוא הקים את "הצוות לתכנון רפורמה בשוק ההון", שכלל את כל המשנים למנהלי המחלקות בבנק ובראשו העמיד אותי – באותה עת כיהנתי כמשנה למנהל מחלקת המחקר. המטרה המרכזית בהקמת הצוות הייתה כמובן בחינה של מכלול הבעיות בשוק הפיננסי וגיבוש המלצות לפתרון, אך במקביל נבחן צוות המשנים בהתאמתו לסגל הניהול העתיד של בנק ישראל. נוסף על המשנים, הועסקו בצוות 23 כלכלנים ומשפטנים מכל מחלקות הבנק.

בפני הצוות ניצבו בעיות חמורות ורחבות היקף, שהתפרסו על כל הפעילויות של שוק הכספים וההון. ראשית, השוק הפיננסי היה מולאם כמעט במלואו: הממשלה פעלה למעשה כמתווך הפיננסי העיקרי במשק והתערבה בכל הפעולות בשוק בקנה מידה נרחב. מעורבותה ניכרה בגיוס הון, בהקצאתו בין יעדים שונים, בקביעת התשואות ובשיעורי מס מפלים. מעט החופש שנותר לפעילות פרטית התנהל בין מספר קטן של מתווכים, ללא תחרות של ממש ותוך ניצול לרעה של ניגודי עניינים. הצוות לתכנון רפורמה הכין תוכניות בקשת רחבה של נושאים. הסוגיה הדחופה ביותר הייתה הבעלות על ארבעת הבנקים הגדולים, שפשטו את הרגל ב־1983 ומניותיהם עברו לבעלות הממשלה. על מנת למנוע שליטה של הממשלה בבנקים מסחריים, המליץ הצוות להעביר את השליטה בטווח הקצר לידי נאמנות ממלכתית,

ולאחר מכן להעניק זכויות הצבעה שוות לכל המניות של הבנקים שבהסדר ולמוכרם לבעלים פרטיים.

במקביל גיבש הצוות תוכניות לכל בעיות היסוד בשוק הפיננסי. התוכנית הראשונה נועדה להוציא את הממשלה ממעורבותה הן בגיוס ההון והן בהקצאתו, כך שהיא תחדל מלפעול כמתווך פיננסי. במסגרת תוכנית זו בוטלה בהדרגה חובת המשקיעים המוסדיים להשקיע את כל מקורותיהם כמעט באיגרות חוב ממשלתיות; בוטלו הסדרי האשראי המוכוון על ידי הממשלה, ובמקביל הותר למגזר העסקי, לראשונה מאז הקמת המדינה, להנפיק איגרות חוב. כן גובשה תוכנית לליברליזציה הדרגתית של תנועות הון אל המשק וממנו.

אשכול שני של תוכניות הרפורמה התמקד בשינוי המבנה והפעילות של כל המתווכים הפיננסיים, כדי להגדיל את התחרות בשוק הכספים וההון ולצמצם את ניגודי העניינים. במסגרת זו נוסח המבנה וההרכב של הפעילויות שיתורו לכל אחד מהמתווכים – הבנקים המסחריים, הבנקים למשכנתאות ולהשקעות, קופות הגמל, קרנות הנאמנות, חברות הביטוח, הברוקרים, החתמים והיועצים. באלה נכללו, בין היתר, ניתוק הבעלות של הבנקים על בנקים קטנים, על קופות גמל וקרנות נאמנות ועל תאגידים ריאליים. כדי לצמצם את האפליה החמורה במיסוי בין עבודה לנכסים פיננסיים, הוכנה תוכנית למיסוי ההכנסות מהון שתמורתן תיועד לצמצום המיסוי על הכנסות מעבודה.

חלק מהרפורמות בוצעו בתקופת כהונתו של ברונו כנגיד, במיוחד התוכניות לצמצום מעורבות הממשלה בשוק הפיננסי והשלבים הראשונים בפתיחת המשק לתנועות הון בין-לאומיות. ההמלצות ליצירת תחרות ולצמצום ניגודי העניינים בבנקאות נתקלו, מטבע הדברים, בהתנגדות של בעלי עניין; ולמרבה ההפתעה, גם צמרת משרד האוצר דחתה אותן בשנים הראשונות. מאבקי הכוח עם בעלי העניין והמחלוקות בקרב הדרג המקצועי גרמו לגניזת ההמלצות המקוריות ולהקמת ועדות חדשות שוב ושוב. לימים תרמו חילופי הדורות במשרד האוצר לשינוי עמדותיו וסייעו להתגבר על התנגדותם של בעלי העניין. בחלק מהוועדות הללו כיהנתי כיו"ר, בחלק כחבר, והבאתי לשולחן הדיונים גם את הרעיונות שעלו שנים קודם לכן בצוות של בנק ישראל לתכנון רפורמה בשוק ההון. עם אלה נמנו ועדת הצמיחה, שהתרכזה ברפורמה בחוק לעידוד השקעות הון (1992); הוועדה לבחינת מבנה הבנקאות (1993); הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים

ריאליים (1995); תיאום רשויות הפיקוח (1995); דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל (2000); הוועדה הציבורית לרפורמה במס הכנסה (שעסקה במיסוי ההכנסות מנכסים פיננסיים ויעודם לצמצום המס על שכר עבודה (2000), והוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים (2016). בסופו של דבר בוצע חלק מכריע מההמלצות לרפורמות אלה, חלקן בתקופת כהונתי בבנק ישראל ובמשרד האוצר וחלק מאוחר יותר בעת כהונתם של אחרים, והן שינו את פני השוק הפיננסי ללא הכר. חלק מהרפורמות יושמו תוך זמן קצר יחסית אך תהליך יישומו של חלק אחר נמשך שלושה עשורים – וטרם הושלם. במוצע נדרשו שלוש ועדות ועשר שנים כדי לקדם רפורמה בשוק הפיננסי. אפשר לדמות משימה זו כריצת מכשולים במסלול מרתון, כזו שדורשת אורך רוח והתמדה עד להשגת המטרה.

בקיץ 1996 הצטרפתי לסגל המחלקה לכלכלה באוניברסיטה העברית. בשנה הראשונה בניתי קורס שעסק במבנה שוק ההון ובהתפתחותו מאז תוכנית הייצוב. כבר בעת ההיא ניכרו לא מעט שינויים מבניים, אך חלומות רבים עדיין לא התממשו. ככל שחלף הזמן בוצעו רפורמות נוספות והעשרתי בהן את הרצאותי. במבט אחורה, חלפו עשרים שנה ויותר מאז שבניתי את תוכנית הקורס לראשונה, ועם השנים השתכלל הקורס ורפורמות חדשות תפסו בו מקום. הקורס נבנה על אדני התיאוריה הכלכלית, הניסיון העולמי, המחקרים שנערכו בארץ ובעולם, וההתפתחות בשוק הכספים וההון בישראל מ-1985 ועד היום. לפני שנתיים הגעתי למסקנה שהמהפכה המצטברת בשוק הפיננסי הגיעה לממדים שראוי לעשות אתנחתא ולבחון מה השגנו ומה עוד נותר.

הספר שלפנינו מתבסס על הרצאותי בקורס זה באוניברסיטה העברית ובמסגרת לימודי המוסמך בכלכלה במכללה למינהל. כמובן שהעמקתי והרחבתי בפרקים רבים, ותגובותיהם של הסטודנטים והשגותיהם בדבר היתרונות והחסרונות של כל רפורמה תרמו לשיפור הצגת הנושאים. בהרצאותי ובספר עצמו ניתחתי בכל פרק את התנהגות השחקנים בענף, את מעורבות הממשלה והשלכותיה, את הרפורמות שבוצעו ואת תוצאותיהן. הפרקים מסתיימים בהמלצות על השינויים הנדרשים להשלמת המסע לשכלול ולייעול השוק הפיננסי בישראל. נעזרתי לא מעט בניסיוני האישי בגיבוש רפורמות רבות בשוק הפיננסי ובמאבקי ליישמן במסגרת תפקידי בעבר, כמנהל המחקר בבנק ישראל (1987–1996) וכמנכ"ל

משרד האוצר (1999–2001). גם לאחר תקופות אלה, המשכתי בחקר מבנה השוק הפיננסי ורשויות הפיקוח, ונטלתי חלק בקידום יוזמות לרפורמות הן כחבר בוועדות ובמסגרות שגיבשו הצעות למדיניות, והן בייעוץ לשרי האוצר ולוועדות הכלכלה והכספים בכנסת.

## בספר שלושה חלקים:

חלק א דן בהיצע ההון בשוק הפיננסי (החיסכון). הפרקים שבחלק זה עוסקים בהתפתחות החיסכון לאורך זמן ובגורמים המשפיעים על היקפו כמו הכנסה, גיל, אי־ודאות, הורשה וגורמי התנהגות, שהמחקר הכלכלי מקדיש להם מקום הולך וגדל. פרק מיוחד מוקדש לחיסכון לפנסיה והוא כולל ניתוח של המשבר בקופות הפנסיה הוותיקות, המעבר לפנסיה צוברת וסקירת היתרונות והחסרונות שבפנסייית חובה.

חלק מהיצע ההון מגיע ממקורות זרים ומוקדש אפוא פרק לתנועות ההון הבין־לאומיות אל ישראל וממנה, ההגבלות הרבות על חופש התנועה ששררו בעבר, התנאים הנדרשים לליברליזציה בזרימת ההון וניתוח הסיבות לכישלון הניסיון הראשון לליברליזציה בתנועות ההון ולהצלחת הניסיון השני. שני פרקים מוקדשים למעורבות הממשלה: הראשון דן במעורבותה הגדולה בעבר בנכסים ובאשראי בשוק הפיננסי ובשינוי הגדול שהתחולל בתחום זה; והפרק השני מתמקד ברפורמה בתחום המסים, שצמצמה עד למאוד את האפליה ששררה בשיעורי המס בין ההכנסות מנכסים פיננסיים לבין המס על שכר עבודה.

חלק ב דן בביקוש להון של המגזר העסקי ומשקי הבית. המגזר העסקי נדרש להון למימון רכישת מבנים, מכונות וציוד שיגדילו את כושר הייצור וכן למלאי של חומרי גלם מוצרי ביניים ומוצרים מוגמרים. הפרק הראשון בחלק זה מנתח את הגורמים המשפיעים על הביקוש להון ובהם השינויים בהיקף המכירות, התשואה הצפויה מהרחבת המפעל, שער הריבית והסיוע הממשלתי ליעדים מועדפים.

הפרק השני בחלק זה עוסק בביקוש של משקי הבית להון למטרות שונות, כמו מימון רכישת דירה למגורים או להשקעה. הושם דגש על שני המאפיינים הייחודיים לשוק הדיור בישראל: התנודות החריפות בביקוש עקב גלי העלייה,

שליטת הממשלה בהיצע הקרקעות ומשך הזמן הארוך שנדרש לבנייה. מקום מיוחד מוקדש להשפעת הריבית על שוק הדיור בעקבות המשבר העולמי ב-2008.

חלק ג עוסק במתווכים הפיננסיים – בנקים ומוסדות כספיים, ובמערכת הפיקוח עליהם. הפרק הראשון בו מוקדש לניתוח התחרות המועטה במערכת הבנקאות, לניצול ניגודי העניינים במגוון הפעילויות שהותרו בעבר לבנקים, ולהשלכות השליליות שנודעו לכך. בהמשך נסקרות ומנותחות הרפורמות שתרמו לשיפור רווחתם של צרכני השוק הפיננסי – ניתוק הבעלות של הבנקים על התאגידים הריאליים ועל מתווכים פיננסיים אחרים – קופות הגמל, קרנות הנאמנות והבנקים הקטנים.

הפרק השני בחלק ג דן בסיכונים השוררים בשוק הפיננסי, במטרות האסדרה של הפעילות ובפיקוח עליה. ארבע רשויות פיקוח שונות פועלות בשוק הכספים וההון. אף על פי שהן מפקחות על פעולות דומות, ניכרת שונות רבה בסמכויותיהן, בעוצמת האכיפה, במידת העצמאות המוקנית להן ובמשאבים שהועמדו לרשותן. בפרק זה ייבחנו פערי האסדרה והפיקוח, הנזקים הגלומים בכך והשינויים שהוכנסו בהם בשנים האחרונות. נותחו בהרחבה עצמאותם של המפקחים וניגודי העניינים בפעילותם בהשוואה למבני פיקוח שבמדינות אחרות. לכסוף נידונות התמורות שהתחוללו בעולם במבנה רשויות הפיקוח על השוק הפיננסי ובלקחים שאפשר להסיק מהן למערכת הפיקוח בישראל.

חלק זה בספר מסתיים בסקירה של מאזן הכוחות בין כל הגורמים המשפיעים על מבנה השוק הפיננסי ופעילותו: בין הפוליטיקאים והמפקחים, שאמורים לייצג את טובת הציבור, לבין בעלי המוסדות הפיננסיים הנאבקים במגמה לצמצום כוחם המונופוליסטי. נבחנים כאן המניעים לפעילותם של גופים אלה וההשלכות של כוחם היחסי באפשרות לבצע רפורמות בשוק הפיננסי; ההמלצות והאמצעים לקידום רפורמות אלה חותמות את הפרק.

הספר מתבסס על מחקרים רבים שנערכו בישראל ובעולם. בכל פרקיו מובא סיכום נרחב של הספרות הכלכלית בתחומים הנידונים, והניתוחים נשענים על לוחות ואיורים. בשלושה פרקים נדרש גם ניתוח טכני יותר ולכן צירפתי נספחים אקונומטריים בסוף הספר. כאמור, ראשיתה של התקופה הנסקרת בספר שלפנינו נטועה בשנת 1985, שבה בוצעה תוכנית הייצוב ולכן היא מהווה נקודת תפנית

גם בשוק הפיננסי בישראל; סופה של התקופה הנסקרת היא שנת 2018, השנה האחרונה שהיו נתונים אודותיה בעת השלמת הספר. רוב הנתונים מקורם בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בבנק ישראל, ברשות שוק ההון ובארגונים בין־לאומיים כמו OECD, קרן המטבע הבינלאומית והבנק העולמי. בנושאים אחרים הסדרות קצרות במעט בשל העדר נתונים זמינים.

הספר מיועד לקהל רחב המתעניין בשוק הפיננסי בישראל; לסטודנטים בכלכלה, במינהל עסקים ובמדיניות ציבורית, לפעילים בבנקאות ובכל מגזרי שוק ההון ולחוקרי הסוגיות המבניות בענף. ספרים רבים על שוק ההון עוסקים בקו הגמר של פעילות זו – קרי בניתוח ניירות ערך, בתיק ההשקעות האופטימלי לצרכנים שונים, בשיטות המסחר בכורסה וכיוצא באלה, אולם בספר שלפנינו התמקדתי בניתוח השורשים של השוק; מבנה השוק, הגורמים הפועלים בו והמניעים להתנהגותם, כלומר בכיקוש להון, בהיצע ההון, במתווכים הפיננסיים ובמערכת המסדירה את פעילותם ומפקחת עליהם. למיטב ידיעתי, ספר זה הוא ראשון שנכתב במתווה זה, בוודאי בישראל.

אסיים בנימה אישית. הספר שלפנינו איננו רק סיכום של ההתפתחויות העצומות שהתחוללו בשוק הכספים וההון בישראל מאז 1985 אלא גם מעין סיכום של שנים רבות בפעילותי המקצועית בתחום זה – בבנק ישראל, במשרד האוצר ובאוניברסיטה העברית.

זו ההזדמנות להודות לחברי הוועדות הרבות שהשתתפתי בהן, לעמיתי בבנק ישראל ובמשרד האוצר, שהדיונים איתם העשירו וחידרו את עמדותיי; לפרופ' משה בן הורין ולפרופ' מומי דהן על הערותיהם המאירות והמועילות; לנתן המנדינגר, עוזר המחקר בכתיבת ספר זה, שעשה עבודה מדויקת ומסורה; לרמה זוטא ורותי זקוביץ על העריכה הלשונית המוקפדת; לרם גולדברג ולצוותו בהוצאת מאגנס על אורך הרוח וההפקה המדויקת של הספר; לאדוה זלצר על הכנת מפתח מפורט של הערכים והאישים; לרשות שוק ההון ולבנק ישראל, שסייעו במתן נתונים; למכון הישראלי לרמקורטיה שהתיר לי לכלול בספר קטעים ממחקרים שפרסמתי במסגרתו; לאוניברסיטה העברית, למכון פאלק ולמכללה למינהל, שסייעו במימון המחקר. יבואו כולם על הברכה.

ירושלים, 2020, אבי בן בסט



לשוק הון יעיל ומשוכלל. יתירה מזו, חלק ממנהלי הבנקים אף עברו על החוק והטעו את הלקוחות כמודע. נוסף על אלה התערבה הממשלה בכל מגזרי השוק בהיקף משמעותי.

בסעיפים הבאים אסקור את מעורבות הממשלה בשוק, את המהלכים לנסיגה ממנה מאז תוכנית הייצוב ואת התרומות של רפורמות אלה להיווצרות שוק יעיל ותחרותי. בניתוח הרפורמות המבניות אחלק את השוק לשניים – שוק הכספים ושוק ההון.<sup>2</sup>

## 2. הרפורמות בשוק הכספים וההון

עד אמצע שנות השמונים הייתה המערכת הפיננסית בישראל רחוקה מאוד מקיום התנאים ההכרחיים לתחרות משוכללת. אחת הסיבות העיקריות להעדר תחרות הייתה התערבות רבתי של הממשלה בכל מגזרי השוק – בשוק הכספים, בשוק ההון ובתנועות ההון הבין־לאומיות אל המשק וממנו. הסיבה השנייה היא המבנה האוליגופוליסטי של מערכת התיווך הפיננסי.

הממשלה התערבה בכל הפעילויות בשוק – בגיוס הון, בהקצאתו ובקביעת התשואות. הסיבות להתערבות המסיבית של הממשלה היו מגוונות והשתנו במרוצת הזמן. עד 1973 המטרה העיקרית הייתה קידום יעדים חברתיים, כאכלוס אזורי הפיתוח, יצירת מקומות תעסוקה למתיישבים בהם ומגורים לעולים ולזוגות צעירים, ויעדים כלכליים במגזר העסקי, כעידוד הצמיחה, היצוא וההשקעות בנכסים קבועים. מימון הוצאות הממשלה היה משני בחשיבותו במניעי ההתערבות, אולם הגידול הניכר של גירעון הממשלה לאחר מלחמת יום הכיפורים, ב־1973, הביא לעלייה חדה הן בממדי ההתערבות והן ביעדיה. מאז 1974 ניתבה הממשלה לקופתה, באמצעים מנהליים, חלק מכריע מהחיסכון הפרטי, וייעדה את רובו למימון הגירעון הניכר בתקציבה במחיר זול מזה שהיה נקבע בתנאי תחרות.<sup>3</sup> מהקמת המדינה ועד 1987 השתמשה הממשלה בקשת מגוונת מאוד של אמצעים

2 להגדרת החלוקה בין שוק הכסף לשוק ההון ראו פרק א.

3 לסקירת מעורבות הממשלה בשוק ההון עד הרפורמה הראשונה בו ב־1987 ראו בלום ופיטרמן (1987).

כדי לשמר את שליטתה בשוק הפיננסי ולהכתיב את סדר העדיפות שלה: הגבלות מנהליות, שיעורי נזילות יוצאי דופן, מכסות אשראי ופטורים ממכסות אלה למגזרים מועדפים, הגבלות על תנועות הון בין־לאומיות ושיעורי מס וסכסוד מפלים. למעשה היה השוק הפיננסי כמעט מולאם, וגם מסובך ומסורבל מאוד. מבול האיסורים וההיתרים מאיסורים אלה, ריבוי שיעורי הריבית ומגוון האמצעים שהממשלה נקטה כדי להבטיח את שליטתה בשוק הקטינו את יעילותו, עיוותו את המחירים לשימושים שונים וכפועל יוצא – גם את הקצאת המקורות במשק. אמחיש את ההשלכות של התערבות זו במספר דוגמאות מרכזיות.

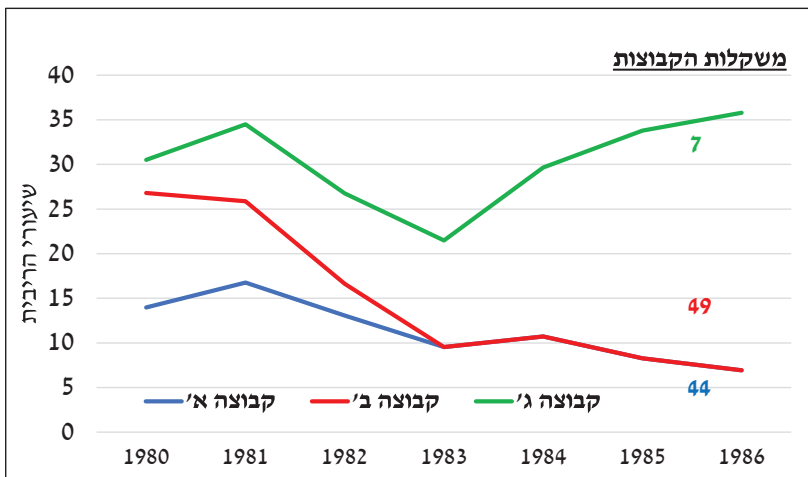
הממשלה אסרה על חברות פרטיות ללוות במישרין מהציבור על ידי הנפקת איגרות חוב, למעט מקרים נדירים שבהם ניתן לחברות מסוימות אישור מנהלי לכך.<sup>4</sup> דחיקת החברות הפרטיות מהשוק החופשי לאיגרות חוב הגדילה את הביקוש שלהן לאשראי מהבנקים. אחת התוצאות הייתה עיוות הריביות היחסיות שנקבעו בשני המקטעים של שוק האשראי – הארוך והקצר. יתירה מזו, הממשלה כפתה על קופות הפנסיה, הגמל וההשתלמות להשקיע 92 אחוזים ממקורותיהן באיגרות חוב ממשלתיות בלתי סחירות (לוח ד'4) ובריבית שנקבעה באופן שרירותי. ריבית קבועה במשך שנים רבות אינה יכולה להיות בכל יום ריבית של שיווי משקל. במיוחד מטרידות שנות המשבר, אשר בהן קרוב לוודאי שריבית זו הייתה נמוכה מהריבית שהייתה נקבעת בשוק חופשי, ובכך הקלה על הממשלה להמשיך ולקיים גירעונות גדולים בתקציבה. זאת ועוד, למעשה המשקיעים המוסדיים כמעט לא יכלו להציע הון למגזר העסקי, כי שיעור המקורות החופשיים שברשותם היה 8 אחוזים בלבד מהונם.

הממשלה התערבה בהקצאת מקורות המימון גם במישרין – למשל הקצתה אשראי מכוון ליצוא על פי קצב גידולו, ואת האשראי ליעדים אחרים הגבילה בתקרות מנהליות. מלבד זאת הריבית ששילמו היצואנים הייתה נמוכה במידה ניכרת מריבית השוק. כך, לדוגמה, רואים באיור ד'2 שבשנת 1986 קבוצה א', המייצגת לווים הפטורים מהגבלות מנהליות, שילמה ריבית דולרית של 7 אחוזים,

4 התקנה האוסרת הנפקת איגרות חוב ללא רשות מיוחדת של שר האוצר התקיימה למעשה עוד מתקופת המנדט הבריטי. בן שחר, ברונפלד וצוקרמן (1972) מציינים כי הסיבה להשארת איסור זה בעינו נעוצה בנטייה שלא לעודד תחרות בשיעורי הריבית בין המנפיקים.

ואילו קבוצה ג', הכפופה לתקרות מנהליות, שילמה ריבית דולרית של 36 אחוזים. קבוצה ב' כוללת אשראי לזמן ארוך שבעיקרו הושג ישירות מחו"ל. קבוצה זו הייתה כפופה להגבלות עד 1982, ולכן שילמה עליו בתחילת התקופה שיעור ריבית חריג. מרגע שהגבלות האשראי על קבוצה ב' הוסרו הריבית עליו ירדה מאוד והשתוותה לזו של קבוצה א' (סוקולר וצוקרמן, 1989).

איור ד'2: שיעורי הריבית על אשראים במטבע חוץ לפי הזכאות ומשקלותיהם (אחוזים)



המקור: בלפור (1988).

קבוצה א': אשראי ללווים הפטורים מהגבלות מנהליות.

קבוצה ב': אשראי לזמן ארוך, שעיקרו מחו"ל והוא הוגבל בחלק מהתקופה.

קבוצה ג': אשראי הכפוף לתקרות מנהליות.

העדפת היצוא הגדילה את מקורות המימון שעמדו לרשותו בהשוואה ליעדים אחרים, כייצור תחליפי יבוא, אף שאין ביניהם שום הכרל מבחינת תרומתם לצמצום עודף היבוא או לצמיחת התוצר (להרחבה ראו פרק ז). כך נפגעה יעילות ההקצאה של המקורות במשק, ולכן נפגע גם קצב הצמיחה. דוגמה בולטת נוספת לעיוותים בשוק ההון: עד סוף שנות השבעים נטלה הממשלה מהציבור הלוואות שבהן הקרן והריבית צמודות למדרד המחירים לצרכן, ובמקביל העניקה הלוואות לא צמודות ליעדים מועדפים. הואיל וכ־1973 קצב האינפלציה קפץ לכ־20 אחוזים ולאחר מכן

האמיר בהדרגה ל-78 אחוזים ב-1979, נוצר עיוות במחירים היחסיים של המקורות והשימושים. נוסף על כך הפער בין תנאי הגיוס של ההון לבין שימושיו הגדיל מאוד את העלות התקציבית של האשראי המוכוון בידי הממשלה ותרום להעמקת הגירעון בתקציב.

ההתערבות הניכרת של הממשלה פגעה גם באפקטיביות וביעילות של המדיניות המוניטרית, וזאת בשני מישורים. ראשית, הענקת אשראי בלתי מוגבל לייעדים מסוימים הקטינה את הבסיס שעליו המדיניות המוניטרית הייתה יכולה לפעול. לדוגמה, האשראי ליצוא, שהיווה כשליש מסך האשראי לזמן קצר, הורחב על פי קצב גידולו של היצוא. כך נאלצה הממשלה להשיג את היעדים הכללי-משקיים באמצעות הפעלת המדיניות על בסיס מצומק, או לסגת מהיעדים המוניטריים שקבעה.

שנית, התערבות הממשלה בשוק הכספים וההון יצרה בעיות שרשרת, וכל ניסיון לפתור אחת מהן יצר בעיה חדשה. כך הלכה המערכת הפיננסית והסתכנה. לדוגמה, ב-1977 הפעילה הממשלה החדשה רפורמה מרחיקת לכת בשוק מטבע החוץ: ההגבלות הרבות על תנועות הון אל המדינה ומחוצה לה בוטלו, ומאותה עת היה ניתן לייבא הון ולייצא הון באופן חופשי. הליברליזציה בשוק מטבע החוץ הונהגה בתקופה של חוסר יציבות כלכלית חמורה – גירעון ניכר בתקציב המדינה ובמאזן התשלומים ואינפלציה בשיעור של עשרות אחוזים לשנה. בהעדר תנאים מקרו-כלכליים יציבים חששו קובעי המדיניות מבריחת הון ניכרת לחו"ל, ולכן הוצע לציבור פיקדון ממשלתי בשקלים, צמוד לשער החליפין (פת"ם) בכמות בלתי מוגבלת, כתחליף להשקעה בחו"ל. בתוך מספר חודשים מהצגתו של הפיקדון לציבור הגיע משקלו ל-22 אחוזים ממצרף הנכסים הנזילים (4M), והוא הוסיף ועלה בהדרגה עד לשיא של 66 אחוזים בסוף 1984. כך פחת בשיעור דרמטי משקל הנכסים הלא-צמודים, שהם הבסיס לניהול המדיניות המוניטרית, מה שתרם להאצת האינפלציה. דוגמה נוספת היא מדיניות הממשלה בשוק איגרות החוב. בשנים 1977-1982 ייצבה הממשלה את התשואה הריאלית על איגרות החוב במטרה לצמצם את הסיכון בהחזקתן ועל ידי כך להוזיל את גיוס ההון עבורה. מדיניות זו חייבה מכירה וקנייה של איגרות חוב משיקולים שהיו זרים לניהול המדיניות המוניטרית, ולכן החליטה את השליטה של בנק ישראל בבסיס הכסף.<sup>5</sup> מלבד

5 ייצוב הריבית מנוגד לחלוטין למדיניות מוניטרית שבבסיסה הוא החופש לשנות את הריבית

זאת חלק ניכר מאיגרות החוב הממשלתיות שהונפקו למשקיעים מוסדיים לא היו, כאמור, סחירות בשוק. כך צומצם מאוד שוק איגרות החוב, ונמנעה אפשרות של ממש לפעולות בשוק הפתוח. התפתחויות אלו תרמו לאובדן השליטה המוניטרית ולתהליך האינפלציה המהירה בשנים 1974-1985.

## 2.A. הקווים המנחים לרפורמה בשוק הכספים וההון

בעקבות תוכנית הייצוב, ובמיוחד מתחילת 1987, פעלה הממשלה בהדרגה לצמצום מעורבותה בשוק הכספים וההון המקומי, להסרת ההגבלות מעל תנועות הון בין-לאומיות ולהגברת התחרות בין המתווכים הפיננסיים. המהלכים הראשונים גובשו בידי הצוות לרפורמה בשוק ההון, שהוקם בבנק ישראל בידי הנגיד מיכאל ברונז עם כניסתו לתפקיד בקיץ 1986.<sup>6</sup> אלה עקרונות הרפורמה שגובשו בצוות:

1. הגירעון בתקציב הממשלה יצומצם באופן פרמננטי לשיעור שמתיישב עם אינפלציה המקובלת במדינות המפותחות. צמצום הגירעון יפחית את כוחה של הממשלה בשוק וישחרר מקורות לפעילות עסקית. בלעדיו האפקטיביות של הסרת מגבלות מנהליות תקטן משמעותית.
2. הממשלה תחדל לשמש מתווך פיננסי בין החוסכים לבין המשקיעים בנכסים קבועים. היא תגייס הון מהציבור אך ורק לשם מימון הגירעון התקציבי, לשם מיחזור החוב הפנימי או לשם פירעון חובות לחו"ל (אם ברצונה לשנות את היחס בין החוב הפנימי לבין החוב החיצוני).
3. המגזר הפרטי יוכל לגייס הון מהציבור בכל האופנים – הנפקת איגרות חוב ומניות ונטילת אשראי מהבנקים. לפיכך יבוטל החוק המתנה הנפקת איגרות חוב באישור שר האוצר.

בהתאם לצורכי המשק. לדיון נרחב במדיניות המוניטרית ובהסדריה המוסדיים בתקופת המשבר ראה סוקולר וצוקרמן (1989).

6 הצוות הורכב מהמשנים למנהלי המחלקות בבנק ישראל, ובראשו עמד המשנה למנהל מחלקת המחקר, כותב ספר זה. תפקידו של הצוות היה להכין רפורמה כוללת בכל מגזרי שוק הכספים וההון – הביקוש, ההיצע, מבנה התיווך הפיננסי, מעורבות הממשלה והמיסוי על ההכנסות מנכסים פיננסיים. לתיאור המהלכים הראשונים ותוצאותיהם ראו בן בסט (1990).

4. מתן היתר כללי להנפיק איגרות חוב אינו מספיק כדי ליצור תחרות בשוק, משום שמרבית החיסכון של משקי הבית מתועלת על פי חוק למוסדות הפיננסיים העיקריים – קופות הפנסיה, הגמל וההשתלמות, ואלה מחויבות להשקיע 92 אחוזים ממקורותיהן באיגרות חוב ממשלתיות. לפיכך יש לצמצם משמעותית את החובה של המשקיעים המוסדיים לרכוש איגרות חוב ממשלתיות.
5. יבטלו זכויות היתר של הממשלה לעומת המגזר העסקי בגיוס הון – למשל שיעורי המס המועדפים.
6. הממשלה תימנע מהצעת ניירות ערך מיוחדים לגופים ייחודיים כקופות גמל. במקומם תונפקנה איגרות חוב סחירות בשוק החופשי.
7. שוק הכספים וההון ייפתח בהדרגה לתנועות הון בין-לאומיות פנימה והחוצה (בנושא זה ארון בהרחבה בפרק ה).
8. יצומצמו מנגנוני ההצמדה האוטומטיים.
9. מאחר שבנקודת המוצא מעורבות הממשלה בשוק ניכרת מאוד, ייושמו העקרונות בהדרגה.

בין כל השווקים של המערכת הפיננסית קיימים יחסי תחלופה וקשרי גומלין הדוקים מאוד. עם זאת לכל אחד מהקטעים הללו מאפיינים ייחודיים. לכן אתאר תחילה את הרפורמה בכל אחד מהם, ואחר כך אבחן את ההשפעה המשולבת של מכלול הצעדים להגברת התחרות והיעילות בשווקים הפיננסיים.

### 3.2. הרפורמה בשוק הכספים

הרפורמה בשוק הכספים נועדה לבטל את ההגבלות שעיוותו את הרכב תיק הנכסים והתחייבויות של משקי הבית והמגזר העסקי לטווח קצר וכן לשפר את תפקודה של המדיניות המוניטרית. הרפורמה הייתה מורכבת מעשרות צעדים פרטניים, שאותם ניתן למיין למספר קבוצות:

1. בנק ישראל החליט לחדול משינויים בשיעורי הנוזלות ככלי לניהול המדיניות המוניטרית ועבר לשלוט בכמות הכסף באמצעות הצעת הלוואות מוניטריות או פיקדונות מוניטריים לבנקים המסחריים במכרז, בהתאם לרצונו להרחיב

או לצמצם את כמות הכסף במשק. לפיכך הופחתו בהדרגה שיעורי הנזילות על פיקדונות לשיעורים עסקיים, כלומר לשיעורים המרכיבים הנדרשים כדי שהבנק יוכל תמיד לפרוע פיקדונות לפי דרישת הלקוחות.

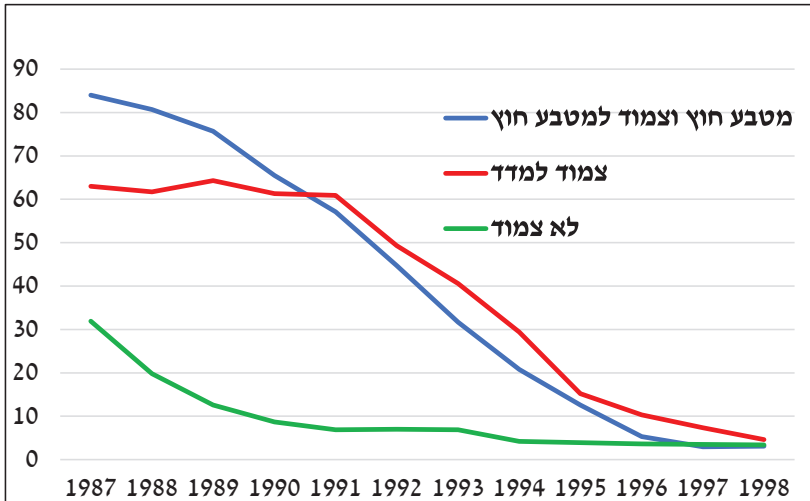
שיעור הנזילות שהבנק המרכזי דורש הוא היחס בין הסכום שהבנק המסחרי מחויב להחזיק במזומן בקופתו לבין היקף הפיקדונות של הציבור בבנק. ככל ששיעור הנזילות גבוה יותר פוטנציאל ההלוואות שהבנק יכול להעמיד מפיקדונות הציבור קטן יותר. לכן הריבית שהבנק ישלם על פיקדונות תהיה קטנה יותר, ואילו הריבית שהוא יגבה על הלוואות תהיה גבוהה יותר (כאשר יתר המשתנים קבועים). משמע שהעלאה של שיעור הנזילות כמוה כהטלת מס, ולכן היא גורמת להתרחבות הפערים בין הריבית שהבנק יגבה על אשראי לבין הריבית שישלם על פיקדונות. שונות בשיעורי הנזילות מעבר לפערים הנגזרים ממאפייני הפיקדונות יוצרת שיעורי מס מפלים ומעוותת את הרכב תיק הפיקדונות של הציבור, ולכן – גם את הרכב היצע האשראי. ב־1987 נעו שיעורי הנזילות בין 32 אחוזים על פיקדונות בשקלים לבין 84 אחוזים על פיקדונות במטבע חוץ וצמודים למטבע חוץ (איור ד'־3). שיעורי הנזילות הופחתו על כל הפיקדונות במהלך הדרגתי, שנפרס על פני השנים 1987–1998, והפערים ביניהם צומצמו לשיעור שבין 3 ל־6 אחוזים. תמונת ההתכנסות של שיעורי הנזילות מבטאת את ההיבט הרפורמטיבי שבמדיניות – צמצום האפליות בין נכסים שונים.

המכשיר השני בניהול המדיניות המוניטרית, שהשימוש בו הורחב החל ב־1987, הוא המלווה קצר המועד (מק"ם).

2. כדי להחליש את מנגנוני ההצמדה המשמרים את האינפלציה הוחלט להפסיק את הצעת פיקדונות הפת"ם, שהיוו התחייבויות ממשלתיות צמודות לשער החליפין. עם ביצוע תוכנית הייצוב הפכו פיקדונות אלה לחד־סטריים: ניתן לפדות אותם, אך לא להפקיד בהם סכומים חדשים. במקומם הותר למערכת הבנקאות לקבל פיקדונות צמודים לשער החליפין (פצ"ם) וכנגדם להעמיד לציבור אשראי צמוד למטבע חוץ. התוצאה הייתה ירידה של היקף פיקדונות הפת"ם ועלייה בפיקדונות הפצ"ם, ולכן ירידה של מעורבות הממשלה בשוק הנכסים הצמודים.

3. בוטלו כל המגבלות על אורך החיים של נכסים והתחייבויות צמודים למרד המחירים לצרכן או לשער החליפין.

איור ד'3: שיעורי הנזילות על פיקדונות (אחוזים)



המקור: בנק ישראל.

לוח ד'1: לוח הזמנים של הרפורמות בשוק הכספים

1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
הפחתת שיעורי הנזילות במטבע ישראלי ובמטבע חוץ										
פת"ם הרסטרי										
			שיווק נכסים ואשראים פרטיים צמודים למרד לשער החליפין							
			צמצום המעורבות בקביעת עמלות							
				ביטול האשראי המוכוון						



4. בוטלו ההגבלות הכמותיות על היקף האשראי במטבע חוץ ועל ערבויות בנקאיות.
5. בוטלו כל ההסדרים למתן אשראי מוכוון. הסדרים אלה נתנו העדפות ליצוא, ליבוא סחורות ייחודיות כציוד, דלק ומספוא ולסיוע למגזרים במצוקה.

המהלכים הללו בוצעו, כאמור, בהדרגה בין 1985 ל-1994. לוח ד"1 מציג את לוח הזמנים של הרפורמות העיקריות בשוק הכספים. ניתן לראות כי יש צעדים שבוצעו באבחה אחת – למשל הפיכת פיקרונות הפת"ם לחד-סטריים; מהלכים אחרים, כגון ביטול האשראי המוכוון, נפרסו על פני שנתיים, ויש שנפרסו על פני שמונה שנים – למשל הפחתת שיעורי הנזילות על פיקרונות.<sup>7</sup>

## 2.ג. הרפורמות בשוק ההון

עד 1987 נקטה הממשלה צעדים מנהליים שהלאימו למעשה חלק מכריע מההיסכון של הציבור לטווחים הבינוני והארוך. היסול הגירעון בתקציב המדינה<sup>8</sup> הסיר את המניע העיקרי להלאמת החסכונות הפרטיים. התפתחות זו, יחד עם השינוי בתפיסת העולם הכלכלית של הממשלה – צמצום מעורבותה בפעילות המגזר העסקי – הביאו לאימוץ רפורמה הדרגתית<sup>9</sup> בהרכב הנכסים וההתחייבויות של הציבור, המשקיעים המוסדיים והמגזר העסקי. צעדי הרפורמה העיקריים היו:

1. עד הרפורמה נאסר על חברות פרטיות להנפיק איגרות חוב ללא אישור הממשלה, ואישור כזה ניתן לעתים נדירות ביותר. החל באפריל 1987 ניתן למגזר הפרטי היתר כללי להנפיק איגרות חוב. כן הושוו תנאי המס על הריבית בין האיגרות שהונפקו על ידי חברות לאיגרות הממשלתיות.

7 מהלכי הרפורמה בשוק הכספים תוכננו במחלקה המוניטרית של בנק ישראל כראשות דוד קליין בעת כהונת הנגידים מיכאל ברונז ויעקב פרנקל.

8 בשנתיים הראשוניות לביצוע תוכנית הייצוב (1985–1986) אף היה עודף בתקציב הממשלה – 1.2 ר"4 אחוזי תוצר, בהתאמה. לאחר מכן התחדשו הגירעונות בתקציב, אך בשיעורים המאפיינים את מדינות ה-OECD, תוך תנודתיות.

9 את כיווני הרפורמה הגדיר ב"1987 הצוות לרפורמה בשוק ההון בבנק ישראל, אולם השינויים שהתחייבו מהם ועיתוים היו הדרגתיים ונקבעו גם על פי תוצאות השלבים שקדמו להם.

## לוח ד'2: לוח הזמנים של הרפורמות בשוק ההון

1985	1987	1995	2001	2003	2005	2011	2016
הפסקת ההנפקה של אג"ח מיועדות לקופות גמל							
	הנפקת אג"ח פרטיות						
	ביטול הערפת המס על אג"ח ממשלתיות						
	הפחתת חובת ההשקעה באג"ח ממשלה לקופות הגמל ולקרנות ההשתלמות						
				מיסוי ההכנסות מגכסים פיננסיים			
		פנסיה צוברת לעמיתים חדשים  צמצום חובת ההשקעה של קופות הפנסיה באג"ח ממשלתיות		קופות הפנסיה הוותיקות: מעבר לפנסיה צוברת תוך צמצום הזכויות והאג"ח המיועדות כיסוי הגירעון על ידי הממשלה			
					פיצול קופת הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים		פיצול חברות כרטיסי האשראי מהבנקים

לוח ד'3: חובת ההשקעה באיגרות חוב  
ממשלתיות (אחוזים ממלאי הנכסים)

2003	2001	1996	1995	1993	1990	1988	1987	1986	
				0		55	55	83	תוכניות החיסכון הצמודות למדר
				0		65	85	100	תוכניות החיסכון הצמודות למט"ח
	0	40			50	78	78	92	קופות הגמל, הפיצויים וההשתלמות
30			70			92	92	92	קופות הפנסיה

2. כדי שהסרת ההגבלה על הנפקת איגרות חוב תהיה אפקטיבית צמצמה הממשלה מאוד את החובה של חלק מהמשקיעים המוסדיים להשקיע ממקורותיהם באיגרות חוב ממשלתיות. עד אז קופות הגמל, הפנסיה וההשתלמות חויבו להשקיע חלק מכריע ממקורותיהם באיגרות חוב ממשלתיות. בשנות השישים עמד שיעור זה על 80 אחוזים, אך התרחבות הגירעונות בתקציב הממשלה הביאה להעלאה הדרגתית של השיעור עד ל-92 אחוזים ב-1976. חובה דומה חלה על תוכניות חיסכון ששיווקו הבנקים (לוח ד'3). באפריל 1987 החלה הממשלה לצמצם בהדרגה את חובת ההשקעה באיגרות החוב הממשלתיות לכל המשקיעים המוסדיים למעט קופות הפנסיה. בשלב הראשון הופחתה החובה של קופות הגמל, הפיצויים וההשתלמות להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות ל-78 אחוזים. החובה חלה על מלאי הנכסים של הקופות, ולכן הפחתתה שחררה מקורות גדולים בהרבה מהיקף הצבירה השנתי של הקופות. כך נוצרה תחרות בין הממשלה לבין המגזר העסקי על גיוס הון באמצעות איגרות חוב.<sup>10</sup> כל אימת שהמגבלה הפכה אפקטיבית הופחתה חובת ההשקעה שוב, וכך עד לכיטולה המוחלט ב-2001.
3. רוב איגרות החוב שהנפיקה הממשלה למשקיעים המוסדיים לא היו סחירות
- 10 התחרות בין המגזר העסקי לבין הממשלה עדיין אינה מלאה, שכן גם היום הממשלה מנפיקה איגרות חוב מיועדות לקופות הפנסיה ובריבית החורגת מריבית השוק.

ונשאו ריבית מועדפת, כך שהשוק החופשי היה רדוד ונתון לתנודות חריפות יחסית. מאמצע 1985 חדלה הממשלה להנפיק איגרות לא־סחירות, למעט לקופות הפנסיה ולתוכניות הביטוח שנפתחו לפני 1991.

4. ב־1995 נסגרו קופות הפנסיה בפני מצטרפים חדשים, ואלה יכלו להצטרף רק לקופות חדשות ובתנאים חדשים. הנפקת איגרות החוב המיועדות לקופות החדשות צומצמה מ־92 אחוזים ל־70 אחוזים, וכן הופחתה הריבית על איגרות אלה. בשנת 2003 נערכה רפורמה מקיפה יותר במערכת הפנסיה. בין היתר צומצמה הנפקת איגרות החוב המיועדות לכל קופות הפנסיה – הוותיקות והחדשות – ל־30 אחוזים (לתיאור מלא של הרפורמות במערך הפנסיה ראו פרק ג).

5. נוסף על יצירת תחרות חופשית בין הממשלה לבין המגזר הפרטי על גיוס הון ביצעה הממשלה ארבע רפורמות נוספות שתכליתן שכלול שוק ההון. הראשונה הייתה ליברליזציה בתנועות ההון מהמשק לחו"ל ומחו"ל אל המשק. לתיאור רפורמה זו מוקדש פרק ה של הספר הנוכחי. הרפורמה השנייה הייתה צמצום האפוליות במיסוי בין הכנסות מנכסים פיננסיים שונים ובינן לבין ההכנסות מעבודה. רפורמה זו נפרסה על פני השנים 2000 עד 2011, והיא נדונה בהרחבה בפרק ו. לרפורמה השלישית – הגברת התחרות בפיקדונות ובאשראי באמצעות הפרדת הבעלות על קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים בשנת 2005 – מוקדש פרק ט. הרפורמה הרביעית – בשנת 2016 אישרה הכנסת לאמץ את ההמלצות לביטול הבעלות של הבנקים הגדולים ("לאומי" ו"פועלים") על שתי חברות כרטיסי האשראי שהיו בבעלותם ולבחון כעבור ארבע שנים הפרדה של חברת כרטיסי האשראי כ.א.ל. מ"בנק דיסקונט". גם רפורמה זו מתוארת בהרחבה בפרק ט.

### 3. יישום הרפורמות הפיננסיות והשלכותיהן

בסעיף זה אדון בהשלכותיהן של הרפורמות בשוקי הכספים וההון שתיארתי בסעיף הקודם. ההשלכות של הרפורמות במערכת הפנסיה, במיסוי ההכנסות מנכסים פיננסיים ובהגברת התחרות בשוק ההון יידונו בהרחבה בפרקים שיוקדשו לנושאים אלה.