

התפתחויות בשוק ההון הישראלי בשנים 1995–2017:

מריכוזיות לתחרות בתיווך הפיננסי

דורון אברמוב, אפרת דרסלר וליאור מצקר

תקציר

בעשרים השנים האחרונות היו התפתחויות מהותיות במשק הישראלי בכלל ובשוק ההון בפרט – תולדה של שינוי התפיסה המקרו-כלכלית, שהחל עוד עם תוכנית הייצוב, ב-1985. בבסיס השינוי עומדת הקטנת מעורבות הממשלה בשוק ההון. בתקופה הנסקרת התעצמה מגמה זאת לצד שורה של רפורמות מבניות, שנועדו להחליש את כוחם של הבנקים, להביא לפיתוח שוק אשראי חוץ-בנקאי, להקטין את הריכוזיות במשק ולטפל בבעיית ניגוד העניינים של בעלי הרוב בחברות ציבוריות. במקביל התעצמה פתיחת המשק לעולם הרחב דרך אימוץ נורמות בין-לאומיות בנושאי דיווח כספי וממשל תאגידי, הושלמה הליברליזציה בתנועות ההון במטבע חוץ ובטלו אפילו המיסוי על נכסים פיננסיים. נבחן את השלכות הרפורמות האלה על שוק ההון, וכן נציג מהלכים מתוכננים להגברת התחרות באשראי הקמעוני.

* דורון אברמוב – המרכז הבינתחומי הרצליה; אפרת דרסלר וליאור מצקר – האוניברסיטה העברית בירושלים. אנו מודים לאבי בן-בסט ולישי יפה על הרעיונות וההערות המועילות.

1. הקדמה

בין השנים 1995 ו-2017 היו התפתחויות מהותיות במשק הישראלי בכלל ובשוק ההון המקומי בפרט. התפתחויות אלה הן תולדה של שינוי התפיסה המקרו-כלכלית השלטת, שהחל עם תוכנית הייצוב של 1985. לאחר שהמשק יוצב הגדירו קובעי המדיניות כיעד עיקרי את צמיחת התוצר העסקי. בתקופה הנסקרת נמשכה המגמה של הקטנת מעורבות הממשלה במשק ופתיחתו לעולם הרחב. הרפורמות המבניות שבוצעו נועדו לצמצם את הריכוזיות, להגביר את התחרות ולייעל את שוק ההון כדי לשפר את הקצאת המקורות במשק.

במטרה לצמצם את הריכוזיות במשק ואת כוחם הרב של הבנקים המליצה ועדת ברודט לאסור על בנקים לשלוט בתאגידיים ריאליים, ואף הגבילה את סך החזיקות המותרות לבנק בתאגידיים אלה. הרפורמות המבניות בקרנות הפנסיה ויישום המלצות ועדת בכר תרמו להקטנת מעורבות הממשלה בשוק ההון ולשינוי במפת השחקנים בו. העברת ניהול קופות הגמל, קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות מידי הבנקים לגופים פיננסיים אחרים הפחיתה את ניגוד העניינים של הבנקים ואיפשרה את התפתחותו של האשראי החוץ-בנקאי. הבנקים הפכו משחקנים "אוניברסליים", הפועלים ברוב חלקי שוק ההון, לספקים של שירותי בנקאות קלסית בלבד. גידול מספר הגופים המוסדיים המנהלים את החיסכון לטווח ארוך תרם לשיפור התחרות בתיווך הפיננסי, שעד אז התאפיין בריכוזיות קיצונית. לצד הטיפול בריכוזיות בתיווך הפיננסי טופלה גם הריכוזיות במבנה הבעלות והשליטה של כלל החברות במשק.

במהלך תקופה זו התגברו המגמות הגלובליות של שוק ההון המקומי – המשך למהלכי הליברליזציה בתנועות ההון במטבע חוץ, שננקטו ערב התקופה הנסקרת,¹ ובוצע שינוי דרמטי כולל במערכת המס: בין היתר מוסו ההכנסות מנכסים פיננסיים, ובוטלה הפליית המס, שהיתה קיימת עד אז כמעט בכל ממד – בסיס ההצמדה, אופן חלוקת הרווחים, זהות החוסך ורמת הסחירות של הנכס – וכן בוטלה ההפלייה במס בין נכסים זרים למקומיים. ב-15 השנים האחרונות גדל חלקם של הנכסים הזרים בסך כל הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים מאחוז אפסי לכ-24 אחוזים. התפתחות ענף תעודות הסל תרמה, בין היתר, להנגשת השקעות בנכסים זרים לציבור הן ישירות והן דרך המשקיעים המוסדיים. אימוץ כללים חשבונאיים בין-לאומיים (IFRS) והכרה בתשקיפים מקומיים על ידי רשויות ניירות ערך בחו"ל הנגישה את שוקי ההון העולמיים לחברות ישראליות לצורכי גיוס מקורות מימון זרים ואפשרה לחברות זרות לגייס מקורות במשק המקומי.

במקביל לגידול החשיפה הגלובלית של תיק הנכסים המנוהלים על ידי המשקיעים המוסדיים גדל גם היקף האשראי למגזר העסקי דרך הנפקות, הן פרטיות והן ציבוריות, של איגרות חוב לא ממשלתיות. היקף איגרות החוב המונפקות על ידי חברות לא-פיננסיות ביחס לתוצר עלה בשיעור חד.² בעקבות המשבר הפיננסי העולמי ומספר הסדרי חוב גדולים במשק הוסדר תחום איגרות החוב הלא ממשלתיות. במיוחד טופל מעמדם של בעלי איגרות החוב ביחס למלווים אחרים.

¹ מהלכי הליברליזציה בתנועות ההון במטבע חוץ התרחשו בשנים 1989–1997. ראו בלכר וגוטליב (2001).
² Sasi-Brodesky (2017).

יחד עם גידול מספרן של חברות איגרות החוב בשוק הצטמצם מספר החברות הציבוריות שמנייתיהן נסחרות בבורסה – כחלק ממגמה עולמית, אך גם על פי חוק הריכוזיות והדרישה 'לקפלי' שכבות בפירמידה, דרישה שגרמה להפיכת חברות רבות מחברות ציבוריות הנסחרות לחברות פרטיות. הירידה של מספר החברות הציבוריות הביאה, יחד עם גורמים נוספים, לירידה של היקפי המסחר בבורסה. הבורסה ממלאת תפקיד חשוב כמרכז שוק ההון וככלי להקצאה יעילה של המקורות במשק, ועל כן נדרשה רפורמה בפעילותה.

הרפורמות שבוצעו בתיווך הפיננסי עסקו בעיקר בשיפור התחרות בשוק האשראי למגזר העסקי. הנהנות העיקריות מהשיפור הן החברות הגדולות, שיכולות להנפיק איגרות חוב או ללוות מהגופים המוסדיים. לעומת זאת התחרות בשירותים הבנקאיים ללקוחות המגזר הקמעוני נותרה ברמה נמוכה מאוד, אך ניכרת התקדמות אף בתחום זה.

השפעה נוספת של המתרחש בעולם על השוק המקומי ניכרת בנושא הממשל התאגידי. ועדת גושן ניסחה קוד ממשל תאגידי בדומה למקובל במדינות ה-OECD, עם דגש בעסקאות של בעלי עניין. ועדת חמדני הטילה על הגופים המוסדיים למלא תפקיד של שומרי הסף בממשל התאגידי בחייבה אותם להשתתף בהצבעות, פעלה להנגשת הליך ההצבעה, ובעיקר חיזקה את בעלי מניות המיעוט על ידי הגדלת הרוב הדרוש לעסקאות של בעלי עניין משליש לרוב הקולות של מניות המיעוט.

מאמר זה מציג ומנתח את התמורות שהתחוללו בשוק ההון הישראלי בין השנים 1995 ו-2017. נתאר את הוועדות המשמעותיות שהתכנסו ואת השפעתן. כדי להראות תמונה כוללת של התהליך שעבר שוק ההון נסקור בקצרה את מצב המשק לפני תקופה זו.

החל מקום המדינה ניהלה הממשלה את המשק, בסיועם של בנק ישראל והבנקים המסחריים, תוך התעלמות ממנגנון השוק. חלקו של המגזר הציבורי הגיע לכ-75 אחוזים מהתל"ג,³ מהגבוהים בעולם המערבי. משקולת כבדה על תקציב הממשלה היוו הוצאות הביטחון, בשיעור הגבוה מ-20 אחוזים מהתל"ג.⁴ במקביל התפתח ענף בנקאות ריכוזי, שלקה בניגודי עניינים. ההסתדרות וארגונים כלכליים אחרים שלטו בבנקים המסחריים,⁵ אף שהחזיקו בחלק קטן יחסית של ההון. נוסף על כך שלטו הבנקים בחברות הריאליות במשק.

עד אמצע שנות השמונים התאפיין תקציב הממשלה בגירעון גדול, שהגיע בשיאו, בתחילת שנות השמונים, לכ-15 אחוזים מהתל"ג. על אף חיסכון פרטי בשיעור של כ-24 אחוזים מהתוצר מומן חלק ניכר מההשקעות במשק באמצעות חוב זר. ערב תוכנית הייצוב, ביולי 1985, עמד החוב הפנימי של הממשלה על 142 אחוזי תל"ג. כדי לממן את הגירעון התקציבי הניכר במחיר נמוך ככל שניתן ניהלה הממשלה את שוק ההון ביד רמה, תוך מעורבות עמוקה בכל מגזרי השוק: גיוס ההון, הקצאתו, קביעת שיעורי התשואה וקביעת שיעורי מס מפלים.

³ בשנים 1967–1973 גדל חלקו של המגזר הציבורי משיעור נמוך מ-35 אחוזים מהתל"ג ליותר מ-75 אחוזים ממנו.

⁴ זעירא וסטרבצ'ינסקי (2001).

⁵ ההסתדרות שלטה בבנק הפועלים, 'אוצר ההתישבות היהודית' שלט בבנק לאומי, והפועל המזרחי שלט בבנק המזרחי. הבנקים 'דיסקונט' והבינלאומי היו בבעלות פרטית: 'דיסקונט' נשלט בידי משפחת רקנאטי, והבנק הבינלאומי – בידי צדיק בינו.

למעשה חלק גדול מהחיסכון הפרטי נותב אל הממשלה ואל בנק ישראל, הן במישרין, דרך הנפקת איגרות חוב ממשלתיות, והן בעקיפין, דרך קביעת שיעורי נזילות גבוהים על תוכניות החיסכון, פיקדונות נכסי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. באופן זה מרבית הנכסים הפיננסיים שהיו בידי הציבור היו התחייבויות ממשלתיות. רוב גיוס ההון של הממשלה נועד למימון הגירעון התקציבי, אך חלקו שימש להתערבות בהשקעות המגזר הפרטי ועידוד היצוא. הממשלה שימשה מתווך פיננסי על ידי קביעת היקפי גיוס החוב ושיעורי הריבית עליו והענקת סובסידיות לחברות כאשראי ממשלתי, בעיקר באזורי הפריפריה. היא דחקה את המגזר הפרטי משוק ההון באמצעים מנהליים ובאמצעות שיעורי מס מפלים. הנפקת איגרות חוב פרטיות חייבה את אישורו של שר האוצר.

באפריל 1987 הוחלה רפורמה ראשונה להפחתת מעורבות הממשלה, במסגרת קונספט רחב לייצור שינוי מהותי בשוק ההון. תוכנית הייצוב הובילה לצמצום הגירעון של הממשלה, וכך שוחררו מקורות מימון לטובת המגזר העסקי. שתי מגבלות הוסרו כדי לאפשר את הסטת מקורות המימון: הותרה, לראשונה, הנפקת איגרות חוב לכל החברות הלא-פיננסיות וכן לבנקים למשכנתאות. במקביל הופחתה חובת ההשקעה של קופות הגמל באיגרות חוב ממשלתיות, כך שהתאפשר להן להשקיע באיגרות חוב פרטיות.⁶ הבנקים המסחריים הוגבלו בהיקפי הנפקת איגרות חוב כדי לצמצם את כוחם המונופוליסטי בשווקים הפיננסיים.

עד הרפורמה הממשלה שלטה בשוק איגרות החוב, והבנקים שלטו בשוק המניות. כוחם של הבנקים בא לידי ביטוי בתהליך ויסות מניפולטיבי של שערי המניות הבנקאיות, שהגיע לשיאו באוקטובר 1983, במשבר מניות הבנקים. בתהליך הוויסות גייסו הבנקים הון מהציבור תוך כדי ניפוח מחירי מניותיהם. הבנקים גרמו לשערי המניות שלהם לעלות ברציפות, ואף מנעו ירידה או קיפאון ולו ליום אחד. גיוס ההון נעשה מתוך כספי הציבור המנוהלים על ידי הבנקים, ישירות מהציבור ומתאגידים הקשורים לבנקים. כאשר הציבור איבד את אמונו במניות הבנקים, ואלו קרסו, נחלצה הממשלה להצלת חסכוניות הציבור וקבעה הסדר שלפיו מניות הבנקים הומרו לאיגרות חוב צמודות לדולר ובעלות זכות להמרה חוזרת למניות. בזאת מיתנה הממשלה את הפגיעה בציבור המשקיעים והבטיחה את יציבות המערכת הבנקאית. עלות המשבר נאמדה בכ-9 מיליארדי דולרים.⁷ באוקטובר 1993 נפרעו כל ההלוואות כנגד מניות הבנקים, וכך עברו מניות הבנקים לבעלות ישירה של הממשלה. תהליך הפרטת הבנקים החל בשנת 1993 והסתיים בשנת 2005, עם מכירתם של 'בנק דיסקונט' ו'בנק לאומי'.

המאמר בנוי כדלקמן: סעיף 2 מפרט את הרפורמות המבניות העיקריות בתקופה הנסקרת; סעיף 3 סוקר את סוגיות הממשל התאגידי בשוק הישראלי, המאופיין במבנה בעלות ריכוזי, ואת השינויים המשמעותיים בממשל התאגידי בשנים האחרונות; סעיף 4 מציג את השפעותיהן של הרפורמות המבניות על התפתחות האשראי החוץ-בנקאי, את השלכות הסדרי החוב על גיוס ההון במגזר העסקי, את הסדרת תחום איגרות החוב

⁶ פירוט נוסף של הרפורמה – בן בסט (1990).
⁷ זליכה וצור-נייברג (2007).

הלא-ממשלתיות ואת התפתחות המכשיר הפיננסי הפופולרי תעודות סל; סעיף 5 מפרט רפורמות חדשות שנדונו בתקופה האחרונה – שחלקן כבר נחקקו, אך יישומן טרם החל; סעיף 6 מסכם.

2. רפורמות מבניות והשלכותיהן על שוק ההון

בתקופה הנסקרת במאמר זה הופעלו בשוק ההון הישראלי מספר רפורמות מבניות משמעותיות: הרפורמה על פי המלצות ועדת ברודט, שהחלה בתהליך של הפרדה בין תאגידיים ריאליים לפיננסיים, תהליך שאליו התייחסה גם ועדת הריכוזיות כ-15 שנים מאוחר יותר; הרפורמה במיטת ההכנסות ממכשירים פיננסיים, שביטלה את האפליה במיסוי בין נכסים פיננסיים שונים; הרפורמה בפנסיה, שהביאה לצמצום המעורבות הממשלתית בשוק ההון על ידי העברת ניהול קרנות הפנסיה החדשות מידי הממשלה וההסתדרות לגופים המוסדיים ולהקטנת רכיב החוב הממשלתי בנכסי הציבור. 'רפורמת בכר', שהתמקדה בריכוזיות בתיווך הפיננסי, ובעיקר בהקטנת כוחם של הבנקים, חיזוק הגופים המוסדיים האחרים ופיתוחו של האשראי החוץ-בנקאי; הרפורמה בריכוזיות המשקית, שטיפלה בהפרדת הבעלות והשליטה בין גופים ריאליים לפיננסיים ובפירוק מבנה הבעלות הפירמידלי.

א. ועדת ברודט – 1995

ועדה זו דנה בביטול השליטה של הבנקים בתאגידיים ריאליים, וזאת לנוכח כוחם הרב של הבנקים, שבאותה עת היו 'אוניברסליים', כלומר פעלו ברוב חלקי שוק ההון: שימשו חתמים בהנפקות ניירות ערך, חילקו משכנתאות, סיפקו שירותי תיווך וניהלו קרנות נאמנות וקופות גמל. הבנקים החזיקו בבעלותם חלקים ניכרים של חברות מקומיות הן באופן ישיר והן באמצעות הכספים שניהלו. כמו כן שימשו הבנקים הן כחתמים בהנפקות והן כקונים, דרך הקרנות שבניהולם, ולכן נוצרו ניגודי עניינים בין הבנקים לציבור החוסכים. נוסף על כך הייתה המערכת הבנקאית (ועודנה) ריכוזית מאוד: שני הבנקים הגדולים, 'לאומי' ו'הפועלים', היו קונגלומרטים אוליגופוליים, ששלטו באופן ריכוזי מאוד במשק.⁸ בעת כינון הוועדה, לאחר משבר מניות הבנקים והלאמתם, נוצרה הזדמנות להקטין את השליטה של הבנקים בחברות ריאליות ולצמצם את הריכוזיות.

הבנקים הוגבלו להחזקת 20 אחוזים מכל סוג של אמצעי שליטה בתאגידי ריאלי. נאסר עליהם לשלוט בתאגידי ריאלי באופן שבו יוכלו להשפיע על פעילותו ולקבל החלטות עסקיות. הם הוגבלו בהיקפי ההשקעה בתאגידיים ריאליים לעד 25 אחוזים מהונם. כמו כן הותאם משקל הדירקטורים הממונים על ידי הבנקים למשקל החזקתם במניות החברה, הוטלה מגבלה של החזקה בתאגידי ריאלי ('קונגלומרט') אחד בלבד, ולפיכך נדרש 'בנק הפועלים' לוותר על הבעלות באחד משני התאגידיים התעשייתיים שהיו בבעלותו – 'כור' ו'כלל'.

בארצות הברית ישנה הפרדה מלאה בין החזקה בבנקים להחזקה בחברות ריאליות, וכן מוטלות מגבלות על החזקות של חברות פיננסיות וחברות מסחריות. קנדה מגבילה את זכויות ההצבעה והשליטה בבנקים

⁸ על פי דוח הוועדה.

באמצעות חיוב לקבל אישורים מקדימים משר האוצר, ובקוראה הדרומית ישנה הפרדה מלאה בין חברות פיננסיות לריאליות, אף שבעבר רווחה החזקה מקבילה. לעומת זאת מתאפיינות יפן, גרמניה ואיטליה בהחזקות צולבות בין ההמגזר הפיננסי לריאלי.

ב. מיסוי הכנסות ממכשירים פיננסיים

הוועדה לרפורמה במס הוקמה בתגובה לתחושת רבים בציבור כי מערכת המיסוי הישיר בישראל אינה צודקת. תחושה זו נבעה בעיקר מן הפער המהותי בין נטל המיסוי הגבוה על הכנסות מעבודה לבין הפטור ממס לרוב ההכנסות מריבית ומרווחי הון בבורסה, שנתח משמעותי מהן מוחזק בידי העשירון העליון. הרפורמה במיסוי נכסים פיננסיים נדרשה כדי לתקן עיוותים שונים במערכת המיסוי הישראלית, שנבנתה עד לאותה הרפורמה במידה רבה כטלאי על טלאי. הוועדה הציבורית לרפורמה במס הכנסה – ועדת בן בסט – התייחסה למכלול סוגי המס: ממס על עבודה (כולל ביטוח לאומי ומס בריאות) דרך מס על רווחי הון ועד מס על עזבון.⁹ הוועדה הגישה את מסקנותיה במאי 2000. נתמקד בחלק הרפורמה שעסק במיסוי נכסים פיננסיים והשפיע ישירות על שוק ההון.

עיוותים במערכת המס נבעו מהפליית המס בין נכסים פיננסיים כמעט בכל ממד: מיסוי נכסים זרים היה שונה ממיסוי נכסים מקומיים, בסיס הצמדה שונה גרר מיסוי שונה, וכך גם לגבי אופן חלוקת הרווחים (דיבידנד לעומת רווח הון), סוג המשקיע (קופת גמל לעומת יחיד) ורמת הסחירות של הנכס. האפליה במיסוי בין נכסים, שאין לה הצדקה מבחינה חברתית או מכל בחינה אחרת, יצרה הטיה של השקעות ועיוות בהרכב תיק הנכסים באופן שלא שירת את הצרכים של שוק ההון או את מדיניות הממשלה המוצהרת. על כן הוחלט להשוות את שיעורי המס על כל סוגי הרווחים הפיננסיים – רווחי הון, ריבית ודיבידנד – ועל כל סוגי הנכסים. שיעור המס האחיד שעליו המליצה הוועדה עמד על 20 אחוזים. יישום הרפורמה היה הדרגתי – משנת 2000 עד 2011. בסיום התהליך נקבע שיעור מס של 15 אחוזים מהרווח הנומינלי על השקעה באפיק לא צמוד ו-25 אחוזים על הרווח הריאלי. פטור ממס רווחי הון, ריבית ודיבידנד ניתן על חיסכון לגיל הפרישה, הנצבר בקופות הגמל לתגמולים, ולקצבה, בקרנות הפנסיה ובתוכניות לביטוח חיים. סך המס על רווחי הון, שלא היה קיים עד שנת 2000, היה 1.2 אחוזים מהכנסות ממסים בשנת 2015,¹⁰ ומימן חלק מההפחתת המס על הכנסה מעבודה.

ג. קרנות הפנסיה

שתי הרפורמות המשמעותיות בפנסיה, בשנים 1995 ו-2003, נועדו לצמצם את הגירעונות האקטואריים של קרנות הפנסיה שהיו בבעלות ההסתדרות, להקטין את מעורבות הממשלה בשוק ההון, לשלוט בהוצאות הממשלה בהמשך לתוכנית הייצוב, להעביר את האחריות על החיסכון לטווח ארוך מהממשלה אל הפרט וכן להחליש כוחה של ההסתדרות.

⁹ על פי דוח הוועדה לרפורמה במס, פרק א' – הבעיות המרכזיות של מערכת המס ועקרונות יסוד לרפורמת מס.
¹⁰ על פי סטראטגיית פיננסים (2018).

הרפורמה של שנת 1995 נועדה לעצור את גידול הגירעונות האקטואריים בקרנות הפנסיה.¹¹ ערב הרפורמה קרנות הפנסיה בישראל היו קרנות מבוססות זכויות (DB-Defined Benefits) – כלומר הבטיחו תשלומי פנסיה ללא קשר להפרשות המבוטח. במסגרת הסכמות בין הממשלה להסתדרות, שהייתה הבעלים של קרנות הפנסיה, הוחלט לסגור את קרנות הפנסיה הקיימות (להלן 'ותיקות') בפני עמיתים חדשים, ובמקומן הוקמו קרנות פנסיה 'חדשות' בעלות תנאים נחותים לקליטת המצטרפים החדשים. הקרנות ה'חדשות' הן מבוססות-הפרשות (DC – Defined Contributions) – בעלות איזון אקטוארי ברמת הקרן, המושג באמצעות מנגנון תיאום בין גובה כלל תשלומי הפנסיה לכלל הפרשות המבוטחים, וכולל רשת ביטחון של הממשלה – משמע שהתקיים בהן רכיב ביטוח הדדי, אשר אינו מצוי בתוכניות DC טהורות.¹² כעבור כשנתיים בוטלו ערבויות הממשלה, והקרנות ה'חדשות' עברו אפוא לשיטת DC טהורה, שבה לכל מבוטח יש צבירה אישית משלו. לעומת זאת הממשלה נותרה ערבה לזכויות המבוטחים בקרנות ה'ותיקות'.

קרנות הפנסיה ה'חדשות' שהוקמו היו בבעלות ההסתדרות ובניהול קרנות הפנסיה ה'ותיקות'. במקביל התאפשר לחברות הביטוח להקים קרנות פנסיה 'חדשות', אולם רוב המבוטחים החדשים הצטרפו לאותן קרנות 'חדשות' שהיו שייכות לקרנות ה'ותיקות'. בשנת 1999, במסגרת הסכם קיבוצי בין הממשלה להסתדרות, נסגרה הפנסיה התקציבית לעובדים חדשים, והם הופנו לקרנות הפנסיה ה'חדשות'.

שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה ה'חדשות' באיגרות חוב מיועדות הוגבל ל-70 אחוזים, בעוד שבקרנות הפנסיה ה'ותיקות' הוא לפחות 93 אחוזים, ובפועל היה 95 אחוזים. איגרות חוב אלו מונפקות על ידי הממשלה ומיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח. הן לא סחירות, צמודות למדד המחירים לצרכן, נושאות תשואה גבוהה יחסית ונטולות סיכון. החסרונות של שיעורי השקעה גבוהים באיגרות חוב מיועדות הם הכבדה על תקציב המדינה – שכן איגרות חוב אלו הן חוב יקר לממשלה – וצמצום המקורות הפנויים שבידי הגופים המוסדיים שיכולים להיות מופנים למגזר הפרטי.

בעקבות המשבר הכלכלי העולמי בשנים 2001–2002, 'בועת הדוט-קום', נקלע המשק למיתון. חוק התוכנית להבראת כלכלת ישראל, 2003, כלל הסדר חקיקה לקרנות הפנסיה. עקב אי סדרים בניהול קרנות הפנסיה ה'ותיקות', גירעונות אקטואריים, שהסתכמו בכ-110 מיליארדי ש"ח והעדר תוכנית הבראה, הוצאו הקרנות מידי ההסתדרות, הולאמו, ומונה להן מנהל מיוחד מטעם האוצר.¹³ בהמשך גובשה לקרנות תוכנית איזון אקטוארית, שכללה את הפיכתן לקרנות מבוססות-הפרשות (DC) ברמת הקרן. האיזון האקטוארי המידי הושג על ידי פגיעה בזכויות העמיתים, שהתבטאה בהעלאת גיל הפנסיה, הגדלת ההפרשות של המבוטחים וחייב הפנסיונרים לשלם דמי ניהול על תשלומי הפנסיה שלהם. במקביל הובטח סיוע ממשלתי בסך 78 מיליארד ש"ח, שבעקבות משא ומתן עם ההסתדרות הוגדל ל-85 מיליארדים, אשר נפרס על פני 35 שנים. תזרים מזומנים נוסף של כמיליארד ש"ח לקרנות הפנסיה ה'ותיקות' נבע ממכירת קרנות הפנסיה ה'חדשות' שהיו

¹¹ ספיבק (2001).

¹² אחדות וספיבק (2010).

¹³ יוסף וספיבק (2003).

בבעלותן לגופים פרטיים. בתוך זמן קצר נמכרו 4 קרנות פנסיה חדשות לחברות הביטוח 'מנורה', 'מגדל', 'כלל' ו'אקסלנס' (הפניקס).

מהלך מכירת קרנות הפנסיה ה'חדשות' גרם להתעררות בענף הפנסיה. זו באה לידי ביטוי ברכישות נוספות של קרנות פנסיה 'חדשות' על ידי חברות הביטוח 'הראל' ו'מגדל'. במקביל הגישו תאגידי נוספים הפועלים בשוק ההון בקשות להפעלת קרנות פנסיה, והראשונה, שאושרה עוד ב-2004, הייתה קרן הפנסיה החדשה 'הלמן-אלדובי'.

הרפורמה הקטינה את מעורבות הממשלה בשוק ההון גם דרך הפחתת שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה באיגרות חוב מיועדות לרמה של עד 30 אחוזים, וזאת באופן הדרגתי, בהתאם לפדיון. כן פחת שיעור הריבית הריאלית עליהן, והוא עומד כעת על 4.8 אחוזים. קרנות הפנסיה ה'וותיקות' עדיין חויבו להשקיע 50 אחוזים מכלל נכסיהן באיגרות חוב ממשלתיות סחירות.

לסיכום, הרפורמה בענף הפנסיה ב-2003 הביאה לכניסתם של גופים מוסדיים, בהובלת חברות הביטוח, לשוק ההון. בכך היא תרמה להקטנת הריכוזיות במערכת הפיננסית וביזרה את מוקדי ההחלטה בין יותר גופים. יתר על כן, צמצום הביקוש לאיגרות חוב מיועדות על ידי הקטנת שיעור ההשקעה המינימלי בהן הפנה מקורות אשראי למגזר העסקי והקטין את עלויות המימון של הממשלה. היקף הנכסים בקרנות הפנסיה ה'חדשות' עמד ביולי 2017 על כ-313 מיליארד ש"ח, לעומת כ-7.5 מיליארדים בינואר 2001. גידול היקפם של הכספים המנוהלים הואץ בשנת 2008, לאחר החלת חובת הפרשה לפנסיה על כלל השכירים במשק. הסטת כוח נוספת לטובת הגופים המוסדיים על חשבון הבנקים נבעה מ'רפורמת בכר', ב-2005.

ד. ועדת בכר

(1) הרקע

ועדת בכר מונתה באפריל 2004 כדי לדון בדרכים להפחתת הריכוזיות וניגוד העניינים של המערכת הבנקאית בשוק ההון הישראלי, וכפועל יוצא מכך – לפתח את שוק האשראי החוץ-בנקאי. תפקידו של התיווך הפיננסי הוא ליצור קשר בין יחידות החיסכון, כלומר הציבור, ליחידות ההשקעה – השוק הריאלי. עם הגופים המתווכים נמנים הבנקים, חברות הביטוח, קרנות הנאמנות, החיסכון לטווח ארוך (קופות הגמל),¹⁴ קרנות הפנסיה והתוכניות לביטוח חיים), קרנות ההון הפרטיות ועוד. הריכוזיות במשק התאפיינה בשני רבדים: ריכוזיות בתיווך הפיננסי, שנשלט כמעט לגמרי על ידי הבנקים, וריכוזיות המערכת הבנקאית, שמרבית הפעילות בה מתרכזת בידי שני הבנקים הגדולים – 'הפועלים' ו'לאומי'. הוועדה באה להתמודד עם הסוגיה הראשונה: התיווך הפיננסי נשלט בידי הבנקים ה'אוניברסליים', אלה שפעלו ברוב חלקי שוק ההון – נתנו אשראי למגזר העסקי ומשכנתאות למשקי הבית, וכן סיפקו שירותי תיווך פיננסי באמצעות קרנות נאמנות וקופות גמל, ובה בעת ניהלו אותן. הבנקים שלטו כמעט ללא מצרים בפעילות קופות הגמל, שהייתה חלק נכבד מתחום החיסכון הפנסיוני, שכן קרנות הפנסיה החדשות עוד היו בתחילת דרכן. כמו כן הם שימשו כחתמים

¹⁴ במונח 'קופות גמל' כוונתנו לקופות גמל וקרנות השתלמות, אלא אם כן נאמר במפורש אחרת.

בהנפקות וכקונים דרך הקרנות שבניהולם. זהו ניגוד עניינים מובהק בין הבנקים לבין ציבור החוסכים (Ber et al., 2001). מצב זה אינו אופייני לשוקי הון מפותחים במדינות אחרות בעולם, שבהם פועלים, לצד התיווך הבנקאי, מתווכים פיננסיים רבים. מבנה שוק מרובה-מתווכים מעודד תחרות, מקטיף את פערי התיווך ומייעל את פעילות הגורמים העסקיים והציבוריים במשק.

ערב 'רפורמת בכר' שרר בישראל מצב ייחודי בפרספקטיבה כלל-עולמית, שבו אשראי חוץ-בנקאי כמעט אינו קיים – שלא כמו במדינות מפותחות רבות, שבהן פועל שוק אשראי חוץ-בנקאי תוסס. דומיננטיות זו של הבנקים הושגה כאמור על ידי שליטה מוחלטת בתיווך הפיננסי (לוח 1). יתר על כן, מערכת הבנקאות נשלטה באופן כמעט בלעדי בידי שתי קבוצות גדולות – קבוצת 'בנק הפועלים' וקבוצת 'בנק לאומי' (לוח 2).

לוח 1

נתח השוק של הגופים המובילים בחלוקה לתחומי פעילות, דצמבר 2003

(אחוזים)

בנקאות	קרנות נאמנות	קופות גמל	חיתום
פיקדונות הציבור	נכסים מנוהלים	נכסים מנוהלים	מספר הנפקות ¹
הפועלים – 30	הפועלים – 36	הפועלים – 41	הפועלים – 27
לאומי – 30	לאומי – 31	לאומי – 19	לאומי – 24
דיסקונט – 18	דיסקונט – 13	דיסקונט – 13	כלל – 14
סך הכול – 78	סך הכול – 80	סך הכול – 73	סך הכול – 65

¹ מתוך סך ההנפקות (פרטיות וציבוריות), ינואר 2002 – אוגוסט 2003.

המקור: דוח ועדת בכר.

לוח 2

היקף הנכסים המנוהלים על ידי הקבוצות הבנקאיות בחלוקה לתחומי פעילות, דצמבר 2003

פיקדונות הציבור	אשראי לציבור		קרנות נאמנות		קופות גמל		חיתום
	מיליארדי ש"ח	אחוזים	מיליארדי ש"ח	אחוזים	מיליארדי ש"ח	אחוזים	
204	184	33	30	40	78	47	46
204	169	30	26	35	37	22	42
120	76	13	11	15	24	15	11
66	59	10	3	4	9	5	-
55	46	8	4	5	16	10	1
17	15	3	1	1	1	1	-
6	6	1	-	-	-	-	-
6	11	2	-	-	-	-	-
678	566	100	75	100	165	100	100

¹ מתוך סך ההנפקות (פרטיות וציבוריות), ינואר 2002 – אוגוסט 2003.

המקור: דוח ועדת בכר.

במצואות המשלבת ריכוזיות גבוהה וניגוד עניינים של המתווכים הפיננסיים נוצר מעגל קסמים, הפועל לשימור המצב הקיים ולעיכוב פיתוחו של שוק הון יעיל ותחרותי, ולכן גורם מספר בעיות:¹⁵

- מניעת התפתחות שוק אשראי חוץ-בנקאי יוצרת תלות רבה בין המגזר העסקי לבין המערכת הבנקאית. תלות זו מותירה את קבלת ההחלטות בידי קבוצה מצומצמת.
- היצע אשראי מצומצם ויקר מעכב את צמיחתו של המשק.
- כוח השוק הניכר של הקבוצות הבנקאיות העיקריות מגביל את התחרות במערכת הבנקאית.
- העדר פיזור של מקורות האשראי הוא גורם סיכון משמעותי ליציבות הפיננסית של המשק.

נוסף על אלה היה ניגוד עניינים מהותי בין האינטרס העסקי של הבנקים לבין טובת ציבור הלקוחות, כמפורט להלן:

- כיוון שהבנקים היו גם יועצי ההשקעות, הבעלים והמנהלים של הקופות והקרנות, היה להם תמריץ לייצב ללקוחותיהם להשקיע באותם מוצרים פיננסיים שבבעלותם.
- כבעלי חברות ריאליות במשק, דרך החזקת מניות ומכשירים נוספים, נוצר לבנקים תמריץ לייצב ללקוחותיהם באופן לא אובייקטיבי להשקיע בחברות שבבעלותם.
- הבנקים היו חתמים ונותני אשראי גם יחד. כך נוצר תמריץ להוביל הנפקות הון וחוב של לווים, אפילו של כאלה השרויים בקשיים פיננסיים, כך שתמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להחזר ההלוואות. לכן שיקול הדעת והמבחנים האובייקטיביים הנדרשים מחתם היו עלולים להיפגע.
- כבעלים של קופות וקרנות ובה בעת חתמים היה לבנקים תמריץ למכור ניירות ערך של החברות המנפיקות לגופים המנהלים שבבעלותם, וכך להקטין את נטל ההתחייבויות החיתומיות.
- כבעלים של קופות וקרנות ובה בעת נותני אשראי היה לבנקים תמריץ לנתב השקעות של גופים שבבעלותם לתאגידים החייבים להם כספים.
- כבעלים ומנהלים של הקופות והקרנות ובאותה עת ספקי שירותים בנקאיים 'קלסיים', היה לבנקים תמריץ להפנות את הגופים המנהלים שבבעלותם לקבל שירותים בנקאיים מבנק האם, בלי לערוך בדיקת שוק וניסיון מיקוח לשם צמצום עלות השירותים.

¹⁵ על פי דוח הוועדה.

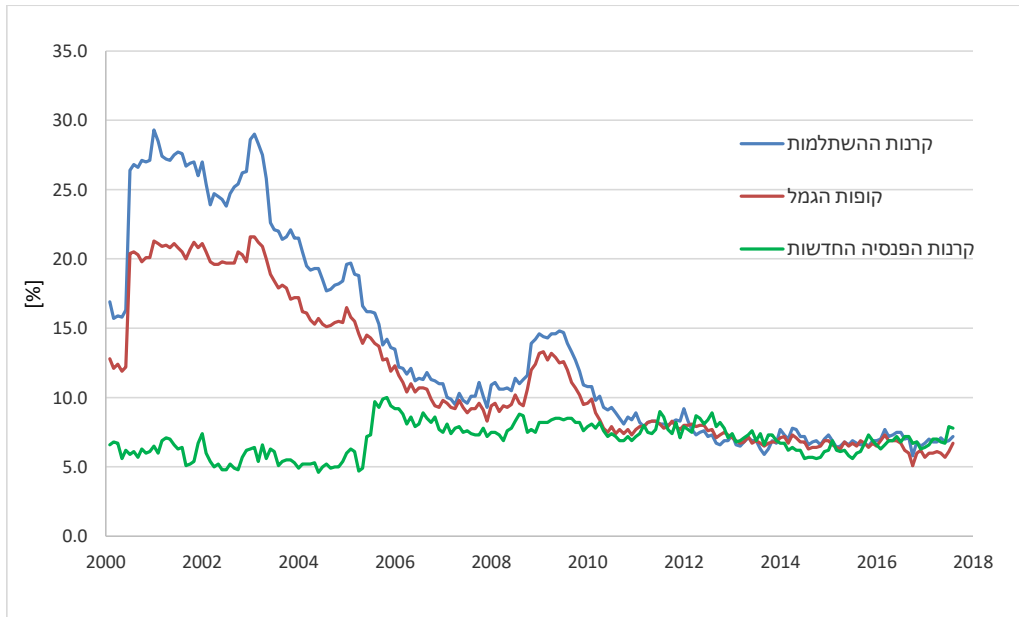
ניגוד העניינים המושרש ששרר בבנקים בארץ הביא למסקנה המתבקשת שיועצי ההשקעות של בנק לא יוכלו לשרת בו-זמנית את הלקוח המבקש את ההשקעה האופטימלית ואת האינטרס של הבנק. על כן, על פי המלצות הוועדה, שוק הון תחרותי ויעיל חייב להישען על ביזור הבעלות והניהול של אפיקי ההשקעה הקיימים, פיתוח שוק אשראי חוץ-בנקאי, חשיפת משקי הבית לאפיקי השקעה חלופיים לאפיקים הבנקאיים והקלת הניידות בין בנקים.

ראיה לניגוד העניינים של הבנקים ניתן להביא מהשוואת שיעור המזומנים והפיקדונות מסך החיסכון בקרנות ההשתלמות וקופות הגמל, שנשלטו ברובן על ידי הבנקים, לשיעור מסך החיסכון של קרנות הפנסיה, שלא נשלטו על ידם (איור 1). בקרנות הפנסיה שיעור המזומנים והפיקדונות לאורך כל התקופה שבין שנת 2000 ל-2017 נשמר כמעט קבוע, כ-7 אחוזים. לעומת זאת הבנקים 'העדיפו' להחזיק חלק ניכר מכספי החיסכון שבשליטתם בפיקדונות ומזומנים, וכך להגדיל את המקורות הנזילים העומדים לרשותם. לפני המשבר של 2001 חלקי המזומנים והפיקדונות נסקו לכ-27 אחוזים ו-20 אחוזים בקרנות ההשתלמות ובקופות הגמל, בהתאמה, ונשארו ברמות אלו עד אמצע 2003. לאחר מכן ניכרת ירידה קבועה של שיעורים אלו למעט במהלך המשבר העולמי, בשנים 2008–2009. ניתן לראות כי לאחר המשבר חלקי המזומנים והפיקדונות זהים בכל אפיקי החיסכון האמורים.

איור 1

שיעור החזקה במזומנים ופיקדונות בקרנות ההשתלמות, בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה, 2000–2018

(אחוזים)



המקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד המחברים.
(2) עיקרי ההמלצות

הבנקים חויבו למכור את קופות הגמל וקרנות הנאמנות שבעלותם בתוך פרק זמן של 3 ו-4 שנים, בהתאמה. פעילותם הוגבלה כך שבנק לא יוכל לשמש חתם של חברה הלווה ממנו (מעל יתרת חוב מסוימת), ולא יוכל למכור את נייר הערך המוצע לחשבון נוסטרו או לחברת ניהול תיקים הקשורה אליו. התאפשר לבנקים לעסוק בייעוץ השקעות, אך תוך הפרדה בין השיווק לייעוץ: בנק לא יקבל תמורה מבעליו של מוצר פיננסי או פנסיוני בגין ביצוע פעולות במוצר, לרבות דמי הפצה.

נקבעו הגבלות על השליטה בקופות הגמל וקרנות הנאמנות לאחר שהבנקים מכרו אותן, וזאת כדי למנוע נדידה של הריכוזיות לענפים אחרים בשוק ההון, להגדיל את חופש הבחירה של העמיתים ואת מידת התחרות בשוק, ובכך להקטין את פוטנציאל ניגוד העניינים.

מסקנות ועדת בכר בדבר הוצאת ניהול החסכונות של הציבור בקרנות הנאמנות ובקופות הגמל מידי הבנקים זהות לחלוטין למסקנות ועדת החקירה ברשות השופט בייסקי, שחקרה את משבר מניות הבנקים והגישה את מסקנותיה בשנת 1986. המלצות הוועדה אז כללו, מלבד המלצות אישיות נגד בעלי התפקידים שהיו מעורבים בוויסות מניות הבנקים, גם המלצות לשינויים מבניים הנוגעים להפרדת הבנקים מקרנות הנאמנות ומקופות הגמל בשל ניגודי העניינים שבהם היו נתונים פקידי הבנקים. שינויים מבניים אלו לא יצאו לפועל. במקומם הוקמו בהדרגה 'חומות סיניות', שנועדו להקטין את הפוטנציאל לניגודי העניינים, אך יעילותן של חומות אלה

לא עמדה מעולם למבחן רציני. הסתפקות ב'חומות סיניות' בלבד החטיאה את העיקר, שהוא הצורך ביצירת מבנה תחרותי של השווקים הפיננסיים.¹⁶ העברת השליטה על הבנקים לידי הממשלה פעלה לטובת היחס המקל אליהם. רק לאחר תוכנית הייצוב, עם שינוי התפיסה המקרו-כלכלית לתפיסה הדוגלת בצמצום מעורבות הממשלה במשק ופתיחתו לעולם, ולאחר שהמדינה מכרה את רוב מניות הבנקים שהיו בבעלותה, הוקמה ועדת בכר.

(3) ההשלכות

הבנקים היו המתנגדים העיקרים לרפורמה, אך בפועל הם מכרו בתוך חודשים ספורים את רוב קרנות הנאמנות וקופות הגמל הגדולות לחברות ביטוח ולקרנות השקעה זרות. במכירת הגופים המנהלים נהנו הבנקים ממחירים גבוהים, וכך חיזקו מאוד את איתנותם הפיננסית ואת רווחיותם ויכלו לחלק סכומים גדולים כדיבידנדים. לאחר מכירת הגופים המנהלים החלו הבנקים ליהנות מ'מעמלות הפצה' בגין שירותי הייעוץ הפיננסי שהם מספקים. מערך כוח האדם שלהם גדל עקב גיוס יועצים פנסיוניים, וזאת בניגוד לחששותיהם שהרפורמה תביא לפיטורי עובדים רבים.

נבחן את ההשלכות של רפורמת בכר מבחינת דמי הניהול ומבחינת ביצועי קופות הגמל מול שנאת הסיכון או תאוות הסיכון של מנהליהן לגבי קבוצות בעלי השליטה השונים – הבנקים, חברות הביטוח, הגופים הפיננסיים הפרטיים ואלו שללא תאגיד שולט. כן נשווה את הריכוזיות באשראי המקומי שניתן לציבור ישירות על ידי הבנקים לזה שניתן באמצעות אפיקי החיסכון לטווח ארוך.

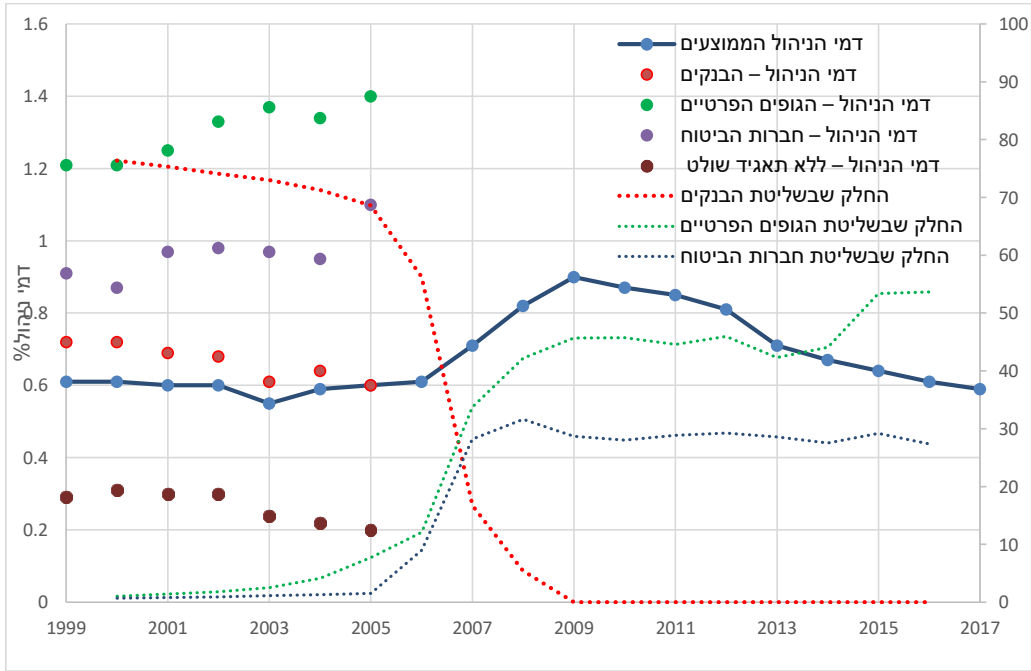
מתנגדי הרפורמה חששו כי העברת קופות הגמל מידי הבנקים תגרום לעלייה של דמי הניהול. איור 2 מתאר את התפתחות דמי הניהול בשנים 1999–2017, עם חלוקה על פי קבוצת הגוף השולט וחלק הקבוצה בסך הנכסים וכן את דמי הניהול הממוצעים בכל הקופות. טרם רפורמת בכר דמי הניהול שגבו הבנקים היו בממוצע נמוכים יותר מאלה שגבו חברות הביטוח והגופים הפיננסיים הפרטיים. אולם את דמי הניהול הנמוכים ביותר גבו קופות הגמל שללא תאגיד שולט. כיוון שרוב הנכסים בקופות הגמל היו בבעלות הבנקים, ממוצע דמי הניהול של כל קופות הגמל קרוב לדמי הניהול של הבנקים. העברת ניהולן של הקופות מידי הבנקים לגופים הרוכשים החלה בסוף 2005 והסתיימה במחצית הראשונה של שנת 2008. ניתן לראות שעם העברת השליטה בקופות הגמל עלו דמי הניהול הממוצעים עד שנת 2009, אך מאז הם ירדו וחזרו לרמתם טרם הרפורמה. חלק ניכר מירידת דמי הניהול הוא תוצאה של התערבות רגולטורית, שנכנסה לתוקף החל משנת 2013.¹⁷ איור 3 מציג השוואה של דמי הניהול הנגבים מיתרת הנכסים ומההפקדות בשלושת אפיקי החיסכון לטווח ארוך – קופות הגמל, קרנות הפנסיה החדשות וביטוחי המנהלים. ניתן לראות שדמי הניהול שגובות קופות הגמל מיתרת הנכסים גבוהים מאלה של קרנות הפנסיה, אך נמוכים מאלה של ביטוחי המנהלים. החל משנת 2013 קופות הגמל יכולות לגבות דמי ניהול גם מההפקדות. בדמי הניהול מההפקדות קופות הגמל הן

¹⁶ קליין (2003).
¹⁷ אליעזר שוררץ (2012).

הזולות ביותר, וביטוחי החיים הם היקרים ביותר. יש לזכור שהמבטח בביטוחי חיים נושא בסיכון ביטוחי, וחלק מדמי הניהול הם פרמיה עבור סיכון זה.

איור 2

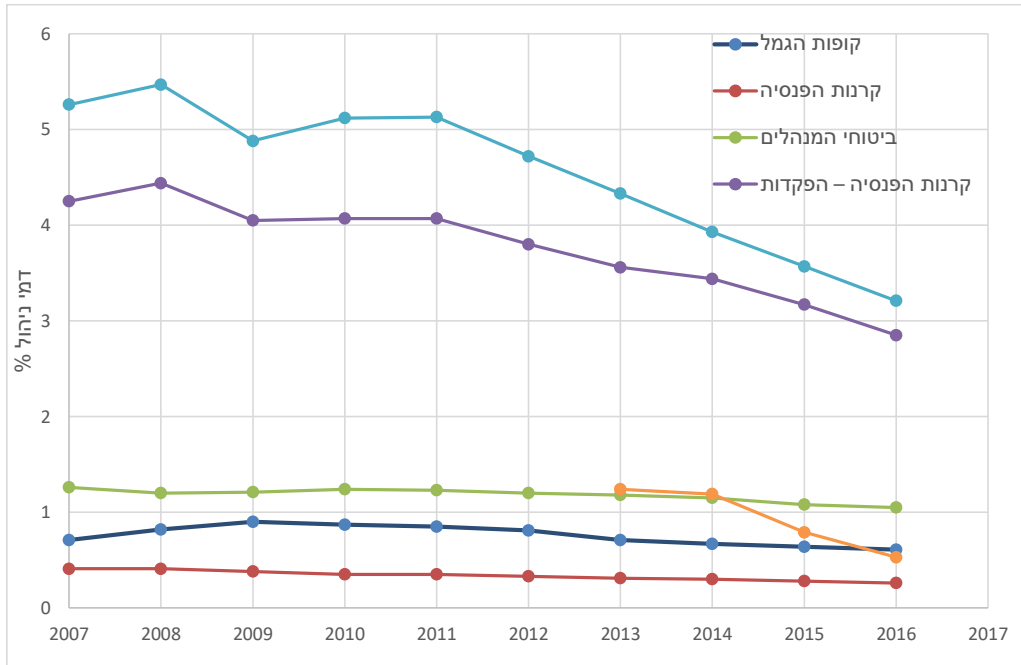
דמי הניהול ואחוזי השליטה בקופות הגמל. חלוקה לפי בעלי השליטה, 1999–2017
(אחוזים)



המקור: נתוני אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבוד המחברים.

איור 3

דמי הניהול באפיקי החיסכון לטווח ארוך, 2007–2016
(אחוזים מההפקדות ומיתרת הכספים המנוהלים)



המקור: נתוני אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר ועיבוד המחברים.

נבחן את ביצועי קרנות ההשתלמות וקופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים על פי סוג הגוף השולט בהן – בנקים, חברות ביטוח או גופים פיננסיים פרטיים. המדגם כולל את אפיקי השקעה המיועדים לכלל האוכלוסייה ובמסלול השקעה כללי – כלומר ללא אילוצי השקעה – שפעלו באופן רציף החל מתחילת שנת 1999 עד סוף שנת 2005. הביצועים ייבחנו על סמך שלושה מדדים – התשואה הממוצעת, סטיית התקן ומדד שארפ (SR-Sharpe Ratio). 18. בסיס הנתונים הוא התשואות החודשיות בניכוי דמי הניהול, כפי שאלה מופיעים באתר הגמל-נט של אגף שוק ההון הביטוח והחיסכון של משרד האוצר, 19, ושיעורי הריבית החודשית חסרת הסיכון לצורך חישוב מדד שארפ נאמדו מתשואות מק"מים בעלי מח"ם של שלושה חודשים. 20 נציין כי

$$SR = \frac{E(R_p - R_f)}{\sqrt{\text{var}(R_p - R_f)}} \quad 18$$

התשואה החודשית של התיק ו R_f - התשואה החודשית של התיק ו R_f - שיעור הריבית חסרת הסיכון.

<http://gemelnet.cma.gov.il/views/dafmakdim.aspx> ¹⁹

אתר בנק ישראל - <http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/SeriesSearchBySubject.aspx?Level=3&slid=41> ²⁰

בשנים 1999–2005 שיעור הריבית נטולת הסיכון נע בין 13.3 אחוזים ל-3.4 אחוזים, ובממוצע הוא היה 7.1 אחוזים במונחים שנתיים. לבסוף מיצענו את המדדים לבחינת ביצועי קרנות ההשתלמות וקופות הגמל על פי קבוצת הגוף השולט. חישבנו גם את סטיית התקן של מדד שארפ לכל אחת מהקבוצות בנפרד. סיכום התוצאות במונחים שנתיים לגבי קרנות ההשתלמות מובא בלוח 3. רוב קרנות ההשתלמות היו בשליטת הבנקים, והן הניבו תשואות נחותות ממקבילותיהן שהיו בשליטת חברות הביטוח והגופים הפיננסיים הפרטיים, הן באופן אבסולוטי והן לאחר שקלול בגין הסיכון, כפי שזה בא לידי ביטוי במדד שארפ. הגופים הפיננסיים הפרטיים הצטיינו בביצועים עדיפים, אולם השונות ביניהם היא הגדולה ביותר. תוצאות דומות נתקבלו לגבי קופות הגמל לתגמולים ואישית לפיצויים, כפי שמוצג בלוח 4.

לוח 3

בחינת ביצועי קרנות ההשתלמות,¹ לפי סוג הגוף השולט, 1999–2005

החלק בנכסים שבמדגם (אחוזים)	מספר הקרנות במדגם	std(SR)	SR	סטיית התקן (אחוזים)	התשואה (אחוזים)	הגוף השולט	
87	13	0.13	0.31	4.6	8.5	בנקים	
8	7	0.21	0.54	5.6	10.0	גופים פרטיים	
5	3	0.08	0.41	5.6%	9.4	חברות ביטוח	
						7.1	הריבית חסרת הסיכון

(במונחים שנתיים)

¹ במסלול השקעה כללי; פתוחות לכלל האוכלוסייה.

לוח 4

בחינת ביצועי קופות הגמל,¹ לפי סוג הגוף השולט, 1999–2005

(במונחים שנתיים)

החלק בנכסים שבמדגם (אחוזים)	מספר הקופות במדגם	std(SR)	SR	סטיית התקן (אחוזים)	תשואה (אחוזים)	הגוף השולט	
90	36	0.14	0.33	5.4	8.9	בנקים	
6	18	0.26	0.50	5.0	9.8	גופים פרטיים	
4	9	0.13	0.36	5.5	9.2	חברות ביטוח	
						7.1	הריבית חסרת הסיכון

¹ במסלול השקעה כללי; פתוחות לכלל האוכלוסייה.

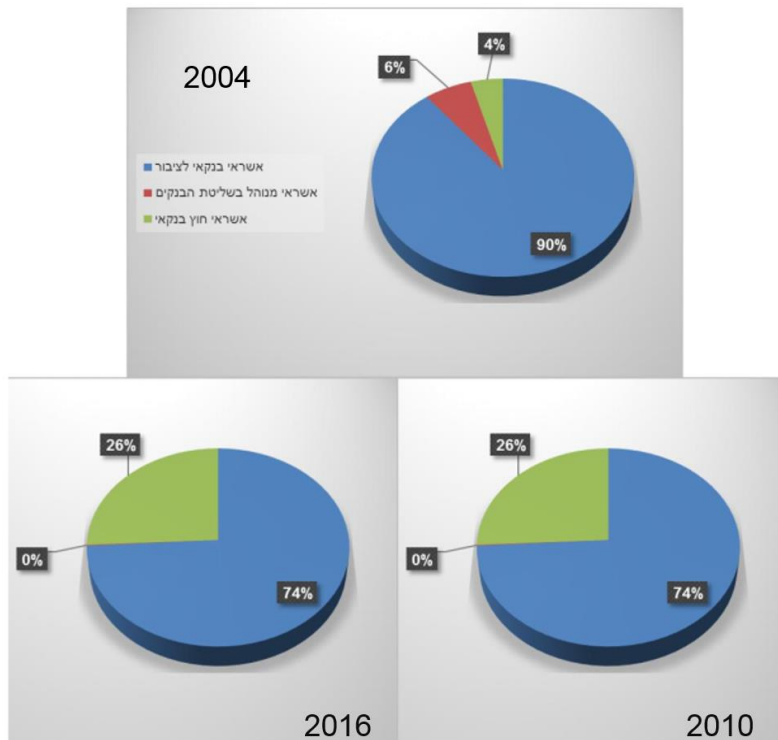
כעת נבחן את השלכות רפורמת בכר על הריכוזיות באשראי הבנקאי ועל התפחות האשראי החוץ-בנקאי. נבחן את חלוקת האשראי המקומי לציבור בשלוש נקודות זמן שונות: בשנת 2004, לפני רפורמת בכר, ובשנים 2010 ו-2016 – לאחר יישום הרפורמה (איור 4). בשנת 2004 האשראי הבנקאי היווה כ-90 אחוזים מהאשראי לציבור, ונוסף על כך החזיקו הבנקים בעוד כ-6 אחוזים מהאשראי לציבור באמצעות שליטתם הדומיננטית בקופות

הגמל ובקרנות הנאמנות. האשראי החוץ-הבנקאי הסתכם בכ-4 אחוזים בלבד. לאחר רפורמת בכר התייצב האשראי הבנקאי על כ-74 אחוזים מסך האשראי המקומי לציבור, והאשראי החוץ-בנקאי התייצב על כ-26 אחוזים. בלוח 5 אנו מציגים את ריכוזיות האשראי הבנקאי בשלוש נקודות הזמן האמורות לפי מספר מדדים: מדד HHI (Herfindahl-Hirschman Index), CR3 ו-CR5 (Concentration Ratio). שני המדדים האחרונים מבטאים את נתח השוק של שלושת וחמשת הגופים הגדולים, בהתאמה. כפי שניתן לראות הריכוזיות בענף הבנקאות גבוהה מאוד, והיא אף גדלה עם השנים כתוצאה ממיזוגים, בפרט של הבנקים למשכנתאות והבנקים הרגילים – למשל 'בנק מזרחי' עם 'בנק טפחות' ו'בנק אדנים'. שלושת הבנקים הגדולים שולטים כיום בכ-70 אחוזים מהאשראי הבנקאי, וחמשת הבנקים הגדולים – בכ-90 אחוזים ממנו. בחינה נוספת של השלכות רפורמת בכר על שוק האשראי החוץ-בנקאי מתוארת בסעיף 4.4 להלן, הן בהתפתחות החוב במשק לאפיקי השונים.

איור 4

התפלגות האשראי לציבור בשלוש נקודות זמן

2004, לפני רפורמת בכר; 2010; ו-2016, לאחר רפורמת בכר



לוח 5

ריכוזיות האשראי הבנקאי

2016	2010	2004	השנה
885,570	706,583	530,984	האשראי הבנקאי לציבור (העסקי ולמשקי הבית) – מיליוני ש"ח
12	17	21	מספר הבנקים
0.20	0.20	0.20	ריכוזיות האשראי הבנקאי HHI
0.73	0.68	0.70	ריכוזיות האשראי הבנקאי CR3
0.90	0.89	0.83	ריכוזיות האשראי הבנקאי CR5

המקור: נתוני בנק ישראל, מידע שנתי על מערכת הבנקאות, לשנים שונות ועיבוד המחברים.

תוצאה נוספת של רפורמת בכר היא הצטרפות שחקנים לשוק התיווך הפיננסי. בסוף שנת 2016 פעלו בשוק עשרה גופים פיננסיים המנהלים קרנות פנסיה חדשות ועשרות גופים המנהלים קופות גמל. כמו כן ישנם בשוק 19 מנהלי קרנות נאמנות²¹ ו-20 חתמים פעילים, 3 מהם חתמים זרים. מגמה זו באה לידי ביטוי בירידת מדד הריכוזיות של החיסכון לטווח הארוך,²² בעיקר זה של קופות הגמל, בשנים שלאחר הרפורמה (לוח 6). בקרנות הפנסיה החדשות ובביטוחי החיים נרשם שיפור קל בריכוזיות, אך תחום זה עדיין נשלט ברובו בידי חמישה גופים.

לוח 6

הריכוזיות בחיסכון לטווח הארוך

2016	2010	2004	השנה
0.06	0.06	0.13	קופות הגמל HHI
0.34	0.35	0.59	קופות הגמל CR3
0.46	0.48	0.82	קופות הגמל CR5
0.2	0.26	0.32	קרנות הפנסיה החדשות HHI
0.76	0.81	0.87	קרנות הפנסיה החדשות CR3
0.95	0.97	0.95	קרנות הפנסיה החדשות CR5
0.17	0.23	0.23	ביטוחי החיים HHI
0.61	0.74	0.75	ביטוחי החיים CR3
0.90	0.94	0.97	ביטוחי החיים CR5

המקור: דוחות שנתיים של אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר לשנים שונות ועיבוד המחברים.

הוצאת קופות הגמל העוסקות בחיסכון לטווח ארוך מידי הבנקים החלישה את כוחם, אולם העברת חיסכון זה לידי הגופים המוסדיים העצימה את בעיית הריכוזיות: כיום שש הקבוצות הפיננסיות הגדולות מנהלות כ-

²¹ דוח הרשות לניירות ערך, שנת 2016.

²² HHI של קופות הגמל מחושב על בסיס הנכסים המנוהלים. HHI של ביטוחי החיים וקרנות הפנסיה מחושב על בסיס הפרמיות.

70 אחוזים מסך החיסכון לטווח ארוך.²³ כמעט כל הגופים הפיננסיים נשלטים בידי בעלי שליטה, וחלק מבעלי השליטה בהם הם בעלי שליטה גם בתאגיד ריאלי. כדי ליצור סביבה תחרותית בשוק האשראי והקצאת משאבים יעילה ברמת המשק התכנסה הוועדה לצמצום הריכוזיות והגברת התחרות ודנה, בין היתר, בהפרדה של גופים פיננסיים מתאגידים ריאליים.

ה. הוועדה להגברת התחרותיות במשק וחוק הריכוזיות 2010

(1) הרקע

מבנה הבעלות בחברות הציבוריות במשק הישראלי מתאפיין בריכוזיות גבוהה. במרבית החברות הנסחרות בבורסה בתל אביב בעל מניות עיקרי משפיע באופן מובהק על פעילות החברה. יתר על כן, כעשרים קבוצות עסקיות גדולות שולטות על כשני שלישים משווי השוק של החברות הציבוריות, וזאת בעיקר באמצעות שימוש במבנה החזקות פירמידלי. הלכה למעשה, נתח גדול של הפעילות הכלכלית בישראל מרוכז בידי מספר מצומצם של בעלי הון. מבנה פירמידלי רב-שכבתי אף יוצר פער משמעותי בין החזקות בעל השליטה בהן העצמי לשיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה.

קבוצות עסקיות המתאפיינות בפעילות רב-ענפית קיימות במרבית המשקים בעולם, הן במדינות מתפתחות והן במדינות מפותחות. יתרון הבולט בא לידי ביטוי במיוחד במשקים מתפתחים, שבהם ישנם מחסומים המקשים על ההתפתחות הכלכלית (Khanna and Yafeh, 2007). כך, לדוגמה, במדינות שבהן המערכת הפיננסית אינה מפותחת דיה הקצאת האשראי וההון בתוך הקבוצה העסקית עשויה לשפר את הקצאת המשאבים, במיוחד כאשר נכלל בקבוצה בנק או גוף פיננסי אחר. באופן דומה, שיתוף הפעולה בתוך הקבוצות העסקיות יכול לתת מענה לחסרים משקיים – בהכשרות מקצועיות של כוח אדם, במערכת המשפט ואכיפת החוזים, בפיתוחים טכנולוגיים ועוד.

ככל שהמוסדות הכלכליים – כגון שוקי ההון, מערכת המשפט, אכיפת החוק ושוק העבודה – מפותחים יותר, החסרונות של הקבוצות העסקיות באים לידי ביטוי יותר מאשר היתרונות. עם החסרונות האפשריים נמנים פגיעה בתחרות במשק וביציבותו, הקצאה לא יעילה של משאבים, הגדלת הסיכון המערכתי, ריכוז כוח כלכלי רב וקבלת החלטות בידי מעטים, פגיעה בציבור המשקיעים, יצירת תמריץ שלילי לחדשנות ועיכוב התפתחותם של שווקים ומוסדות כלכליים. ככל שהקבוצות העסקיות גדולות יותר ומבנה השליטה בהן מורכב יותר, כך מחריפים החסרונות הללו.

במשק הישראלי קבוצות עסקיות מעטות פרושות על פני קשת רחבה של ענפים. לכן יש חשש ששיווי המשקל אשר נוצר בכל ענף בנפרד אינו תחרותי, מפני ששחקן יכול למרב (maximize) את רווחיו על פני כל הענפים שבהם הוא פועל, ובכך להגדיל את חסמי הכניסה בפני מתחרים פוטנציאליים. יתר על כן, גוף פיננסי המשולב בתוך קבוצה עסקית וחשוף לכלל ענפי המשק יכול בנקל להיות מקור למידע עסקי הן על המתחרים והן על לקוחות וספקים של חברות הקבוצה העסקית. שילוב תאגידים ריאליים ופיננסיים תחת אותה שליטה יכול

²³ שש קבוצות הגדולות הן 'מגדל', 'כלל', 'הראל', 'פסגות', 'מנורה' מבטחים' ו'הפניקס'.

לגרום להקצאה לא יעילה של המשאבים במשק כתוצאה מניגודי העניינים בין הפעילות הריאלית לפיננסית, וכך לפגוע בציבור המשקיעים שכספי חסכוניותיהם נמצאים בידי התאגידים הפיננסיים.

מבנה בעלות פירמידלי שיש בו פער בין בעלות על ההון לשליטה דה פקטו בזכויות ההצבעה עלול לגרום לפגיעה בציבור המשקיעים בעלי מניות המיעוט או מחזיקי איגרות החוב, עקב ניגוד עניינים אינהרנטי בינם לבין בעלי השליטה. ניגוד עניינים זה יכול לבוא לידי ביטוי במגוון אופנים – תיעול רווחים או נכסי החברה על ידי בעל השליטה מתחתית הפירמידה לחברות בראשה (Tunneling), ביצוע השקעות בלתי יעילות, יצירת סיכון עודף, ניהול בלתי יעיל ועוד. לתופעות אלו עלות כלכלית כבדה לא רק למשקיע הבודד אלא למשק כולו. הרחבה על בעיית ניגוד העניינים ראו בפרק על הממשל התאגידי להלן.

חסרון נוסף של המבנה הפירמידלי הוא פגיעה ביציבות המשק: בין החברות השונות בתוך הקבוצה העסקית ייתכנו קשרים מסועפים, שיכולים להיות בעלי פן עסקי, וכן קשרי חוב; לכן משבר בחברה אחת יכול להתפשט ו'להדביק' חברות נוספות בתוך הקבוצה העסקית, וכיוון שהקבוצות העסקיות בישראל גדולות, עלולה להיווצר 'תגובת שרשרת' דרך הקשרים העסקיים עם הספקים והלקוחות וכן עם גופים פיננסיים ספקי אשראי.

(2) ההמלצות

המלצות הוועדה עסקו בשלושה תחומים מרכזיים: תנאים להקצאת נכסים ציבוריים, שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידלי והחזקות ריאליות ופיננסיות. ההמלצות הוסדרו בחקיקת 'חוק הריכוזיות', שאושר בדצמבר 2013, וחלקים ממנו עדיין לא הגיעו לשלב היישום הסופי.

ריכוזיות כלל-משקית ושיקולי תחרותיות ענפית בהקצאת זכויות

כדי שלא להעצים את הריכוזיות בעת הקצאת רישיונות וזיכיונות ('זכויות') לשימוש במשאבי המדינה יביא הרגולטור המופקד על הקצאת הזכות בחשבון שיקולים של קידום התחרותיות הענפית והמשקית נוסף על השיקולים האחרים. משמע שקבוצות עסקיות גדולות הפעילות במספר ענפים במשק לא תוכלנה לרכוש זכויות נוספות או להרחיב את פעילותן. לשם כך מונתה הוועדה לצמצום הריכוזיות בראשות הממונה על ההגבלים העסקיים, שאחראית לפרסם את רשימת הגורמים הריכוזיים במשק בהתאם להיקף פעילותם היחסי בתחומי התשתיות החיוניות כפי שאלה הוגדרו בחוק. אם הרגולטור החליט בכל זאת להקצות זכויות לגורם ריכוזי, עליו לפנות לוועדה לצמצום הריכוזיות ולנמק בפניה את החלטתו.

הגבלת השליטה בחברות בעלות מבנה פירמידלי

חוק הריכוזיות מגביל את מבנה השליטה בפירמידה לשתי שכבות בלבד. 'חברת שכבה' היא חברה ציבורית או חברת איגרות חוב, דהיינו חברה מדווחת. למעשה החוק מונע שליטה של חברת שכבה שנייה בחברת שכבה שלישית. מבנה זה תקף לחברות חדשות. לגבי מבנה שליטה פירמידלי בעל שלוש שכבות ומעלה בעת חקיקת החוק נקבעה הדרגתיות בפירוק הפירמידה, כך שעד דצמבר 2019 יישארו בה שתי שכבות בלבד. נוסף על כך הוחלו מגבלות על מינוי דירקטורים לחברות בשכבה השלישית למשך תקופת הפירוק, כך שלמעשה לא תהיה

שליטה של הפירמידה בדירקטוריונים של החברות האלה. זאת באמצעות הכרח למנות דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים.

הפרדה בין תאגידים ריאליים לגופים פיננסיים

חוק הריכוזיות מחייב הפרדה של הבעלות בין תאגידים ריאליים משמעותיים לגופים פיננסיים משמעותיים, ובין גופים פיננסיים שהם בנקים לגופים פיננסיים אחרים, הן ברובד השליטה והן ברובד הניהול.²⁴ גופים פיננסיים משמעותיים' הוגדרו כגופים פיננסיים המנהלים נכסים בסך של 40 מיליארד ש"ח או יותר, ויתאגידים ריאליים משמעותיים' הוגדרו בהתאם למחזור השנתי (עם מגבלה הדוקה יותר כשמדובר בשוק מונופולי) או להיקפי האשראי.

הגבלות אלו אינן ייחודיות לישראל. בארצות הברית ישנה הפרדה מלאה בין החזקה בבנקים להחזקה בחברות ריאליות, ונוסף על כך חלות מגבלות על החזקות של חברות פיננסיות וחברות מסחריות. קנדה מתנה את זכויות ההצבעה והשליטה בבנקים בקבלת אישורים מקדימים משר האוצר, ובקוראה הדרומית ישנה הפרדה מלאה בין חברות פיננסיות לריאליות, אף שבעבר החזקה מקבילה הייתה נפוצה. לעומת זאת מתאפיינות יפן, גרמניה איטליה בהחזקות צולבות בין המגזרים הפיננסי והריאלי.

הסעיף בחוק הריכוזיות הודן בהפרדה בין תאגידים ריאליים משמעותיים לבין גופים פיננסיים משמעותיים הוא הרחבה של מסקנות ועדת ברודט (1995), שתוארו לעיל. דוח ברודט היה הראשון שהמליץ להקים את ועדת הריכוזיות, אך המלצה זו הגיעה לידי יישום רק 15 שנים מאוחר יותר.

(3) ההשפעה של חוק הריכוזיות על החברות במשק

לחוק הריכוזיות הייתה בשנים האחרונות השפעה גדולה על שוק ההון הישראלי. חברות רבות נמחקו מהמסחר בבורסה כתוצאה מהדרישה להשטחת פירמידות השליטה (איור 5). רוב החברות מוזגו עם חברות האם בדרך של הצעת רכש או מיזוג עם חברת האם תמורת מזומן או בתמורה להקצאת מניות. בדרך זו שווי השוק של החברות הציבוריות לא נפגע, והמהלך אף תרם להגדלת הסחירות בחברות הממוזגות. עד סוף 2016 נמחקו בסך הכול כ-40 חברות בעקבות הדרישה להשטחת הפירמידות. בין היתר ניתן למנות את 'קבוצת עזריאלי', שמחקה את החברות 'גרנית' ו'טמבור', ואת 'קבוצת דלק', שמחקה את החברות 'גדות ביוכימיה' ו'קמור מוטורס'. דרך נוספת של מחיקה הייתה הסדרי נושים – לדוגמה, ב'אי.די.בי. אחזקות' ו'ביסקיילקס'. חלק מחברות השכבה נמכרו והוצאו מהפירמידה. כך, למשל, מכרה 'דסקי' את 'גיוון' ואת 'המלט'.

יצוין כי הירידה של מספר החברות הציבוריות אינה נובעת אך ורק מיישום חוק הריכוזיות. חברות מסוימות נמחקות מהמסחר כתוצאה מרגולציה מכבידה, מהיקפי מסחר נמוכים או ממעבר למסחר בבורסות בחו"ל. צמצום מספר החברות הנסחרות מאפיין בורסות רבות בעולם.²⁵

²⁴ רובד הניהול מתייחס למינוי של בעל שליטה בתאגיד מסוג אחד לדירקטור בתאגיד מסוג אחר. Doidge et al. (2015).²⁵

מכירת החזקות בחברות הוטלה גם על בעלי השליטה. כדי לעמוד במגבלות של הפרדת השליטה בין תאגידים ריאליים לפיננסיים נאלצו בעלי השליטה לבחור בין השניים. כך, לדוגמה, ויתר צדיק בינו על החזקות הריאליות ב'פז נפט' לטובת השליטה ב'בנק הבינלאומי', שלמה אליהו מכר את החזקותיו ב'בנק לאומי' בעקבות השליטה בחברת 'מגדל', וקבוצת 'אייפקס', שבבעלותה חברת 'פסגות', מכרה את החזקותיה ב'תנובה'.

תהליך ההתאמה לחוק הריכוזיות עדיין לא הושלם במלואו. לדוגמה: חברת 'אידיבי פיתוח' עדיין שולטת בפירמידה של 4 שכבות; 'דסק"ש' שבשכבה השנייה שולטת בין היתר על 'נכסים ובניין' (שכבה שלישית), וזו שולטת על 'גב ים', 'ישפרו' ו'מהדרין'. חברת הביטוח 'כלל', שבבעלות 'אידיבי פיתוח', הועברה לידי נאמן.

(4) פרצות בחוק

חוק הריכוזיות אינו חף מפרצות. במניין חברות השכבה החוק אינו מחריג חברות דואליות, אך מחריג חברות זרות וחברות ישראליות הנסחרות בחו"ל. זאת אומרת שחברות זרות או ישראליות הנסחרות בחו"ל אינן נחשבות לחברות שכבה במבנה הפירמידה, אף שהן יכולות לשמש לצורכי מינוף. כך, לדוגמה, חברת 'אי.די.בי. פיתוח' היא חלק מקבוצת חברות, שחלקן זרות, במבנה פירמידה בשליטתו של אדוארדו אלשטיין.

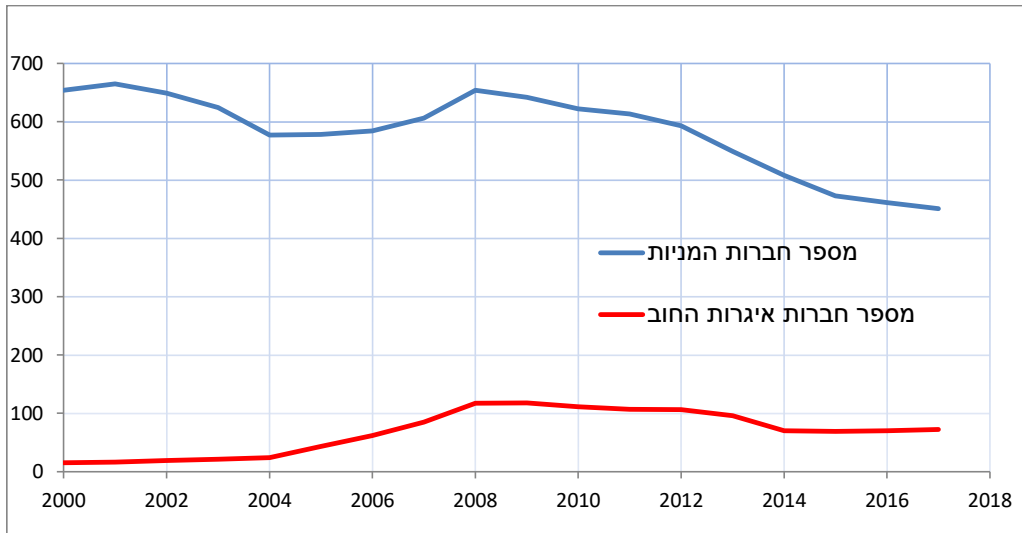
החוק מגביל את מבנה הפירמידה לחברות שכבה שהן חברות מדווחות, ולא מתייחס למכלול הקשרים הכלכליים בין בעלי השליטה בפירמידה. לפיכך בעל השליטה יכול לצמצם את מבנה הפירמידה באופן פיקטיבי, באמצעות חברה פרטית בשליטתו, שאינה נחשבת לחברת שכבה, בדרך הבאה: החברה הפרטית רוכשת חברה שנמצאת בשכבה השנייה בפירמידה, כולל החברות מהשכבות הנמוכות יותר שבשליטתה, על ידי הלוואה שהיא מקבלת מחברת השכבה הראשונה.²⁶ בדרך זו מנגנון השליטה בפירמידה נותר בעינו, אולם חוק הריכוזיות מכיר בצמצום הפירמידה.

נושא נוסף שאליו התייחסה ועדת הריכוזיות הוא הממשל התאגידי של החברות הציבוריות בישראל, ועליו נרחיב בסעיף הבא.

²⁶ <https://www.themarket.com/markets/ifrs/1.4157958>

איור 5

מספר החברות הציבוריות בישראל, חברות מניות וחברות איגרות חוב, 2000–2017



המקור: נתוני הבורסה לניירות ערך ועיבוד המחברים.

3. הממשל התאגידי בישראל

מבנה הבעלות האופייני לחברות הציבוריות בישראל הוא ריכוזי. במרבית החברות בעל שליטה יחיד או קבוצת בעלי שליטה מחזיקים בממוצע בין 60–70 אחוזים מהון המניות וזכויות ההצבעה בחברה. במבנה כה ריכוזי הקונפליקט המרכזי בממשל תאגידי, הידוע בשם 'בעיית הסוכן' (Principal Agent Problem), אינו בין בעלי מניות החברה לבין מנהליה, כמו במבנה בעלות מבוזרת, אלא בין בעלי השליטה בחברה לבין בעלי מניות המיעוט.

ממשל תאגידי מוגדר כטיבה של מערכת היחסים הכוללת בין הנהלת החברה, הדירקטוריון, בעלי המניות ובעלי החוב, והתאמתה ליעדי המשילות של הארגון. ממשל תאגידי הנגזר מעקרונות וכללים ראויים צפוי להקטין את סיכון המשקיעים בחברה על ידי מניעה מראש של אותם אירועים לא רצויים שגופים רגולטוריים, מקצועיים ככל שיהיו, מתקשים לחשוף בדיעבד. עם אירועים אלה נמנים: הוצאת ערך מהחברה לטובת חלק מבעלי מניותיה על חשבון בעלי מניות אחרים (Value Expropriation), משיכת שכר שאינה בהתאם לאינטרס החברה ומינוי לא-מקצועי של מקורבים, הפוגע במנגנון קבלת ההחלטות. במילים אחרות: ממשל תאגידי טוב תורם להקצאה יעילה של מקורות החברה, וכך מסייע למירוב הערך עבור בעלי מניותיה. מחקרים רבים בדקו ומצאו קשר חיובי בין איכות הממשל התאגידי של חברות לביצועיהן, כפי שהם מתבטאים ב-Tobin's Q²⁷, בחברות ציבוריות במשקים שונים בעולם.²⁸

הבעיה העיקרית במבנה בעלות ריכוזי של חברה ציבורית היא פגיעה אפשרית בתפקודה באופן שגורם לה לסטות ממטרת מירוב הערך לבעלי מניותיה. הסטייה נגרמת בשל חוסר האיזון בין בעל השליטה בחברה לבעלי מניות המיעוט וניגוד העניינים ביניהם. כלל בעלי המניות ייהנו מניהול תקין של החברה ומחיתרה למירוב הרווח; לעומת זאת לבעל השליטה עלול להיות אינטרס למשוך הטבות באופן שיפגע בחברה – למשל על ידי קשירת עסקאות עם בעלי עניין שאינם מביאות תועלת כלכלית. יתר על כן, בעל השליטה ממנה את מרבית חברי הדירקטוריון, ובפרט את המנכ"ל. במצב זה יש חשש כי המנכ"ל יהיה עושה דברו של בעל השליטה, ולא ינהל את החברה באופן המיטיב עם כלל בעלי מניותיה. בעיית סוכן זו שונה אפוא מבעיית הסוכן ה'קלאסית'.²⁹

בעיית ניגוד העניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט מעיבה על המערכת הפיננסית כולה. חוסר האיזון בין בעלי המניות עלול לגרום להקצאת משאבים לא יעילה, לבריחת משקיעים פוטנציאליים מהשקעות בחברות ציבוריות, וכפועל יוצא – להדלדלות שוק ההון המקומי תוך פגיעה קשה בתפקודו ובאמינותו, ומכאן לפגיעה במשק כולו.

²⁷ היחס בין ערך השוק של פירמה לשווי של נכסיה; משמש מדד לכדאיות ההשקעה בנכסי החברה.
²⁸ למשל (2003) Gompers, Ishii and Metrick בארה"ב, (2003) Black, Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmerman בשווייץ, (2006) Jang and Kim בקוריאה, (2010) Lauterbach and Shahmon וכהן (2017) בישראל.
²⁹ Villavong and Amit (2009) טוענים שבעיית הסוכן המתוארת כאן, בין בעלי שליטה לבעלי מניות קטנים, קיימת בהיקף משמעותי גם בארצות הברית, אף שמבנה הבעלות על חברות בה הוא בין המבוזרים ביותר בעולם.

הדומיננטיות של בעל השליטה גם אינה משאירה מקום לאקטיביזם של בעלי המניות האחרים: כשהשליטה בחברה נתונה בידי גורם אחד הסיכוי לזכות בנתח גדול מהרווחים בחברה לאחר הבראתה וניווטה אל מחוזות טובים ורווחיים הוא קלוש. ריכוז השליטה פוגע באפשרות האקטיביזם של גופים כקרנות גידור (Hedge Funds) או קרנות הון סיכון (Venture Capital). אלו נכנסים לנעלי ההנהלה ומציעים מיזוגים, הגברת תשלומי דיבידנדים, ספינאופס, מינוי דירקטורים ומנהלים חדשים לחברה, ובכלל פועלים ממניעי הצפת ערך. אקטיביזם נתפס בשוקי ההון כמוסיף ערך: התשואה העודפת הממוצעת על מניות של חברות שבהן ננקטה פעילות אקטיביסטית, בפרק הזמן של עשרים ימים מרגע היוודע על הפעילות, נעה בין 4.8 אחוזים באירופה ל-7 אחוזים בארצות הברית.³⁰ לפגיעה באפשרות האקטיביזם יש השלכות שליליות, בשל העדר הצפת ערך לכלל בעלי המניות.

הכלים העיקריים לפתרון הבעיות הקשורות לממשל תאגידי מתחלקים לשלושה מעגלי אחריות: מעגל הניהול (הפנימי) – את הפיקוח מבצעים הדירקטורים וועדותיו, בעיקר ועדת הביקורת. מעגל הבעלים – עבודת הפיקוח והבקרה נעשית על ידי בעלי המניות באמצעות מנגנון ההצבעות, בין בדרך של הצבעה ובין בדרך של מכירת המניות (Voice or Exit). המעגל החיצוני הוא גורם אכיפה כדוגמת בית משפט, המתמחה בדיני חברות ובדיני ניירות ערך ('בית משפט כלכלי' – ראו להלן).

התמורות בשוק ההון שבהן דנו בסעיפים לעיל הביאו לחיזוק הגופים המוסדיים ולהסטת כספי החיסכון מהאפיק הממשלתי אל המגזר הפרטי. כמובן, מהלך זה הוביל להעצמת ניגודי העניינים בתחום הממשל התאגידי. בתקופה הנסקרת ננקטה בישראל סדרת פעולות במטרה לצמצם ניגודי עניינים אלה. פתיחתו של המשק לעולם, ובפרט הצטרפותה של ישראל ל-OECD, תרמו לחלק מהשינויים.

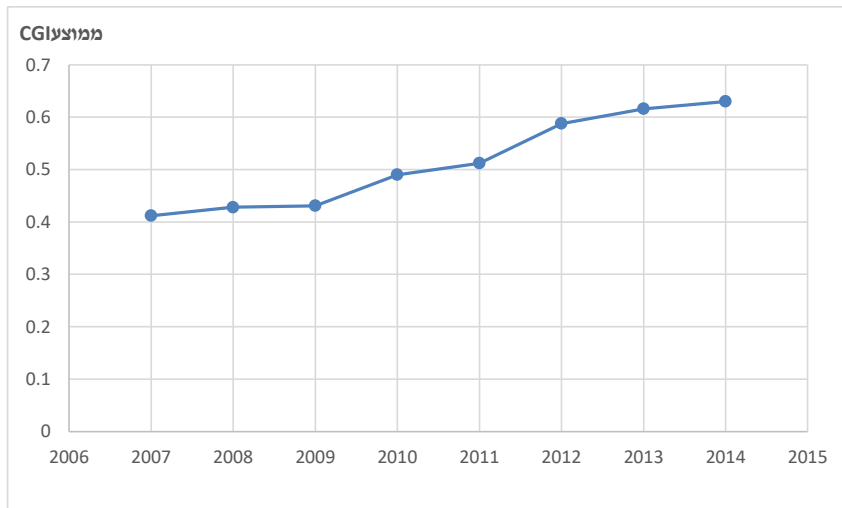
הפעולות שננקטו תרמו לשיפור הממשל התאגידי, כפי שניתן לראות בעזרת אינדקס ממשל תאגידי שפיתח עודד כהן (2017)³¹ (איור 6). עם רכיבי האינדקס נמנים מידת הכשירות של החברים בדירקטוריון ובוועדותיו, יכולת החברים בדירקטוריון לפעול באופן בלתי תלוי בבעל השליטה בחברה ו/או בנושאי המשרה המכהנים בה ועוצמת התמריצים של בעל השליטה למשיכת הטבות פרטיות (Private Benefits of Control) מהחברה, כתוצאה ממבנה הבעלות בה.

³⁰ Becht, Franks, Grant and Wagner (2016).

³¹ מדד בעל שם דומה פותח גם בחברת הפרוקסי 'אנטרופי', המוכרת אותו לגופים המוסדיים ככלי עזר לקביעת מדיניות ההשקעה שלהם. אולם זה מידע פרטי שאינו מפורסם.

איור 6

התפתחות הציון הממוצע של אינדקס הממשל התאגידי בישראל, 2007–2014



המקור:

Cohen Oded (2017). Measuring Corporate Governance Quality in Concentrated Ownership Firms. working paper

בסעיף 1א' להלן נתאר בקצרה את פעילות הוועדות שהוקמו בתקופה הנסקרת לשם מציאת פתרונות ליבעיית הסוכן שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט ולשפר את הממשל התאגידי בישראל. בסעיף 1בב' נדון בכל אחד משלושת מעגלי האחריות של ממשל תאגידי – מעגל הניהול, מעגל הבעלים ומעגל האכיפה – ונתאר כיצד מיושמות מסקנות הוועדות בכל אחד מהמעגלים.

א. ועדות ציבוריות שעסקו בממשל התאגידי

(1) ועדת גושן

הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל (ועדת גושן) מונתה על ידי יו"ר הרשות לניירות ערך במטרה להמליץ לרשות על מתכונת לקוד ממשל תאגידי (Corporate Governance Code) לשוק ההון בישראל. זאת בהמשך לאימוץ עקרונות ממשל תאגידי במדינות רבות החברות ב-OECD. הוועדה הגישה את מסקנותיה בדצמבר 2006, והן יושמו במלואן.

מסקנות הוועדה עסקו באופן שבו על חברה ציבורית, מנהליה ובעלי המניות בה להתנהל כדי להגביר את אמון הציבור במהלכים המתבצעים בה ולמנוע אירועים לא רצויים, הפוגעים בתפקודה היעיל ובעלי מניות

המיעוט. בפרט נדונו עסקאות עם בעלי שליטה (עסקות בעלי עניין), שהן אמצעי עיקרי למשיכת ערך (Value Expropriation) מהחברה.

בישראל עסקאות עם בעלי השליטה עדיין מותרות בחוק, על אף הבעייתיות הכרוכה בהן.³² תיקון 16 לחוק החברות מקשה על אופן אישורן, והעלה את רמת הפיקוח של הדירקטוריון ושל בעלי מניות המיעוט על עסקאות אלה. בשוק ההון המקומי ישנן מספר דוגמאות לעסקות בעלי עניין בעייתיות. אחת מהן היא מכירת 'גנדן תיירות ותעופה' הפרטית, שבבעלות נוחי דנקנר ומשקיעים נוספים, ל'אי.די.בי'. הציבורית, שאף היא בשליטת נוחי דנקנר, בשנת 2009. בגין עסקה זו הוגשה בשנת 2012 בבית המשפט הכלכלי 2 תביעה נגזרת³³ נגד דנקנר ואי. די.בי. על פגיעה בבעלי מניות המיעוט. דוגמה נוספת היא עסקת מכירת 'יורוקום' (חברה פרטית בבעלות שאול אלוביץ') ל'יבזק' (חברה ציבורית שבשליטתו), עסקה הנחקרת ברשות לניירות ערך בימים אלו.

במרבית מדינות העולם נהוגה גישת 'אמץ או הסבר'. על פי גישה זו אין חובה לאמץ את הוראות הממשל התאגידי, אך חברה נדרשת לנמק בדוחותיה מדוע מצאה לנכון שלא לאמץ. אולם ועדת גושן דגלה בגישה שונה: היא המליצה לנהוג על פי דרישות גילוי בלבד, ללא החובה להסביר מדוע החברה בחרה שלא ליישם את הוראות הממשל התאגידי. גישה זו מקורה בהבנה שהסברים אינם תורמים מידע למשקיע, ואף עלולים להזיק, בהיותם 'מסך עשן'.

(2) ועדת חמדני

הרפורמה בקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות ו'רפורמת בכר' חוללו שינוי במפת הגופים המוסדיים הפעילים בשוק ההון הישראלי ובכוח השפעתם. היקף הנכסים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים גדל במהירות, והסרת המגבלות הכמותיות מעל השקעה באיגרות חוב מיועדות שחררה חלק ניכר מהמקורות להשקעה בשוק ההון המקומי. הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ועדת חמדני), הוקמה בידי אגף שוק ההון באוצר ביולי 2006. אגף זה הוא הרגולטור המפקח על פעילות הגופים המוסדיים המנהלים את החיסכון לטווח ארוך של הציבור. מטרת הוועדה הייתה בחינה מחודשת של הדרכים אשר יבטיחו כי הגופים המוסדיים, שהם בעלי היכולת והחובה המקצועית ובדרך כלל מחזיקים ברוב מניות המיעוט, ימצו את אחריותם כשומרי הסף של שוק ההון. הוועדה הגישה את מסקנותיה בינואר 2008.

הוועדה התמקדה בכלי העיקרי המצוי בידי הגופים המוסדיים לפיקוח ובקרה על החברות בתיק ההשקעות שלהם, וכן בהצבעה באסיפות של בעלי המניות. בין המלצותיה נכללת התייחסות לחובת ההצבעה של הגופים המוסדיים, איחוד כללי ההצבעה לכלל אפיקי הניהול שברשותם, הגברת השקיפות באשר למדיניות ההצבעה בסוגיות שונות וחובת דיווח מפורט כיצד הצביע כל גוף מוסדי המחזיק במניותיה בסוגיות שונות שעלו להצבעה. כן התייחסה הוועדה לאפשרות להישען על גוף מייצג לגיבוש אופן ההצבעה הרצוי. השימוש בגוף

מעוצב: לא סמן

³² אף שהן נתפסות כעסקאות בעייתיות ייתכן מצב שבו הן יכולות בכל זאת להיות יעילות ובעלות היגיון כלכלי (Djankov et al. 2008).

³³ תביעה של בעלי המניות בשם החברה, נגד בעלי השליטה בה.

מייעץ נועד להתגבר על ניגודי עניינים אפשריים בין הגופים המוסדיים ובין ציבור החוסכים שאת כספו הם מנהלים. כמו כן המליצה הוועדה לחייב את הגופים המוסדיים לפרסם את אמות המידה המנחות את ועדת ההשקעות של גופים אלו בנושא איכות הממשל התאגידי. ועדת ההשקעות מחויבת לבחון את אמות המידה הללו באופן שוטף, לעדכן אותן בעת הצורך ולפרסם את העדכונים.³⁴ בדרך זו קיוותה הוועדה לשפר את הממשל התאגידי של החברות באופן עקיף, כך שהן תעמודנה בסטנדרטים של הגופים המוסדיים. כן המליצה הוועדה לחייב את הגופים המוסדיים בדיווח על המדיניות שהם נוקטים בפקוח על החברות שהם משקיעים בהן.

(3) ועדת הריכוזיות

ועדת הריכוזיות דרשה את חיזוק הממשל התאגידי בחברות השכבה השלישית בפירמידות שליטה ובחברות פער. חברת פער מוגדרת כחברה ציבורית שבה בעל השליטה מחזיק פחות משליש מההון דרך חברה ציבורית או חברת איגרות חוב אחרת. בחברות השכבה השלישית וחברות הפער יש פוטנציאל גבוה לתיעול רווחים (Tunneling) ולניגוד עניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. בדומה לוועדת גושן וועדת חמדני, גם ועדת הריכוזיות ראתה בגופים המוסדיים שחקן משמעותי וכלי מרכזי בניסיון להתגבר על ניגודי העניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט.

נוסף על כך המליצה הוועדה ליישם בכל החברות הציבוריות את חובת 'אמץ או גלה' לקיום הליך תחרותי באישור עסקת בעלי עניין. הפיקוח על הליך תחרותי זה והדיווח עליו הוטל על ועדת הביקורת. בנושא הצבעות בעלי המניות המליצה הוועדה להקים פלטפורמה שתאפשר הצבעה של בעלי מניות המיעוט דרך האינטרנט. מסקנות הוועדה יושמו בחוק הריכוזיות, שאושר בכנסת בדצמבר 2013. החוק הוא תקדים בין-לאומי של התערבות הרגולטור בהגבלת הבעלות והשליטה במבנה פירמידלי וצעד נוסף בהגנה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.

ב. שלושת מעגלי האחריות

(1) מעגל הניהול – הדירקטוריון

מוסד הדירקטוריון נועד לפתור את בעיית הסוכן המאפיינת את ניהולו של כל ארגון (Hermalin & Weisbach, 2003). בתוך הדירקטוריון יש קונפליקט בין המנכ"ל, שיעדיף לשלוט בדירקטוריון כדי לשמור על מקום עבודתו ולהגדיל את תועלתו הפרטית, לבין חברי הדירקטוריון האחרים, שיעדיפו לשמור על עצמאותם כדי למלא את תפקיד הפיקוח על המנכ"ל מטעם בעלי המניות.

בישראל כלי הפיקוח דרך הדירקטוריון לוקה בבעיות המאפיינות את השוק המקומי: הוא קטן, ריכוזי, והמעגלים החברתיים בו מצומצמים. לכן מספר מוגבל של דירקטורים מכהנים בדירקטוריונים של חברות

³⁴ מתוך קודקס הרגולציה, שער 5 (חלק 1) של רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

רבות. עובדה זו מעיבה על האפשרות שהם יהיו בלתי תלויים לגמרי בהנהלה או בבעלי השליטה בחברות. כיוון שהאחרונים שולטים במספר גדול יחסית של חברות, והדירקטורים עצמם מונעים בין היתר משאיפתם להתמנות לדירקטוריונים בחברות נוספות בכלל ובחברות שבבעלות אותם בעלי שליטה בפרט – מניע זה פוגע ביכולת למלא את תפקידם כגורם מפקח על תפקוד המנכ"ל באופן בלתי תלוי. בשל מיעוט האקטיביזם מצד בעלי המניות המוסדיים, לרוב מי שמציעים את מינוי הדירקטורים, גם החיצוניים שבהם, הם בעלי השליטה או ההנהלה.

בשנים האחרונות הוכנסו מספר שינויים כדי לשפר את זרוע הבקרה הדירקטוריונית. המטרה היא לשפר את מקצועיות הדירקטוריון ואת עצמאותו. שיפור המקצועיות בא לידי ביטוי בדרישות ידע בנושאי כלכלה וחשבונאות. עצמאות הדירקטוריון נועדה להבטיח אי-תלות של הדירקטורים החיצוניים (דח"צים) בבעלי השליטה של החברה, וכך לחזק את יכולתם לפעול בשם הציבור לטובת כלל בעלי המניות בלי להיות מושפעים משיקולים זרים.

אכן, בהתאם להמלצות ועדת חמדני שונה חוק החברות, וכיום הגופים המוסדיים מחויבים להשתתף בהצבעות, בפרט על מינוי דח"צים. כמו כן לא נדרשת תמיכת בעלי השליטה בהארכת כהונתו של דח"צ. תיקון 20 לחוק החברות קבע חובת מינוי של ועדת תיגמול בכל דירקטוריון – ועדה שתקבע את מדיניות התיגמול של הנהלת החברה. נדרש שרוב הרכבה של ועדת התיגמול יתבסס על דירקטורים בלתי תלויים. חוק הריכוזיות הכפיף את כלל עסקות בעלי העניין לפיקוח ועדת הביקורת, שגם בה נדרש רוב של דירקטורים בלתי תלויים.

ביוני 2016 ננקט לראשונה מהלך של מינוי דח"צית על ידי גוף מוסדי בעל מניות בחברה ציבורית: חברת הביטוח 'כללי' הציעה ומינתה דירקטורית חיצונית לחברת 'קרדן נדל"ן'. מהלך זה קיבל תמיכה של חברת הייעוץ 'אנטרופי', שהודיעה כי תעודד מינוי דירקטורים מטעם המוסדיים. ואכן, מאז היו מינויים נוספים כאלה.

האפשרות ל'הרמת מסך' וריבוי תביעות אישיות נגד דירקטורים על קבלת החלטות שאינן לטובת החברה או בעלי מניותיה הם כלי הרתעתי נגד ביצוע רשלני, או מילוי של תפקיד הדירקטור שלא בתום לב. תביעה כזאת עומדת בימים אלה נגד הדירקטורים ב'אי.די.בי'. בטענה שהם אישרו את עסקת רכישת 'מעריב' בלי שדנו באופן ענייני ברווחיות העסקה, ובכך לכאורה גרמו נזק לבעלי מניות המיעוט.

(2) מעגל הבעלים – בעלי המניות

בספרות האקדמית מקובל לראות בהצבעות של הגופים המוסדיים כלי פיקוח והגנה עיקרי מפני בעיות של ממשל תאגידי. אולם נסייג ונאמר שמרבית הספרות מתייחסת למדיניות שבהן הבעלות בחברות הציבוריות היא מבוזרת, כארצות הברית ואנגליה.

ההצבעה יכולה לבוא לידי ביטוי בשתי דרכים: הצבעות באסיפת בעלי המניות או ניהול מו"מ עם ההנהלה על ההצעות המובאות להצבעה (Voice) או מכירת המניות כשהנהלה מקבלת החלטות שאינן מקובלות על המשקיע (Exit). בהליך זה של 'הצבעה ברגליים', במיוחד כשהמוכר הוא בעל מניות גדול, יש מעין הפעלת לחץ

מעוצב:לא סמן

מעוצב:לא סמן

מעוצב:לא סמן

מעוצב:לא סמן

על החברה באמצעות איום על שווי מניותיה. ירידת ערך החברה עלולה, בין היתר, לפגוע בתיגמול ההנהלה, או להקשות על גיוס הון. שתי הדרכים הן ביטויים של אקטיביזם מצד בעלי המניות, והן משלימות זו את זו.

מעוצב:לא סמן

המוציאים לפועל של הפיקוח באמצעות הצבעות הם הגופים המוסדיים. לאחר שקיבלו לידיהם את ניהול מרבית הכספים של הציבור בישראל בעקבות יישום הרפורמה בפנסיה ורפורמת בכר, הפכו המוסדיים לשחקנים העיקריים בשוק ההון המקומי. תפקידם בסביבת בעלות ריכוזית כזו הקיימת בישראל הוא קריטי, והם נתפסים כשומרי הסף של שוק ההון. לכן מצופה מהם לייצג את בעלי מניות המיעוט ולהגן על זכויותיהם – למשל על ידי התנגדות לעסקאות עם בעלי השליטה בחברות שבהן יש חשש להעברת ערך הפוגעת בבעלי מניות המיעוט (Value Expropriation).

הגנה על זכויות בעלי המיעוט אפשרית רק בכפיפות להתערבות רגולטורית, שכן ללא התערבות כזאת בעלי השליטה יוכלו להעביר בהצבעה כל החלטה כראות עיניהם. התערבות רגולטורית זו מתבטאת בדרישת רוב מיוחד (ראו להלן) בהצבעות בנושאים שבהם יש חשש לניגוד עניינים.

תקוות הרגולטור היא כי הצבעות שקולות, נטולות אינטרסים ובהתאם למדיניות הצבעה מוגדרת היטב, יש בכוחן למנוע עסקאות שאינן לטובת כלל בעלי המניות בחברה. הנהלה שתוצאה להימנע מסירוב והצבעת נגד של בעלי המניות הגדולים, לרוב הגופים המוסדיים, תפעל מראש להגיע להסכמה עמם על תנאי העסקה, או תימנע מלהביא לאסיפת בעלי המניות עסקאות כאלה. בכך יש בכוחן של הצבעות הגופים המוסדיים לשפר את מצב החברה, את מצב בעלי מניותיה ואת היחס ביניהם, תוך שיפור הממשל התאגידי.

חשיבותו של מנגנון ההצבעות בעיני הרגולטור ככלי בקרה ופיקוח בידי המשקיעים המוסדיים באה לידי ביטוי גם בדרישתו מוועדת ההשקעות של הגופים לקבוע, לבחון ולעדכן את מדיניות ההצבעות באספות הכלליות ולחייב את הגוף המוסדי להצביע בהתאם להן.³⁵

שתי הוועדות הציבוריות – ועדת גושן וועדת חמדני – ראו במנגנון ההצבעה כלי עיקרי לשיפור הממשל התאגידי, ולכן המליצו על דרישה חדשה לרוב מיוחד ועל חובת הצבעה של הגופים המוסדיים. אולם הן חששו מניגוד העניינים הנובע מפעילות הגופים המוסדיים, אשר עלול להטות את הצבעתם. כלי להתמודדות עם בעיה זו הוא פיתוח תשתית לפריחתן של חברות ייעוץ פרוקסי,³⁶ שתפקידן לנתח כל אחת מההצעות שהנהלה מביאה לאישור בעלי המניות ולהמליץ לגופים המוסדיים כיצד להצביע. להלן נתייחס לכל אחת מהנקודות הללו.

דרישת הרוב המיוחד

כדי לתת לבעלי מניות המיעוט כוח השפעה בהצבעות באסיפת בעלי המניות, המליצה ועדת גושן, ואחריה גם ועדת חמדני, להעלות את הרוב המיוחד שנדרש ברשימת נושאים העשויים לשמש מקור לשאיבת ערך בידי

³⁵ הדרישה קיימת בטיטות ההוראות לעניין ממשל תאגידי בהשקעות בחוזר המאוחד של רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, שפורסמה בינואר 2015.

³⁶ חברות המגבשות המלצה על אופן ההצבעה הרצוי ומוכרות את המלצתן לגופים המוסדיים, כדוגמת ISS האמריקאית.

בעלי השליטה, או להשפעה ישירה שלהם, כגון: עסקאות עם בעלי עניין, שכרם של בעלי השליטה או של המקורבים להם, פטור מאחריות שלהם בנושאי משרה, ביטוח ושיפוי לדירקטורים מקרב בעלי השליטה, עסקות מיזוג או רכישה של חברות, איחוד תפקידי המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון ובחירתם של דח"צים.

דרישת הרוב המיוחד נכללה במקור בחוק החברות החדש (1999), אולם באופן מצומצם: בנושאים המוגדרים כמשמעותיים בהקשר של ממשל תאגידי הייתה דרישה לרוב רגיל מקרב הנוכחים באסיפה וכן לתמיכת שליש מקולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי או בעלי השליטה – כלומר בעלי מניות המיעוט. הדרישה לשליש מקולות בעלי מניות המיעוט נועדה במקור לחזק את בעלי מניות המיעוט, אולם דרישת שליש בלבד מתוכנס עלולה להביא למצב אבסורדי, שבו רוב בעלי מניות המיעוט מתנגדים לעסקה המוצעת, ואף על פי כן זו תאושר. לפיכך שונתה דרישת הרוב המיוחד – בתיקון 16 לחוק החברות, שהוחל במאי 2011, – משליש לרוב בעלי מניות המיעוט (Majority of Minority).

מעוצב:לא סמן

דרישת רוב דומה קיימת בבריטניה: עסקת מיזוג מעל גודל מסוים חייבת באישור בעלי המניות. בארצות הברית אין דרישה כזאת בעסקות מיזוג. בנושאי בחירת דירקטורים נערכה בארצות הברית רפורמה של מעבר מהצבעות שבהן רוב של קול אחד מספיק לבחירת מועמד (Plurality) להצבעות בדרישת רוב (Majority).

יישום ממשל תאגידי על ידי הצבעות הגופים המוסדיים – פתרונות ובעיות

פיקוח באמצעות הצבעות של הגופים המוסדיים דורש השקעת משאבים במעקב אחר הצעות ההנהלה, בחינה של כל הצעה, גיבוש עמדה ועוד. יש פער בין הנהלים מהמוצר הציבורי, שהם כלל ציבור בעלי המניות בחברה, לבין הנושאים בעלות המוצר, שהם הגופים המוסדיים, שלא בהכרח מעוניינים לספק מוצר זה.³⁷ עם בעיה זו התמודד הרגולטור בדרך של הטלת חובת הצבעה על הגופים המוסדיים באותם הנושאים שבהם נדרש לרוב מיוחד. על פי המלצת ועדת חמדני נקבע כי ההצבעה חייבת להיות בעד או נגד ללא אפשרות להימנע, אלא במקרים של ניגוד עניינים של מנהל הקרן. הכללים יושמו ברגולציה על מנהלי קרנות נאמנות³⁸ ועל הגופים המנהלים חיסכון לטווח ארוך – פוליסות ביטוח חיים, קרנות פנסיה וקופות גמל.³⁹ חיוב ההצבעה חל גם על מחזיקי ניירות ערך שאינם מניות, בעיקר באסיפות של מחזיקי איגרות חוב.

מעוצב:לא סמן

מעוצב:לא סמן

במטרה להקל טכנית על מימוש חובת ההצבעה של הגופים המוסדיים וזכות ההצבעה של הזכאים לכך מקרב ציבור המשקיעים הרחב ניתנה אפשרות להצביע באינטרנט. לשם כך הושקה ביוני 2015 מערכת הצבעות אלקטרונית, והתוספה לאפשרויות ההצבעה שהיו קיימות עד אז – נוכחות פיזית באסיפות, הצבעה באמצעות מיופה כוח ומסירת כתב הצבעה (או שליחתו בדואר רשום).

חיוב הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעות בעלי המניות הוא צעד מרחיק לכת. בארצות הברית, למשל, הרשות לניירות ערך (SEC) ביטלה בתחילת 2010 את האפשרות שהיתה נתונה בידי הברוקרים להצביע בשם

³⁷ Bebhuk et al. (2017).

³⁸ הכפופות לפיקוחה של הרשות לניירות ערך.

³⁹ גופים אלה כפופים לפיקוח של הרשות לשוק ההון, חיסכון ופנסיה, במשרד האוצר.

לקוחותיהם אם הלקוחות לא מימשו את זכותם. מהלך זה ננקט כי נמצא שהצבעות הברוקרים מעלות את התמיכה בהצעות ההנהלה ב-11–14 נקודות האחוז.⁴⁰

נתונים מתוך הדוח השנתי של הרשות לניירות ערך מצביעים על עלייה דרמטית של שיעור ההשתתפות בהצעות של מנהלי קרנות הנאמנות במהלך השנים. עד שנת 2009 שיעור האסיפות שבהן הייתה השתתפות של למעלה מ-70 אחוזים ממנהלי הקרנות באסיפות הכלליות שבהן הם מחויבים להשתתף ולהצביע עמד על כ-60 אחוזים בלבד. בשנת 2010 נסק שיעור זה ל-85 אחוזים, ובשנת 2016 כבר היה 96 אחוזים מהאסיפות.⁴¹

חיוב הגופים המוסדיים להשתתף בהצעות יצר מצב חדש. הגופים המוסדיים נטו להתמודד עם החובה להצביע על ידי רכישת שירותי ייעוץ מחברות ייעודיות – חברות ייעוץ פרוקסי – לגבי אופן ההצבעה המועדף. בשוק ההמלצות של חברות ייעוץ הפרוקסי נוצר מעין 'מונופול טבעי': שוק ההמלצות נשלט בידי חברה דומיננטית אחת, 'אנטרופי' – שנתח השוק שלה קרוב ל-80 אחוזים, ויתרת נתח השוק שייכת לחברת 'עמדה'.^{42, 43} היתרון של השימוש בשירותי ייעוץ הפרוקסי בהצעות הוא עקיפת ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין הגופים המוסדיים לציבור החוסכים.

הבעיה בהסתמכות על פיקוח באמצעות הצבעות של הגופים המוסדיים היא בעיית ניגוד עניינים, המובנית בפעילותם: מצד אחד תפקידו של הגוף המוסדי לייצג את ציבור החוסכים שאת כספו הוא מנהל, ולפיכך הוא מחויב לדאוג לאינטרסים שלהם; מצד שני הגוף המוסדי יכול לקיים קשרים עסקיים עם החברה שעליה הוא אמור לפקח, או עם צדדים הקשורים אליה. כיוון שהשוק הישראלי מאופיין בבעלות ריכוזית של בעלי שליטה מעטים על חברות רבות, בעיית ניגוד העניינים היא מהותית. בתקופה שלפני רפורמת בכר ניגודי העניינים היו בעיקר בבנקים. לאחר יישום הרפורמה המשיכו ניגודי העניינים להתקיים במסגרת הגופים המוסדיים שקיבלו לידיהם את ניהול קופות הגמל וקרנות הנאמנות ונמצאים בקשרים עסקיים עם תאגידים רבים, או מוחזקים על ידי תאגידים עסקיים בבעלות צולבת. חוק הריכוזיות בא להתמודד עם סוגיה זו על ידי הפרדת השליטה והבעלות בין תאגידים ריאליים לפיננסיים.

מעוצב:לא סמן

מעוצב:לא סמן

ניגודי העניינים עלולים להשפיע על הצבעתם של הגופים המוסדיים, ובכך לפגום באיכות הפיקוח על החברות. חמדני ויפה (Hamdani and Yafeh, 2013) בוחנים נתוני הצבעה משנת 2006 (לפני יישום רפורמת בכר) ומראים כי הצבעתם של הגופים המוסדיים מושפעת מניגודי האינטרסים המובנים בפעילותם. התופעה אינה ייחודית לישראל: (Davis & Kim (2007), Ashraf et al (2009) ו-Cvijanovic, Dasgupta & Zachariadis (2016), למשל, מראים כי קשרים עסקיים נוספים של מנהלי הקרנות עם חברות שהן חלק מתיק ההשקעות שלהם משפיעים על הצבעתם.

⁴⁰ Bethel & Gilan (2002).

⁴¹ נתונים מתוך הדוחות השנתיים של רשות ניירות ערך לשנים 2010, 2016.

⁴² נוסף על כך קופות מפעילות רבות רוכשות את השירות של קבלת המלצות הצבעה מבית ההשקעות 'פסגות' – אחד מבתי ההשקעות הבודדים שמגבש המלצות הצבעה באופן עצמאי, בלי לרכוש את שירותי חברות הפרוקסי. נתוני ההמלצות של חברות הפרוקסי ומספר המשקיעים המוסדיים הרוכשים את המלצותיהן הם בגדר מידע פרטי שלהן, ועל כן הוא נשאר חסוי.

⁴³ המצב בארצות הברית דומה: ISS היא חברת ייעוץ הפרוקסי הדומיננטית שם.

מעוצב:לא סמן

ועדת גושן וועדת חמדני התמודדו עם פוטנציאל ניגוד העניינים בדרך של חיוב הגופים המוסדיים בפרסום מדיניות ההצבעה והליכי הבדיקה לצורך גיבוש עמדה בהצעות ההנהלה לעסקאות מיוחדות, כגון עסקאות עם בעלי עניין, ודיווח מרוכז על ההצבעה בפועל. בעקבות מסקנות שתי הוועדות הוחלה חובת הדיווח על ההצבעה של כל אחד מבעלי המניות המוסדיים ועל תוצאות ההצבעה על החברות עצמן, באופן מרוכז וזמין לציבור במערכת 'מאיה' של הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

אמצעי נוסף שהציעה ועדת חמדני להתמודדות עם ניגודי האינטרסים של הגופים המוסדיים בהצבעה הוא יועצי הפרוקסי. בהתאם לקביעת הרשות לניירות ערך בארצות הברית שפעולה של גוף מוסדי על פי המלצה של גורם מקצועי יכולה להפחית את החשש לניגוד עניינים של הגוף המוסדי, סברו חברי הוועדה שהישענות על המלצות יועצי הפרוקסי אף תקל על הדרישה לקבלת החלטות הצבעה ביחס לצדדים קשורים. עם זאת יש חשש לאיכות ההמלצה, משום ששוק היעוץ נשלט בידי חברה אחת ואינו מפקח.

מחקרים על חברת יעוץ הפרוקסי האמריקאית ISS מצאו השפעה משמעותית על תוצאות ההצבעה בבחירת דירקטורים.⁴⁴ כנגד זאת מצאו Choi et al. (2008) שהחברה אכן מציעה ומרכזת למען בעלי המניות את הנתונים ונותנת המלצות, אך ההצבעה של בעלי המניות מבוססת על נתוני ההצעות ולא על ההמלצות.

דוגמה ספציפית לבעיית הסוכן בממשל התאגידי בישראל היא תיגמול המנהלים. שכר המנהלים הבכירים בישראל נתפס כגובה מדי (בהשוואה לשאר המשתכרים באותה החברה), כלא מבוסס דיו על ביצועים וככזה שנקבע בהליך לא שקוף, המשרת את בעלי השליטה בחברה (ה'יקונים' את נאמנות המנהלים באמצעות שכר גבוה). כדי להתגבר על חלק מבעיות אלה מונתה ועדת נאמן (בראשות שר המשפטים לשעבר, פרופ' יעקב נאמן), ובעקבות מסקנותיה תוקן חוק החברות (תיקון 20, שהוחל בדצמבר 2012) באופן הכולל מספר סעיפים, בהם מינוי ועדת תיגמול, ובה רוב של דירקטורים בלתי תלויים. על ועדה זו לקבוע מדיניות תיגמול לחברה. מדיניות התיגמול נדרשת לכלול התייחסות לסעיפים כגון כישורים, השכלה וביצועים קודמים, וכן את היחס של שכר המנהלים לזה של שאר מקבלי השכר בחברה ואת החלק המשנתה בשכר, התלוי בביצועים. על מדיניות השכר (וכל חוזה שכר של חברי ההנהלה הבכירה) לקבל את אישורה של איספת בעלי המניות ברוב מיוחד – רוב מבין בעלי מניות המיעוט, עם הסתייגות אחת: ההצבעה אינה מחייבת: לדירקטוריון יש זכות לאשר את שכר הבכירים ומדיניות התיגמול גם אם בעלי המניות הביעו את התנגדותם.⁴⁵ התיקון מתבסס על מדיניות שיושמה גם בארצות הברית (כחלק מרפורמת Dodd-Frank) ובאנגליה, שם היא מכונה Say on Pay. מחקרים הבוחנים נתונים מארצות הברית ומאנגליה מראים כי התנגדות בעלי המניות להצעות שכר של נושאי משרה משפיעה על שכר הבכירים בשנים העוקבות, וזאת גם ברמת התנגדות הנמוכה מהרף הנדרש של 50 אחוזים בהצבעת בעלי המניות.⁴⁶ הגישה שעליה מתבסס רעיון ה-Say on Pay מציעה הליך חלופי להליך

⁴⁴ Cai et al. (2009) למשל.

⁴⁵ במקרה שלא התקבל הרוב הנדרש באסיפת בעלי המניות על ועדת התיגמול והדירקטוריון לדון מחדש, לאשר ולנמק את האישור בניגוד לדעת בעלי המניות.

⁴⁶ למשל: Cai et al. (2009), Fischer et al. (2009), עם נתונים מארה"ב. Conyon & Carter & Zamora (2009), Alissa (2009), Sadler (2009), Ferri & Maber (2009), עם נתונים מאנגליה. מתוך הסקירה של Yermak (2010).

ההצבעה של משקיעים (ה- 'Voice') – 'Exit': הליך שבו שמורה לבעלי המניות הזכות למכור את החזקותיהם בחברה במקרה שהם אינם מרוצים מהתנהלותה.

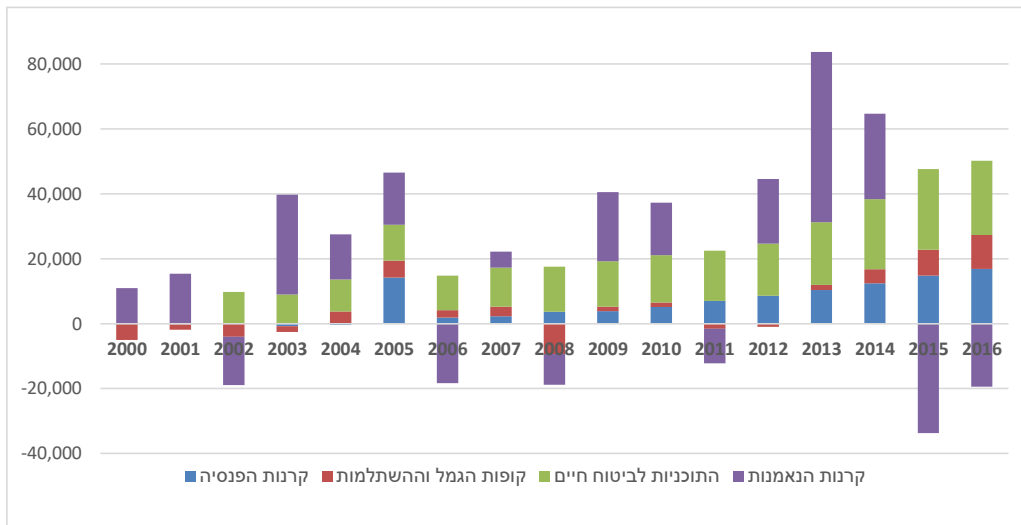
אנו מעלים כאן השערה בדבר בעיה ייחודית בהסתמכות על פיקוח באמצעות הצבעות המשקיעים המוסדיים – אי-שימוש באפשרות ה-Exit: משקיעים ישראלים נוטים שלא למכור החזקות בהיקף משמעותי, ואף אינם מענישים חברות על ניהול כושל. השערה זו אמנם עדיין טעונה הוכחה אמפירית (שאנו משאירים למחקר עתידי), אך היא מתבססת על מספר מאפיינים של שוק ההון בישראל:

- שוק ההון הישראלי לוקה במיעוט חברות הנסחרות בבורסה, בתהליך מתגבר של מחיקת חברות ציבוריות (איור 5) עקב הפיכתן לפרטיות וכן במחיקתן של חברות דואליות, המעדיפות להיסחר רק בבורסות זרות, כגון חברת 'מלאנוקס'. היצע איגרות החוב הקונצרניות אף הוא מוגבל. כתוצאה מכל אלה הגופים המוסדיים חווים צמצום באפשרויות השקעה של מקורותיהם.
- הביקוש להשקעות הולך וגדל – קצב צבירת הכספים המנוהלים בגופים המוסדיים בהשקעות לטווח ארוך עולה בהתמדה (איור 7). הצבירה נטו (הפקדות פחות משיכות) של חסכונות עמדה בשנת 2016 על כ-30 מיליארד ש"ח.
- זרימת הכספים לחו"ל דרך השקעה במניות זרות אמנם גברה לאחרונה, אך בקצב נמוך בהרבה מקצב צבירתם של הכספים המנוהלים (איור 8). ייתכן שתופעה זו נובעת מנטייה של המוסדיים להשקעות מקומיות (Home Bias), או מהעלויות הגבוהות של השקעה אקטיבית במניות זרות מחמת הצורך בלימוד הסיכויים והסיכונים הכרוכים במניות אלה.
- סקירת ההתפתחויות בשוק ההון בשנים 2007–2013, שנכתבה במחלקה הכלכלית של הרשות לניירות ערך, מלמדת שעל אף חלקם הגדול של המוסדיים בתיק נכסי הציבור (כ-45 אחוזים בשנת 2013), תרומתם להיקפי המסחר בשוק ההון מצומצמת ביותר – פחות מ-10 אחוזים בתקופה הנסקרת.

בשוק המקומי מצויות דוגמאות לאישור מדיניות תיגמול על אף התנגדות בעלי מניות המיעוט; למשל: חברת 'סלע קפיטל נדל"י הביאה להצבעה באסיפת בעלי המניות ביוני 2015 שינוי במדיניות התיגמול שלה ואת שכר המנכ"ל. בהצבעה נדחו שתי ההצעות ברוב גדול: 76.5 אחוזים מבעלי מניות המיעוט התנגדו לשינוי מדיניות התיגמול, ו-85 אחוזים התנגדו לאישור שכר המנכ"ל. למרות זאת הודיעה החברה על שינוי מדיניות התיגמול ואישור שכר המנכ"ל. בהתאם להשערותנו האמורה, בעלי המניות המוסדיים לא הענישו את החברה: מבחינת מחיר המניה והיקפי המסחר (תגובת השוק) בעקבות הודעת החברה עולה שהמשקיעים המוסדיים לא מימשו את החזקותיהם במניות החברה; להפך, דוח החזקות בעלי העניין של החברה אף מעיד על רכישות נוספות שביצעו המשקיעים המוסדיים בעלי העניין בחברה במהלך החודש שלאחר החלטת הדירקטוריון.

נראה כי המשקיעים המוסדיים הישראליים מרבים להשתמש בכלי ההשפעה הפוליטי – (Voice) יותר מאשר בכוח ההשפעה באמצעות המסחר בשוק (Exit). הם בוחרים שלא להעניש חברות שגילו ממשל תאגידי לא ראוי ומעדיפים לבלוע את הגלולה המרה ולהמשיך ולהשקיע בחברה, בידיעה שהאלטרנטיבות מוגבלות.⁴⁷

איור 7
הצבירה נטו של כספים מנוהלים בגופים המוסדיים, 2016–2000
(מיליוני ש"ח)

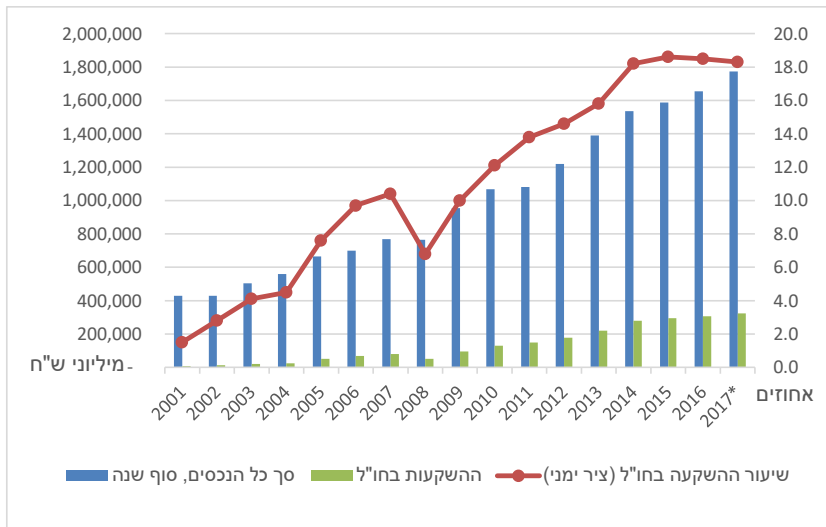


המקור: דוחות שנתיים של בנק ישראל, דוחות שנתיים של רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון ועיבוד המחברים.

⁴⁷ בהקשר זה אפשר לשער כי הידיעה של המוסדיים שהחברה יכולה לאשר את השכר או את מדיניות התגמול על אף התנגדותם עשויה להניע אותם להימנע מראש מסיטואציה כזאת, ולתמוך במדיניות התיגמול של החברות – ובלבד שלא להגיע למצב של חברה המאשרת מדיניות תיגמול בניגוד להצבעת בעלי מניות המיעוט שלה.

איור 8

סך הכספים המנוהלים בגופים המוסדיים ושיעור ההשקעות בחו"ל, 2001–2017



* נכון לסוף ספטמבר 2017.

המקור: דוחות שנתיים של בנק ישראל ועיבוד המחברים.

(3) המעגל החיצוני - בית המשפט הכלכלי

אמצעי שלישי בארגון הכלים של הממשל התאגידי להגנה מעושה וקיפוח של בעלי מניות המיעוט הוא רגולציה בדיעבד, בדמות בית משפט כלכלי. הטיעונים בעד בית משפט מתמחה הם חוסר הבנה של שופטים כלליים בנושאים כלכליים מיוחדים ותורים ארוכים במיוחד בבתי המשפט הרגילים. כנגד זאת נטען שהמשפט הוא כללי ולא כרוך בדינים מיוחדים.⁴⁸

ועדת גושן המליצה על הקמת בית משפט כלכלי, שימש גוף מקצועי מומחה לדיני חברות וניירות ערך, בדומה לבית משפט כזה במדינת דלוואר בארצות הברית. מטרת הקמתו ופעילותו של בית המשפט הכלכלי היא לייעל ולשכלל את האכיפה הפלילית בתחום דיני חברות וניירות ערך, לקצר את משך ההליכים ולייצר את התשתית לפסיקה עקבית ומקצועית בתחום. זאת לצד הפחתת אי-הוודאות המשפטית בשוק ההון וחיזוק נורמות התנהגות תקינות בקרב כל השחקנים. המהלך נועד לחזק ולתמרץ את האכיפה הפרטית בדיני חברות וניירות ערך דרך תביעות ייצוגיות ותביעות נגזרות. זוהי אבן דרך משמעותית בהתפתחותו ושדרוגו של שוק ההון בישראל, התורמת לחיזוק ההגנות המשפטיות על ציבור המשקיעים המקומיים והזרים, ולפיכך – לחיזוק האמון בשווקים הפיננסיים, לשגשוגם ולצמיחתם בטווח הארוך.

⁴⁸ טענת נשיא בית המשפט העליון אהרון ברק.

'בית המשפט הכלכלי' הוקם בדצמבר 2010 כמחלקה מקצועית בבית המשפט המחוזי בתל אביב. מכהנים בו שלושה שופטים מקצועיים, והוא נחשב כיום לאחת המחלקות המקצועיות והיעילות במערכת המשפט. שופטי המחלקה דנים בתיקים פליליים העוסקים בעבירות על דיני ניירות ערך וכן בתיקים אזרחיים בתחום דיני החברות וניירות הערך. המחלקה דנה גם בעתירות מנהליות נגד החלטות הרשות לניירות ערך, הבורסה ורשם החברות.

פסקי הדין שניתנו בו היוו תקדימים, ששינו את הכללים בעולם העסקי. להלן כמה דוגמאות לכך. ביולי 2012, לראשונה בישראל, נפסק מאסר בפועל לנאשם שהורשע בעבירות של שימוש במידע פנים. אפרים קדח, סמנכ"ל ב'אלספק הנדסה', נשלח למאסר בפועל. פסק דין נוסף קבע פיצוי חסר תקדים של בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט בפרשת 'כור' ומכירת מניות 'מכתשים אגן' ליכמצ'יינה'.⁴⁹ פסק דין זה הפך את השימוש בוועדה בלתי תלויה מטעם הדירקטוריון לסטנדרט בעסקאות של בעלי שליטה. פסק דין נוסף העלה את רף המקצועיות הנדרש מדירקטור בחברה ציבורית כך שהוא יהיה מסוגל לקרוא ולהבין דוחות כספיים.

⁴⁹ ניתן במאי 2011.

4. ההתפתחויות בשוק ההון

בסעיף זה נבחן את ההשלכות של הרפורמות המבניות על שוק ההון הישראלי כפי שהן באות לידי ביטוי בהתפתחות החוב וגיוס ההון במשק. הסטת כספי הגופים המוסדיים לשוק איגרות החוב הלא-ממשלתיות ותוצאות המשבר הפיננסי העולמי חשפו נקודות תורפה בשוק זה, ודרשו טיפול פרטני על ידי הרגולטור. הנושא טופל בוועדת חודק. הגלובליזציה וביזור תיק הנכסים של הציבור היוו כר נוח להתפתחות ענף תעודות הסל, כפי שיתואר בהמשך הסעיף.

א. התפתחות החוב וגיוס ההון במשק

הרפורמות המבניות בפנסיה והמלצות ויישום המלצות ועדת בכר חוללו שינויים עמוקים במשק. מטרת הרפורמות הייתה יצירת שוק הון יעיל ותחרותי כמקובל במדינות המפותחות. בעקבותיהן גדל כוחם וחופש פעולתם של הגופים המוסדיים על חשבון הבנקים. צמצום הגירעון של הממשלה והקטנת מעורבותה בשוק ההון, שיעורי הצמיחה הגבוהים של המשק וחובת ההפרשות לפנסיה לכלל המועסקים החל מ-2008 הביאו לגידול משמעותי של היקף הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. בסוף יולי 2017 עמד היקף הכספים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים על כ-1.7 טריליון ש"ח. כתוצאה מכך גדל משמעותית האשראי החוץ-בנקאי.

המגזר העסקי הוא כיום מנוע צמיחה מרכזי בכלכלה הישראלית. לכן מעניין לראות כיצד השפיעו הרפורמות המבניות על התפתחות החוב של מגזר זה (איור 9) ובמקביל – על אפיקי גיוס ההון של המגזר הפרטי (העסקי והפיננסי – איור 10). איור 10 מציג גם את גיוס החוב נטו של הממשלה, כלומר את ההנפקות בניקוי הפדיונות. מקורות המימון גדלים בזמן שגיוסי ההון נטו של הממשלה קטנים או אף שליליים. כדי להשלים את התמונה נבחן גם את התפתחות האשראי של הגופים המוסדיים (איור 11) ואת התפתחות החוב לבנקים (איור 12). חלק מהאיורים מכילים מידע מעבר לתקופה הנסקרת – 1995–2017. המידע הנוסף, על התקופה שלפני 1995, משמש אינדיקציית בוחן נוספת לתקופה שלפני השינויים המבניים. נחלק את התקופה הנסקרת לשלושה חלקים.

התקופה הראשונה היא עד שנת 2003 – תקופת 'הבנקים האוניברסליים' והדומיננטיים. עד הרפורמה בפנסיה ורפורמת בכר מרבית האשראי של המגזר העסקי היה ממקור בנקאי – הלוואות בנקאיות או איגרות חוב מוסדיות שהוחזקו בידי הקופות בבעלות הבנקים. בסוף שנת 2003 האשראי מהבנקים (שכלל גם את קופות הגמל שבעלותם) היה למעלה מ-70 אחוזים מסך האשראי למגזר העסקי. שיעורן של איגרות החוב היה פחות מ-10 אחוזים מסך כל האשראי של המגזר העסקי. רוב גיוסי ההון היו באמצעות מניות ואופציות. חלק גדול מהאשראי של הגופים המוסדיים היה מופנה לאיגרות החוב המיועדות של הממשלה, בגלל מגבלות השקעה שהושתו עליהם. חובת ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות החלה על קופות הגמל שוחררה בהדרגה בין 1987 ל-2001. בשנים 2001–2003 גיוס ההון היה נמוך, בעקבות התפוצצות 'בועת הדוט-קום' והמיתון ששרר אז.

התקופה השנייה, 2004–2008, מתאפיינת בהשלכות הרפורמה בפנסיה, ברפורמת בכר ובגאות בשווקים הפיננסיים. ירידה בהיצע של איגרות החוב המיועדות וירידת בגירעון בתקציב, שממנה נהנה המגזר הממשלתי בתקופה זו, פינו מקורות מימון למגזר העסקי, והמשק נהנה משיעורי צמיחה גבוהים. גיוס ההון של המגזר

הפרטי גדל משמעותית על כל אפיקיו: איגרות חוב סחירות ואיגרות חוב להמרה, מניות ואיגרות חוב למוסדיים.

איגרות חוב למוסדיים הן איגרות חוב או איגרות חוב להמרה המונפקות ללא תשקיף, ולכן הציבור אינו רשאי לסחור בהן. בשנת 2001 החלה הבורסה לספק למוסדיים שירותי סליקה לאיגרות חוב ושירותי הנש"ר (ניירות ערך שאינם רשומים בבורסה). במאי 2004 הושקה מערכת 'רצף מוסדיים' למסחר רציף באיגרות חוב למוסדיים, תוך הגדלת נזילותן והגמשת ניהול ההשקעות בהן, כנהוג במערכות דומות בעולם. בכך מסייעת המערכת בפיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי.

על אף גידול האשראי שהופנה למגזר העסקי חלקם של הבנקים בגידול האשראי לא היה משמעותי, כי המגזר העסקי עבר מגיוס אשראי בנקאי לגיוס הון באמצעות איגרות חוב. בסוף שנת 2008 היה שיעורו של האשראי הבנקאי כ-54 אחוזים מסך האשראי למגזר העסקי, לעומת כ-70 אחוזים בסוף שנת 2003. גידול היקפם של הנכסים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים הביא לגידול חלקם בשוק איגרות החוב, ובסוף שנת 2008 הם החזיקו כ-60 אחוזים משוק איגרות החוב הסחירות וברובן המכריע של איגרות החוב הלא סחירות. הבנקים הגדילו את נכסיהם באותה עת באמצעות הלוואות למשקי הבית, רובן לצורכי דיור. סיום התקופה מתאפיין במשבר הפיננסי העולמי, שהחל בשלהי 2008.

התקופה השלישית, השנים 2009–2017, מתאפיינת בהשלכות המשבר הפיננסי העולמי. בעקבות המשבר התקשו חברות רבות לעמוד בהתחייבויותיהן ופנו להסדרי חוב. המשבר גרם לפגיעה חמורה באמון המשקיעים באיגרות החוב הלא ממשלתיות. כדי להגן על ציבור המשקיעים מפגיעה דומה בעתיד הוקמה ועדת חודק, שמטרתה הייתה להסדיר את השקעותיהם של הגופים המוסדיים באיגרות חוב אלה. (ראו סעיף 4.ב.1). הוועדה הגישה את מסקנותיה בשנת 2010. הן עסקו רק בהתניות ומגבלות להשקעות באיגרות החוב הלא ממשלתיות, ולא דנו באפיקי השקעה אלטרנטיביים. אימוץ מסקנות הוועדה הוביל לשינוי בתמהיל האשראי שהגופים המוסדיים העמידו למגזר העסקי: רוב גידולם של מקורות המימון למגזר העסקי בתקופה זו היה בהלוואות של הגופים המוסדיים. בסוף שנת 2016 סך האשראי שהגופים המוסדיים העמידו למגזר העסקי בהלוואות פרטיות היה גדול מהחזקותיהם באיגרות החוב הלא-ממשלתיות הסחירות. חלקו של גיוס ההון באמצעות איגרות חוב לא סחירות פחת לאורך התקופה האמורה, וכך קטנו החזקות הגופים המוסדיים בהן. שנת 2014 הייתה חריגה בגיוס איגרות חוב לא סחירות, אולם רוב גיוס החוב באפיק זה, כ-13 מיליארד ש"ח, היה מגופים מוסדיים זרים. בשנים 2015–2016 ניכרה במגזר העסקי התאוששות בגיוס איגרות חוב סחירות.

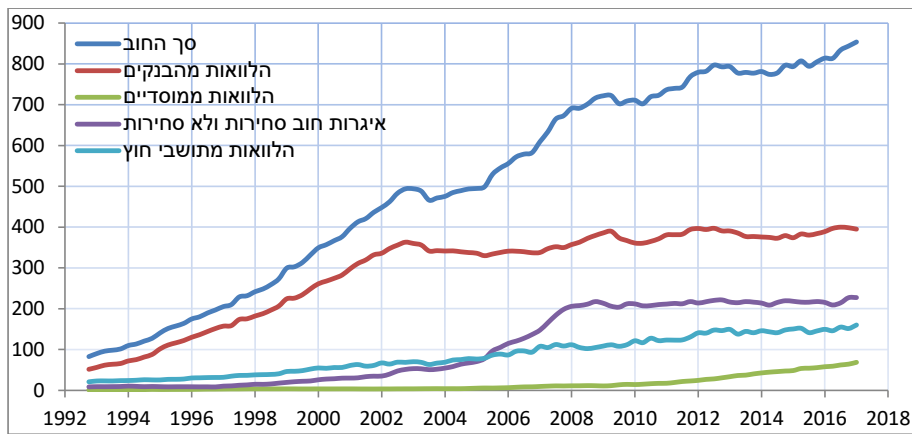
שינוי נוסף היה גידול החזקות המוסדיים באיגרות חוב מיועדות החל משנת 2012. הסיבה לגידול זה היא ירידת הריבית במשק, שגררה ירידה בתשואות של איגרות החוב הממשלתיות ה'רגילות'. למעשה איגרות החוב המיועדות הפכו להיות אטרקטיביות יותר מאשר בעבר בזכות התשואה הריאלית הגבוהה יחסית הגלומה בהן. ביולי 2017, נכסי קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות שהיו מושקעים באיגרות חוב מיועדות היוו כ-58.4 אחוזים וכ-26.4 אחוזים, בהתאמה, מסך נכסיהן.

הבנקים המשיכו להגדיל את האשראי שלהם למשקי הבית, בעיקר לצורכי דיור, בעוד שהאשראי למגזר העסקי כמעט לא השתנה. תקנות באזל 2, שיושמו בשנת 2009, גרמו לבנקים להקטין את היצע ההלוואות שלהם למגזר העסקי, וכך הם פינו לגופים המוסדיים מקום נוסף בשוק האשראי. חלקו של האשראי הבנקאי

למגזר העסקי בסך האשראי ירד משיא של מעל 70 אחוזים בשנת 2003 לכ-47 אחוזים בסוף שנת 2016. זוהי עדות לצמצום מתמשך בכוחם של הבנקים, לפחות במגזר העסקי.

איור 9

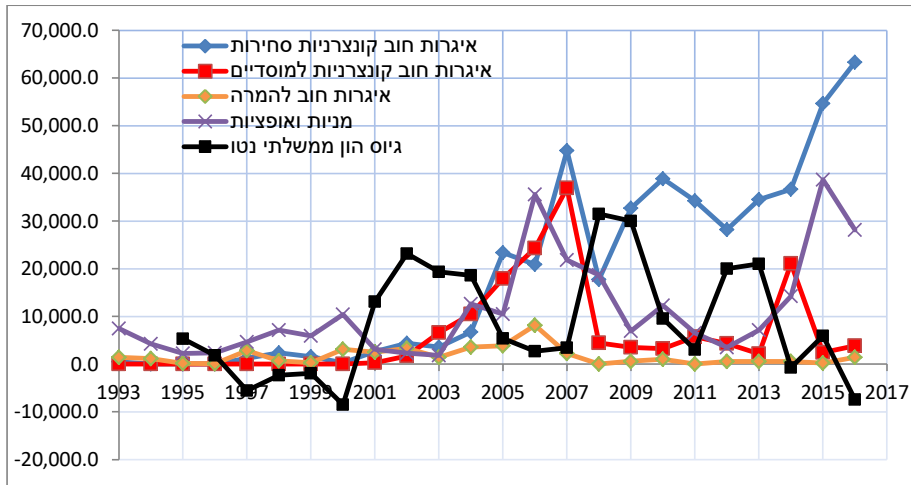
התפתחות החוב של המגזר העסקי ומקורות המימון שלו בחלוקה לאיגרות חוב והלוואות, 1992–2016 (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)



המקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד המחברים.

איור 10

גיוס ההון של המגזר הפרטי על פי סוגי ניירות הערך וגיוס ההון נטו על ידי הממשלה, 1993–2016 (מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)



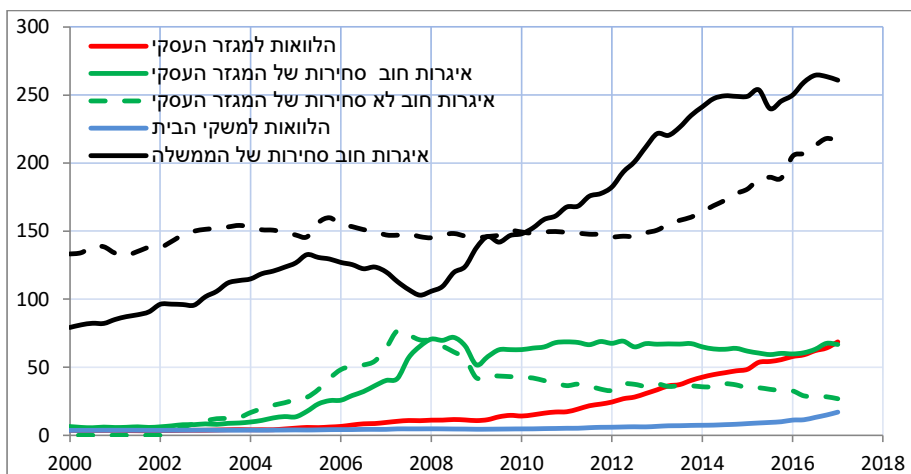
¹ הנפקות בניקוי פדיונות.

המקור: נתוני גיוס ההון מהבורסה לניירות ערך ועיבוד המחברים.

איור 11

התפתחות האשראי של המוסדיים, 2017–2000

(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)

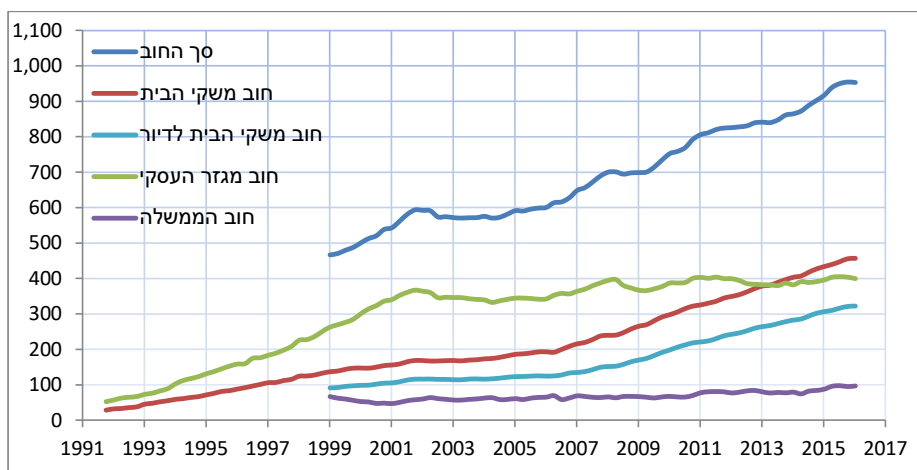


המקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד המחברים.

איור 12

התפתחות החוב לבנקים, 1992–2016

(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)



המקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד המחברים.

מעוצב: גופן: 10 נק', גופן עבור עברית ושפות אחרות: 10 נק'

ב. הסדרי החוב בעקבות המשבר הכלכלי וועדת חודק

ועדת חודק – הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא-ממשלתיות – הוקמה בשנת 2009 על רקע המשבר הפיננסי העולמי שפרץ בארצות הברית בשלהי 2008. חברות ישראליות רבות שאופיינו במינוף גבוה, בעיקר כאלה שהשקיעו בנדלין בחו"ל וחברות החזקה, לא עמדו בתשלומים למחזיקי איגרות החוב שהנפיקו. לפיכך פנו חברות רבות להסדרי חוב, שגרמו הפסדים משמעותיים לציבור המשקיעים. בשנים 2008–2013 היו בהליך הסדר חוב 141 סדרות של איגרות חוב לא-ממשלתיות, שערך הנקוב המותאם הסתכם בכ-39 מיליארד ש"ח.⁵⁰ שווי השוק של חוב זה בתחילת הליך הסדר החוב היה כ-16.7 מיליארד ש"ח; משמע שהערכת השוק לאובדן הערך הכלכלי הייתה למעלה מ-20 מיליארד ש"ח. שיאו של משבר החוב היה בשנת 2009, כאשר 50 סדרות, בהיקף כספי של למעלה מ-15 מיליארד ש"ח, היו בהליך הסדר חוב, בעוד ששווי השוק של חוב זה עמד על כ-5.7 מיליארד ש"ח בלבד. חלק לא מבוטל מאובדן הערך הכלכלי היה מתוך החיסכון לטווח ארוך, משום שהגופים המוסדיים החזיקו ב-60 אחוזים מאיגרות החוב הלא-ממשלתיות הסחירות וברובן המכריע של איגרות החוב הלא סחירות – שנפגעו

⁵⁰ על פי דוח ועדת חודק.

במשבר. על אף הדומיננטיות של הגופים המוסדיים בשוק איגרות החוב הלא-ממשלתיות היו בשוק זה מספר חולשות.

שוק איגרות החוב הלא ממשלתיות היה שוק של מוכרים: הגופים המוסדיים נהנו מזרם הפקדות קבוע לחיסכון הפנסיוני הן בזמני גאות והן בזמני שפל, כלומר ללא תלות בתנאים הכלכליים של המשק. התרת מגבלות ההשקעה על קרנות הפנסיה וחיפוש אחר השקעות חדשות הביאו להסטת כספים רבים אל איגרות החוב הלא ממשלתיות. כוח המיקוח של הגופים המוסדיים מול החברות המנפיקות לגבי תנאי איגרות החוב היה דל, שכן הם התקשו להבטיח שני דברים מרכזיים – ביטחונות ליכולתה של החברה המנפיקה לעמוד בהחזר החוב וקביעת פיצוי הולם לסיכון באמצעות הריבית. העדר הכוח נבע ממספרם הרב של הגופים המוסדיים. החברה המנפיקה ידעה שאם גוף מוסדי כלשהו לא יהיה מעוניין להשתתף בהנפקה יהיו אחרים עם הון זמין להשקעה, מפני הצורך הנמשך להשקיע את מקורותיהם. לכן גוף מוסדי בודד התקשה לדרוש תנאים משופרים. יתרונות נוספים לחברות המנפיקות היו העדפת הביתיות (Home Bias) של הגופים המוסדיים, שנובעת מהכרת שוק ההון המקומי, ונטייתם להשקיע בנכסים הצמודים למדד המחירים לצרכן ובמטבע מקומי.

בחיסרון של מספר השחקנים הגדול בקרב הגופים המוסדיים כרוכה גם בעיה של חוסר תמריץ לניהול משא ומתן עם החברה המנפיקה, בשל תקנות ההשקעה המגבילות את מידת החשיפה של גוף מוסדי לסדרה בודדת ולתאגיד בודד.⁵¹ אמנם לפיזור ההשקעות של גוף מוסדי יש יתרון בהקטנת הסיכון, אך תוצאת הלוואי של הפיזור היא חוסר הכדאיות של גוף מוסדי בודד לנהל משא ומתן מול החברה המנפיקה טרם ההנפקה ולעקוב אחר החוב במהלך חייו, משום שהוא אינו אלא חלק קטן מסך כל נכסיו. בעיה זו לא מתקיימת בהלוואה בנקאית.

מרבית ההלוואות במערכת הבנקאית הן מסוג 'אחד על אחד': מול החברה הלווה עומד בדרך כלל בנק אחד, והקשרים העסקיים בין הצדדים אינטימיים יחסית. לרוב ידרוש הבנק העמדת ביטחונות. מרגע מתן ההלוואה הבנק ילווה את החברה לאורך כל חיי החוב וינטר את מצב החוב ואת מצבה הפיננסי של החברה הלווה באופן שוטף באמצעות שימוש במידע פנים. לבנק מידע רב על החברה המנהלת את חשבונותיה אצלו, ובאפשרותו לדרוש מממנה כל מידע נוסף, ציבורי או פנימי. במקרה של חשש לאי החזר החוב באפשרותו להפעיל על החברה לחץ על ידי צמצום מסגרות האשראי, החזרת צ'קים והגבלות נוספות. בניגוד לבנקים הגופים המוסדיים אינם מעוניינים שיהיה ברשותם מידע פנים על מצב החברה הלווה, משום שמידע כזה עלול להגביל אותם בהשקעות אחרות בחברה – רכישת מניות וכו' – שכן החוק אוסר לסחור על סמך מידע פנים.

ההבדלים בין האשראי הבנקאי לאשראי החוץ-בנקאי אינהרנטיים וקיימים גם במדינות אחרות. שני אפיקי אשראי אלו חיוניים לשמירה על שוק הון יעיל ותחרותי. ועדת חודק דנה בצורך ליצור בקרב הגופים המוסדיים

⁵¹ משרד האוצר, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון, תיקון חוזר כללי השקעה: http://mof.gov.il/hon/documents/%D7%94%D7%A1%D7%93%D7%A8%D7%94-%D7%95%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94/mosdiym/memos/h_2016-9-5-explain.pdf

סטנדרטים וכלים מקצועיים לבחינת טיב הלווים, בהבטחת מנגנון איזון בין רמת הסיכון לבין גובה הריבית ובהסדרת אמצעים להבטחת פירעון החוב, בדומה למקובל בשווקים הבין-לאומיים.

עיקרי המלצותיה של ועדת חודק, שנכנסו לתוקף בשלהי 2010, עסקו בכללים חדשים שיש לכלול בתנאי איגרת חוב של חברה לווה כדי לאפשר לגופים המוסדיים להשקיע בה. על פי ההמלצות יש להגדיר מראש יחסים פיננסיים כגון יחסי הון עצמי, מינוף פיננסי ויחסי נזילות, שחריגה מהם עלולה להביא להעלאת שיעור הריבית למחזיקי האיגרת, לגרור פירעון חלקי או מלא של החוב, או להגביל את החברה בחלוקת דיבידנדים. גם שינוי לרעה של דירוג האשראי (או הפסקתו) יגרור עלייה של שיעורי הריבית למחזיקי האיגרת. נדרשו התניות חוזיות, למשל על שיעבודים, שאי עמידה בהן תגרור פירעון מיידי של איגרות החוב. המלצות הוועדה כללו גם קביעת טווח זמן לגוף המוסדי לקבל מידע מהחברה המנפיקה לפני מועד ההנפקה כדי לאפשר לו לשאת ולתת עמה על תנאי האיגרת ולהכין אנליזה לפני רכישתה.

הכללים הוחלו רק על החיסכון לטווח ארוך – החיסכון הפנסיוני – ולא על קרנות הנאמנות. כמו כן המלצות הוועדה אינן חלות על אפיקי השקעה אלטרנטיביים כמתן הלוואות פרטיות, השקעות בנדל"ן מניב ורכישת מניות ואיגרות חוב בחו"ל. חלק מההמלצות הוחלו רק על הנפקות של סדרות חדשות של איגרות חוב, ולא על הרחבות של סדרות קיימות. לכן היו להמלצות השלכות על אופי גיוס ההון במשק ועל תמהיל הנכסים של המשקיעים המוסדיים.

בתקופה שלאחר יישום המסקנות ירד היקף הנפקות איגרות החוב הלא-ממשלתיות ירידה חדה (איור 10). עקב החרגת גיוס הון באמצעות הרחבת סדרות קיימות של איגרות חוב ירד חלקן של סדרות איגרות החוב החדשות בסך ההנפקות מ-80 אחוזים בתחילת 2010 לפחות מ-40 אחוזים בשנת 2012. החל משנת 2013 התהפכה המגמה, עקב התמעטות הסדרות הקיימות שהזמן עד לפירעונן ארוך דיו להרחבה. 53 ניתן לומר כי השוק התאים את עצמו לדרישות שהציבה ועדת חודק. ברובן המכריע של סדרות איגרות החוב החדשות שהונפקו החל מ-2011 ישנן התניות חוזיות, ואמות המידה הפיננסיות הן אלה המקובלות בשווקים אחרים בעולם. אולם חלקן של הנפקות הסדרות הקטנות והבינוניות קטן ביחס לחלק הסדרות הגדולות, 54 משמע שחברות קטנות ובינוניות התקשו לגייס הון באמצעות איגרות חוב.

הירידה ברכישת איגרות החוב אפשרה למשקיעים המוסדיים להגדיל את יתרת ההלוואות הפרטיות שהם העמידו למגזר העסקי מכ-14 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2009 לכ-69 מיליארד בסוף שנת 2016, גידול של 500 אחוזים. לעומת זאת פחת באותה תקופה היקף האשראי למגזר העסקי באמצעות איגרות חוב סחירות ולא סחירות מכ-113 מיליארד ש"ח לכ-91 מיליארד.

⁵² נתוני בורסה :

http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2013/Pages/Stat_141_Research_2013_10_202314.aspx

⁵³ נתוני בורסה :

http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2015/Pages/Stat_141_Research_2015_06_248591.aspx

⁵⁴ על פי הבורסה הסיווג הוא כדלהלן: סדרה קטנה – עד 200 מיליון ש"ח; סדרה בינונית 200 – 800 מיליון ש"ח; סדרה גדולה – מעל 800 מיליון ש"ח.

החל משנת 2015 גדלו הנפקות איגרות חוב לרמות ששררו לפני ועדת חודק. המגייסים הגדולים בשנים 2015–2016 היו הבנקים וחברות הנדל"ן. כל אחד משני הענפים האלה גייס כ-30 אחוזים מגיוס ההון שלו באמצעות איגרות החוב. הם ניצלו את הריבית הנמוכה במשק ואת גיוס ההון הנמוך של הממשלה (איור 10) לצורך מיחזור חובות.⁵⁵

⁵⁵ נתוני הבורסה:

http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2016/Pages/Stat_141_Research_2016_08_277312.aspx

ג. שוק תעודות הסל

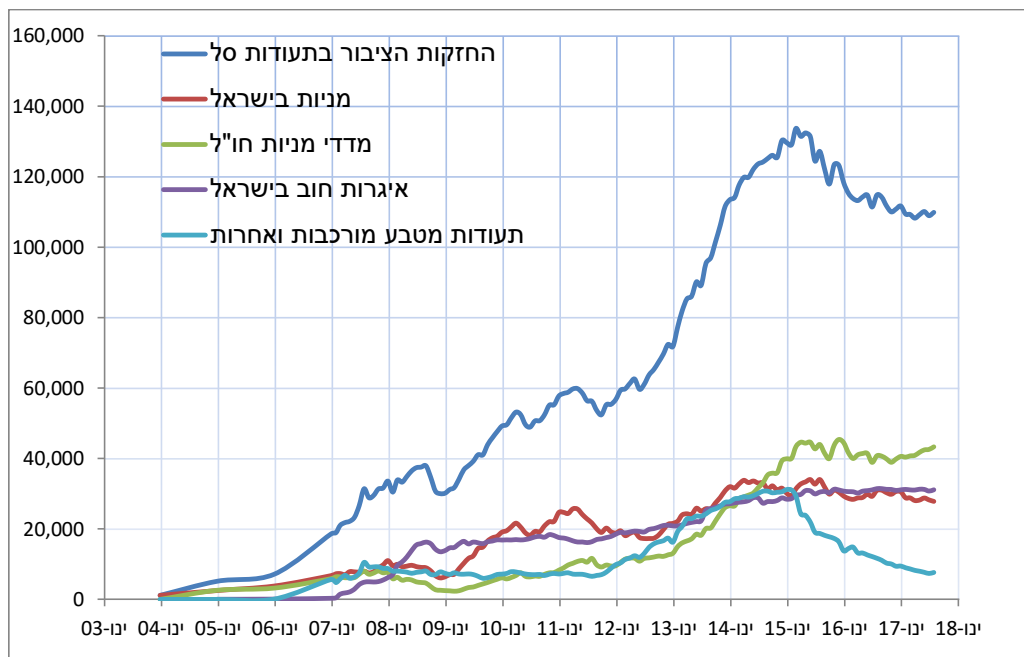
הגלובליזציה, ביזור תיק הנכסים של הציבור והקטנת היקף החוב של הממשלה היוו כר נוח להתפתחות מכשירים פיננסיים חדשים. עם מכשירים אלה נמנים מוצרי מדדים למיניהם: תעודות סל, תעודות בחסר, אופציות כיסוי, תעודות פיקדון, תעודות סחורה, איגרות חוב מובנות ותעודות מורכבות. תשואת המכשירים הפיננסיים הללו נגזרת מנכס בסיס או ממדד לייחוס, למשל מדד ת"א 35 או מדד ה-S&P 500. לשם הפשטות נהוג כיום לקרוא לכל המכשירים הפיננסיים האלה 'תעודות סל'. שווי השוק של כלל תעודות הסל הוא כ-110 מיליארד ש"ח (נכון לסוף יוני 2017), כרבע ממחזור המסחר בבורסה.⁵⁶

להשקעה בתעודות סל יתרונות רבים: השקעה פסיבית, העוקבת אחרי נכס או מדד מסוים, עמלות ודמי ניהול נמוכים, נזילות גבוהה, מסחר רציף ופיזור סיכונים. התפתחות ענף תעודות הסל החלה במאי 2000 עם הנפקתה בבורסה של 'תאלי' – תעודת סל על מדד ת"א-25 – על ידי 'לאומי אופק מכשירים פיננסיים' (לימים 'פסגות סל'). בסוף שנת 2004 נוספו תעודות סל על מדדי מניות בין-לאומיים ואיגרות חוב בישראל. ביוני 2005 הונפקו לראשונה תעודות בחסר על מדדי מניות מקומיים ובין-לאומיים. תעודות החסר מאפשרות להגן על ההשקעה בעתות של ירידות שערים באופן פשוט, שלא באמצעות שוק הנגזרים וללא צורך בביטחונות או בכתב השאלה, שכן אלה מסופקים עלידי מנפיק התעודה. בשנת 2014 החשיפה למדדי מניות בשוק הגלובלי דרך תעודות הסל הייתה, לראשונה, גבוהה יותר מהחשיפה של אפיק זה לשוק הישראלי. באיור 13 מוצג הגידול הרב של ההשקעות בתעודות סל באפיקי ההשקעה השונים. בולטת ירידת ההשקעה בתעודות מטבע מורכבות ואחרות החל משנת 2015, תוצאת הירידה של היקף ההשקעות בתעודות פיקדון. תעודות הפיקדון מעניקות למשקיע ריבית ואינן עוקבות אחר מדד או נכס בסיס אחר. הן משמשות חלופת השקעה לפיקדונות הבנקים, אך עקב שיעורי הריבית הנמוכים ההשקעה באפיק זה איבדה מכדאיותה.

⁵⁶ נתוני הבורסה לניירות ערך, דוח הרשות לניירות ערך 2010 ונתונים עדכניים מאתר הבורסה: <http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/TradingStatistics/TradeGuide3/Pages/table3.aspx>

איור 13

החזקות הציבור בתעודות סל באפיקי ההשקעה השונים, 2004–2017
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)



המקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד המחברים.

השקעה ישירה של הציבור בתעודות סל היא חלופה זולה יותר להשקעה בקרנות נאמנות. הציבור מחזיק (נכון לסוף יוני 2017) בכ-60 אחוזים משוק תעודות הסל באופן ישיר – כ-62 מיליארד ש"ח. היתרה מוחזקת בידי המשקיעים המוסדיים באמצעות קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה, התוכניות לביטוח חיים וקרנות הנאמנות, שמחזיקות לבדן בכ-5 אחוזים.⁵⁷ לשם השוואה, שווי השוק של קרנות הנאמנות שבידי הציבור היה בסוף יוני 2017 כ-220 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-10 מיליארד בקרנות נאמנות המחקות מדד או את השינויים במחירי סחורות. כחמישית מההשקעה של הציבור באפיקי השקעה מנוהלים (קרנות נאמנות ותעודות סל) מנותבת אפוא לתעודות סל. באיור 14 מוצגת השוואה בין ההחזקות הישירות של הציבור בתעודות סל לבין ההשקעה בקרנות הנאמנות לאורך השנים. ניתן לראות את הצטמצמות היקף הנכסים בקרנות הנאמנות בשנת 2008 כתוצאה מהמשבר הפיננסי. העלייה החדה של היקף הנכסים בתעודות הסל ביולי 2013 נובעת מהכללת תעודות הפיקדון, אך, כאמור, היקף הנכסים בתעודות אלה פחת משמעותית החל

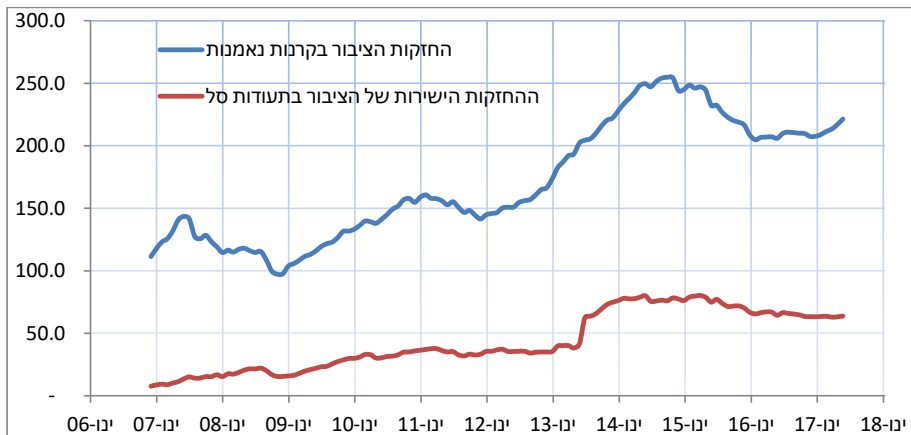
⁵⁷ <http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/MainPage.aspx?Level=3&Sid=36&SubjectType=2>

משנת 2015. לשם השוואה: בשוק האמריקאי היקף הנכסים המנוהלים בקרנות נאמנות, נכון לסוף 2016, היה כ-16 טריליון דולרים,⁵⁸ לעומת כ-3 טריליון דולרים בתעודות סל.⁵⁹

להשקעה בתעודות סל יתרונות רבים: היא מאפשרת השקעה פסיבית, העוקבת אחרי נכס או מדד מסוים, בצורה זולה ופשוטה. משקיע המעוניין בהחזקה של 'תיק השוק', כפי שמוצע למשל במודל CAPM,⁶⁰ יכול להחזיק תיק כזה בקלות – בלי שיצטרך לקנות באופן ישיר את כל הנכסים המרכיבים את אותו התיק. השקעה כזאת חוסכת למשקיע הבודד עמלות קנייה רבות ואפשרית בתמורה לדמי ניהול נמוכים – שכן ברמת הקרן אין צורך בפעולות קנייה ומכירה רבות, מלבד התאמה למשקלותיהן של המניות בתוך המדד – פעולה שיש בה יתרון מובהק לגודל. ההשקעה בתעודות הסל מקנה נזילות גבוהה ופיזור רחב בין נכסים רבים. התשואה על תעודות מחקות מדד כאלה משמשת בנצי'מרק להשקעות אחרות, ובכך משכללת את השוק. התעודות מאופיינות בסחירות גבוהה ומוזילות את ההשקעה לטווח ארוך – ובכך גם את החיסכון הפנסיוני של הציבור הרחב. יחד עם זאת, חיסרון אפשרי של תעודות הסל הוא יצירת תנודתיות משותפת גבוהה בין כל המניות הנכללות באותו הסל. מחקר נוסף בתחום זה נדרש כדי לקבוע אם המסחר בתעודות הסל אכן הביא לעלייה כזאת בתנודתיות.

איור 14

החזקות הציבור בקרנות נאמנות ובתעודות סל באופן ישיר, 2007–2017
(מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)



*החל מיולי 2013 תעודות סל כוללות תעודות פיקדון.

⁵⁸ <https://www.statista.com/topics/1441/mutual-funds>
⁵⁹ <http://www.etf.com/sections/features-and-news/what-us-etf-market-looks-today?nopaging=1>
⁶⁰ מודל Capital Asset Pricing Model שפותח (בין היתר) בידי מרקוביץ'.

המקור: דוחות שנתיים של בנק ישראל ועיבוד המחברים.

בישראל תעודות הסל מונפקות בידי חברות השקעה ייעודיות – SPC (Special Purpose Company) – אשר מציעות אותן לציבור ורושמות אותן למסחר בבורסה. על אף הדמיון בין החברות המנפיקות תעודות סל לקרנות נאמנות, ההבדל ביניהן, במישור הרגולטורי, קוטבי. החברות המנפיקות הן, בדרך כלל, חברות פרטיות מדווחות, הכפופות אך ורק למשטר הגילוי הנאות בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, ואילו קרנות הנאמנות מוסדרות ומפוקחות על פי חוק השקעות משותפות בנאמנות. זאת ועוד, החברות המנפיקות פטורות מהוראות חוק החברות המחייבות חברות ציבוריות – אישור עסקאות עם בעלי שליטה, מינוי דירקטורים חיצוניים, מינוי מבקר פנים וכו'. הלכה למעשה, בעוד שהזכויות הנגזרות מהשקעה בקרנות הנאמנות שייכות לבעלי היחידות בקרן, המבנה המשפטי של תעודת סל דומה לזה של איגרת חוב קונצרנית, המבטיחה תשואה בהתאם למדד שאחריו היא עוקבת. המשקיע בה חשוף אפוא לסיכון שמנהל התעודה לא יעמוד בהתחייבות כלפיו. המקבילה בעולם למבנה של תעודת הסל הישראלית היא ETN (Exchange Traded Note).⁶¹ המבנה המשפטי של תעודות הסל ושל חברות ההשקעה הייעודיות שמנהלות אותן מתאפיין בחוסר שקיפות כלפי המשקיעים בכל הנוגע לנכסים המגבים את התחייבויותיהן, חשיפתן לסיכונים השוק ולסיכונים האשראי – מצב בעייתי במיוחד לנוכח המשבר הפיננסי העולמי בשנים 2008–2009. מפני חוסר השקיפות ועליית שווי השוק של תעודות הסל החלה הרשות לניירות ערך בשנת 2017 תהליך של הסדרת תחום זה. ראשית התהליך הייתה חיוב החברות המנפיקות לפרסם נתונים לגבי הערכת השווי של תעודות הסל ואפקטיביות ההשקעה בהן לעומת השקעה ישירה בנכס הבסיס, וכן התייחסות בדוחותיהם הרבעוניים והשנתיים לנכסים המגבים את התחייבויותיהם ולסיכונים השוק והאשראי. סיום התהליך צפוי בשנת 2018, כאשר תעודות הסל יהיו למעשה מכשירים פיננסיים מוסדרים ומפוקחים על פי חוק השקעות משותפות, ייקראו 'קרנות סל', וכך יהפכו ממכשיר חוב למכשיר הוני, בדומה לקרן נאמנות המחקה מדד או סחורה, אך סחיר באופן רציף. המקבילה העולמית לקרנות סל היא ETF (Exchange Traded Funds). הפופולריות של ETF גדולה לאין ערוך משל ETN. לשם השוואה: בארצות הברית סך הנכסים המנוהלים בשני המכשירים הללו היה בסוף 2016 כ-3 טריליון דולרים וכ-30 מיליארד דולרים, בהתאמה.⁶²

5. רפורמות בתהליך יישום

א. ועדת שטרומ

רפורמת בכר יצרה שינוי מבני בשוק האשראי העסקי. השינוי היטיב עם הפירמות הגדולות, אלה שיכולות להנפיק איגרות חוב בשוק או ללוות ישירות מהגופים המוסדיים. לעומת זאת, המגזר הקמעונאי – משקי הבית והעסקים הקטנים והבינוניים – לא נהנה מפירות הרפורמה. לאורך שנים רבות נעשו ניסיונות לפתח את התחרות על שירותים בנקאיים למגזר הקמעונאי. העדר תחרות מספיקה במערכת הבנקאית בא לידי ביטוי

⁶¹ https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_etn.html

⁶² <https://www.sec.gov/news/speech/speech-amy-starr-structured-products-.html>

במספר גדול של מדדים בין-לאומיים, בהשוואה למדינות OECD, ברמת יעילות תפעולית נמוכה ובמדדי ריכוזיות גבוהים. תוצאה של חוסר התחרותיות היא המחירים הגבוהים שהלקוחות במגזר הקמעונאי משלמים על שירותי בנקאות – עמלות גבוהות ומירווח ריביות גבוה בהשוואה למגזר העסקי, שבו התחרות גבוהה יותר מאז הכנסת מוסדות פיננסיים מחוץ לבנקים כשחקנים בשוק האשראי העסקי. ועדות קודמות התמקדו בניסיונות אכיפה – הגברת השקיפות והגילוי הנאות, פיקוח על מחירי השירותים הבנקאיים, צמצום פערי מידע, הקלת המעבר בין בנקים ועוד. כל אלה לא שינו באופן מהותי את התחרות בענף, הלוקה בפערי מידע משמעותיים בין ספקי השירותים לצרכנים ובין הספקים למתחרים פוטנציאליים, וכן בחסמי כניסה גבוהים ובמבנה ריכוזי ביותר (למעשה, אוליגופול), הנובעים בין היתר מיתרון לגודל וממורכבות המוצרים הפיננסיים.

לפיכך ראתה ועדת שטרומ – הוועדה להגברת תחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים – צורך בשינוי מבני ובהכנסת מתחרים חדשים, מחוץ לבנקים, שיספקו אף הם את השירותים ויפעילו לחץ תחרותי, אשר יוביל להוזלה. המתחרה הראשון והזמין ביותר, שכניסתו לשוק ודאית, הן חברות כרטיסי האשראי. הוועדה המליצה להוציאן מבעלות הבנקים, ובכך ליצור אצלן מוטיבציה להתחרות בבנקים על מתן אשראי ללקוחות קמעונאיים – שכן התשתית למתן אשראי כזה והמידע על הלקוחות כבר זמינים לחברות אלה. הוועדה הביעה תקווה כי בעתיד יהפכו חלק מחברות כרטיסי האשראי למוסדות בנקאיים, שיגבירו את התחרות בשוק השירותים הבנקאיים והפיננסיים. במקביל פורסמה רשימה של הקלות רגולטוריות לכניסת בנקים חדשים, שעליהן הוחלט בפיקוח על הבנקים. מתחרים פוטנציאליים נוספים על מתן אשראי ללקוחות קמעונאיים הם הגופים המוסדיים. לשם הקמת מערך מתן אשראי כזה בגופים המוסדיים המליצה הוועדה על נקיטת צעדים ומתן הקלות רגולטוריות מצד רשות שוק ההון.

המלצות לפעולות נוספות להסרת החסמים לתחרות כללו הוראה בדבר שינוי מבנה הבעלות בחברת שב"א, הקמת לשכת שירותי IT למתחרים חדשים, יצירת מדרג רגולטיבי המבחין בין מתחרים גדולים לקטנים, התרת 'שעבוד שני', ביטוח פיקדונות, אסדרת שירותי התשלום ותנאי הגישה למערכות התשלומים המבוקרות ושירותי מידע וייזום פעולות.⁶³ ההמלצה להקים מנוע חיפוש שיבצע עבור הלקוח את סקירת השוק הנדרשת בנושא המוצרים הפיננסיים נועדה לגרום ללקוחות למלא תפקיד פעיל בשוק, כדי שלא לפגוע בתחרות.

הוועדה אף המליצה על הקמת ועדת יישום, שתלווה את התקדמות הרפורמה. לפי ההמלצות על הבנקים הגדולים, 'פועלים' ו'לאומי', למכור את החזקותיהם בחברות כרטיסי האשראי בתוך שלוש שנים ממועד כניסת החקיקה לתוקף. בתום ארבע שנים תבחן ועדת היישום את הצורך בהוצאת חברת כרטיסי האשראי מבעלותם של הבנקים הבינוניים. חוק להגברת התחרותיות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות אושר סופית בכנסת בינואר 2017. בשלב זה השלכות הרפורמה עדיין לא ניכרות, שכן יישומה טרם הושלם.

⁶³ על פי דוח הוועדה.

ב. חוק נתוני אשראי

חוק נתוני אשראי הוא צעד משלים לרפורמת שטרם. בבסיס החוק עומד הסדר כולל לריכוז נתוני האשראי במאגר מידע מרכזי, המופעל על ידי בנק ישראל, וכן אפשרות לשיתוף הנתונים הללו בין הגופים הנותנים אשראי. מטרת המהלך הן:⁶⁴ הגברת התחרות בשוק האשראי הקמעונאי, הרחבת נגישותם של פרטים מהמגזר הקמעוני לאשראי, צמצום האפליה במתן אשראי בין עסקים גדולים לצרכני האשראי הקמעונאי ויצירת בסיס מידע שימש את בנק ישראל לשם ביצוע תפקידיו.

מקורות המידע למאגר יהיו הבנקים, שהם המלווים בעלי נתח השוק הדומיננטי, ולכן עיקר המידע על לקוחות האשראי מצוי בידיהם. הדבר מקנה להם יתרון תחרותי משמעותי ומעכב את התחרות בשוק האשראי הקמעונאי. מידע יספקו גם גופים ציבוריים – כונס הנכסים הרשמי, לשכות ההוצאה לפועל, בתי המשפט, חברת החשמל ועוד. גופים פיננסיים שאינם מחויבים לספק את המידע על פי החוק יוכלו לבחור אם להצטרף למאגר או לא, וזאת בתנאי הדדיות: כדי לקבל נתונים, יהיה עליהם לתת את הנתונים שבידם.

החידוש בחוק הוא שינוי ההסתכלות על לקוחות האשראי: בעבר המידע שבידי לשכות האשראי סיפק בעיקר אינדיקציה שלילית על לקוחות, ולמעשה גרר סירובים להעמיד אשראי; לעומת זאת המאגר מתעתד לספק תמונה רחבה יותר על לקוח האשראי ובחינה של סיכון האשראי שלו. לכל לקוח יינתן דירוג אשראי, שעל פיו ייקבעו תנאי האשראי שלו. פלטפורמה זו תסייע באיתור לקוחות אשראי פוטנציאליים ויאפשר הוזלה של האשראי הניתן להם. שאיפה נוספת היא להקטין את נפח האשראי בשוק האפור, שעולה על 4 אחוזים מסך האשראי הפרטי.⁶⁵

ג. הרפורמה בפעילות הבורסה

הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה הוקמה בתחילת שנת 2013, בעקבות שפל במחזורי המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, אשר שרר בשנים שקדמו להקמת הוועדה (איר 15). השפל במחזורי המסחר אפיין את המסחר במניות ואף את המסחר בנגזרים. הוועדה הוקמה מתוך הבנת החשיבות הרבה של הבורסה כמרכז שוק ההון והכרה בתפקידה ככלי מרכזי לחלוקה יעילה של המקורות במשק ולקיום כלים פיננסיים המאפשרים ניהול סיכונים ברמה גבוהה.⁶⁶

הוועדה פרסמה את מסקנותיה במארכ 2014, ובהן ההבנה שכדי לחלץ את הבורסה מהשפל שאליו היא הגיעה נדרשת סדרת פעולות של הבורסה עצמה – למשל הנגשתה למגוון חברות במשק, גם בינוניות וקטנות ומענפים שונים – והתאמה למגמות גלובליות של בורסות אחרות בעולם. נדרש גם שיתוף פעולה של גורמים נוספים; בכללם הרגולטורים – הרשות לניירות ערך, רשות שוק ההון ובנק ישראל – בהקלת הנטל הרגולטורי על החברות, כמובן תוך שמירה על ציבור המשקיעים. החברות הרשומות למסחר בבורסה נדרשות לשפר פרמטרים כדוגמת הממשל התאגידי, השקיפות, הגדרת היעדים והגדלת הכמות הצפה של מניות החברה.

⁶⁴ חוק נתוני אשראי, התשע"ו 2016.

⁶⁵ על פי דוח תיאור וניתוח שוק ההלוואות החוץ-בנקאיות, שהוגש לוועדת הכלכלה 12 ביולי 2015.

⁶⁶ על פי דוח הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה.

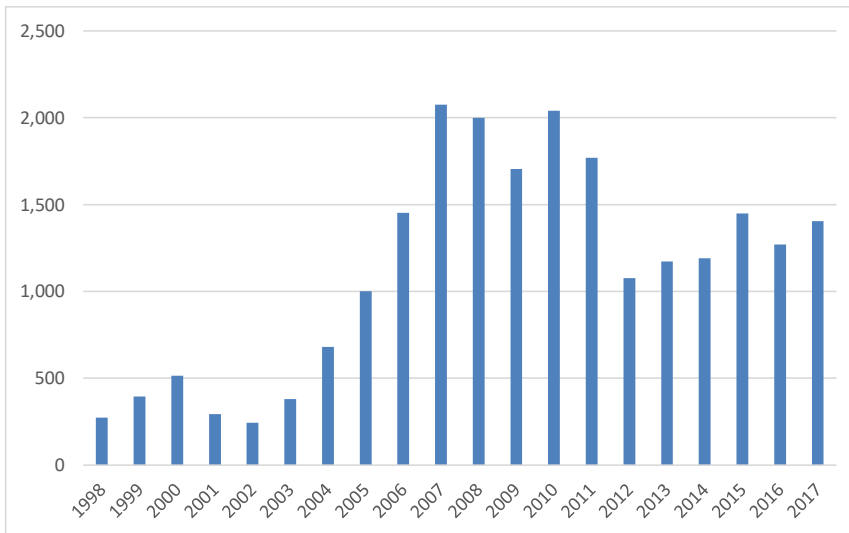
נדרשת גם תמיכה של הממשלה – ביצירת סביבה עסקית יציבה ומזעור אי הוודאות – ושל הכנסת: התאמה להמלצות תוך אימוץ שינויים בחקיקה. הדוח הסופי כלל כ-20 המלצות לפעולה מיידית, אשר המרכזית שבהן היא שינוי מבנה הבעלות של הבורסה משותפות לתאגיד למטרת רווח, בדומה למגמה במרבית הבורסות בעולם. מעבר כזה במדינות אחרות הביא לשיפור פרמטרים חשובים בפעילות הבורסה, כגון השקיפות והממשל התאגידי, האטרקטיביות, היעילות, הסחירות, נגישות ההון ושיתופי הפעולה עם בורסות אחרות בעולם. השינוי בבעלות עשוי גם להביא ליישום מהיר של שינויים שעליהם המליצה הוועדה. המלצה נוספת נגעה לסוגי החברויות בבורסה – שהוועדה המליצה להרחיבם, וכן להקל את התנאים לקבלת חבר בורסה רחוק ולהנגיש את הבורסה לברוקרים מקוונים. הקמת מאגר השאלות מרכזי, שיהיה נגיש לכל הפעילים בשוק, ויאפשר פוזיציות מכירה בחסר וסטנדרטיזציה של הסכמי השאלה יעודדו וישכללו מאוד את המסחר. הוועדה התייחסה גם לעידוד המסחר האלגוריתמי (אלגו-טריידינג), עידוד התחרות בתחום הברוקרז' ועוד.

הרשות לניירות ערך פועלת בשנים האחרונות ליישום המסקנות, ונקטה מספר צעדים של דה-רגולציה בשוק, כגון הפחתת דרישות הגילוי מחברות קטנות ובינוניות, וחיובן מעתה בפרסום דוחות חצי-שנתיים במקום דוחות רבעוניים. הרשות הכינה הצעה להקמת בורסה לחברות קטנות, והיא תקודם במהלך 2018. שינוי מבנה הבורסה עתיד להיות מיושם גם הוא במהלך 2018, לאחר שהצעה לשינוי חוק ניירות ערך נוסחה בשנה האחרונה.

איור 15

המחזור היומי הממוצע במניות ובניירות ערך המיורים, 1998–2017

(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)



המקור: הבורסה לניירות ערך, הסקירה השנתית, לשנים שונות ועיבוד המחברים.

מעוצב: לא סמן

6. סיכום

בתקופה הנסקרת במאמר זה, השנים 1995–2017, התחוללו תמורות רבות בשוק ההון הישראלי. הרפורמות המבניות שאפיינו תקופה זו היו המשך לשינוי התפיסה המקרו-כלכלית – שינוי שהחל עם תוכנית הייצוב בשנת 1985. ערב תוכנית הייצוב המשק לקה בשלוש בעיות מרכזיות – אינפלציה גבוהה, מעורבות ממשלתית ניכרת במשק בכלל ובשוק ההון בפרט וריכוזיות בתיווך הפיננסי, שנשלט בידי מספר קטן של בנקים. חלקו של המגזר בתל"ג היה כ-75 אחוזים, שיעור שאין לו אח ורע במדינות המפותחות. עם תוכנית הייצוב התגבשה התפיסה שיש להקטין במידה ניכרת את משקל המגזר הציבורי בתוצר של המשק, וכפועל יוצא להקטין את המעורבות הממשלתית בשווקים הפיננסיים, להגביר את התחרות ולפתוח את המשק לעולם הרחב.

בסוף שנת 2016 הסתכם משקל המגזר הציבורי בכ-38 אחוזים מהתל"ג בלבד. במהלך התקופה הופנו המקורות במשק מהאפיק הממשלתי אל המגזר הפרטי, והמגזר העסקי הפך להיות מנוע צמיחה מרכזי. עם הרפורמה בפנסיה קטנו שיעורי ההשקעה של החיסכון לטווח ארוך באיגרות חוב מיועדות. רפורמה זו ורפורמת בכר חיזקו את הגופים המוסדיים על חשבון הבנקים והביאו להגדלת התחרות בתיווך הפיננסי ולפיתוחו של האשראי החוץ-בנקאי.

בהסתכלות ארוכת שנים ניכר צמצום מתמשך בכוחם של הבנקים במשק הישראלי. חלקו של האשראי הבנקאי במקורות המימון של המגזר העסקי – שהיה בשנת 1992 כ-63 אחוזים, והגיע לשיאו, מעל 70 אחוזים, בשנת 2003 – ירד והגיע בסוף שנת 2016 לכ-47 אחוזים בלבד, ומאז הגופים המוסדיים מספקים כ-21 אחוזים מהאשראי למגזר העסקי. מגמת ההתחזקות של הגופים המוסדיים עשויה להימשך, במיוחד לנוכח גידול החיסכון לטווח ארוך, הצמיחה הניכרת במשק וקצב הגידול של האוכלוסייה, שהוא מהגבוהים ביותר בעולם המערבי.

נוסף על צמצום הריכוזיות בתיווך הפיננסי צומצמה גם הריכוזיות הענפית האופיינית למשק הישראלי. חוק הריכוזיות מתייחס לקבוצות העסקיות הגדולות במשק, שכל אחת מהן פועלת בענפים רבים. קבוצות אלו מאופיינות בבעלות צולבת על תאגידים ריאליים ופיננסיים ובמבנה שליטה פירמידלי. מבנה זה מאפשר לבעל השליטה למנף את ההון העצמי שלו, וכך הוא עלול לגרום ניגוד עניינים עם בעלי מניות המיעוט. חוק הריכוזיות מגביל את מבנה השליטה בפירמידה לשתי שכבות, אוסר על בעלות צולבת של תאגידים ריאליים ופיננסיים ואף מחייב את התייחסות הרגולטור להגברת התחרות.

עם ההתפתחות העולמית בנושא הממשל התאגידי אומצו כללים דומים בישראל, עם השינויים המתבקשים לנוכח מבנה הבעלות הריכוזי בחברות הציבוריות. ההתפתחויות הרגולטוריות כוללות שינויי חקיקה ושיפור כלי הבקרה בכל שלושת מעגלי האחראיות בממשל התאגידי: מעגל הניהול – הדירקטוריון; מעגל הבעלים – בעלי המניות, בעיקר הגופים המוסדיים; והמעגל החיצוני – בית המשפט הכלכלי. המחוקק מצפה מהגופים המוסדיים, המייצגים את הציבור הרחב בבעלות על החברות הציבוריות, להיות שומרי הסף בקונפליקט המאפיין את השוק הישראלי בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט. כדי שהמוסדיים יוכלו למלא תפקיד זה באופן המיטבי יש למזער את ניגודי העניינים הפוטנציאליים שהם נתונים בהם.

הבורסה לניירות ערך מתמודדת אף היא עם מבנה הבעלות הריכוזי, וזאת באמצעות קביעת סף מינימום לבעלות הציבור בחברות הרשומות למסחר, כדי שאלה ייכללו במדדי הבורסה המובילים. כתוצאה מכך החלו בעלי השליטה למכור ממניותיהם בהיקפים ניכרים לציבור הרחב. זוהי מגמה מבורכת: יש בה כדי להגדיל את הסחירות, לשפר את הנראות, לתמרץ אקטיביסטים – קרנות גידור וקרנות הון פרטיות (VC) – לפעול בשוק ההון המקומי, וכך לשפר את ניהול החברות הציבוריות ולעורר עניין הן בקרב משקיעים מקומיים והן בקרב משקיעי חוץ.

פתיחת המשק לעולם הביאה להגדלת החשיפה של הציבור לנכסים זרים. ב-15 השנים האחרונות גדל חלקם של הנכסים הזרים בסך הנכסים המנוהלים בגופים המוסדיים מאחוז אפסי לכ-25 אחוזים. לדעתנו יש לבדוק מהו שיעור החשיפה האופטימלי לנכסים זרים, ואם יש צורך בקביעה רגולטורית של שיעור זה.

מגמת הפתיחה של השווקים לתחרות והפחתת הריכוזיות נמשכת גם בימים אלה, ומופעלות רפורמות נוספות: הפרדת הבעלות על כרטיסי אשראי מהבנקים ויישומן של חוק נתוני אשראי יאפשרו את שיפור התחרות על שירותים בנקאיים כמתן אשראי לעסקים הקטנים ולמשקי הבית. הרפורמה בפעילות הבורסה לניירות ערך מיושמת במטרה להגדיל את מחזורי המסחר בה, לאפשר נזילות של ניירות ערך, ובדרך זו לשפר את הקצאת המקורות במשק.

תפקודם היעיל של השווקים הפיננסיים מבטיח תיעול מיטבי של המקורות לשימושים, שהוא תנאי הכרחי לצמיחה כלכלית. יש לבחון תפקוד זה באופן מתמיד, לזהות כשלים ולעדכן את כללי המשחק הנהוגים כדי לנווט את השווקים אל מחוזות ראויים.

7. ביבליוגרפיה

אחדות, ל' וא' ספיבק (2010). 'מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש עשרה שנות רפורמה', **סדרת מחקרי מדיניות**, 8, התוכנית לכלכלה וחברה, מכון ון ליר בירושלים.

הבורסה לניירות ערך, **סקירה שנתית**, שנים שונות.

בן בסט, א' (1990). 'הרפורמה בשוק ההון יעדים ותוצאות ראשוניות', **סקר בנק ישראל**, 65.

בן בסט, א' (2005). 'הצעת רפורמת המס 2000', בתוך: ד' גליקסברג (עורך), **רפורמות המס בישראל**, מכון סאקר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית, ירושלים.

בן בסט, א' (2001). 'מסלול המכשולים לכלכלת שוק בישראל', א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק – המשק הישראלי 1985–1998**, קובץ מחקרים לזכרו של פרופ' מיכאל ברוננו, עם עובד, 1–48.

בנק ישראל, **דין וחשבון שנתי**. נספח סטטיסטי, שנים שונות, ירושלים.

בלכר, מ' וד' גוטליב (2001). 'הליברליזציה בחשבון ההון של מאזן התשלומים', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק – המשק הישראלי 1985–1998**, קובץ מחקרים לזכרו של פרופ' מיכאל ברוננו, עם עובד, 291–340.

http://www.mof.gov.il/Committees/PreviouslyCommittees/BacharReformaCommittee/Bachar_Report_Full.pdf

הוועדה לבחינת אופן השקעת גופים מוסדיים בהלוואות מתואמות, **דין וחשבון**, אפריל 2014.

http://mof.gov.il/hon/information-entities/hashkaot/documents/dochvada_new.pdf

הוועדה לבחינת ההיבטים של החזקות בנקים בתאגידים ריאליים – ועדת ברודט, **דין וחשבון** 1.12.1995.

הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל, **דין וחשבון**, נובמבר 2014.

<http://mof.gov.il/Committees/PreviouslyCommittees/Pages/DebtRegularizationCommittee.asp>

x

הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל – ועדת חמדני, **דין וחשבון**, ינואר 2008.

<http://entropy-frs.co.il/wp-content/uploads/2013/06/Hamdani.pdf>

הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל – ועדת גושן, **דין וחשבון**, דצמבר 2006.

הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות – ועדת חודק, **דין וחשבון**, פברואר 2010:

<http://mof.gov.il/hon/information-entities/hashkaot/documents/report%20of%20the%20committee-hodak%20committee.pdf>

הוועדה להגברת התחרות במשק, **דין וחשבון**, פברואר 2012.

<http://mof.gov.il/Committees/PreviouslyCommittees/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx>

הוועדה להגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים – ועדת שטרומ, **דין וחשבון**, 1.9.2016.

<http://mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/SummarizingReport.pdf>

הרפורמה בשוק ההון – ועדת בכר, **דין וחשבון**, ספטמבר 2004.

חוק החברות, התשנ"ט - 1999.

זליכה, י' וא' צור-נייברג (2007), משבר מניות הבנקים, מהלאמה ועד השלמת ההפרטה, **רבעון לבנקאות**, 160, 61–94.

זעירא, י' ומ' סטרבצ'ינסקי (2001), 'הקטנת גודלה היחסי של הממשלה בישראל אחרי 1985', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק – המשק הישראלי 1985–1998** קובץ מחקרים לזכרו של פרופ' מיכאל ברוננו, עם עובד, 51 – 78.

יוסף, ר' וא' ספיבק (2008), 'עולם הפנסיה החדש: אחרי מפץ 2003', **סדרת מחקרי מדיניות**, 5, מכון ון ליר בירושלים.

יושע, ע', ש' בליי וי' יפה (2004). 'מערכת הבנקאות הישראלית בראייה היסטורית: תחרות מול פיזור סיכונים', בתוך: נ' לויטן וחי' ברקאי (עורכים), **ספר היובל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית** – כרך ב', בנק ישראל, ירושלים, 149–164.

מבקר המדינה (1993), **דין וחשבון**, 'ההיערכות למכירת מניות הבנקים שבהסדר', אייר התשנ"ג-אפריל 1993, ירושלים.

סטרבצ'ינסקי, מ' (2018). 'מדיניות המיסוי בישראל בין 2000 ל-2015', בתוך: א' בן בסט, גרונאו ר' וא' זוסמן (עורכים), **אורות וצללים בכלכלת השוק – המשק הישראלי 1995–2015**, מכון פאלק, ירושלים.

ספיבק, א' (2001). 'הרפורמה בקרנות הפנסיה', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק – המשק הישראלי 1985–1998**, קובץ מחקרים לזכרו של פרופ' מיכאל ברוננו, עם עובד, 257–290.

ספיקב, א' (2018). 'התמורה בפנסיה בישראל בשנים 1995–2016', בתוך: א' בן בסט, גרונאו ר' וא' זוסמן (עורכים), **אורות וצללים בכלכלת השוק – המשק הישראלי 1995–2015**, מכון פאלק, ירושלים.

פרוש, י' וד' רוטנברג (2003). 'מדידת התחרותיות בענף הבנקאות בישראל – הלקוחות העסקיים ומשקי הבית', **סוגיות בבנקאות**, 16.

קליין, ד' (2003). 'משבר מניות הבנקים ב-1983 על רקע תפישת הניהול המקרו-כלכלית והשינויים בשווקים הפיננסיים: אז והיום', בנק ישראל.

רוטנברג, ד' (2005). 'התחרותיות בענף הבנקאות: היבטים תיאורטיים וראיות אמפיריות מישראל ומחול', **סדרת מאמרים לדיון**, יחידת המחקר, הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל, מס' 05.02.

רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, **הסדרה וחקיקה – ניהול השקעות**.

<http://mof.gov.il/hon/Information-entities/hashkaot/Pages/Regulation-and-legislation.aspx>

רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, **קודקס הרגולציה**, שער 5 (חלק 1)

<http://mof.gov.il/hon/Information-entities/Pages/Codex.aspx>

הרשות לניירות ערך, **דוח שנתי**, שנים שונות.

<http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/176/Pages/default.aspx>

שוורץ, א' (2012). 'השינוי בדמי הניהול בקופות הגמל מוגש לוועדת המשנה לפנסיה בוועדת הכספים', הכנסת מרכז המחקר והמידע המחלקה לפיקוח תקציבי, ירושלים.

Adams, R. B., B. E. Hermalin and M. S. Weisbach (2010). 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.

Ashraf, R., N. Jayaramen and H. E. Ryan jr. (2009). *Conflicts of interest and mutual fund proxy voting: Evidence from shareholder proposals on executive compensation*.

Bebchuk, L. A., A. Cohen and S. Hirst (2017). *The Agency Problems of Institutional Investors* (Harvard Law School No. 930).

Becht, M., J. Franks, J. Grant and H. F. Wagner (2017). 'Returns to Hedge Fund Activism: An International Study', *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933–2971.

Beiner, S., W. Drobetz, M. Schmid and H. Zimmerman (2003). An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland [Working Paper N° 09-03]. ECGI.

- Ben-Bassat, A.(2011). ‘Conflicts, Interest Groups and Politics in Structural Reforms’, *The Journal of Law and Economics*, 54, No. 4 (November), pp. 937–952.
- Ber H., Y. Yafeh and O. Yosha (2001). ‘Conflict of interest in universal banking: Bank lending, stock underwriting and fund management’, *Journal of monetary Economics* 47, 189–218.
- Bethel, J. and S. Gillan (2002). ‘The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting’, *Financial Management*, 31(4), 29–54.
- Black, B. S., H. Jang and W. Kim (2006). ‘Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea’, *The Journal of Law, Economics and Organization*, 22(2), 366–413.
- Cai, J., J. Garner and R. Walkling (2009). ‘Electing Directors’, *The Journal of Finance*, 64(5), 2389–2421.
- Choi, S. J., J. E. Fisch and M. Kahan (2008). Director Elections and the Role of Proxy Advisors. *SSRN Electronic Journal*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1225963>
- Cohen, O. (2017). Measuring Corporate Governance Quality in Concentrated Ownership Firms, working paper.
- Cvijanovi, D., A. Dasgupta and K. E. Zachariadis (2016). ‘Ties that Bind: How business connections affect mutual fund activism’, *Journal of Finance*, 71(6), 2933–2966.
- Davis, G. F. and E. H. Kim (2007). ‘Business ties and proxy voting by mutual funds’, *Journal of Financial Economics*, 85(2), 552–570.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2008). ‘The law and economics of self-dealing’, *Journal of Financial Economics*, 88, 430–465.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003). ‘Corporate Governance and Equity Prices’, *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Hamdani, A. and Y. Yafeh (2013). ‘Institutional Investors as Minority Shareholders’, *Review of Finance*, 17(2), 691–725.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003). ‘Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature’, *FRB New York - Economic Policy Review*, 9, 7–26.
- Karun, T. and Y. Yafeh (2007). ‘Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?’ *Journal of Economic Literature*, 45(2) 331–373.
- Lauterbach, B. and M. Shahmoon (2010). How Does the Quality of Corporate Governance Affect the Market Value of Business Firms in Israel? *Israel Economic Review*, 8(2), 35–65.
- Sasi-Brodesky, A. (2017). Recovery Rates in the Israeli Corporate Bond Market 2008–2015, Bank of Israel, Discussion paper No. 2017.07.

Villalonga, B. and R. Amit (2009). 'How Are U.S. Family Firms Controlled?' *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047–3091.

Yermack, D. (2010). 'Shareholder Voting and Corporate Governance', *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 2.1–2.23.

Yosha, O. (1995). 'Privatizing Multi-Product Banks', *Economic Journal* 105: 1435–1453.