

**הרפורמה בשוק ההון והשפעתה:
नितוח מזווית "המבנה הענפי"**

*
עובד ירושע וישי יפה
סדרת מאמריהם לדיוון 95.07
יולי 1995

* יועצים למחלקה המחקר, בנק ישראל.

הדרשות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

מחלקה המחקר, בנק ישראל, ת"ד 780, ירושלים 91007.
Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

תמצית

העובדת זנה ברפורמה בשוק ההון מנகודות ראות מיקרו-כלכליות, עם דגש על היבטים הקשורים "למבנה הענפי" (O). בראשית העבודה, אנו מגדירים מסגרת מושגית לדין בתפקידו שוק ההון במשק מודרני. בהמשך, אנו משתמשים במשמעות זו על מנת להעריך את השפעתם של צעדי הרפורמה על תפקוד המערכת. בהקשר זה, אנו דנים בפרוט בשני מודלים עקרוניים של מערכות פיננסיות המקבילות כיום בעולם ובמידת התאימות למשק הישראלי: מערכות המאפיינות במספר קטן של בנקים חזקים, בד"כ אוניברסליים, בעלי קשרים הדוקים (כולל קשרי בעלות) עם תאגידים ריאליים ובורסה חלשה יחסית ("תיווך בנקאי"); ומערכות המאפיינות בבורסה חזקה, המהווה את לב המערכת הפיננסית, ולצדיה מתוכים פיננסיים קטנים יחסית, בין השאר בנקים ("תיווך אונומי"). העבודה כוללת בנוסף גם ווון בתפקיד הממשלה בהבטחת פעולתם התקינה של שוקי ההון.

הרפורמה בשוקי ההון בישראל והשפעתה:

ניתוח מזויות "המבנה הענפי" (O)¹

1. מבוא

בשנים האחרונות חלו שינויים רבים במערכות הפיננסית בישראל. חלקם נובעים שירותי מהרפורמה בשוק ההון, שתיחילה במחצית שנות השמונים, וחלקים נטאשו בעקבין באוצאות הרפורמה. השינויים לא פסחו על אף חלק כמעט מהמערכות הפיננסית במשק. מערכת הבנקאות נמצאת בתהליכי של הפרטה, בבורסה לנירות ערך היוו עדים לגל הנפקות ולהידושים רבים בתחום המוצרים ודרך המשחר בהם, ענף הביטוח וענף קופות הגמל עוברים תהליכי גמilia מאגורות החוב הייעודיות שהנפקה עבורה ממשלה ישראל עד סוף שנות השמונים; על הפרק עומדות עתה קופות הפנסיה. כמו כן, שוקי מطبع החוץ חלה ליברליזציה ניכרת.

בעבוזה זו ננסה להעריך את מידת הצלחתה של הרפורמה ולהציג כיוונים להמשכה. למורות תפקידים המרכז של הבנקים במערכות הפיננסית ומערכותם בחלוקת ניכר מהפעולות בשוק ההון, נשתדל לקיים את הדיוון תוך ראייה של המערכת הפיננסית על כל מרכיביה ובהתייחסות לקשרי הגולמי בין חלקי השונים. נתמקד בשאלות הנוגעות לתחומות הפיננסית וכיוצה היא מושפעת מהמעמד המזוהה שיש לבנקים בשוק ההון ובפרט מקשרי הבעלות בין בנקים לפירמות בסctor היצרני. למורות שהעבורה עוסקת בעיקר בהיבטים מיקרו-כלכליים של הרפורמה בשוק ההון, נזכיר בקצרה גם מספר השלכות מקרו-כלכליות אפשריות של הרפורמה. למשל, כיצד השפעה הרפורמה על חלוקת הטיקונים בין הפרטיטים במשק.²

את שני הפרקדים הבאים נקוויש לדיוון עקרוני בתפקידייה של המערכת הפיננסית במשק מודרני, ובתפקידיים המזוהה של חלקים שונים בשוק ההון (בנקים, בורסה, משקיעים מוסדיים). נשתמש במסגרת המושגית שנפתחה על מנת להעריך את השפעתם של צעדי הרפורמה על תיiekוד המערכת. בהקשר זה חשוב לציין שמקובל היום בקרב אנשי המקצוע לבחון מערכות פיננסיות תוך התייחסות לשני מודלים עקרוניים: מערכת המאפיינת על-ידי מספר קטן של בנקים חזקים, בד"כ אוניברסליים, בעלי קשרים הדוקים (כולל קשרי בעלות) עם תאגידים ריאליים ובורסה חלשה יחסית ("תיווך בנקאי"); ומערכות המאפיינת על-ידי בורסה חזקה, המהווה את לב המערכת הפיננסית, ולצדיה מתוכים פיננסיים קטנים יחסית, בין השאר בנקים

¹ אלו מודדים לאשר בלס, אבי בן בסט, יוסי גיברה, רפי מלניק, ליורה מרידור, שאול פרל, סיגל ריבון וולמן שייפר על העורתייהם המועלות ולבrik סורני על עארתו באיסוף הנתונים ועריכתם.

² בן בסט (1990), (1993) (1995) Ben Bassat &- Leiderman Bufman ו- (1995) מתחזות לבן בסט מתחזות בעיקר בהקנת המערכות הממשלתיות בשוק ההון, בעוד שבופמן ולויוּמן מוגשים היבטים מונטראריים של הרפורמה. המזוהה בעבודה הנוכחית הוא הדגש על היבטים הקשורים במבנה הענפי של המערכת הפיננסית והשפעתם על תפקודו.

(“תיווך אנונימי”).³ כמו כן שלכל אחת מהפרדיוגמות האלה יתרונות וחסרונות, שבהםណון בפרט בהמשך נשתמש בעקרונות הנגזרים מהניתוח על מנת לבחון את היתרונות והחסרונות במערכות הפיננסית בישראל ועל מנת להציג כיוונים להמשך הרפורמה.

לא ניתן לדון במבנה המערכת הפיננסית מבלילו להתייחס למידת המעורבות הממשלתית (הרצויה והמצויה) בשוק ההון. ראשית, במדינות רבות הממשלה עצמה הינה לוה גודול. מאז אמצע שנות השמונים שומרת ממשלה ישראל על תקציב מסוים (פחות או יותר) ולוה, על-כן, מעט. יתרון שללא האיזון התקציבי לא הייתה מתאפשרה הרפורמה בשוק ההון כפי שהתבצעה עד כה. שנית, שוקי הון סובלים מבעיות של חוסר וודאות ואינפורמציה לא סימטרית במידה רבה יותר משוקים אחרים. לכן הקשיים בשוקים אלה חמורים יותר ומכאן ההכרח בהתרבות ממשלתית (למשל, פיקוח). לבסוף, קיימת הסכמה ששוקים פיננסיים מהווים צומת דרכים חשוב בכלכלת. כשל בתפקידו שוקים אלה ובאמון שהציבור נתן בהם עולמים להשפיע לרעה על מערך החיסכון וההשקעה במשק. עובדה זו נותנת משנה תוקף לצורך במערכות ממשלתית בענשה בשוקי ההון.

במסגרת העבודה נិיחד פרק לתפקיד הממשלה בהבטחת פעולתם התקינה של שוקי ההון, נתאר את הקטנת מעורבותה של הממשלה בשוקים אלה במסגרת הרפורמה ונתייחס למידת המעורבות הרצויה של הממשלה במערכות הפיננסית ברצונו להציג שהתייחס העיקרית של עבודה או היא שאין די בקביעת מידת ההתרבות האופטימאלית של הממשלה בשוקי ההון. בנוסף לכך יש לקבוע עמדה ביחס לסוג המערכת הפיננסית הרצויה למשק. בהתאם לצרכים המיוחדים שלו. לשאלה זו תוקף עיקרי תשומת הלב. כמו כן שמעבר להגדרת יעד הרפורמה - המערכת הפיננסית האופטימאלית למשק - קיימת שאלת המעבר מהמצב הנוכחי לכיוון היעד. זו שאלה מורכבת, המתקשרת ליכולת המנהל במדינות רבות ביחס למדייניות הפרטה (privatization) האופטימאלית. ביחס למעבר (transition) לככללת שוק ולકצב המעבר (gradualism) לעומת shock therapy). ביחס לחשיבות תנאי ההתחלת, המוגבלות הפוליטיות וכו'. למروת חשיבות השאלות הללו, לא נתיחס אליהן בעבודה זו.

מבנה העבודה הוא כדלקמן: פרק 2 מגדר את התפקידים העיקריים של שוק ההון והמערכות הפיננסית. פרק 3 דן ב יתרונות ובחסרונות של תיווך בנקאי לעומת תיווך פיננסי בורסאי-אנונימי. פרק 4 עוסק בתפקידו הממשלה בשוק ההון ופרק 5 בוחן כיצד מולאו תפקידים אלו ועל ידי מי לפני ואחריו הרפורמה

³ מקובל להתייחס למערכות הפיננסיות בגרמניה וייפאן כאל דוגמאות מובהקות של מערכות “בנקאיות” ולמערכות הפיננסיות באנגליה ובארה”ב כאל דוגמאות מובהקות למערכות “בורסאיות”. האבחנה נכונה בזמנים כללים. אך לא לغمרי. למשל. ביפאן אסור לבנקים לעסוק בפעולות הקשורות בשוק ההון; כמו-כן. הריכוזיות במערכות הבנקאות הגרמנית אינה גבוהה מאד (מדוד הרפינדאל של 11%). לדין נוסף באבחנות בין ארבע המדינות הללו. ראה, למשל, Corbett & Jenkinson (1994)

בשוק ההון הישראלי. פרק 6 כולל דיוון ומסקנות לגבי המשך תהליכי הרפורמה. שני נספחים מותארים את הרקע לרפורמה בשוקי ההון בישראל: עיקרי הצעדים העיקריים של הרפורמה בשוק ההון ניזונים בנספח א'; נספח ב' עוסק בשאלות הקשורות במבנה מערכת הבנקאות; נספח ג' מוקדש לדיוון בהשפעות מקו-כלכליות של הרפורמה.

2. תפקידיו שוק ההון והמערכת הפיננסית

כדי להעריך את תפקידו של שוק ההון הישראלי ואת השפעת הרפורמה, חשוב להגדיר את התפקידים העיקריים שהtilityוק הפיננסי מלא במשק. נתמקד בשמונה תפקידים מרכזיים. יש לזכור שככל אחד מהתפקידים יכול להתבצע באמצעות הבורסה במערכות בורסאית-אנונימית ובאמצעות מותוכים פיננסיים במערכות שאינה בורסאית.

(1) מתן אפשרות לפרטים ולפירמות במשק להשיג מימון

קשה להפריז בחשיבותו של תפקיד זה ובהשלכות המקרו-כלכליות של פעולתם התקינה של שוקי ההלוואות וההנפקות. ללא אשראי, פרטים יתאפשרו למן פעילותם הכרוכות בהוצאה ראשונית גבוהה (בנייה, חינוך) ופירמות יתאפשרו להשקיע (בצד, במלאי, בטכנולוגיה).

(2) הבונה עיליה של מקורות החיסכון לשימושים השונים

יחסיו המהירים בשווי-משקל משקפים שיעורי תחלופה שליליים בייצור ובצריכה ויוצרים, לבן, תמירים נכוניים עבור צרכנים ופירמות. כך גם בשוק בו נסחרים מוצרים פיננסיים. למשל, המחיר היחסיטי של אגרות חוב שונות (טוחח קצר, טוחח ארוך), משמעו יחסית הריביות, משקפים שיעורי תחלופה שליליים בין אפיקי חיסכון שונים ובין אמצעי אשראי שונים. כשהשוקי ההון משוכלים, החיסכון של הפרטים יימצא את דרכו לפירמות שיודעות לעשות בו את השימוש הטוב ביותר.

(3) הפצת מידע פרטי לכל ציבור החוסכים והיצרנים

בשוק נירות ערך שהינו יעיל מהיבט המידע (informationally efficient) מחייב שווי-משקל של נירות הערך משקפים את כל המידע הרלוונטי הידוע בחלוקתם שונים של המשק על הפירמות שהנפיקו נירות ערך אלה. נניח, למשל, שחברה פלונית נמצאת בתהליכי הבראה מוצלח. העובדה שהתהליך מוצלח ידועה, אמנם,

רק לעיתים, אולם הם - בעזרת מנהלי התקיים שלהם ושל חברים הקרובים - יוצרים ביקוש מוגבר למניות החברה, שמהירן, כמובן, עולה. החלטות תהליכי ההבראה משתקפת בשינוי שחל במהירות מנויות החברה והופכת לנחלת הכלל.

לא רק מחירי ניירות ערך תורמים להפצת מידע. נניח שמתוך פיננסי כלשהו, למשל בנק, לאחר שבודק ופישפש בעסקיה של פירמה ציבורית, החליט לפתח עבורה קו אשראי בתנאים נוחים. מידע זה יתפרש - בצדך על ידי הציבור (חוסכים, פירמות אחרות ומתווכים פיננסיים אחרים) כאישור לכך שהחברה הציבורית אכן עלתה על מסלול חיובי.

(4) שמירה על ניהול הייעיל של פירמות

מנהיגיה של פירמה שמניותה נסחרות בבורסה נתונים לפיקוח ציבורי מתמיד, הן של בעלי המניות שלא יראו בעין יפה ירידת מחירי מנויותיהם והן של פירמות או קבוצות השקיעים שאורבים להזדמנויות להשתלטו על עסקים בעלי פוטנציאל שאין מנהלים רפואי. על מנת שהبورסה תוכל למלא תפקיד זה, הכרחי שמחרי המניות ישקפו את מצבן האמתי של הפירמות שהנפיקו אותן. מתווכים פיננסיים, בעיקר בנקים, יכולים גם הם למלא את תפקיד הפיקוח על ניהול התקין, ללא קשר עם סחרותן של מנויות הפירמה בבורסה. הקשר ישיר והמתמשך בין הבנק לפירמה מאפשר לבנק לעמוד על טיב ניהול ולמנוע קבלת החלטות מסוכנות או שגויות.

(5) אספקת מימון בזמן משבר (financial distress)

פירמה בראיה ביסודה, שיש לה זכות קיום, הנקלעת למשבר פיננסי זמני (עקב הרעה פתאומית וזמןית בשוקי הייצוא, למשל) יכולה לפנות לשוק ההון - לבורסה, לבנק, או למתוך אחר - ולגייס הון נוסף (בדרכן של הלואה או הנפקה).

(6) מתן אפשרות לפתרים במקש לחסנו

מורחב אפשרות החיסכון עשוי להשפיע על הרכב תיק הנכסים של הציבור, שלו עשוי להיות השפעה מקרו-כלכליות. לדוגמה, הסטת חיסכון מאפיקי חיסכון לטווח ארוך (למשל, קופות גמל) לאפיקים קצרי טווח (למשל, פק"מ) עשויה להשפיע על כמות הכספי במקש דרך המכפיל הבנקאי (עקב מגבלות הנזילות החמורים

יותר עברו פיקדונות קצרי מועד).

(7) תרומה לחלוקת הסיכוןים במשק

היכולת של פרטימ ופירמות לרכוש ניירות ערך שהונפקו על ידי פירמות בסקטורים ובאזורים גיאוגרפיים שונים מאפשרת להויכים להתחלק בסיכון עם גורמים נוספים במשק. מבחינה תיאורית אין הכרח שפעולות הרוכישה יתנהלו בבורסה לנירות ערך (הן יכולות להתנהל מחוץ לבורסה, במסגרת הקצאות פרטיות של אגרות חוב, מנויות ומכשירים אחרים), אולם מבחינה מעשית קיימה של בורסה מגוונת שמתנהל בה נפח מסחר גבוה הינו תנאי לחלוקת סיכוןים עילית.

(8) אספקת נזילות

פרטימ החושים מהתערורות צריכים לא מתוכנים (למשל, הצורך לתקן נזק בלתי צפוי) רוצים לשמר חלק מהחסכנותיהם בצורה נזילה. מאידך, השקעה לטוח אורך מחיבת שייעוד מקורות זמן ארוך, הפוגע בנזילותם. ללא תוקף פיננסי, כל פרט היה נאלץ לשמר בצורה נזילה חלק ניכר מהחסכנותיו וסך ההשקעה לטוח אורך היה נמוך. כאשר כל הפרטימ שומרם את חסכנותיהם בצורה נירות ערך, ניתן להפריש חלק גזול יותר מסך החסכנות להשקעה (לא נזילה) לטוח אורך, מכיוון שלא כל הפרטימ יזדקקו לנזילות בו-זמנית. באופן זה שוק ההון "מייצר" נזילות עבור המשק; למעשה, השוק מספק לפרטימ ביטוח נגד צרכי נזילות פתאומיים במחair נמוך (במונחי השקעה לטוח אורך) מההחר אותו היו משלימים ללא היה קיים השוק.

3. מודלים מתחדים של מערכות פיננסיות: תיווך בנקאי לעומת לעומת תיווך בורסאי-anonimi

לאחרונה, התפתחה ספרות מיקרו-כלכליות שעניינה דיוון בהשפעות של מערכות התיווך הכספי על התפקיד הכלכלי. הספרות מציגה שני מודלים של תיווך פיננסי: מודל המבוסס על שוקי הון אונוניים (בורסות) ומודל המבוסס על תיווך בנקאי (על פי רוב אוניברסאלי) הכולל קשרים בין בנקים לפירמות. שוקי ההון "האנגלו-סקוטים" (באנגלית ובראיה"ב) מתחברים אונוניים יחסית, כאשר פירמות מגיסות הון ממתוקים *at arm's length*. במיוחד בראיה"ב, בבורסות ממלאות תפקיד חשוב בשוק ההון, הן באמצעות מנגנון של *corporate control*. לעומת זאת, יפן וגרמניה משמשות לעיתים דוגמה למערכות מקורות והן כמנגנון של *control*. לעומת זאת, יפן וגרמניה משמשות לעיתים דוגמה למערכות המבוססות על תיווך פיננסי בנקאי. על אף כמה הבדלים בולטים בין גרמניה ויפן (במיוחד יש לציין את

הבנקאות האוניברסאלית בגרמניה לעומת הגדרת תחומי פעילות בנקאים ביפאן, בשתי מדינות אלה קיימים קשרים קרובים וארוכי טווח בין בנקים לפירמות הכספיים, בין השאר, החזקת מניות, מינוי דירקטוריים וכמו כן הלוואות מסווגים שונים, לעיתים באמצעות סינדייקאט של מלוים שבמרכזו עמוד hausbank בגרמניה או main bank ביפאן. החלוקה הסכימטית בין מערכות פיננסיות "אנונימיות" ומערכות המבוססות על בנקים היא בסיס הדינמים על תכנון מערכות פיננסיות במטרה אירופת וועל-ה-*tradeoffs* בין השיטות השונות [ר' למשל Aoki et al. (1994) במחקר מטעם הבנק העולמי].⁴ בנוסף, דיוון ביתרונות וחסרונות של המערכות הפיננסיות ביפאן ובארה"ב עולה לעיתים תכופות גם בהקשר למazon הסחר בין שתי המדינות ומלווה לעיתים בטענה שעלות ההון ביפאן נמוכה יחסית בגלל המערכת הפיננסית שבמרכזו בנקים [ר' למשל Frankel (1991)].

העליה העיקרית של תיווך בנקאי, הכרוך בקשרים הדוקים בין בנקים לפירמות (מה שמכונה לעיתים relationship banking), היא היכולת של הבנק ללמידה את הנעשה בפירמה הלואה ולפתור ע"י כך חלק מביעיות האינפורמציה הקיימת בז"כ בין לוויים ומלוים. ברוח זו, מימון באמצעות "בנק קרוב" עשוי להביא ליתרונות הבאים:

(1) הקלת מגבלות הנזילות של הפירמה (זהינו, נתן למן השקעות גם אם רמת הנזילות של הפירמה נמוכה, משום שיש פחות בעיות אינפורמציה המביאות לחבר בין השקעה ל-*cash flow*): בתנאי אינפורמציה לא סימטרית בין לוויים ומלוים (כשהלוויים יודעים על ערך השקעותיהם יותר מן המלוים), כשל שוק עלולים למנוע השקעה בפרוייקטים רוחחים. הבסיס התיאורטי לטענה או הוא המאמר הידוע של Myers & Majluf מ-1984 שמננו משתמשים שתזרים מזומנים (*cash flow*) ואפשרות המימון ישפיעו על הנטייה להשקיע כאשר הלוים יודעים יותר מן המלוים.

Hoshi, Kashyap & Scharfstein בסדרת מאמרים (1990a, 1991, 1990b) הראו שביפאן, הנטייה להשקיע של פירמות בעלות "בנק קרוב" או main bank רגישה פרחות למדי נזילות מאשר הנטייה להשקיע של פירמות הלוות at length. תוצאה דומה מתוארת ב-Petersen & Rajan (1994), שמצוין שפירמות קטנות בארא"ב נתונות פחות לקשי נזילות אם הן הקשורות במערכת של relationship banking למתווך פיננסי, שוב, בגלל בעיות של אינפורמציה בלתי מלאה. הם הראו גם שמערכתיחסים כזו יכולה להתקיים רק במקרים של תחרות לא מלאה בענף הבנקאות, המאפשרת לבנקים לגבות רנטה מפירמות ותיקות לאחר שסיעו להן בהיותן צעירות. האינפורמציה הבלעדית שיש לבנקים במערכותיחסים כזו (וב מערכת ה-main bank ביפאן) מגבילה את יכולתן

⁴ Corbett & Jenkinson (1994) חולקים על הדיקוטומיה המתוארת כאן וטוענים שיפאן היא המדינה היחידה שבה בנקים ממלאים תפקיד מרכזי במימון פירמות.

של הפירמות הלות לעזוב את הבנק שלהם או להכריח אותו להציג שער רבית תחרותיים.

(2) פיקוח בנקאי (monitoring) על פעולות הפירמה ומנהליה. פיקוח כזה נובע, בד"כ, מרצון של הבנק להגן על החוב, אך לעיתים נחוצה לצורך הפעלתו גם החזקת מנויות. גם מנגנוני אטפקת הון אונומיים מהווים אמצעי אכיפת "משמעות" על מנהלים. בכלכלה שבה שוקי הרון הם אונומיים, כמו בארה"ב, מחירים המניות של פירמות שמנהליהם מבזבזים מקורות יהיו נזקים

[(1993) Holmstrom & Tirole], ובנוספ', הן עשויות להפוך ליעד של hostile takeover. הבעלים החדשניים ינהגו רפורמות בהנהגת הפירמה ובדרך התנהוגותה וכן, ע"פ התיאוריה, יביאו לניצול מקורות עיל יוטר. בפועל, זהו מנגנון אכיפת משמעות יקר ולעתים קרובות בלתי אפשרי [ר' Grossman & Hart (1980) ושיעילותו שנואה במחלוקת מבחינה אמפירית (Jensen & Ruback (1983)]. לעומת זאת, רבים הטוענים שפיקוח (monitoring) באמצאות בנק קרוב, למשל main bank, יביא לתפקיד עיל יוטר של הפירמה בעלות נזקהיחסית. הבסיס התיאורטי לספרות זו מעוגן בד"כ במאמרו של Diamond (1984). בין הגרסאות המודרניות ל- "delegated monitoring" ע"י בנקים נכללים מאמורים של Kaplan & Minton (1992) ו-Nakamura & Mork (1994). נראה שבנקים ביפאן נוטים להתערב בהנהגת פירמות לות כשביצועיהם נופלים מתחת לממוצע בענף.⁵ עם זאת, נראה שבשבועה שלבעל חוב יש מניע לפתח רק על פעולות מסוכנות העשוית להביא את הפירמה למשבר, לבני מניות יש עניין בפיקוח גם באמנים טובים לשם מניעת צבוז ו- "empire building" ע"י מנהלים. כמובן שפיקוח כזה ע"י בעלי עניין אפשרי וממוצע גם במערכות פיננסיות בורסאיות.

(3) יחסים קרובים בין בנק לפירמה לווה מקלים גם על בעיות של מיימון בזמן משבטים פיננסיים (asset substitution) וזאת משום שפריטת חובות ו-renegotiation (financial distress)

⁵ Sheard (1989) תאר את פעילות הפיקוח של בנקים ביפאן בפורט, בctrong anecdotal evidence" על ארוגן מחודש של פירמות שנקלעו למשברים פיננסיים (מקורה ידוע במיוחד הוא התערבותו של בנק Mazda בראשית שנות השמונים). גם Matsumoto (1994) ו-Aoki, Patrick & Sheard (1994) מתארים פיקוח הזוק של בנקים על השקעות ופרוייקטים של פירמות לות ביפאן. (טعن Cable (1985) שפיקוח ע"י בנקים בגרמניה מעלה את רוחניות הפירמות הלות מهما, אך Edwards & Fisher (1994) מטילים ספק בתקופת האמפיריה של המסקנות וטוענים שאחזקת מניות ע"י מלויים אינה מאפשרת להזות אמפירית את המניות לפועלות הפיקוח. גם אם בנקים אכן מפקחים על פירמות לות, אין ודוות שהאינטראיסים המנחים אותם הם אלה של בעלי המניות. Flath (1993) ו-Prowse (1990) טוענים שבנקים, ע"י פיקוח, מנסים למונע "asset substitution" לנכסים מסוכנים ע"י הנהלה ובעלי המניות, בנגז לאינטראס של בעלי חוב. Weinstein & Yafeh (1994) טוענים ששנתה הסיכון של הבנקים כלוים גדולים משפיעה באמצעות פיקוח על פירמות לבוחר בפרויקטטים בטוחים יחסית, וכן מעקבות (בממוצע) את שעורי הצמיחה של פירמות הקשורות בבנקים. ברוח טענה זו, אפשר לפרש את ממצאי (1994) ו-Montalvo & Yafeh (1994) על קנייה מוגברת של טכנולוגיה מיובאת ע"י לקוחות של main banks וממצאי (1995a) על כך שפирמות בפיקוח בנקים מוציאות פחות יחסית על מ"פ, בעודיות נסיפות המצביעות על קיום עלויות הנבעות מפיקוח בנקאי על פירמות לות, פיקוח שעילול להביא למדיניות השקעה "שמרנית" ולשיורי צמיחה נזקית המלוים גם בסיכון נזוק. (Cable, 1985) ו-Yafeh & Yosha (1995a), כמו גם Edwards & Fisher (1994) מודגשים שבמידונות גבוהה בנקים רשאים להחזיק מניות בתאגידים ריאליים, כגון גרמניה או יפן, קשה להבדיל אמפירית בין פיקוח ע"י בעלי מניות לבין פיקוח ע"י בעלי חוב.

השפעה, לעומת מצב שבו יש לדzon עם גושים רבים. מנגנון פשיטת הרגל הקיים בארה"ב ובארצות המערב אינו בהכרח אופטימלי [Aghion, Hart & Moore (1992)]. בעיות של התנהגות אופורטוניסטית ex post ושל קשיים בהשגת הסכמה בין בעלי עניין שונים (למשל בגל בעיות riding free) מביאים לעיתים לפתרון שאיננו יעיל (זהינו לחיסול פירמות שיש הצדקה חברתית להמשך פעילותן). מחקרים אמפיריים רבים הציבו על עלויות שימושותיות (במיוחד עלויות בלתי ישירות, כגון אוביון כשור ייצור ולקוחות) המלצות את תהליכי פשיטת הרגל בארה"ב [למשל, Altman (1984), Cutler & Summers (1988)]. לעומת זאת, בנק גדול המסוגל לרכז את טענות הלויים ולהתערב בארגון מחדש של הפירמה בזמן מshort, עשוי להתגבר על השפעות חיצונית מן הסוג הנפוץ בזמן פשיטות רגל. למעשה, במקרים של renegotiation עם מלויים מעטים (כגון בנק גדול), שאינה מימונם בנקאי למימון בורסאי הוא אפשרות ל-*renegotiation* עם מלויים מעטים (כגון בנק גדול), שאינה קיימת כאשר החוב מוחזק בצורה מפוזרת. (Hoshi, Kashyap & Scharfstein (1990b) הראו שאכן פירמות הקשורות ב-*main bank* ביפאן נטו להתאושש מהר יותר ממשבר פיננסי בהשוואה לפירמות דומות שאין להן בעל חוב עיקרי (במובן של חזרה לרמות "נורמליות" של מכירות, השקעה וכיו"ב). יחד עם זאת, אין ודאות שלבנק אינטראס זהה לאינטראס החברתי להצליל פירמה מפשיטת רגל וייתכן שבנק ייטה להצליל פירמות שմבחןיה החברתי היו צדיקות לפשטוט רגל [Dewatripont & Maskin (1990)].

(4) יחסים relationship banking מקלים על פירמות קטנות וצעירות להציג מימון, פעולה שהיתה קשה עבורן בבורסה או במערכות תיווך אוניברסית [Petersen & Rajan (1994)]. בנוסף, הוצאות העסקה הכרוכות במימון בנקאי נמוכות יחסית, וכך יש ביחסים כאלה משום "חמה" לפירמות מתחילה. עם זאת, חשוב לציין שऋבי בנק-פירמה הדוקים המאפשרים מעבר אינפורמציה וכיו"ב (*relationship banking*) יכולים להתקיים רק כאשר יש לבנק המלווה סיכון להרוויח (בעתיד) רנטה מונופוליסטית מהלוואתו בהווה ומן השקעה באיסוף מידע על פירמות אחרות [Petersen & Rajan (1994)]. מכאן שייתכן גם קשר בין מיעוט כניסה לבנקים זרים לבין המונופול שיש לבנקים על מידע בנוגע לפירמות אחרות [Yafeh & Yosha (1995b)].

(5) תיווך בנקאי עשוי להיות "יציב" בהשוואה לתנודות הבורסה, כפי שתוענים (Allen & Gale (1995)). אחת הסיבות לכך היא, לדעתם, האפשרות לפיזור סיכון בין דורו יועל יותר מאשר בנקים בעלי כוח מונופוליסטי משפיעים על שער הרבית. יש גם ביציבותם של בנקים גדולים הגנה מסויימת על חסכנות הפרטאים.

חשיבותו של יחסים relationship banking יכולם להתקיים גם עם מתוגדים פיננסיים שאינם בנקים. עקרונית, אין מניעה שמתוגדים כאלה יהיו קופות גמל, קרנות פנסיה, חברות ביוטה וכיו"ב, המסוגלות גם

הן לספק הכספיות פרטיות (private placements) של חוב ומניות.

הבורסה, שהיא מערכת תיווך פיננסי אונימי, מסוגלת לספק מימון בקנה מידה גדול בנסיבות יחסית. בורסה גם יוצרת נגשיות של הציבור לנירות ערך של FIRMOOT, ומפיצה אינפורמציה על מחירים של נירות ערך, כמוות וcieo"ב. בורסה מאפשרת, אולי, יותר חדשנות לעומת מימון בנקאי "שומרני" שעלול לעכב פרויקטים מסווגים (למשל, מו"פ). לפיכך, ניתן שرعונות חדשים (בתנאי שמקורם בפרימה גודלה וידועה מספק) ייזכו למימון קל ואולי אף זול יותר במערכות של תיווך אונימי-بورסאי. בנוסף, תיווך בורסאי כרוץ במעט כה מונופוליסטי למטופכים בעוד שחלקן מן התיונות של בנקים גוזלים נובעים מכוחם המונופוליסטי. כמו כן, ניתן ניגודי אינטרסים בין פעולות בנקאות שונות. (1994) Weinstein & Yafeh טוענים שאכן, במערכות פיננסית תחת פיקוח ומגבילות המושתתת על בנקים חזקים (כפי שהייתה המצב ביפאן עד אמצע שנות ה-80) הבנקים מנצלים את כוחם המונופוליסטי, דהיינו מקורות מועברים מן הסקטור התעשייתי (פירמות לוות) אל הסקטור הפיננסי (בנקים). טענה זו עולה בקנה אחד עם העובדה שליבראלייזציה בשוקי הון במדינות שונות לוותה בכך שפירמות מובילות צמצמו את קשריהן עם בנקים כמלויים עיקריים ופנו לשוקי הון אונימיים באירופה ובארה"ב (למשל טויטה, מרצדס-בנץ ו"טבע").

ברקע זה,מן הרואין להזכיר את הספרות העוסקת בבחירה של FIRMOOT בין גויס הון "פרטיאי" (private) באמצעות הנפקת חוב או מניות לגוף "קרוב", לבין גויס הון "ציבורי" (public). ניתן שתלות בנק, או תיווך בנקאי בכלל, מתאימים לפירמות חסרות מוניטין (צעירות, קטנות) בעוד שפירמות בעלות מוניטין מעדיות בorporot אונמיות [Petersen & Rajan (1994) Diamond (1991), Hoshi, Kashyap & Scharfstein (1993)]. טען שפיקוח ע"י בנקים מתאים לענפים שבהם הטכנולוגיה מוכרת וידועה (למשל כאשר היא מיובאת מחו"ל), בעוד שפיקוח באמצעות שוקים אונמיים (בורסות) ושוק ל-control העילים יותר בענפים חדשניים שבהם קשה יותר להעריך ביצועים של FIRMOOT בגל קצב השינויים הטכנולוגיים. הבורסה משקפת את דעתם של השקיעים רבים ולכך הערכתה נכונה במשמעות (טענה זו עולה בקנה אחד עם העובדה שפירמות ישראליות קטנות וזוקא בענפי high-tech הנפיקו מניות בבורסות בארץ"ב). בנוסף, ניתן גם שהבחירה בין בנק לבורסה מושפעת ממשיקולים של חשיאות והסתדרת אינפורמציה מפני FIRMOOT מתחרות (1995) Pagano [Yosha] ומשיקולים של פיזור סיכון [1993]. המחקר בתחום זה עדין לא מוצעה במלואה (ברמת המיקרו), זהינו עדין אין "conventional wisdom" על התוצאות FIRMOOT בין דרכי מימון שונות.⁶

⁶ יתרונות וחסרונות של שתי המערכות בכל הנוגע לחלוקת סיכון וליצירת אפקטיבי HISCON נזונים בפרק 6.

4. מעורבות הממשלה בשוק ההון

בעיות הנובעות מאיינפורמציה לא סימטרית חריפות יותר בשוקי הון מאשר בשוקים אחרים. לכן שוקים אלה סובללים מכשלים רבים ומופיינים על-ידי חוסר יציבות וסיכון ניכרים. המכשלים החrifips ביוטר מתבטאים בKİצוב אשראי ובאי-השתתפות של אוכלוסיות שלמות בשוק. באלה⁷, למשל, מקובל ליעחס את חוסר הצלחתו של השוק ל-annuities לקיים של "בחירה שלילית" (adverse selection).

יש הטוענים כי זו אחת הסיבות לכך שכארבעים מיליון אמריקאים אינם רוכשים בטוח רפואי. בעיות דומות עלולות להתפתח בשוקי המימון למחקר ופיתוח ובשוקי המשכנתאות, למשל, ולגרום לKİצוב אשראי ולאי מימון של פרויקטים הרואים למימון.

תפקיד הממשלה הינו להתמודד, ככל הניתן, עם בעיות אלה. ראשית, עליה ליצור אווירה נאותה למסחר על-ידי דאגה לכיבודן של זכויות הקניין ולקיומו של גילוי נאות, ולהילחם בתופעות של ניצול לרעה של ניגודי אינטרסים וברמהות לשמה. שנית, עליה לדאוג ליציבות המערכת הפיננסית ולפועל להגברת אמון הציבור במתווכים השונים. באלה⁸ הדבר נעשה, בין השאר, על-ידי ביטוח פקזונות בנקאים וביתוח תכניות פנסיה פרטיות. דורך נוספת להגברת היציבות בענפים פיננסיים היא לפקח על הכנסתה אליהם. מגבלות כניסה מגנות על הצרכנים מפני מתווכים לא מקצועים ולא ישרים ומקטינות את חשיפה של מתווכים הפעילים בשוק לתחרות שעולה לעורר את יציבותם. כਮובן שתוצאה בלתי נמנעת של מגבלות הכנסתה היא עליה בכוח השוק של המתווכים בענף, הפגיעה בצרכים וגורמת לעוותים בהקצת המקורות. נראה שאכן קיים tradeoff בין הרצון לשמור על מערכת פיננסית יציבה לבין השאיפה למערכת תחרותית. מערכת הבנקאות באלה⁹ הינה תחרותית במידה. בשנים האחרונות הינו עדים למאות פעילות רגל של בנקים בכל שנה.

המגמה הנוכחית שם היא לעודד מיזוגים ולהוריד את מספר הבנקים הפעילים.⁹

למרות הפיקוח הממשלה וMbpsות הכנסתה, צפויים להיווצר בשוק בלתי פטורים. פירמות קטנות וצערות, למשל, עלולות להיות בלחץ בקשאים בהשגת מימון, במיוחד עבור פרויקטים חדשים. הבורתה תדרוש מפירמות אלה פרמיית סיכון שלא תוכלנה לעמוד בה והבנקים עלולים להפגין שמרנות יתר ולמנוע מפירמות אלה אשראי. הממשלה יכולה להתמודד עם הבעיה על-ידי תמיכה בפעילויות חדשניות או תמיכה בפירמות צערות בכלל, או על-ידי הקמת פירמה ציבורית בסיס ה-Japan Development Bank שתפקידה לשרת ישירות מגזרים עסקים המתקשים בהשגת מימון בסctor הכספי. דוגמה נוספת לכשל שוק פוטנציאלי היא

⁷ (1995) Strawczynski מציע הסבר להעדר שוק מפותח ל-annuities שאינו מבוסס על adverse selection.

⁸ באלה⁹ בפועלים הרובה בנקים קטנים מאד. חלקם בעלי סניף יחיד. פעילותם מתאפשרת, כאמור, בגלל קיומו של ביטוח פקזונות.

⁹ על ה-tradeoff בין תחרות ליציבות במערכת פיננסית ר' (1994b) Yosha ו-(1995) Paroush.

מערכת הביטוח הפנסיוני והסיעודי. ייתכן שלא מעורבות ממשלתית ישירה, מגורי אוכלוסייה מסוימים ייתקשו להציג כסוי בטוחי נאות. למוגרים אלה יכולה הממשלה לסייע בדרכים שונות (סיבוסו, חקיקה, או כניסה לשוק).

לבסוף, אין להתעלם מהעובדת שמדינות מסוימות במידה מסוימת לחטול השומר על החלב. בנוסף לשומרות על כללי המשחק הוגנים בשוקי ההון ומצוות את מבנה השוקים והפיקוח עליהם, כל מדינות העולם מגישות הון בשוקים פיננסיים למימון גרענותיהן. הממשלה שנאלצת לגייס סכומים גדולים בתדריות גבוהה עלולה להיות משוחDOT בכל הנוגע לפיקוח על השוק. ייתכן שהרפורמה בשוק ההון הישראלי לא הייתה מתאפשרת ללא אוזן הגרען התקציבי של הממשלה החל ממחצית שנות השמונים.

5. המערכת הפיננסית בישראל לפני ואחרי הרפורמה

בפרק זה נבחן כיצד ועל ידי מי מולאו התפקידים של המערכת הפיננסית לפני ואחרי הרפורמה בשוק ההון הישראלי.

מצב הדברים לפני תחילת הרפורמה

(1) מתן אפשרות לפרטים ולפירמות להשיג מימון - המדינה התאפיינה בכך של מקורות מימון לסקטור הרפואי. אשראי צרכני כמעט ולא ניתן (פרט למשכנתאות שחולקו בפיקוח הממשלה לפי קרייטריונים של זכאות). על פירמות נאסר להנפיק איגרות חוב ללא אישור מפורש של משרד האוצר. אישורים כאלה כמעט ולא ניתנו. כמו כן, פירמות התקשו להנפיק מנויות בבורסה או מחוצה לה ולהציג אשראי ללא סיוע הממשלה. אותן פירמות שפנויות נענתה זכו לאשראי מוכoon, קיבלו בזול וככל הנראה עשו בו שימוש יתר. סביר להניח שהזדמנויות עסקיות לא מעטות (ווייתכן שהטבות בגיןה) הוחמצו עקב מחסור במקרים מימון.

(2) ו-(3) הכוונה לעילה של מקורות והפצת מידע - מספר הפירמות שגיסו הון בבורסה היה קטן. מוחץ לכוטלי הבורסה התנהל גישת ההון על ידי פירמות בפיקוח צמוד של הממשלה. חלק ניכר מהאשראי הבנקאי היה "אשראי מוכoon" ל"מפעלים מאושרים", שבמחייו הייתה גלומה סובסידיה ניכרת. לכן, המערכת הפיננסית לא יכולה להיות מנגנוןיעיל בהקצת המקורות וرزך שערוי תשואה יחסית ולא סייעה מספק בהפצת מידע עסקי חשוב שהיה קיים בסקטור זה או אחר.

(4) שמירה על ניהול העיל של פירמות - לאור הנאמר בפסקה הקודמת, לא הייתה אפשרות לפקח באופן ייעיל על ניהול התקין של פירמות באמצעות מחירי ניירות הערך שלתן. האם יתכן שפיקוח כזה התבצע על ידי הבנקים? Mach, חלק ניכר מהמיימון החיצוני של פירמות הועבר אליהן באמצעות הבנקים, כאשראי מוכoon.¹⁰ הבנקים היו גדולים וחזקים ושמרו על קשר הווק וმתmesh עם פירמות לקוחות. מאידך, קיומו של תמרץ נאות לפיקוח בנקאי מוטל בספק. הבנקים היו צינור מעבר לשראוי ממשלי מוכoon ומסובס. מכיוון שלא היה זה כספם שהועמד בסכנה, לא ניתן להזכיר שהוותם בעלי חוב גדולים חייב אותם להשקייע משאבים יקרים בפיקוח על פירמות. הבנקים היו גם בעלי מנויות של פירמות רבות. מעמד זה היה תמרץ ברור להפעלת פיקוח. עם זאת, מבנה הבעלות של הרבה פירמות היה מאוד מרוכז. מכאן, שהפיקוח על הנהלת הפירמות יכול היה להתבצע ביעילות על ידי בעלי המניות ואין הכרח להניח שהפיקוח נעשה דווקא על ידי בנקים.

(5) אספקת מימון בזמן משבר - פירמות במשבר נשענו בעיקר על הממשלה, באמצעות הבנקים, לקבלת מימון חרום. הבורסה וודאי לא הייתה ערוץ פעיל לצורך זה. השיקולים במתן סיוע חרום היו לעיתים קרובות חברתיים (תעסוקה) או פוליטיים ולא תמיד כלכליים טהוררים.

(6) מתן אפשרות לפרטים לחסן - הפרטים במדינת ישראל לא התקשו למצוא אפיקי חיסכון קופוט הגמל, למשל, הציעו (אמנם לא באופן رسمي) הצמדה ועוד כחミשה אחוזי ריבית ריאלית; תוכניות החיסכון הציעו הצמדה (למוד או לדולר) ועוד ריבית ריאלית; תוכניות ביוטוח החיים הציעו מרכיב חיסכון צמוד ונושא ריבית ריאלית. בכל אפיקי החיסכון אלה היסICON הפרט היה למעשה אפס.¹¹ ואכן, הציבור חסך חלק נכבד מהכנסתו.¹² כמובן שהיה לשיעורים הגבוהים של החיסכון הפרטי גם סיבות נוספות, אולם התשואות הריאליות הגבירות והיסICON הנמוך היו, ללא ספק, תמרץ שימושי לחיסכון הפרטי. כמובן שהיכולת של מערכת הבנקאות וענף הביטוח להציג אפיקי חיסכון נטולי סיכון המבטיחות תשואה גבוהה נבעה במידה רבה מחובבת הנזילות הגבוהה ומכך שימושה ישראלי הנפיקה עבר גופים אלה איגרות חוב מייעדות

¹⁰ לדוגמה, כ-40 אחוזים מסך האשראי הבנקאי בשנים 1983 ו-1984 היה אשראי מוכoon יצוא (דו"ח בנק ישראל, 1984, לוח ח'-11, עמ' 273).

¹¹ אנו מתעלמים כאן מן האפשרות שהפרטים לקוחות בחשבון את ההסתברות שהממשלה תעלה מסיס על מנת לסייע את התשואה באפיקי חיסכון אלה.

¹² שיעורי החיסכון הפרטי מן ההכנסה הפנوية בשנים שקדמו לרפורמה (1985-88) נעו בין 19% ל-30% (דו"ח בנק ישראל, 1985, לוח ב'-6, עמ' 30).

שהבטיחו תשואה ריאלית גבוהה וموבנתה.¹³

(7) חלוקת סיכוןים במשק - הוגף שספג את רוב הסיכוןים במשק היה ממשלה ישראל, משמע הציבור כולם. אם פירמה גוזלה או ציבור צרכנים גדול (תושבי עירייה או קיבוץ) ספגו פגיעה בלתי צפופה, נחלה הממשלה לעזרתם. המימון בא מהתקציב השוטף, משמע מכיסי שלם המייסים. אם הפגיעה הייתה כלל-משקית (עלית, מחيري הנפט, למשל) הלכה הממשלה ולളתה מחוץ לגבולות המדינה; החוב החיצוני של מדינת ישראל הינו, כמובן, חובו של כלל הציבור, ובכל זה, הדורות הבאים. מכאן שטוציאלייזציה של הסיכון ע"י הממשלה כרוכה בסכנה שהממשלה לא תוכל לעמוד בהתחייבותה (כלומר תאלץ להטיל מסים חדשים או לוות עוד). עם זאת, ב佗וח הקצר יכולה הממשלה לבטח את החוסכים ולהציג תשואה נאה וקבועה באפקטי חיסכון שונים, להציג פירמות מפשיטת רgel ולתמן ביישובים ובמקומות נחלשים. הפרטים במשק - וייתכן שגם פירמות למיניהם - לא נדרשו להתמודד בעצמם עם פיזור הסיכון ולכך, מילא, לא התפתחו המכשירים הנדרשים לשם כך בשוק ההון.

(8) אספקת נזילות - על מנת להבטיח מקורות להשקעה לטוח ארוך, הממשלה עודזה חיטכו ל佗וח ארוך (תכניות חיטכו ו קופות גמל) והכתיבה לבנקים ולמטוכחים פיננסיים אחרים את התנאים למפקדים¹⁴. על ידי קביעת תנאים נוחים לחסכון לטוח ארוך, פיצתה הממשלה את הפרטים על אובדן הנזילות של נכסיהם.

עיקרי הרפורמה

מעורבות הממשלה בשוק ההון יודה באופן משמעותי משמעותי [ר' בן בסט (1990)].¹⁵ הממשלה חילה להנפיק אג"ח מיועדות לקופות הגמל, לבנקים ולחברות הביטוח; בוטלו הלוואות פיתוח והניתנות במישרין מתקציב המדינה; ניתן היתר כללי לפירמות להנפיק אג"ח ללא אישור האוצר; קופות הגמל והבנקים רשאים להשקיע בבורסה ובאג"ח קונצראניות חלק מחובות ההשקעה; חובות הנזילות של הבנקים ירדו מאד; חלה ליבראליזציה ניכרת בשוקי המט"ח. פרוטו נוסף מובא בטפסחים א' ו-ב' [בנוסף, ראה יעקובי (1995)].

¹³ איגרות חוב מיועדות הונפקו לחברות הביטוח בגין תוכניות ביטוח חיים, קופות הגמל ולקראנות הפנסיה. שיעורי התשואה נעו בין 4 ל-5.5 אחוזים (ואף מעבר לכך במקרים מיוחדים). חובות ההפקדה באיגרות אלה הגיעו ל-92 אחוזים במקרים מסוימים. מגבלות הנזילות על תוכניות חיטכו היו אף הן גבוהות מאד והגיעו, למשל, ל-100 אחוזים עבור תוכניות צמודות זולה. ראה בן-בסט (1990).

¹⁴ כל תוכנית חיטכו של בנק הייתה טעונה את אישורו של הממונה על שוק ההון, חיסכון וביטוח במשרד האוצר.

¹⁵ התהליק החל לאחר תכנית הייצוב של 1985, אולם נכנס להילוך גבוה באפריל 1987.

השפעת הרפורמה

(1), (2) ו-(3) **מיימון, הכוונת מקורות והפצת מידע** - אין ספק שהרפורמה, ב策וף היורידה בחוב הציבורי ובהנפקת אג"ח ממשלתיות,פתחה אפשרויות מיימון חדשות בפני פירמות בישראל. כיום, פירמות רשויות להנפיק אג"ח בבורסה ומחוצה לה ולגייס הון בשוקי העולם. גל ההנפקות בתחילת שנות התשעים מלמד שהמגבילות שהיו בתוקף לפני הרפורמה היו כובלות. יתכן שמחורי ניירות הערך השונים משקפים יותר באמנות מעבר את ערךן האמיתי של הפירמות שהנפיקו אותן. כמו כן, הממשלה חולה להकצות אשראי מוכoon לפירמות בתעשייה - כל בנק מלאה בהתאם לשיקוליו העסקיים. בלוח 1 ניתן לראות שנת 1990 הייתה השנה האחרונה שבה הוועתק אשראי מוכoon לתעשייה. כמו כן, מותוכים פיננסיים אחרים - קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביוטוח - הרחיבו את האשראי לסקטור הפרטיא ואת הקצאות הפרטיא של מנויות. ההיקפים של תופעה זו נוכחים, אולם מסתמנת מגמת עלייה. הנ吐נים בלוח 1 מצביעים על עלייה בהלוואות של קרנות הפנסיה ובעיקר קופות הגמל ל"אחרים", המוגדרים כ גופים שאינם עמייתים בקופות. קשה לדעת כמה מותוך הלוואות אלה ניתנו לתעשייה.

עדות נוספת לתחרות הגוברת בשוק ההון מהו המעבר של פירמות בתעשייה למימון באמצעות הבורסות בארץ ובחו"ל. על פי לוח 1, החל עלייה בגין מנויות בבורסה לנ"ע בתל אביב, וכן ניצול מסטיבי, החל בשנת 1991, של האפשרות לגייס הון (בעיקר מנויות) בחו"ל. בו בזמן, נראה בבירור שפירמות בתעשייה פזו (או לא חידשו) כМОויות שימושיות של אג"ח קונצראניות. לעומת זאת, ככל אחת מהשנתיים האחרונות עלתה כמות הכספי שגייסה ע"י הפירמות (הלוואות מbenkiim, גiros הון מנויות בבורסות בתל אביב ובחו"ל, ומבליל קחת בחשבון הלוואות מקופות גמל, פנסיה וחברות ביוטוח). ניתן לסכם את המגמה במימון אשראי מוכoon אחרות.

מקורות המימון האחרונים בשנים האחרונות מתפלגים כלהלן: כמחצית המקורות גויסו כהון מנויות בבורסה, כרבע כהון מנויות בחו"ל וכרביע בלבד כ halooot בנקאיות (בהתעלם מפדיון אג"ח קונצראניות). יש לציין, כמובן, שלא היה לנו שנות גאות בבורסה לנ"ע בתל אביב. עם זאת, אפשר לראות בבירור שלפחות בשנות הראשונות בבורסה משקלו של המימון הבנקאי הישיר יורד מאד - ממאה אחוז בשנת 1986 לכרביע בשנים 1992-1993!

המסקנות מהתכליות הראשונית זו הן:

- לא מתפתח שוק אג"ח קונצראני.
- הבורסות בארץ ובחו"ל מהוות תחליף משמעותי למימון הבנקאי. חשוב לזכור שמכיוון שהבנקים פועלם

באופן משמעותי בענף החתומות (באמצעות חברות בנות), התחרות, מצד הבורסה בתל אביב לפחות, אינה מהוות בהכרח פגעה ברוחותיהם. ייתכן אפילו שהבנקים מעודדים פירמות לצאת לבורסה. טוגיה זו זורשת מחקר נוסף.

(4) ו-(5) שמירה על ניהוליעיל ואספקת נזילות בזמן משבר - הבעלות על פירמות בישראל הנה מאד רכוזית. למשל, במקרים של כ-200 פירמות בתעשייה הרשות בבורסה, מדד הרפינDEL לריכוזה הבעלות קרוב ל-0.3 (מתוך עבותות מחקר המתבצעת בנק ישראל ע"י חזזה בר, עובד יושע וישי יפה). لكن, לא ברור שזרוש פיקוח חיצוני על הנהלת הפירמות (על, ידי בנקים ומתוקים אחרים או באמצעות מוחרי המניות בבורסה), וודאי לא בתקופות שאין תקופות משבר. ייתכן שבתheid, אם תימשכה הנפקות המניות בסקטור העסקי, ובנהחה שחלק הארי של המניות לא יירכש ע"י מספר מצומצם של משלקים ומוסדות פיננסיים, אז תליך ויזולדל רכוזיות הבעלות ונגוזי האינטראסים בין מנהלי פירמות לבין בעלי המניות ילבסו ויחריפו. נניח, למורת זאת, שקיים צורך בפיקוח חיצוני לפחות עבור חלק מהפירמות במשק. אם מדובר בפירמה שמניותה נסחרות בבורסה, ייתכן שמאז הרפורמה מוחרי המניות משקפים טוב יותר את מצב החברה, ואולי יהיה קשה לפקח על תפקוד הנהלה באמצעות מוחרי המניות. ייתכן שגם פיקוח באמצעות בנקים התחזק לאחר הרפורמה, שהרי עתה מלויים הבנקים את כספם שלהם בעוד שלפני הרפורמה היו צינור להעברת כספי הממשלה. לעומת זאת, אם המנייע העיקרי לפיקוח בנקים על פירמות הנו היוצרים בעלי מנויות (בניגוד לבעלי חוב) אז צעדי הרפורמה שננקטו עד כה השפיעו מעט, אם בכלל, על התמരיך של הבנקים לפקח על פירמות שבבעלותם. בנוסף, ייתכן שהגברת היבוא והתחרות מחו"ל תרמו אף הם לשמירה על ניהוליעיל של פירמות.

(6) ו-(7) אפשרויות חיסכון וחלוקת סיכון - למורות שמדובר אפקטי החיסכון מאז הרפורמה גדול (נוסף שוק המעו"ף, למשל) קרה בשוק החיסכון דבר מעניין: התשואה הריאלית שניתנת לקבל בשוק החיסכון ירודה לכל רמת סיכון. למשל, בעבר אדם שברשותו עמדה קופת גמל בת 15 שנים ומעלה (מןנה טרם משך כספים) יכול היה להפקיד בה סכומים נוספים ולקבל תשואה ריאלית של כ-5% ללא סיכון ולא אובדן נזילות. כמובן, אין במקרה אפקטי חיסכון אטרקטיביים כאלה. לתופעה זו יש וודאי השפעה על הרכבת תיק הנכסים של הציבור ואולי גם על רווחת הפרטisms במשק.

למורות שקיימים מכשירים פיננסיים המאפשרים לבטח את תיק ההשקעות (օופציות *put*, למשל), רמת הסיכון של תיק ההשקעות האישיים של כל פרט עלתה מאז הרפורמה. בלוח 2 ניתן לראות את התנדתיות

(volatility) בשיעורי התשואה של קופות הגמל ושל מודד המניות הכללי בשנים האחרונות. התנודתיות של התשואה על קופות הגמל עלתה בבירור. לעומת זאת, למרות שטיפות התקן של המודד הכללי בבורסה בעלייה מתמדת, מודד Sharpe (סטיפית התקן של המודד מנורמלת ברמתו) אינו מצביע על מגמה ברורה. מכיוון שהציבור איבד את התשואה הבטוחה על קופות הגמל, שהיו כ-20% מתחת לנכדים, ניתן להסיק שאכן רמת הסיכון של תיק הנכדים עלה. מאידך, מכיוון שהממשלה כיהם פחות מחויבת להצלת מפעלים כושלים, ירד הסיכון שיוטלו מיסים חדשים (או שיצומצמו שירותים קיימים) על מנת למן התערבות ממשתית בסקטור הייצורני. השאלה האם התקרבנו לאופטימום החברתי (זהיינו, העלות במונחי רווחה של התשואה הבטוחה שתיפקה הממשלה לציבור לפני הרפורמה הייתה גבוהה מ المتوسط הרווחה שנבעה מכך) או שמא זוKA הת珥חנו מחלוקת סיכון אופטימלית (השוק אינו פועל כראוי משום מה) מחייבת מחקר נוספת. אם אכן הפחיתה מעורבות הממשלה הפכה את מערך אפשרויות החיסכון העומד בפני הפרטים במשק לפחות אטרקטיבי, חשוב להבין מהי המשמעות של תוצאה זו - מיהן האוכלות הnegative ובאיזו מידה; ומהי ההשפעה על החיסכון הפרטי.

(8) בורסה יכולה לספק ניסיונות למשק בזומה לבנקים: הרבה פרטים מוחזרים על תצורת בהווה וקונים אג"ח קונצראני. אלה שזוקקים לפטע למימון, מוכרים את האג"ח שברשותם, וצורכים את התמורה. מכיוון שהוא אינו צפוי לקרות לכל הפרטים בו-זמן, נוטרים תמיד מקורות חופשיים (בידי הfirme הלואה) להשקעה בזמן ארוך. לכן, לפחות בקידוב ראשון, הרפורמה לא אמורה להשפיע על הנזילות במשק. מובן שככל ששוק האג"ח החופשיות יותר "עמוק", קטנה ההסתברות שרוב הפרטים יירצו למשא את האג"ח שברשותם בו-זמן. מבחינה זו הרפורמה שיפר את מצב הנזילות במשק.

6. נייטה

נשאלת השאלה האם המגמות שתוארו לעיל, זהיינו, התఈובות אפשרויות המימון באמצעות הבורסה והתרobiaות אפשרויות המימון הלא מוכoon על ידי מתווכים פיננסיים (בנקים) הן תחליפיות, והאם שתיהן רצויות, או שמא יש לעוזץ אחת על חשבון השניה. השאלה מתקשת לvincio המתנהל בימים אלה בין הצדדים המערכת הפיננסית האנגלו-אמריקאית לבין הצדדים במערכת היפאנית והגרמנית. אין די בקביעה - הנconaה כשלעצמה - שעיל הממשלה למשך ידי שוק ההון (ווזאי בהשוואה למצב שරר לפני הרפורמה), ושיש לאפשר תחרות בין פירמות על מקורות החיסכון בתיווכה של המערכת הפיננסית. הכרחי לקבוע במידה ביחס לסוג המערכת הפיננסית הרצויה למשק, בהתאם לצרכים המיוחדים שלו. אם בראצנו

לעודד מו"פ, יש לבדוק האם בורסה תשרת מטרה זו יותר טוב מبنקים או ממתווכים אחרים; אם ברכוננו לשים וցש על יציבות השוק ומניעת מפולות, יש לבדוק האם מערכת שבה לבנקים תפקיד זומיננטי אכן יציבה יותרף וכן הלאה. להלן מספר שיקולים שיש לשקח בחשבון במסגרת הדין בסוגיה זו.

סביר שהקטנת מעורבות הממשלה בשוק ההון וההיתר שניתן לפירמות לגייס מימון באופן חופשי תרמו להקצת מקורות עיליה יותר. עם זאת, ככל אחד מסוגי המערכות הפיננסיות קיימים כשל שוק הנובעים, לעיתים קרובות, מביעות האינפורמציה הלא-סימטרית שתוארו לעיל, למשל, חידשות עלולה להפצעה הן מושם שבנקים עלולים להגביל השקעה בפרויקטטים חדשים ומוסכמים (מתוקף היותם בעלי חוב) והן משומש בבורסות עלולות להקשות על פירמות קטנות ולא ידועות להשיג מימון לפרויקטטים של מו"פ. לכן, עצם המעבר לשוק הון תחרותי שבו מעורבות הממשלה נמוכה אינו מבטיח זמינות מימון להשקעה במו"פ ויש לשקל זרכים לעודד השקעה כזו, כפי שנעשה במספר מדיניות מפותחות. כאמור, בתנאים של אינפורמציה לא סימטרית (כפי שמקובל לחשב על שוקי הון), גם תיווך בנקאי וגם תיווך בורסאי יכולם, בד"כ, להשגתו תוצאה שהיא *second best* בלבד, ומכאן שאין די בהפחנת מעורבות הממשלה בשוק ההון על מנת להביא לשיפור ניכר בהקצת המקורות כפי שהיא קורה בתנאי תחרות משוכלת, ויש לתת את הדעת על בחירתה ה"מין" הנכון של תיווך בנקאי ותיוך בורסאי תוך התחשבות ב- tradeoffs בין שני סוגי המערכות.

מהו המין הנכון של תיווך בנקאי (ריכוז) ותיוך בורסאי עבור ישראל? כפי שטענו לעיל, יש חסרונות גם למערכת המושתת על שוקים אונוניים בלבד וגם למערכת פיננסית בנקאית. במערכת פיננסית בורסאית תחרותית כגון זו בארה"ב, ניתן שיש למתווכים הפיננסיים מעט מדי תמריצים לאסרו אינפורמציה על לקוחות (הוויה הנובע מכך נזק), ומכאן נובע קושי בגין פירמות קטנות ולא ידועות. מערכת בורסאית עלולה להיות בלתי יציבה, הן בגלל הסיכון לפשיטות רgel של מתווכים פיננסיים קטנים, והן בגלל שונות התשואה על החיסכון הפרטי. בנוסף, משומשישראל היא מדינה קטנה, ספק אם אפשר ליצור מספיק "עומק" בבורסה שיאפשר פעולה עילית של מנגנוןים לפיזור סיכון ושוק ל- corporate control .

גם למערכת המושתת יכולה על בנקים אוניברסיטאיים גדולים חסרונות בולטים: למשל, ריכוזיות וכוח מונופוליסטי למתווכים הפיננסיים. בעיה זו עלולה להיות חריפה במיוחד במקרים קטנים בישראל שבו תacen השפעה ניכרת של המתווכים הפיננסיים על שוקי המוצרים. בנוסף, ייתכנו כਮון ניגודי אינטרסים, הן בין פעולות שונות של תאגיד בנקאי, והן בין פעולות הבנק ופעולות התאגידים הריאליים הקשורים לו. למשל, בנקים שונים סיכון (מתוקף היותם בעלי חוב) עשויים להשפיע על מזינות ההשקעה של לקוחותיהם, ולהביא לצמצום ההשקעה בפרויקטטים חדשים.

לכן, נראה לנו שכדי לנסות ליצור בישראל שילוב של שני סוגים המערכאות. שילוב זה יאפשר קשרי בנק-פירמה לפירמות האזקוקות לכך, ועם זאת יעוד יותר תחרות בין/amcavi התיווך הפיננסי. בעודם קיים מספר גדול של מדיניות שבהן מערכות פיננסיות שהן שילוב של שני המודלים הקיצוניים של תיווך פיננסי (למשל, איטליה שבה יש בורסה לא מפותחת, אך בנקים רבים וקטנים יחסית; אנגליה שבה לבנקים משקל גדול מאשר באורה"ב אך קטן ממשקלם בגרמניה);apan שבה הבנקים ממלאים תפקיד מרכז בשוק ההון אך אינם עוסקים בחתמות וכיו"ב). ישראל נמצאה עד כה בנקודת הקロובה להסתמכות מוחלטת על תיווך פיננסי הנעשה באמצעות מספר קטן של בנקים אוניברסיטאיים בעלי כח מונופולייסטי. הבורסה הייתה קטנה ותלויה בבנקים, ומשקיעים מסוימים מילאו תפקיד מוגבל בלבד. טביר, אם כן, שולות המימון לפירמות הייתה גבוהה, וכן שפירמות מסוימות סבלו מקיצוב בנסיבות האשראי שיכלו לגייס. יתרון גם שההשפעה הבנקים, מידות החודשות במשק הייתה נמוכה, וכן שכניות פירמות חדשות הייתה מוגבלת. אפשר, אם כן, לשקל צעדים שיביאו את המערכת הפיננסית בארץ ל"מיןון" שבו מרכיב השוק (התיווך האנוגני) גדול מן הקיימים היום. מבחינה מעשית, קיים מספר רב של/amcavi מדיניות המאפשרים ליצור "מיןון" מתאים של תיווך בנקאי ובורסאי. למשל, ניתן להציג את התחרות בין המתווכים המספקים relationship finance ע"י ניתוק יחידות מהבנקים, או עידוד כניסה לבנקים זרים, חברות ביזות, קופות גמל וקרן פנסיה לפעולות תיווך. ניתן גם להקים מסגרת בורסאית לפירמות קטנות או מסוכנות (בתוך הבורסה הקיימת או בבורסה שנייה). בנוסף, ניתן להגביל החזקות של מתווכים פיננסיים בתאגידים ריאליים. כך אפשר להניע את המשק מהשענות כמעט מלאה על תיווך פיננסי בנקאי "קרוב" לכיוון של תיווך פיננסי יותר תחרותי. מובן שלצעדים כאלה תהיינה להשפעות לוואי ברוח הדברים שנאמרו קודם, למשל הזרמת המנייע של מתווכים פיננסיים לפתח על פירמותלות, והקטנת הרנטה הנובעת מן התיווך הפיננסי. ניתן גם לנחות צעדים שתכליתם לתקן את החסרונות בכל אחד מסוגי המערכאות הפיננסיות. לדוגמה, ניתן לסייע לפירמות קטנות במערכות בורסאית, או לפירמות חדשות במערכות בנקאית, וזאת, בין השאר, ע"י מנגנוני פיקוח או כללי גילוי נאות.

דרכי הפעולה האפשרות מתחולקות לכמה סוגים:

- א. עידוד תחרות בין המתווכים הפיננסיים** - ניתן לנתק את קופות הגמל (ואולי גם קרנות הנאמנות) מן הבנקים הגדולים. בטוחה הקצר תתגבר התחרות באמצעות מוצרים פיננסיים תחליפיים,¹⁶ ובطוחה הארון, יתכן מאד שה קופות והקרן תהפכו בהדרגה למיען לבנקים, ובכך יגדל המספר הכלול של לבנקים במערכות. בנוסף, ניתן לאפשר לחברות ביטוח לעסוק בפעילויות לבנקאות כגון משלוחות, ניהול קופות

גמל ומתן אשראי עסקי¹⁷.

ב. החלטת קשרי בעלות ושליטה של בנקים בפירמות לות, למשל ע"י הגבלת החזקות בתאגידים ריאליים, אפשר גם כן למשק לנوع בכיוון של תיווך בורסאי, אונוניימי יותר. ספק אם איסור מוחלט על קשרי בנק-פירמה כדאי: למروת שלא ברור אם החזקת מניות בתאגידים ריאליים חיונית לקיום relationship banking, יתכן שלא רצוי לבטל קשרים כאלה לחלוון בגלל החשיבות שעשויה להיות להחזקה מניות בידי בעלי חוב בתנאים מסוימים¹⁸. עם זאת, יתכן שכדי להגביל החזקות בתאגידים ריאליים לרמה מסוימת מהו הפירמה (ביפאן, למשל, המכטימים החוקי הוא 5%, בעוד שבארץ הוא עומד כיום על 25%). קביעת האחוז המותר צריכה לऋיך בחשבון את היתרונות המוזכרים לעיל מחד, ואת הפוטנציאל לניגוד אינטרסים מאידך. חשוב לציין זה שמסתמן, עפ"י מאגר נתונים חדש על פירמות בישראל¹⁹, שהחזקות ריאליות של בנקים בארץ מיעודות בעיקר לצורכי השקעה, ולאו דווקא כחלק מעורכת היחסים בין הבנק לפירמות לות (למשל, המתאים בין האחוז החוב ו אחוז המניות של פירמות המוחזקים בידי בנק נתון נמוך). מכאן שספק אם הורדת רמת החזקות הריאליות של בנקים בארץ תפגע ביכולתם להציג relationship banking, אך יתכן שיקשה על הבנקים לבחור תיק נכסים אופטימאלי. שיקול נוסף, יהודי לישראל, הוא חוסר השיכול בשוקי המוצרים. להחזקות של בנקים בפирמות שעשויה להיות השפעה רבה על מידת התחרותיות בשוקי המוצרים, הן כמחסום כניסה לפירמות שאין להן "גיבוי" של בנק, והן באמצעות "deep pockets" של פירמות הקשורות בבנקים, העול לגורם לפירמות מתחרות ליצאת מן הענף [ר' למשל (1990) Bolton & Scharfstein].

מאידך, בהינתן מבנה השוק הלא תחרותי, עדיפים קשרי בנק-פירמה (או מיזוג אגבי בכלל) על פני אי הייעילות הנגרמת מ"שורה של מונופוליים" (מה שמכונה sequential monopoly) שהמחייב שכל אחד מהם גובה אינו יעיל (double marginalization).

חשוב להבדיל בין האחוז מהו הפירמה שיותר לבנקים להחזיק, לבין האחוז מהו הבנק שיוחזק במניות ולא בנכסים אחרים. לשם קביעת חלק התקיק שיותר לבנקים להחזיק במניות, יש לקחת בחשבון שיקולים של יציבות הבנק ולהגביל האחזקות המהוות חלק גבוהה מנכסיו, ועם זאת לא להגביל את יכולתו

¹⁷ כאמור, יותר תחרות בין מתועכים פיננסיים תביא לירידת הרווחים בענף, ותבצע את התמרוץ לכניות בנקים זרים. מאידך, תחרות אינטנסיבית יותר תפחית את כוחם של הבנקים ליצור מחסומי כניסה (למשל באמצעות קשרים עם פירמות), ולכן דרושה לפחות כפולה מתחומי נוספים נספחים מחו"ל. כמו כן, חשובה חקיקה שתאפשר למתועכים שאינם בנקים להתחרות בהצלחה בענף.

¹⁸ למשל, החזקת מניות עשויה להקל על הבנק להשפיע על החלטות שוטפות של הפירמה. כמו כן, החזקת מניות מחזיק את התמרוץ של הבנק לשפר את רווחיותה של הפירמה ולא רק למניע פשיטת רגל, דהיינו לבעל חוב המחייב גם מניות תהיה גישה לטיוכונים הדומה לו של בעלי החברה.

¹⁹ בהכנה, מה' המחקר (עובד יושע ושי יפה) והפיקוח על הבנקים (חוזה בר), בנק ישראל.

להציג תיק נכסים מפוזר דיו.

ג. עידוד התיווך הבורסאי - כדי לעודד את הפיכת הבורסה למכשור מרכזי של גישת הון ולאפקט השקעה שבאמצעותו מתבצעת חלוקת סיכוןים בהיקף נרחב, חשוב לוודא שעלויות ההנפקה והמסחר תהיינה נמוכות. בנוסף יש לסייע לפירמות קטנות וצעריות להציג גישה לתיווך הבורסאי, וזאת כדי להגביל את התלות של פירמות אלה בנקים. לשם כך, ניתן לעודד מסגרות מסחר בורסאי המתאימות לאוכלוסייה זו, או בנפרד (בדומה ל-NASDAQ בארה"ב) או אולי בתוך הבורסה הקיימת.

ד. התיווך הבורסאי כמתחרה בתיווך הבנקאי - עצם קיומו של מנגנון תיווך אלטרנטיבי כגון בורסה יכול להגביל את כוחם המונופוליסטי של הבנקים. כדי שהبورסה תוכל למלא תפקיד זה, יש לשköל איסור של פעולות חתומות ע"י הבנקים הגדולים וחברות בנות שלהם.²⁰ למרות הפגיעה בבנקאות האוניברסאלית, נראה לנו שייצירת בורסה עצמאית חשובה להבטחת תחרות בתיווך הפיננסי. תימוכין לכך אפשר למצוא במחקר חדש של (1994) Pagano et. al, שבו טוענים הכותבים שבאיטליה (הדומה לישראל מבחינות מסוימות), יש חשיבות רבה להנפקות בבורסה (של מילאנו) כגורם המגביל את כוחם המונופוליסטי של הבנקים. מובן שכדי שהبورסה תוכל למלא תפקיד זה, יש חשיבות לגודלה וליציבותה.

²⁰ ב-1993 נאסר על תאגידים בנקאים לעסוק בחותמות. לכל הבנקים הגדולים חברות בנות העוסקות בכך. חומרה סיניות מפרידות בין חברות האם והחברות הבנות.

נספח א: עיקרי הרפורמה

באוגוסט 1979 מינה שר האוצר ועדה לבדיקת האפשרות לרפורמה בשוק ההון. הוועדה הגישה את המלצותיה לשר האוצר בנובמבר 1980. ההחלטה שניתנה לוועדה, המונחת בסיסו כל המלצותיה, היא צמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון, שוביל בסופו של דבר ליתור תחרות ויעילות בשוק זה.

הרפורמה שהוצאה על-ידי הוועדה הייתה המשך לצעדים שננקטו עד למועד הגשת הוו"ח, ובכללם צמצום הסובסידיות על-ידי הצמדת הלוואות הפיתוח, הנפקת אג"ח ממשלתי במחירים MISHTENIM, הגברת מעורבות המשקיעים המוסדיים בשוק אגרות חוב ומתן יתרים ל תעשייה להנפיק אגרות חוב זולריות בריבית משתנה.

עיקרי המלצות הוועדה:

- * תמיכת ממשלה בשיעור הריבית למשקיעים תוחלף במענק.
- * ביטול הלוואות פיתוח הנינטות במישרין מת锴יב המדינה (פרט להלוואות בתחוםים דירות, בנייה, אנרגיה, מים ותחבורה).
- * המשך עידוד החסכון על-ידי מתן הקלות במיסוי.
- * צמצום קביעת תשואות על-ידי הממשלה על אגרות חוב מיעוזות, תוך שאיפה לצמצם הנפקות אלה במהלך הזמן.
- * מניעת תשואה ריאלית שלילית לחסכו (משמעות, המשך קיום מגנוני ההצמדה).
- * הנפקת אגרות חוב ממשלתיות סדירות, ומוכרתן באמצעות מיכרים.

בפועל בוצעו כל המלצות הוועדה ואף מעבר לכך. החל מ-1986 פועל בנק ישראל ובמשרד האוצר ציוויתי רפורמה. צעדי הרפורמה התבססו על עבודותיהם של צוותים אלה. להלן תמצית הרפורמות שבוצעו [ר' גם יעקי (1994)]:

- * היום לא מונפקות אגרות חוב יעודיות לקופות הכל, לבנקים (בגין תכניות חיסכון) ולחברות הביטוח.
- * החל מ-1987 קיימים יותר כלליים לפירמות להנפיק אגרות חוב ללא אישור האוצר. יש לציין שהזכות להנפיק אינה מעוגנת בחוק, אלא מותנית עדין ברצוינו הטוב של משרד האוצר. כמו כן, אישרו תקנות מס המבטלות אפליה לרעה של הנפקות של פירמות בהשוואה להנפקות של אגרות חוב ממשלתיות.
- * קופות הכל והבנקים רשאים להשקיע בבורסה ובAGROT HOB KONCENTRINOT כחלק מחוותה

ההשקעה. החל מ-1989 רשויות קופות הגמל להשקיע במק"ם.

* ב- 1980 בוטלה תיקורת הריבית על הלוואות בנקאיות צמודות לדולר.

* שיעורי חובת הנזילות על פקודות שקליים ולא שקליים ירדו בצורה משמעותית. למשל, שיעור הנזילות על פקודות שקליים לטוח קצר שעמדו בסוף שנת 1987 על 38% ומודים היום על 6% (עד שבוע) ו-3% (עד שנה). חובת ההפקדה בגין תכניות חיסכון הופחתה מ-50%-30%, ושיעורי הנזילות על פקודות במטבע חז"ל זטן קצר הופחתו ל-4% [ראה מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית 1993, הפיקוח על הבנקים, יעקובי (1995)].

* ב-1992 הותר לבנקים לתת אשראי ולקבל פקודות צמודים למדוד לכל תקופה שהיא.

* החל משנת 1991 אין עוד אשראי מוכoon לתעשייה. חלקו של האשראי לציבור שאינו חופשי (אשראי מוכoon ופמל"ה) ירד מ-55% בסוף 1987 לכ-10% בסוף 1993.

* ב-1992 הותר לתושבי חז"ל להשקיע באגרות חוב ממשלתיות, בקרןנות נאמנות ובأופציות ולהמיר את תמורהן למטבע חז"ל. כמו כן, הותר לתושבי חז"ל לנחל פקDON שקלני בר המرة בבנקים בישראל ולקבל אשראי בשקלים מבנקים בישראל נגד ביטחונות במטבע חז"ל.

* ב-1992 הותר לתושב ישראל יחיד לרכוש נירות ערך בחו"ל. כמו כן, הותר לתושב ישראל להפקיד בפיקDON מטבח"י מטבח חז"ל כחוק. פיתוח השוקים העולמיים בפני לווים ישראלים הביאה לצמצום ניכר של פעאי הרבית (רבית מקומית ובינ"ל, רבית שקלית ודולארית, רבית למפקדים וללוים); ראה יעקובי (1994), עמ' 7.

* ב-1992 החל בנק ישראל למכור חוזים עתידיים לרכישת מק"ם ולבצע עסקות החלפה (מק"ם תמורה אגרות חוב).

* ב-1993 הותר למשתתפים שאינם בנקים או חברי בורסה להשתתף ישירות במרכזי המק"ם ובמרכזי ההחלפות (מק"ם תמורה אגרות חוב).

* ב-1993 נפתחה בבורסה זירת מסחר לאופציות על מודר המעו"ף. כל זאת רשיי כיום לכתוב אופציות כאה.

* ב-1993 בוטל המחיר המירבי בהנפקות של חברות לתקופת נסיוון של חצי שנה. התקנה החדשה עדין בתוקף.

* בנק אגד הופרד מבנק לאומי. התקבלה החלטה להפריד את בנק מרכנטייל דיסקונט מבנק דיסקונט ואת בנק אוצר החיל מbank הפועלים.

* הוחלט לאפשר לבנקים ייעודיים לפעול בהתאם בנקאים וגילים.

- * חוק הבנקאות, רישוי, 1981 אימץ גישת ביניים בין בנקאות אוניברסלית לבין גישת-Glass-Steagall הגורסת הפרדה מוחלטת בין בנקאות לתאגידים ריאליים. החוק מתיר לתאגיד בנקאי להחזיק באמצעות שליטה בתאגיד ריאלי. סך האחזקות לא עלתה על 25% מהוון התאגיד הריאלי. התאגיד הבנקאי לא ישולט בתאגיד הריאלי. סך האחזקות של תאגיד בנקאי בתאגידים ריאליים לא עלתה על 25% מהוון העצמי של התאגיד הבנקאי. למורות החוק, שני התאגידים הבנקאים הגדולים חרגו מודרישות אלה. ב-1989 הוחלט "לצלם" את המצב הנוכחי ולאפשר להם להחזיק מעבר ל-25% מהוון תאגידים ריאליים שכבר החזיקו. לאחרונה, בוטל היתור זה, וההתאגידים הבנקאים נדרשו להתאים את החזקوتיהם למתכונת החוק המקורי.
- * ב-1993 נחקק תיקון לחוק ניירות הערך האוסר על תאגידים בנקאים לשמש כחותמים. לא נאסר על חברות בנות של תאגידים בנקאים לעסוק בחותמות.
- * כיום נמצא בהכנה חוק קופות גמל, החל גם על קרנות לתגמולים, פיצויים והשתלמות. הקופות תנווהלנה על-ידי חברות מנהלות ורוב חברי הדירקטוריון של החברה המנהלת יהיו מקרוב הציבור. החוק מסודיר את חובה ההשקעה של הקופות ואת זכויות העמייתים. חידוש מעניין הוא הדישה לחיבב את חברות המנהלות לעשות שימוש בזכויות הצבעה הנילוות לנירות הערך המוחזקים בקופות אם לפחות 5% מנויות ערך מסווג מסוימים מוחזקים בקופה, או אם הצעת החלטה של החברה המנפיקה עלגלה להשפיע באופן מहותי על עניינים של העמייתים בקופות והgamel. מוצע לאפשר לקופות להצביע באמצעות שלוח (proxy voting) ולהתקשר בהסכם הצבעה.

נספח ב': התחרותיות במערכת הבנקאות

מערכת הבנקאות בישראל התאפיינה מאז ומתמיד במערכת ריכוזית²¹ של בנקים אוניברסליים, העוסקים במגוון פעולות רחבות (בין השאר, חברות וניהול קופות גמל וקרנות נאמנות) והשולטים בתאגידים ריאליים.

הרפורמה לא שינתה את מבנה מערכת הבנקאות בצורה מוחותית. נעשו מספר שינויים, במטרה להגבר את התחרותיות במערכת, כמוポート להלן:

* הופרדו בנקים קטנים (למשל, איגוד) מבנקים גדולים. הבנקים הקטנים, כולל אלה

²¹ נתח השוק של כל אחד משני הבנקים הגדולים עולה על 30%. מדד הרפינדל נע בשנים האחרונות בין 0.30-0.25

שהופרדו. נוטים להתמכות בפלחי שוק מיוחדים (כגון המגזר הערבי, שירותים יבוא - יצוא וכו'). חלקם ממעיט במקוון בתמונ שירותים סטנדרטיים (למשל, עו"ש). لكن, התחרות מצד בנקים אלה בבנקים הגדולים בתחום השירותים הסטנדרטיים נמוכה למדי. על הבנקים נאסר לעסוק בחתמות ואולם חברות בנות רשויות לעשות כן, בתנאי שיתקיימו חומרות סיניות.

* דובר רבות על האפשרות לנתק קופות גמל וקרנות נאמנות מהבנקים, אך לא בוצע דבר. הוקמו, לעומת זאת "חומרות סיניות" בתוך הבנקים - בין הנהלות הבנקים להנהלות הקופות והקרנות (למשל, מונו לkopoots ולקרנות דירקטוריים מן הציבור). כפי שאמר פרופ' Charles Goodhart, כיום ב-LSL וב吃过 מרנסי ה-Bank of England, "חומרות סיניות נשברות במסעדות סיניות".

* הליברלייזציה בשוק מطبع חזץ, בפרט ההיתר שניתן לתושבי חזץ להמיר רווחים שהושגו בישראל למطبع חזץ ולהעירים לחוז"ל, מקלים לכארה על כניסה לבנקים זרים. מעולם לא היו מגבלות כניסה לבנקים זרים ולא ברור מודיען כניסה איטית וכמעט בלתי מורגשת. ייתכן שאחד המכשולים לכינסה הוא הקשיים בין לבנקים לפירמות בארץ.

* ביטול תיקרת הריבית על הלואות בנקאיות צמודות דולר, ההיתר לבנקים לתת אשראי צמוד לפחות לכל תקופה שהיא, ההיתר לבנקים יהודים לפעול לבנקים רגילים, הקטנת חובות הנזילות, כל אלה הינם עצדים התורמים לשכלול השוק (פרט, אולי, לביטול תיקרת הריבית, המאפשרת לבנקים לנצל את כוחם המונופוליסטי).

* האחיקה בתאגידיים ריאליים הוגבלה ל-25% מהון הבנק ול-25% מהון התאגיד הריאלי ונאסורה השליטה של בנק בתאגיד ריאלי. כמו-כך, קיימת הצעה למעבר למבנה של חברות החזקות בנקאיות. להערכתנו, ההשפעה של עצדים אלה על התחרותיות במערכות אניות.

* הותר לבנקים למכור פוליסות ביטוח סטנדרטיות בסניפים. כמו-כך, התגברה פעילות חברות הביטוח בשוק האשראי. שילוב עסקי בנקאות וביטוח טומן בחובו יתרונות וחסרונות.

* היתרונות: ניצול יתרונות למיגון, שיפור השירות לקוחות (יותר שירותים הן בסניף הבנק והן אצל סוכן הביטוח), פוטנציאל להגברת התחרות בשוק הביטוח ובענף הבנקאות (מספר גדול יותר של "שחקנים" בכל אחד מהשוקים), פיזור השקעות. החסרונות: ניגוד אינטרסים אפשרי (למשל, התנית הטבות לקוחות ברכישת פוליסת ביטוח בסניף הבנק), הגברת התאום בין ענף הבנקאות וענף הביטוח ולכון - הקטנת התחרות.

* הוגדרו נוהלים ברורים המסדרים את המעבר של לקוחות מبنק אחד לשנהו. הנוהלים מונעים מהבנק אותו עוֹזב הלקוח להתעמר בלקות, מקטינים את אי הוודאות הכרוכה במעבר ומגבילים את העמלות שיכל לגבות הבנק שאוֹזב הלקוח. יוזמה זו של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל מהוּה צעד חשוב לקראת יותר תחרות בענף.

* בשנים האחרונות עלה משקל ההכנסות מעמלות בבנקים (מכ- 20% בסוף שנות השמונים לכ- 40% בשנת 93) וירד פער הריבית (מכ- 18% בסוף שנות השמונים לכ- 6% בשנת 93). זהה מגמה עולמית, המשקפת התיקיות ותמחיר נכון יותר של השירותים הבנקאים למיניהם. הפיקוח על הבנקים נתן את ברכתו למגמה זו. קשה לקבוע אם שינוי מבנה המחרירים של סל השירותים הבנקאים משקף יותר תחרותיות בענף.

נספח ג': השפעות מקאו-כלכליות של הרפורמה בשוק ההון: חלוקת סיכון, חיסכון והרכבת ההשקעה במערכות פיננסית בנקאית ובורסאית

תפקיד מרכז של המערכת הפיננסית הוא לאפשר "חלוקת תיצרות" (consumption smoothing), חן בין תקופות (ללוות כשהתצרוכת הרצiosa גבוהה מההכנסה השוטפת ולהלוות כשההיפך נכוֹן) והן בין מצב טبع (לקבל תוספת הכנסה נמוכה ולוותר על חלק ממנו כשהיא גבוהה - חלוקת סיכון). החלוקת תיצרות בין-תקופתית (הלוואה וחסכון) יכולה להתבצע הן במערכות פיננסית בנקאית והן במערכות בורסאית. במערכות בנקאית מפקדים הפרטימ את עדפי ההכנסה הזמינים בידי מתועכים פיננסיים (בנקים או מתועכים אחרים) המלווים לפרטים המעוניינים לצורך מעבר להכנסתם השוטפת. במערכות בורסאיות הפרטימ חוסכים על-ידי רכישת ניירות-ערך. כשהצרכים עולים על ההכנסה השוטפת הפרטימ מוכרים ניירות-ערך (אם יש בידיהם רכוש פיננסי) או מנפיקים התחריביות.

חלוקת תיצרות בין מצב טبع (חלוקת סיכון) יכולה להתבצע במערכות בורסאיות אם השוקים "מלאים" (complete markets), משמע אם קיימים מספק נכסים פיננסיים כך שכל תכנית תצרוכת על-פני מצב הטבע השונים ניתן לביצוע באמצעות תיק של הנכסים הפיננסיים הקיימים. זהה תרומותם ההיסטורית של *Arrow* ו- *Debreu* בשנות החמשים. (1993) Pagano מראה כיצד שוק מנויות נבנה בהדרגה - יזמים שונים סיכון מנפיקים מנויות על-מנת לפזר סיכון ועל-ידי כך עוזרים ליזמים אחרים לפזר את הסיכון שלהם. כפי שהראה (1972) *Malinvaud*, אין הכרח שחלוקת סיכון תתבצע באמצעות הבורסה. אם פועלים במקש מתועכים פיננסיים תחרותיים כאשר תיק ההשקעות של כל אחד מהם מספק מפוזר, אז הרקצתה בשוויו משקל זהה

להקצתה המתבקשת בכלכלה Arrow-Debreu.

אם-כן, כשהתנאים אידיאליים, מערכת פיננסית בורסאית ומערכת בנקאית פועלות תחילה מושלמים בכל הקשור להקצתה תצורך בין-תקופתית ובין מוצבי טבע. מכיוון שהתנאים אינם (לעתם) אידיאליים, וודאי שלא במדינת ישראל, נשאלת השאלה האם שני סוגי המערכות עדין שקולים ואם לא, מהי המערכת הרצויה ומהי מידת המעויבות הממשלתית הרצויה.

כשהשוקים אינם "מלאים" (ולכן הפרטים מתקשים לבנות תיקי השקעה אופטימליים בכוחות עצמם) יש חשיבות גוזלה במיוחד ליציבות המתווכים הפיננסיים. בשחק קטן קיים מתח טבעי בין השαιפה למתווכים פיננסיים גדולים, יכיבים וב的日子里 תיק השקעות מפוזר בין השאיפה למספר רב של מתווכים שהתרחות ביניהם משוכלת [Paroush (1994b), Yosha (1994)]. ראיות שמערכת בנקאית ריכוזית ובעל עוצמה מנצלת את כוחה המונופוליסטי הווצרו בפרק קודם [Weinstein and Yafeh (1995)]. (Allen & Gale (1995) טוענים שדווקא מסיבה זו בנקים עשויים לספק חלוקת סיוכנים בין זוריות גבוהה יותר מבורסה תחרותית בלבד יכולתם להשפיע על שער הריבית. בנוסף, יש לאוצר שגム מערכות בורסאית אינה "תחרותית" במובן הבא: הפרט הבודד והפירמה הקטנה מתקשים לטחרור בבורסה (לא עזרתם של מתווכים פיננסיים) ובוודאי שהם מתקשים לגיטי הון בבורסה (ללוות או להנפיק מנויות). מערכת בורסאית מטיבה, אם-כן, עם פירמות גדולות ובעל מוניטין - אלה שלהם מילא הכוח לעמוד מול מתווכים פיננסיים במערכת בנקאית בעלת ריכוזיות גבוהה).

נראה, אם-כן, לראות חלוקת סיוכנים לא אופטימלית הן במערכת בנקאית והן במערכת בורסאית. קשה לחזות באופן חד-משמעות כיצד יושפע החיסכון מחוסר השיכול בכל אחת מהמערכות. אלה המאמינים במניע הזהירות לחיסכון (precautionary savings) יטענו שם חלוקת סיוכנים לא אופטימלית מותוגמת לשונות גבוהה יותר של ההכנסה העתידית, איזי נצפה לעליה בשערוי החסכון. אולם מעבודתו של Ayigari (1994) נובע כי מדובר בסדרי גודל קטנים למדי. שנית, לא ברור כלל שנייתן לומר שכתוכאה מכוחה המונופוליסטי של מערכת הבנקאות או ממחסומי הכניסה לזרות המסחר בבורסה, גדרה שונות ההכנסה העתידית. יתכן שההשפעה העיקרית היא עליה בשונות התשואות על השקעות או ירידת ממוצעי התשואות (או שנייהם).

ביבליוגרפיה

בן בסט, א. (1990), "הרפורמה בשוק ההון - יעדים ותוצאות", סקור בנק ישראל, 65.

יעקובי, א. (1995), "פתחת השוקים הפיננסיים בישראל 1988-1984", נייר עבודה, בנק ישראל.

Aghion, P., Hart O. and J. Moore (1992), "The Economics of Bankruptcy Reform", Journal of Law, Economics and Organization, 8, 3.

Aiyagari, S. (1994), "Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving", Quarterly Journal of Economics, 109, 3.

Allen, F. (1993), "Stock Markets and Resource Allocation", in C. Mayer and X. Vives, eds., Capital Markets and Financial Intermediation (Cambridge, Cambridge University Press).

Allen F. and D. Gale (1995), "A Welfare Comparison of the German and the US Financial System", European Economic Review, 39, 2.

Altman, E. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", Journal of Finance, 39, 4.

Aoki, M., Patrick, H. and P. Sheard (1994), "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview", in M. Aoki and H. Patrick, eds., The Japanese Main Bank System (Oxford, Oxford University Press).

Ben Bassat, A. (1990), "Capital Market Reform in Israel", Bank of Israel Economic Review, 65.

Bolton, P. and X. Freixas (1994), "Direct Bond Financing, Financial Intermediation and Investment: An Incomplete Contracts Perspective", unpublished mimeograph, ECARE.

Bolton, P. and D. Scharfstein (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", American Economic Review, 80, 1.

Bufman, G. and L. Leiderman (1995), "Financial Reform in Israel: A Case of Gradualism" in R. Dornbusch & Y. Park (eds.), Financial Opening: Policy Lessons for Korea (Korea Institute of Finance).

Cable, J. (1985), "Capital Market Information and Industrial Performance: the Role of West German Banks", Economic Journal, 95, 377.

Corbett J. and T. Jenkinson (1994), "The Financing of Industry 1970-1989: An International Comparison", Centre for Economic Policy Research, Working Paper No. 948.

Cutler, D. and L. Summers (1988), "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Penzoil Litigation" Rand Journal of Economics, 19, 2.

Detragiache, E. (1994), "Public vs. Private Borrowing: A Theory with Implications for Bankruptcy Reform", Journal of Financial Intermediation, 3, 4.

Dewatripont, M. and E. Maskin (1990), "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies", Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No. 1512.

Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", Review of Economic Studies, 51, 3.

- Diamond, D. (1991), "The Choice between Bank Loans and Directly Placed Finance", Journal of Political Economy, 99, 4.
- Edwards, J. and K. Fischer (1994), Banks, Finance and Investment in Germany (Cambridge, Cambridge University Press).
- Flath, D. (1993), "Shareholding in the Keiretsu: Japan's Corporate Groups", Review of Economics and Statistics, 75, 2.
- Frankel, J. (1991), "The Cost of Capital in Japan: A Survey" in P.Krugman, ed., Trade with Japan: Has the Door Opened Wider? (University of Chicago Press, Chicago II.).
- Grossman, S. and O. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation", Bell Journal of Economics, 11, 1.
- Grossman, S. and O. Hart (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration", Journal of Political Economy, 93, 4.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", Journal of Political Economy, 101, 4.
- Hoshi, T. (1993), "Evolution of the Main Bank System in Japan", unpublished mimeograph, University of California, San Diego.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and D. Scharfstein (1990a), "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship", in: G. Hubbard, ed. Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment (University of Chicago Press, Chicago II.).
- _____ (1990b), "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", Journal of Finance, 27, 1.
- _____ (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", Quarterly Journal of Economics, 106, 1.
- _____ (1993), "The Choice Between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Finance in Japan", NBER Working Paper No. 4421.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", Journal of Financial Economics, 11, 1-4.
- Kaplan, S. and B. Minton (1994), "Outside Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and Its Implications for Managers", Journal of Financial Economics, 36, 4.
- Malinvaud, E. (1972), "The Allocation of Individual Risks in Large Markets", Journal of Economic Theory, 4, 2.
- Montalvo, J. and Y. Yafeh (1994), "A Micro-econometric Analysis of Technology Transfer: The Case of Licensing Agreements of Japanese Firms", International Journal of Industrial Organization, 12, 2.
- Morck R. and M. Nakamura (1992), "Banks and Corporate Control in Japan", unpublished mimeograph, University of Alberta.
- Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", Journal of Financial Economics, 13, 2.

Pagano, M. (1993), "The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model", European Economic Review, 37, 5.

Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales (1994), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", unpublished mimeo, University of Chicago.

Paroush, J. (1995), "The Effect of Merger and Acquisition Activity on the Safety and Soundness of a Banking System", Review of Industrial Organization, 10, 1.

Petersen, M. and R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", Journal of Finance, 49, 1.

Prowse, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan", Journal of Financial Economics, 27, 1.

Sheard, P. (1989), "The Main Bank System of Corporate Monitoring and Control in Japan", Journal of Economic Behavior and Organization, 11, 3.

Strawczynski, M. (1995), "Why Do We Not See Annuities (But Do See Bequests)?: A Simple Explanation", unpublished mimeograph, Bank of Israel.

Weinstein D. and Y. Yafeh (1993), "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior", Journal of Industrial Economics, forthcoming.

Weinstein D. and Y. Yafeh (1994) "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No. 1685.

Yafeh, Y. and O. Yosha (1995a), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How", Hebrew University Discussion Paper No. 299.

Yafeh, Y. and O. Yosha (1995b), "On the Strategic Use of Bank-Firm Relationships", in progress.

Yosha, O. (1994a), "Privatizing Multiproduct Banks", Economic Journal, forthcoming.

Yosha, O. (1994b), "Diversification and Competition: Financial Intermediation in a Large Cournot-Walras Economy", Tel Aviv University Working Paper No. 95-4.

Yosha, O. (1995), "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source", Journal of Financial Intermediation, 4, 1.

ЛОח 1: מקורות ההמיון של פרימות תעשייתית בישראל
כחוים קבועים - דצנבר 1994 במלילוני ש"ח

	<u>1994</u>	<u>1993</u>	<u>1992</u>	<u>1991</u>	<u>1990</u>	<u>1988</u>	<u>1986</u>	<u>1985</u>	<u>1980</u>
NA	2630	2458	1066	416	245	64	108	55	(1) ג'יט הוּן מניאוֹת
2683	1552	1291	30	1800	730	-3448	-10911	-1090	(2) אשראי (רומ)
26920	24237	22685	21394	21364	22264	18660	22108	24987	(3) אשראי (מלאי)
0	0	0	0	4764	12257	13813	17969	6301	(4) מיה מוכון
281	1511	1509	664	0	0	0	0	0	(5) ג'יט הוּן מניאוֹת של פרימות יישראליות ברוח*
-5173	-3796	-3938	-1231	2070	86	1692	149	NA	(6) ג'יט חוב באיכות אג"ח קונצראני יישראליות ברוח*
NA	46.2%	46.8%	60.6%	18.8%	25.1%	-1.9%	-1.0%	-5.3%	(1)/(1)+(2)+(5) [7]
NA	27.3%	24.6%	1.7%	81.2%	74.9%	101.9%	101.9%	105.3%	(2)/[(1)+(2)+(5)] [8]
NA	26.5%	28.7%	37.7%	0	0	0	0	0	(5)/[(1)+(2)+(5)] [9]
885.9	898.8	656.5	471.3	413.1	512.4	NA	NA	NA	(10) הלוואות כופת הגלל לארהים
23.4	24.4	25.4	22.9	25.4	22.5	NA	NA	NA	(11) הלוואות קרנות הנססיה לארכאים

* הגוזן ב-(5) שהוא בקשרו לגיוס הוּן מניאוֹת עד זי פירמה תעשייתית ישראיית בח"ל. הגוזן ב-(9) הינו חסם עלין לנטוּן האמצעי.

מקורות:
(1): Bass, A., Are Israeli Stock Prices too High? Bank of Israel Research Department Discussion Paper No. 94.09, 1994.

(2),(3),(4): סטטיסטיקה שנתיות של מערכות הבנקאות בישראל, הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל.
(5): מאגר הנתונים, המכון הישראלי למדעי כלכלה וBUS.

(6): נתוני מחלקה המדינית, בנק ישראל.
(10),(11): נתוני מחלקה המדינית, בנק ישראל.

לוח 2: החיסכון הפרטני וההננוורית של רשותות בשוק ההון

<u>1994</u>	<u>1993</u>	<u>1992</u>	<u>1990</u>	<u>1988</u>	
17.7	20.9	23.4	22.9	19.5	(1) חיסכון פרטני (ב-%) מהרכססה בהפרג'יריה
19.5	18.7	21.0	23.6	26.8	(2) משקל קופות האסמל והפיזיון בתיק התיכססים של האיבר (%)
-9.0	+2.7	+11.3	-2.1	+5	(3) שיעור התשואה המתמוצעת על קבוצת האוכל (מגזרו טרמי ב-%)
199.2	222.2	148.2	63.1	30.7	(4) מוד רגניות הכללי (בסוף שנה)
11.4	5.4	6.0	6.3	1.07	(5) סטטיסטית תקון על פי השנה של מוד המגניות הכללי
0.06	0.02	0.04	0.10	0.03	(5)/(4) :Sharpe (6)

הערות:

- 1) נתונים ור"ח בנק יישראלי, ממלכת המלך.
- 2) נתונים המשלכה המונומטרית, בנק יישראלי.
- 3) "ארץ" 26.2.1995.
- 4) נתונים מחלקות המקרקעין, בנק יישראלי.
- 5) מודי הרבסטה, עיתונים יומיים סטטוטים.

רשימת המאמרים בסדרה

- R. Melnick and Y. Golan - Measurement of Business Fluctuations in Israel. 91.01
- י. ארטשטיין, צ. זוסמן - דינâmika של עליות שכר בישראל: כוחות שוק וחשיבות בינו לבין. 91.02
- M. Sokoler - Seigniorage and Real Rates of Return in a Banking Economy. 91.03
- E.K. Offenbacher - Tax Smoothing and Tests of Ricardian Equivalence: Israel 1961-1988. 91.04
- ג. עופר, ק. פלוג, נ. (קלינר) כסיר, - קליטה בתעסוקה של בעלי בריה"מ בשנת 1990 והלאה: היבטים של שמירה והחלפת משלחי יד. 91.05
- צ. זוסמן, ד. זכאי, - פערים בין בכירים וזוטרים ומשברים במערכת ציבורית: שכר הרופאים בשנים 1974 עד 1990. 91.06
- M. Beenstock, Y. Lavi and S. Ribon - The Supply and Demand for Exports in Israel. 91.07
- R. Ablin - The Current Recession and Steps Required for Sustained Sustained Recovery and Growth. 91.08
- צ. הרקוביץ, ל. (רובין) מרידור - ההשלכות המקרו-כלכליות של עליה המונית לישראל. 91.09
- M. Beenstock - Business Sector Production in the Short and Long Run in Israel: A Cointegrated Analysis. 91.10
- א. ארנון, ד. עמיחי, - הפרטה וגבולה. 91.11
- ק. פלוג, נ. כסיר (קלינר) - עלות העבודה בתעשייה הישראלית. 91.12
- A. Marom - The Black-Market Dollar Premium: The Case of Israel. 91.13
- A. Bar-Ilan and A. Levy - Endogenous and Exogenous Restrictions on Search for Employment. 91.14
- M. Beentstock and S. Ribon - The Market for Labor in Israel. 91.15
- ד. אלקיים, - השפעת המדיניות המוניטרית על פער הריביות במגזר השגלי הלא צמוד 1986 עד 1990. 91.16

מ. דהן , - בחינת ממד הדחף הפיסකלי של ה-IMF עבור המשק הישראלי לשנים 1964 עד 1990.	92.01
O. Bar Efrat - Interest Rate Determination and Liberalization of International Capital Movement: Israel 1973 - 1990.	92.02
Z. Sussman and D. Zakai - Wage Gaps between Senior and Junior Physicians and Crises in Public Health in Israel, 1974-1990.	92.03
צ. ויס, ע. לויין - התפתחות תשלומי העברה בישראל, 1965 עד 1989.	92.04
O. Liviatan - The Impact of Real Shocks on Fiscal Redistribution and Their Long-Term Aftermath.	92.05
A. Bregman, M. Fuss and H. Regev - The Production and Cost Structure of the Israeli Industry: Evidence from Individual Firm Data.	92.06
M. Beenstock, Y. Lavi and A. Offenbacher - A Macroeconometric Model for Israel 1962-1990: A Market Equilibrium Approach to Aggregate Demand and Supply.	92.07
ס. ריבון , - מודל חדשני לשוק הכספי.	92.08
R. Melnick - Financial Services, Cointegration and the Demand for Money in Israel.	92.09
מ. ברון , - העליות לארץ והשפעתן על הפסיכטומטר דמוגרפי של האוכלוסייה וההוו האנושי.	92.10
ד. זינגר , - גורמים הקובעים את ההסתברות של פירמות להיסגר.	92.11
R. Melnick - Forecasting Short-Run Business Fluctuations in Israel.	92.12
K. Flug, N. Kasir and G. Ofer - The Absorption of Soviet Immigrants into the Labor Market from 1990 Onwards: Aspects of Occupational Substitution and Retention.	92.13
א. ארנון , ח. פרשטיין , - הפרטת מונופוליים טבאיים: הריצה אחר הבלתי מוכח.	92.14

- B. Eden - How to Subsidize Education and Achieve Voluntary Integration: 93.01
An Analysis of Voucher Systems.
- א. ברגמן, א. מרום, - גורמי צמיחה בסектор העסקי בישראל (עד 1958 ו-1988). 93.02
- מ. דהן, - צמיחה כלכלית تحت איום ביטחוני. 93.03
- ק. פלוג, נ. (קלינר) כסיר - קליטה בתעסוקה של בעלי חבר המדרינות - הטווח הקצר. 93.04
- מ. דהן, - האם קיימת יրיבות בין שיווין בחלוקת ההכנסות להתקפות כלכליות? 93.05
המקרה של ישראל:
- צ. הרקוביץ, ל. מרידור - ההשלכות המקרו-כלכליות של עלייה המונית לישראל: 93.06
עדכון ובחינה מחודשת.
- A. Arnon, D. Gottlieb - An Economic Analysis of the Palestinian Economy: 93.07
The West Bank and Gaza, 1968-1991.
- צ. הרקוביץ, ל. מרידור, נ. קנטור - הגירה וצמיחה בתנאים של ניידות הון 93.08
בALTHI משוכלה: גל העלייה לישראל בראשית שנות החמשים.
- K. Flug, N. Kasir - The Absorption in the Labor Market of Immigrants 93.09
from the CIS - the Short Run.
- R. Ablin - Exchange Rate Systems, Incomes Policy and Stabilization 94.01
Some Short and Long-Run Considerations.
- B. Eden - The Adjustment of Prices to Monetary Shocks When Trade is 94.02
Uncertain and Sequential.
- מ. ברון, - התחזית הדמוגרפית ולקחה. 94.03
- K. Flug, Z. Hercowitz and A. Levi - A Small-Open-Economy Analysis of 94.04
Migration.
- R. Melnick and E. Yashiv - The Macroeconomic Effects of Financial 94.05
Innovation: The Case of Israel.
- צ. הרקוביץ, מ. סטרבצ'ינסקי, - מדיניות חוב ציבורי בישראל. 94.06
- א. בלט, - חווים כחומי כניתה בשוק דלק לתחנות תילזוק: בחינת החלטת הממשלה 94.07
על הגבלים עסקיים לפיה מערכת ההסדרים הקיימת היא בגדר הסדר כובל.

מ. דהן , - צמיחה כלכלית, פעילות בלתי חוקית ותחלקות הכנסות.	94.08
A. Blass - Are Israeli Stock Prices Too High?	94.09
א. ארנון , ג'. ריינבלט , - פוטנציאל הסחר בין ישראל, הפלסטינים וירדן .	94.10
A. Arnon and J. Weinblatt - The Potential for Trade Between Israel the Palestinians, and Jordan.	
מ. דהן , מ. טרכצ'ינסקי , - תקציב הסקטור הציבורי וצמיחה כלכלית בישראל.	94.11
ק. פלוג, נ. (קלינר) קסир - הצעות לחוק שכר המינימום בסktor העסקי .	94.12
B. Eden - Inflation and Price Dispersion: An Analysis of Micro Data	94.13
א.スピvak, - משבך קרנות הפנסיה בישראל: מסגרת מושגית ובחינת המלצות לפתרון .	94.14
ל. מרידור, ש. פסח - שער החליפין הריאלי בישראל: פרספקטיבית של שלושה עשורם.	94.15
B. Eden - Time Rigidities in The Adjustment of Prices to Monetary Shocks: An Analysis of Micro Data.	94.16
O. Yosha - Privatizing Multi-Product Banks.	94.17
B. Eden - Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Baumol-Tobin Model	95.01
B. Bar-Nathan, M. Beenstock and Y. Haitovsky - An Econometric Model of The Israeli Housing Market.	95.02
מ. דהן - אוכלוסייה אנדרוגנית ותחלקות הכנסות.	95.03
A. Arnon and A. Spivak - A Seigniorage Perspective on the Introduction of a Palestinian Currency.	95.04
י. לביא, - האם השינוי בהכנסה השוטפת חורם להסדר השינוי בתקציב בישראל? בחינה אמפירית של תיאוריות ההכנסה הפרמננטית עם צפויות רציונאליות.	95.05
M. Bruno and R. Melnick - High Inflation Dynamics: Integrating Short-Run Accommodation and Long-Run Steady-States	95.06
ע. יושע, י. יפה - הרפורמה בשוק ההון והשפעתה: ניתוח מזוית "המבנה הענפי"	95.07

11/10/95

קשרי חוץ והסברת

הרפורמה בשוק ההון והשפעתה: "ניתוח מזווית מבנה הענפי"

בשנים האחרונות חלו שינויים רבים במערכות הפיננסית בישראל. חלקם נובעים שירותי מהרפורמה בשוק ההון, שתחלתה במחצית שנות השמונים, וחלקם נთאפשרו בעקבין בזכות הרפורמה. מערכת הבנקאות נמצאת בתהליך של הפרטה, הבורסה לנירות ערך התפתחה מאוד וענף הביטוח ו קופות הגם עוברים תהליך גמילה מאגרות החוב הייעודיות שהנפקה עבורה המשלה עד סוף שנות השמונים.

בעובדה שכטבו הד"ר עובד יושע והד"ר ישעיה יפה, כיוצים למח' המחקר בנק ישראל, מעריכים החוקרים את מידת הצלחתה של הרפורמה במערכות הפיננסית בישראל ואת השפעתה על מבנה שוק ההון.

העובדת מתחאת כיצד ממלאות מערכות פיננסיות מסווגים שונים את תפקידיו המסורתיים של שוק ההון. למשל, במערכות פיננסית שבמרכזו עומדים בנקים חזקים, העוסקים במיגון פעולות ולהם קשרים הדוקים עם פירמות (כולל קשרי בעלות), אפיק המימון העיקרי במשק הינו חזק בנקאי. כך פני הדברים בגרמניה, למשל. לעומת זאת, במערכות פיננסית שבמרכזו הבורסה לנירות ערך, כמו בארה"ב למשל, הבנקים ממלאים תפקיד משני באספקת מימון לפירמות. הרפורמה בשוק ההון בישראל עשויה להתבטא, בין השאר, בהחלשת כוחם של הבנקים: שוק ההון עשוי לעבור בהדרגה ממיבנה "גרמני" למיבנה "אמריקאי".

אין ספק שיש לתהליך יתרונות רבים שהעיקרי שבהם הוא הגברת התחרות. העובדת מתחאת היבטים נוספים של מגמת המעבר מתיווך "בנקאי" לתיווך "בורסאי", למשל ההשלכות על התפתחות קשרים בין בנקים לפירמות. במערכות "בורסאית", כדוגמת ארה"ב, אין כמעט קשרים כאלה ופירימות קטנות סובלות לעיתים מחוסר מקורות מימון, מחותר הדרכה ומהעדר תמיכה של "הבנק המלאוה" בעותות מצוקה (כפי שעושה ה- MAIN BANK ביפן, למשל). תופעה זו עלולה להוביל לפשיטות רגל מיותרות ולהשקיית חסר בפרויקטים חדשים.

* הדעות המובאות בעובדה אין משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל.

המסקנה העיקרית העולה מהתוצאות היא שבמקביל להסרת המעורבות הממשלתית בשוק ההון ולהגברת התחרות בו - שתי מגמות ברוכות כשלעצמם - יש לתות את הדעת להשפעות לוואי. שליליות כגון פגיעה ביציבות הבנקים והירידה בנכונותם לפתח קשרים עם פירמות.

פקס: 02-6528812 טל': 02-6552712, 780, נייד 02-6552713, ירושלים 91007

P.O.B. 780, 91007 JERUSALEM TEL. (972-2)-6552712 FAX. (972-2)-6528812

ר1095א