

פרק IV: התשתית הפיננסית

א. מבנה המגזר הפיננסי בישראל

1. סיכום

• המגזר הפיננסי – הכולל בנקים, חברות ביטוח, קרנות פנסיה וקופות גמל – הוא הנדבך המרכזי במערכת הפיננסית בישראל. המגזר הפיננסי מונה כ-200 מוסדות, אך את עיקר פעילותו מנהלות חמש קבוצות בנקאיות (המורכבות ממוסדות בנקאיים שונים וקופות גמל), חמש קבוצות ביטוח, וקרנות פנסיה שבבעלות ההסתדרות (עד לרפורמה בפנסיה). מאז המגזר הפיננסי הסתכם בסוף 2003 בכ-1.25 טריליוני ש"ח – פי 2.5 מהתמ"ג.

לוח IV-א' 1
המגזר הפיננסי בישראל, 2003

מספר המוסדות	סך המאזן	החלק היחסי מסך נכסי המגזר	יחס הנכסים לתמ"ג
	(מליארדי ש"ח)	(אחוזים)	(אחוזים)
הבנקים	38	772	62
קופות הגמל	85	189	15
קרנות הפנסיה	44	140	11
חברות הביטוח	26	147	12
סך הכול (מחובר)¹	193	1,247	100
			251

(1) המאזן המאוחד, לאחר קיזוז הנכסים וההתחייבויות בתוך המגזר בין סוגי המוסדות השונים, עומד על 1,177 מליארדי ש"ח. **המקור:** נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

• בולטת הדומיננטיות של הבנקים במגזר הפיננסי: משקל הבנקים בסך מאזן המגזר הפיננסי עמד בסוף 2003 על 62%, ויחד עם קופות הגמל, שמרביתן בשליטת הבנקים – על 77%. בשנת 2003 ירד משקל הבנקים במאזן המגזר הפיננסי, לראשונה מאז 1999, בכ-2.5 נקודות אחוז, ובמקביל עלה משקל קופות הגמל, אמנם בשיעור נמוך יותר, בחזרה לרמה של 1999. הדומיננטיות של הבנקים בפעילות המערכת הפיננסית כולה גבוהה אף יותר, משום ששיעורים אלה אינם כוללים את החזקות הבנקים במיגוון חברות פיננסיות בתחומים שירותי ניירות ערך, אשראי ומט"ח, לרבות קרנות נאמנות וחברות לניהול תיקים.

• המגזר הפיננסי ורכיביו מאופיינים בריכוזיות גבוהה: המאזן של חמשת הגופים הפיננסיים הגדולים בכל אחד מסוגי המוסדות הפיננסיים מהווה את רובו המכריע של סך המאזן של הגופים באותו סוג: בסוף 2003 הוא היווה בין 78% ל-98%, ומאז שני הגופים הגדולים היווה בין 48% ל-94%; משקל חמשת הגופים הגדולים – ארבעה מתוכם קבוצות בנקאיות (כולל קופות גמל) – בסך המאזן של המגזר הפיננסי כולו עמד בסוף השנה הנסקרת על 78%; משקל שני הגופים הגדולים – שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות – עמד על 49%.

- ארבעת סוגי המוסדות הפיננסיים המרכיבים את המגזר הפיננסי קשורים ביניהם **בקשרים עסקיים וקשרי בעלות**. עיקר הזיקה העסקית מתבטא בפיקדונות של הגופים המוסדיים בבנקים - בעיקר של קופות הגמל וחברות הביטוח - שמשקל פיקדונותיהם בסך נכסיהם מתקרב ל-20%, וכן בהכנסות של הבנקים מניהול קופות גמל, המהוות כ-9% מסך הכנסותיהם התפעוליות. קשרי הבעלות מתמקדים בשליטה כמעט מוחלטת של הבנקים בקופות הגמל ובהחזקות צולבות מוגבלות של בנקים וחברות ביטוח. קשרים חזקים אלה, בעיקר בין הבנקים לקופות הגמל, מגבירים את הסיכון המערכתי.
- **התיווך הקלאסי** שמבצע המגזר הפיננסי - בין משקי הבית למגזר העסקי - מהווה כמחצית בלבד ממאזנו; **התיווך בין הציבור לממשלה** מהווה עדיין רבע ממאזנו; כמחצית מפעילות המגזר אינה פעילות חופשית, אלא פעילות המוכתבת על ידי משרד האוצר (אג"ח מיועדות).

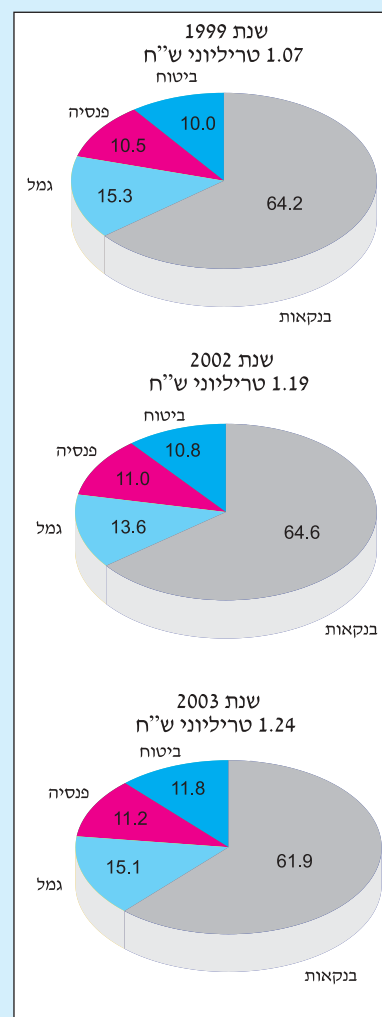
2. הקדמה

המגזר הפיננסי בישראל מונה ארבעה סוגים של מוסדות פיננסיים: בנקים, קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח. (שלושת האחרונים נקראים משקיעים מוסדיים). המגזר הפיננסי מקיף כמעט את כל הפעילות של מערך המוסדות הפיננסיים, שהוא הנדבך המרכזי במערכת הפיננסית. (ראו נספח לדוח זה). מוסדות פיננסיים אחרים, כגון קרנות נאמנות ומנהלי תיקים וחברות אחרות בתחום שירותי ניירות הערך, האשראי והמט"ח, אינם נדונים כאן.

נוסף על תיאור כללי של סוגי המוסדות הפיננסיים, עוסק פרק זה בארבעה נושאים במבנה המגזר הפיננסי, המשפיעים על תפקודה התקין של המערכת הפיננסית: 1. התפלגות המאזן של המגזר הפיננסי בין סוגי המוסדות הפיננסיים והשינויים בה בשנים האחרונות; 2. הריכוזיות בסוגים השונים של המוסדות הפיננסיים בנפרד ובמגזר הפיננסי כולו; 3. קשרי הבעלות והקשרים העסקיים בין סוגי המוסדות הפיננסיים; 4. מבנה המאזן של המגזר הפיננסי, כלומר התפלגות הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי לפי המגזרים שמולם הוא פועל, המלמדת על מאפייני התיווך הפיננסי בישראל. נוסף על נושאים אלה, המתייחסים למבנה המגזר הפיננסי, מנותחים, בתיבה IV-א, המבנה והסיכונים במערך התשלומים והסליקה בישראל.

מבנה המגזר הפיננסי הוא מהגורמים החשובים המשפיעים על היציבות הפיננסית, אף כי הקשרים בין המאפיינים המבניים ליציבות הם מורכבים. (ראו נספח). אחד המאפיינים הבולטים של מבנה המגזר הפיננסי בישראל הוא **הקשרים המסועפים** בתוכו, לרבות פעילויות זהות, משלימות או תחליפיות בקרב ארבעת סוגי המוסדות במגזר, חשיפות דומות לסיכונים ולעזוועים, קשרים עסקיים, קשרי הון, בעלות וניהול. ככל שקשרים אלה הדוקים יותר גובר החשש לניצול לרעה של ניגודי העניינים בין פעילויות פיננסיות שונות, וכן החשש כי

דיאגרמה IV-א' 1
התפלגות המאזן של המגזר הפיננסי,
לפי סוגי מוסדות, 1999, 2002 ו-2003
(אחוזים)



המקור: נתוני בנק ישראל, הממונה על שוק ההון ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בבנק ישראל.

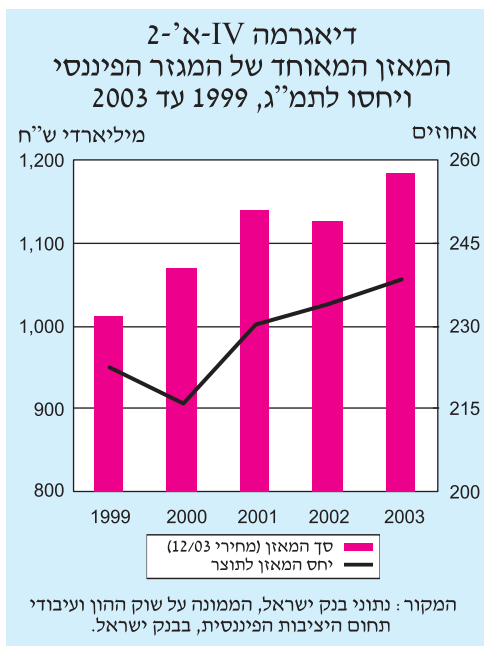
יתממש הסיכון המערכתי, כלומר שמוסדות פיננסיים ייפגעו בו-זמנית, בשל זעזוע חיצוני משותף, או בשל גלישת בעיות במוסד אחד למוסדות אחרים. מאפיין בולט נוסף של המגזר הפיננסי בישראל הוא הריכוזיות הגבוהה בבנקים, שיחד עם הקשרים המסועפים בין הבנקים לרכיבים ולפעילויות אחרות במערכת הפיננסית יוצרת דומיננטיות של הבנקים הגדולים במערכת כולה.

הקשרים בין מאפיינים מבניים אלה של המערכת הפיננסית בישראל, המשפיעים על מידת התחרות והיעילות בתפקודה, לבין היציבות הפיננסית הם מורכבים, וניתוח מעמיק שלהם, כבסיס לזיהוי מקורות לפגיעות ולהמלצות לטיפול בהם, חורג מגבולות הדיון בדוח שנתי זה; כאן נסתפק בתיאור המאפיינים המבניים העיקריים של המגזר הפיננסי וכימותם. נדגיש, כי מטעמים מעשיים, הדיון בפרק זה מכסה רק חלק מהסוגיות המעניינות הנוגעות למבנה המערכת הפיננסית כולה, וגם זאת רק בגישה תיאורית ולא נורמטיבית. כך, למשל, אין דיון בקשרים בין הבנקים לחברות פיננסיות אחרות, כגון קרנות נאמנות, ובקשרים העסקיים בין המוסדות מכל סוג בנפרד, גם לא מיפוי מלא של שליטת יחידים במוסדות פיננסיים שונים.

3. תיאור כללי והתפלגות המאזן

סך המאזן של המגזר הפיננסי כולו עלה בשנת 2003 ב-4%, לאחר ירידה אשתקד ועלייה מהירה יותר (6%) בשנתיים הקודמות, ועמד בסוף השנה על 1.25 מיליארדי ש"ח – פי 2.5 מהתמ"ג (לוח IV-א' 2). משקלו של המגזר הפיננסי בישראל בסך הפעילות במשק עלה בחמש השנים האחרונות, למעט 2000, כפי שמשתקף בעלייה של יחס נכסיו לתמ"ג (דיאגרמה IV-א' 2). התפתחות זו אופיינית למשקים מתפתחים, שבהם, במקביל לצמיחה ולרפורמות בתשתית הפיננסית, גדל נפח הפעילות הפיננסית של המשק ("העמקה פיננסית").

במרכז המגזר הפיננסי בישראל ניצבים הבנקים; בסוף 2003 הסתכמו נכסי הבנקים ב-772 מיליארדי ש"ח, המהווים 62% מסך הנכסים השייכים למגזר הפיננסי או מנוהלים על ידו וכ-156% מהתמ"ג (לוח IV-א' 1). בסוף 2003 פעלו בישראל 38 תאגידים בנקאיים – מהם 21 בנקים מסחריים, 6 בנקים למשכנתאות, 3 בנקים זרים ותאגידים נוספים². משקל הבנקים הזרים, שהחלו לפעול בישראל לפני שנים ספורות באמצעות סניפים, הוא עדיין זניח. הפעילות הבנקאית העיקרית מתנהלת באמצעות חמש



- 1 סך נכסי הבנקים בישראל. לא נכללו כאן נכסי החברות הבנות בחו"ל ופיקדונות בין-בנקאיים.
- 2 בנק אחד לקידום עסקים, 5 מוסדות כספיים ו-2 חברות שירותים משותפות לבנקים, העוסקות בסליקה ובשירותי בנק אוטומטיים.

קבוצות בנקאיות, שמרבית הבנקים המסחריים וכל הבנקים למשכנתאות שייכים להן³. שתיים מהקבוצות הבנקאיות הגדולות – בל"ל ו"דיסקונט" – עדיין מצויות בשליטת הממשלה.

מערכת הבנקאות הישראלית היא אוניברסלית באופיה: הקבוצות הבנקאיות בישראל עוסקות כמעט בכל המוצרים הפיננסיים במשק, אף כי על עיסוקיהן מוטלות מגבלות מסוימות, משיקולי ריכוזיות וניגודי עניינים. כל אחת מהן מציעה ללקוחותיה, ישירות או באמצעות חברות בנות, כמעט את כל השירותים הבנקאיים, כולל שירותים שבחו"ל מסופקים גם, ולעיתים בעיקר, על ידי פירמות לא בנקאיות (ניהול קופות גמל וקרנות נאמנות, ניהול תיקים, ייעוץ, נאמנות, ניהול חשבונות ניירות ערך של לקוחות למשמרת, כרטיסי אשראי, ליסינג, הפצה ומסחר של ניירות ערך בבורסה, חיתום, שירותי מט"ח ועוד). הבנקים הישראליים הגדולים פועלים גם בחו"ל – באופן ישיר ובאמצעות שלוחותיהם (חברות בנות, סניפים וסוכנויות) במרכזים כלכליים באירופה ובארה"ב⁴.

לוח IV-א' 2

המגזר הפיננסי בישראל, 1999 עד 2003

(מיליארדי ש"ח, מחירי דצמבר 2003)

2003	2002	2001	2000	1999	סך כל המאזן
1,247	1,196	1,213	1,139	1,072	שיעור השינוי ביחס לשנה הקודמת (אחוזים)
4.3	-1.4	6.5	6.3		ההתפלגות לפי רכיבי המגזר הפיננסי
					מערכת הבנקאות
772	772	783	735	689	קופות הגמל
189	163	179	171	164	קרנות הפנסיה
140	132	127	119	113	חברות הביטוח
147	129	125	114	107	

(1) המאזן המחובר – חיבור סך המאזנים של המוסדות הפיננסיים במגזר הפיננסי, ללא קיזוז הנכסים וההתחייבויות בתוך המגזר. המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

סוג המוסדות השני בגודלו במגזר הפיננסי הוא קופות הגמל לסוגיהן השונים: קופות גמל לתגמולים ולפיצויים, קרנות השתלמות וקופות למטרה אחרת. נכסי הקופות הסתכמו בסוף 2003 ב-189 מיליארדי ש"ח, המהווים כ-15% מסך הנכסים של המגזר הפיננסי או בניהולו וכ-38% מהתמ"ג. בענף קופות הגמל פעלו בסוף 2003 607 קופות, בניהול כ-85 גופים. קופות הגמל מוחזקות ומנוהלות ברובן על ידי חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות. (ראו להלן). לפיכך אפשר לחבר את משקל נכסי הבנקים במגזר הפיננסי למשקל נכסי קופות הגמל שבבעלותם, ויחד הם הגיעו בשנת 2002 לכ-81% מנכסי המגזר כולו. אם מוסיפים לחישוב את נכסי קרנות הנאמנות, שרובן בניהול הבנקים, משקל הבנקים – יחד עם קופות הגמל וקרנות הנאמנות שבניהולם – הגיע ב-2002 ל-84% מסך נכסי המגזר הפיננסי וקרנות הנאמנות. גם משקל זה אינו מבטא את מלוא הדומיננטיות של הבנקים

3 מספר המוסדות שאינם שייכים לקבוצות ("עצמאיים"), שרובם זעירים, הולך ויורד בשנים האחרונות, בעידוד הפיקוח על הבנקים – מגמה התורמת ליציבות המערכת. מלבד זאת, חלק ממוסדות אלה, שעדיין נכלל ברשימת התאגידים הבנקאיים, אינו פעיל, כדוגמת "בנק החקלאות" ו"בנק למסחר".

4 משקלן של השלוחות בסך נכסי הקבוצות הבנקאיות הסתכם בשנת 2002 ב-18%.

במערך המוסדות הפיננסיים, שכן לא הובאו בחשבון החזקותיהם במוסדות פיננסיים אחרים, כדוגמת חברות חיתום וחברות לניהול תיקי השקעות.

סוג המוסדות השלישי בגודלו הוא **קרנות הפנסיה**. נכסי קרנות הפנסיה הסתכמו בסוף 2003 בכ-140 מיליארדי ש"ח, המהווים 11% אחוזים מסך הנכסים של המגזר הפיננסי או בניהולו וכ-28% אחוזי תמ"ג. המערך הפנסיוני בישראל מורכב מקרנות פנסיה ותיקות (שנסגרו בפני עמיתים חדשים בתחילת 1995), קרנות פנסיה חדשות (שהחלו לפעול מינואר 1995) וקרנות פנסיה כלליות (שאושרו בפעם הראשונה בשנת 2000). רוב נכסי הקרנות החדשות והכלליות מנוהלים על ידי אותם 12 גופים שניהלו את הקרנות הוותיקות.

היקף נכסיהן של **חברות הביטוח** דומה לזה של קרנות הפנסיה - כ-147 מיליארדי ש"ח בסוף 2003. בשנה זו פעלו 26 חברות בתחומים ביטוח חיים וביטוח אלמנטרי, רובן מקומיות ומיעוטן מחו"ל. חציין שייכות לחמש קבוצות הביטוח הגדולות, 2 חברות ביטוח ישיר ו-3 חברות ממשלתיות. תופעה אופיינית בענף היא מיזוגים של חברות; במהלך השנים 1998-2003 התמזגו 13 חברות ביטוח ישראליות והביאו להמשך המגמה של גידול הריכוזיות במגזר.

השינויים בהתפלגות המאזן של המגזר הפיננסי לפי סוגי המוסדות הפיננסיים מאז 1999 (לוח IV-א'-2) הם קטנים (עד 2.5 נקודות אחוז בלבד במצטבר), אך לא מבוטלים בהתחשב בהיקף הנכסים. ב-2003 נרשמה ירידה של כ-2.5 נקודות אחוז במשקל הבנקים, לאחר שלוש שנים ללא שינוי, במקביל לעלייה, אמנם קטנה יותר, במשקלן של קופות הגמל - שינוי כיוון ביחס לשנים הקודמות. משקלם של הבנקים וקופות הגמל יחד בסך המאזן של המגזר הפיננסי פחת בשיעור מתון מאז 1999, במקביל לעלייה מתונה של משקל קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.

4. הריכוזיות⁵

המגזר הפיננסי מאופיין בריכוזיות גבוהה בכל אחד מסוגי המוסדות בנפרד, תוצאת קשרי הבעלות, השליטה והניהול בין מוסדות שונים מאותו סוג, לרבות הבעלות של ההסתדרות על קרנות הפנסיה (לפני הרפורמה ב-2003), וגם במגזר הפיננסי כולו - תוצאת קשרי הבעלות, השליטה והניהול בין הסוגים השונים של המוסדות הפיננסיים, בפרט הבעלות של הבנקים על קופות הגמל (לוח IV-א'-3). חלקם של שני הגופים הגדולים בסך הנכסים של כל אחד מסוגי המוסדות הפיננסיים בנפרד הוא בין 48% ל-94%, ושל חמשת הגופים הגדולים - בין 78% ל-98%, כלומר הרוב המכריע של הנכסים (לוח IV-א'-3). גם בסך המגזר הפיננסי ניכרת הריכוזיות, וכן הדומיננטיות של הבנקים: ארבע הקבוצות הבנקאיות הגדולות הן גם הגופים הפיננסיים הגדולים במגזר הפיננסי כולו, וסך נכסיהם של חמשת הגופים הגדולים הוא כ-78% מסך נכסי המגזר הפיננסי. שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות מחזיקות כ-49% מנכסי המגזר הפיננסי. הריכוזיות הגבוהה והדומיננטיות של הבנקים נשארות בעינן גם כאשר מוסיפים למגזר הפיננסי את קרנות הנאמנות: משקל שתי הקבוצות הבנקאיות בנכסי המגזר הפיננסי, לרבות קרנות הנאמנות, הוא 52%, ומשקל חמשת הגופים הגדולים - 81%.

5 הנתונים בנושא זה הם לסוף 2002. ההבדלים ביניהם לנתוני 2003, שאינם בידינו, כנראה לא גדולים.

לוח IV-א' 3 אינדיקטורים לריכוזיות המגזר הפיננסי לפי קבוצות פיננסיות, 2002

המשקל בסך הנכסים במגזר הפיננסי של:			
הגוף הגדול	שני הגופים הגדולים	חמשת הגופים הגדולים	
31	60	94	הבנקים
27	48	84	חברות הביטוח
38	55	78	קופות הגמל
82	86	95	קרנות הפנסיה:
91	94	98	חדשות ותיקות ¹
65	82	98	כלליות
32	60	91	הבנקים וקופות הגמל
20	40	65²	סך כל המגזר הפיננסי

(1) הלוח מתייחס למצב ששרר ב-2002, ערב הרפורמה בקרנות הפנסיה, ולכן ההתייחסות לכל קרנות הפנסיה שבבעלות ההסתדרות היא כאל גוף פיננסי אחד.

(2) הקרנות הוותיקות שבבעלות ההסתדרות הוכנסו כגוף הרביעי בגודלו, לאחר שלוש הקבוצות הבנקאיות הגדולות (פועלים, לאומי ודיסקונט). הגוף החמישי הוא קבוצת "המזרחי".

המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

הריכוזיות בקרנות הפנסיה היא הגבוהה ביותר. הקרנות ההסתדרותיות, או אלה שהיו בבעלות ההסתדרות עד ל"הלאמתן" במסגרת הרפורמה במאי 2003 (כפי שמתואר בפרק III-ג), חולשות על רובו המכריע של ענף זה: שלוש הקרנות ההסתדרותיות הגדולות – "מבטחים", "מקפת" ו"קג"מ" – שלטו ב-83% מהון הקרנות הישנות וב-75% מהון הקרנות החדשות.

ריכוזיות מערכת הבנקאות הישראלית היא מן הגבוהות בעולם, גבוהה גם מאשר במדינות בעלות מאפיינים דומים: חלקן של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות בסך נכסי הבנקים הוא כ-60%, ושל חמש הקבוצות הגדולות – 94%. חלקן של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות, יחד עם קופות הגמל שבשליטתן, בסך נכסי מערכת הבנקאות וקופות הגמל אף הוא 60%, ושל חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות – 91%.

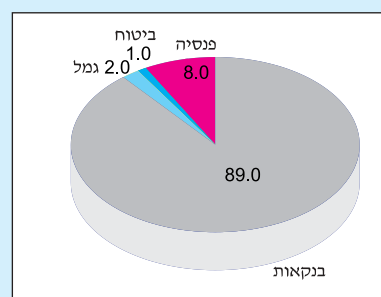
גם ענף הביטוח מאופיין בריכוזיות גבוהה: שתי הקבוצות הגדולות מחזיקות כמחצית מכלל הנכסים, וחמש הקבוצות הגדולות – כ-84%. הריכוזיות בתחום ביטוח החיים גבוהה אף יותר: שתי הקבוצות הגדולות בתחום זה מרכזות כ-56% מהפרמיות ברוטו, וחמש הקבוצות הגדולות – כ-95%.

5. קשרים בין סוגי מוסדות פיננסיים

(א) קשרי בעלות והחזקות

אחת התופעות המאפיינות את המגזר הפיננסי היא "החזקות בין-תחומיות": מוסד פיננסי מסוג אחד מחזיק מוסד פיננסי מסוג אחר, לפעמים בשיתוף עם מוסד פיננסי נוסף. אמנם, בשל מגבלות חוקיות,

דיאגרמה IV-א' 3
התפלגות נכסי קופות הגמל
בניהול ישיר ועקיף, 2002
(אחוזים)



המקור: נתוני בנק ישראל, הממונה על שוק ההון ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בבנק ישראל.

ישנו חסם כמותי לתופעות אלה, אולם הן מתבטאות למרות המגבלות. שתי התופעות הבולטות ביותר בהקשר זה הן השליטה של הבנקים בתחום קופות הגמל והבעלות הצולבת בין הבנקים לחברות הביטוח.

• **החזקה וניהול של קופות גמל על ידי הבנקים:** חלק הארי של קופות הגמל מנוהל על ידי הבנקים, במישורין או בעקיפין. נכסי הקופות שבבעלות הבנקים היוו בשנת 2002 כ-75% מסך נכסי הקופות, וכ-14% נוספים מנכסי הקופות נוהלו על ידי הבנקים אף שלא היו בבעלותם. בסך הכול ניהלו הבנקים כ-89% מנכסי הציבור בקופות הגמל, ומהם 56% נוהלו בידי שלושת הבנקים הגדולים (דיאגרמה IV-א'3).

• **החזקות צולבות בבנקאות ובביטוח:** ההשקעות של הבנקים בתחום הביטוח הסתכמו ב-2002 ב-1.34 מיליארדי ש"ח, המהווים כ-0.2% מסך נכסיהם של הבנקים, וכ-3.3% מההון. חוק הבנקאות (רישוי) אוסר על הבנקים לשלוט בתאגיד ריאלי ומונע מהם להחזיק יותר מ-20% בחברות ביטוח. החזקותיהם העיקריות בחברות ביטוח הן: "בנק לאומי" - ב"מגדל" (20%) וב"ביטוח ישיר" (20%); "בנק הפועלים" - ב"כלל ביטוח" (18.7%); "בנק דיסקונט" - ב"הראל" (20%). קיימים גם קשרי בעלות הפוכים: "מגדל" מחזיקה ב-4.84% מכל"ל⁶. המגבלות החוקיות, המוטלות על הבנקים לגבי החזקות בחברות ביטוח, וגודלם, העולה משמעותית על גודל חברות הביטוח, מונעים קשרי בעלות משמעותיים יותר בין שני המגזרים הפיננסיים האלה. בהקשר זה יש לציין את תופעת המנוף הכפול, שהיא מהותית במגזר הפיננסי, המאופיין בשיעורי מנוף גבוהים יחסית; ההון, המשמש מנוף להרחבת נכסי הסיכון של החברה המוחזקת, משמש גם בסיס להרחבת נכסי הסיכון של החברה המחזיקה. באופן זה הלימות ההון של המגזר הפיננסי כולו נמוכה, למעשה, מהלימות ההון הנמדדת בבנקים ובחברות הביטוח בנפרד.

(ב) זיקה עסקית - המאזן וחשבון הרווח וההפסד

בין הבנקים למשקיעים המוסדיים קיימת זיקה עסקית. זיקה זו מתבטאת במאזן בעיקר דרך פיקדונות בבנקים, ובחשבון הרווח וההפסד - בעיקר דרך ההכנסות מניהול

לוח IV-א'4

פיקדונות של המשקיעים המוסדיים בבנקים, סוף 2003

חלקם היחסי של הפיקדונות			הפיקדונות בבנקים	
סך כל הפיקדונות של תושבי ישראל ¹	מסך נכסי המגזר	(אחוזים)		
			(מיליארדי ש"ח)	
6.5	17.9		33.9	קופות הגמל
0.7	2.4		3.4	קרנות הפנסיה
5.1	18.0		26.5	חברות הביטוח
12.2	13.4		63.8	סך הכול

(1) המגזר הפרטי הפיננסי והלא פיננסי, למעט הבנקים.

המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

6 בחודש מארס 2004 מכרה "מגדל" 4.2% ממניותיה בבל"ל.

7 החזקות אלה נמוכות מ-10%, ולכן אינן מחויבות בקבלת היתר שליטה מהנגיד.

קופות גמל. קופות הגמל וחברות הביטוח מפקידות בבנקים חלק משמעותי מנכסיהן (כ-18% בשנת 2003), שהוא גם חלק לא קטן מפיקדונות הציבור בבנקים (6.5% ו-5.1%, בהתאמה; לוח 4-א' IV). יתר הרכיבים המאזניים הם פחות משמעותיים. ערוץ חשוב נוסף הוא ההכנסות מדמי ניהול קופות גמל, המהוות כ-8%-9% מההכנסות התפעוליות והאחרות של הבנקים.

6. מבנה המאזן

סך המאזן של המגזר הפיננסי המאוחד (בניכוי נכסים בתוך המגזר הפיננסי) הסתכם בסוף 2003 ב-1.18 טריליוני ש"ח, פי 2.4 מהתוצר. ניתוח התפלגות הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי לפי המגזרים שמולם הוא פועל ולפי סוגי המכשירים הפיננסיים מלמד על **מאפייני התיווך הפיננסי בישראל** ומעלה מספר ממצאים מעניינים (לוחות נספח 1-א' IV ו-2-א' IV ודיאגרמה 4-א' IV):

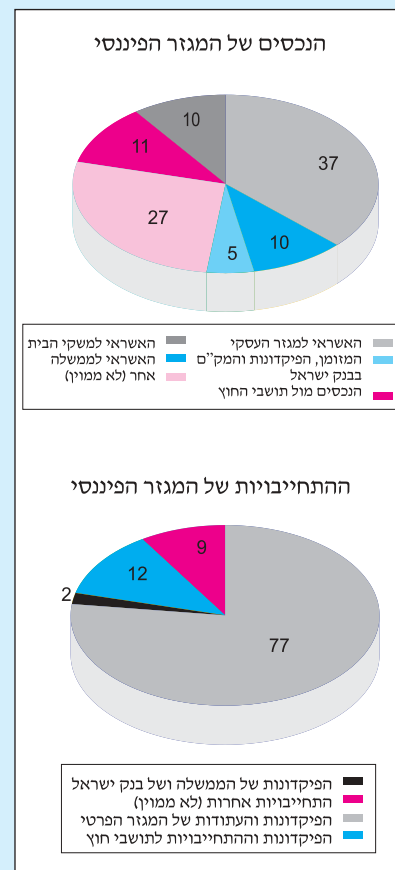
- **האשראי לממשלת ישראל** – בעיקר אג"ח – כמחציתו לא סחיר, דומיננטי בנכסי המגזר הפיננסי, ומהווה כרבע מנכסי המגזר כולו, כמחצית מנכסי חברות הביטוח וקופות הגמל וכמעט כל נכסי קרנות הפנסיה. שיעור ניכר זה מבטא את ההיקף הגדול של המקורות הפיננסיים במשק שהממשלה שואבת לצרכיה – חלק משמעותי ממנו שלא באמצעות השוק, דבר הפוגע בתפקודו. אמנם הממשלה נחשבת ללווה הפחות מסוכן במשק, ולכן השיעור הגבוה של אשראי לממשלה משקף גם סיכון אשראי נמוך במגזר הפיננסי – אולם הוא משקף גם את התלות הגבוהה של המגזר הפיננסי, ובמיוחד של חלק מרכיביו, בממשלה כלווה בודד.

- כנגד זאת, משקל **הנכסים בחו"ל** בנכסי המגזר הפיננסי נמוך מאוד – כ-11% בלבד במגזר כולו ואפסי בקופות הגמל וקרנות הפנסיה, עקב מגבלות ואפליה במיסוי (האמורה להתבטל בתחילת 2005). שיעורים אלה מבטאים פיזור לא מספק של נכסי המגזר הפיננסי, נמוך מהמקובל בחו"ל, ותלות גדולה מדי של מגזר זה במשק הישראלי ובשוקי ניירות הערך בישראל (תלות הצפויה לקטון בשנים הקרובות).

- המגזר הפיננסי כמעט לא משתמש במקורות שהוא מגייס בחו"ל לצרכים מקומיים – כפי שעולה מהפער הקטן בין התחייבויותיו לחו"ל (137 מיליארדי ש"ח) לנכסיו בחו"ל (136 מיליארדים). למעשה פער זה קיים בעיקר בבנקים ומתקזז בחלקו על ידי פער הפוך של עודף נכסי חברות הביטוח בחו"ל.

- **הנכסים בבנק ישראל** (שקלים במזומן, פיקדונות ומק"ם) מהווים כ-5% מנכסי המגזר הפיננסי כולו וכ-7% מנכסי הבנקים. נכסים אלה עונים בחלקם על הצורך של מוסדות פיננסיים, ובראשם הבנקים, בנזילות שקלית לשם הניהול התקין של עסקיהם. נכסים נזילים במט"ח, הכוללים מט"ח במזומן, פיקדונות בבנקים זרים ואג"ח זרות, מהווים כ-4% מהנכסים של המגזר. נוסף על כך המגזר הפיננסי מחזיק אג"ח סחירות של ממשלת

דיאגרמה 4-א' IV
התפלגות הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי, לפי המגזר הנגדי, סוף 2003
(על בסיס מאוחד, יתרה של 1.18 טריליוני ש"ח) (אחוזים)



המקור: נתוני בנק ישראל, הממונה על שוק ההון ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בבנק ישראל.

ישראל – שמידת נזילותן מוטלת בספק, עקב הסחירות הנמוכה בשוק – ואלה מהוות כ-13% מנכסיו. סך הנכסים הסחירים בארץ ובחו"ל מהווים כ-17% מנכסי המגזר.

- בעוד שההתחייבויות של המגזר הפיננסי למגזר הפרטי מהוות כשלושה רבעים מהתחייבויותיו (כ-0.9 טריליון ש"ח), הנכסים במגזר הפרטי מהווים כמחצית בלבד מנכסיו (כ-0.6 טריליון). כשבוחנים את החלוקה בתוך המגזר הפרטי בין העסקים למשקי הבית, מתקבלת התמונה הצפויה: בעוד שבצד ההתחייבויות של המגזר הפיננסי משקי הבית הם הדומיננטיים ומחזיקים, לפי אומדננו, כ-87% מהפיקדונות, החסכונות והזכויות הצבורות של המגזר הפרטי, הרי בצד הנכסים, העסקים הם הדומיננטיים ונוטלים כ-80% מהאשראי למגזר הפרטי.

בסיכום, המגזר הפיננסי מגייס מהציבור בישראל מקורות, המהווים כשלושה רבעים מסך מאזנו (0.9 טריליון ש"ח). עם זאת, התיווך בין החיסכון של משקי הבית למימון השקעות הפירמות במשק מהווה כמחצית בלבד ממאזנו, ואילו התיווך בין החיסכון של משקי הבית למימון גירעונה של הממשלה מהווה כרבע ממאזנו. יש לציין, שכמחצית מההחזקות של המגזר הפיננסי הן באג"ח המיועדות, שקרנות הפנסיה וחלק מחברות הביטוח (המבטיחות תשואה) מחויבות להחזיק, כפי שמכתיבות ההוראות והתקנות של משרד האוצר. אמנם, בעקבות הרפורמה בפנסיה, רוב האג"ח המיועדות יוחלפו בהדרגה באג"ח ממשלתיות סחירות, אולם גם בסוף התהליך יהיו הקרנות מחויבות להחזיק שיעור גבוה מנכסיהן באג"ח ממשלתיות, סחירות ולא-סחירות.

יש לציין, שהיקף צורכי המימון של הממשלה נגזר מהגירעונות בתקציבה ומרמת החוב שלה, שהיא עדיין גבוהה, אך עדיף – לפחות מבחינת שכלול שוק האג"ח והגברת משמעת השוק כלפי הרשויות – שלאורך זמן מקורות אלה יגויסו לא באמצעות הגבלות המוטלות על המגזר הפיננסי, אלא בשוק החופשי, כלומר באמצעות השקעה חופשית של המגזר הפיננסי ושל הציבור הרחב ותושבי חוץ באג"ח סחירות. זאת אף על פי שהשקעה באג"ח סחירות יוצרת תנודות בערכם של הנכסים במאזני המוסדות הפיננסיים ובזכויות העמיתים. זהו ההיגיון הפנימי של הרפורמות הרבות במערכת הפיננסית שבוצעו בעשור האחרון, אך התהליך טרם הושלם. (ראו גם דיון באשראי לממשלה בסעיף הבא.)

תיבה IV-א': מערך התשלומים והסליקה בישראל

מבנה וסיכונים*

מערכות תשלומים וסליקה הן חלק מהותי מהמערכת הפיננסית. פעילותן היעילה תורמת ליעילות הפעילות הכלכלית במשקים, אולם בגלל רגישותן של המערכות הן חושפות את המשתמשים בהן לסיכונים מערכתיים (systemic risks), שיכולים לגלוש בתוך מדינות ובין מדינות, כפי שמפורט להלן. הסיכונים המערכתיים הם הסיבה לעניין הרב שיש לבנקים מרכזיים בעולם בתכנון, הקמה ותפעול של מערכות תשלומים, ולאחרונה גם במעקב ופיקוח אחר יציבותן, כחלק חשוב מהטיפול ביציבות הפיננסית.

* מבוסס על פרק בסקירה של חשב בנק ישראל בדוח הבנק לשנת 2003, "מערכות התשלומים והסליקה בישראל".

מעריך התשלומים והסליקה בישראל כולל את מסלוקת הבנקים, מרכז סליקה בין-בנקאי (מס"ב), הבורסה לניירות ערך, חברות כרטיסי אשראי ומערכות בבנק ישראל, כגון מערכת המסחר בנזילות ומערכת למסחר בש"ח כנגד דולר, ומערכת הנהלת החשבונות המרכזית, נוסף על היותה מערכת לניהול החשבונות, משמשת כיום "סולק סופי" של כל מערכות התשלומים במשק. הסליקה בהנהלת החשבונות המרכזית נעשית על בסיס נטו, בסוף יום העסקים, והתוצאות נרשמות בדרך כלל בפיגור של יום עסקים אחד.

מערכות תשלומים יכולות לחשוף את המשתתפים בהן לסיכונים שונים, בעיקר: **סיכון אשראי** - הסיכון כי ייגרם הפסד משום שצד בעיסקה לא יוכל לעמוד בהתחייבויותיו הכספיות הנובעות מהעיסקה בכל מועד שהוא; **סיכון נזילות** - סיכון כי ייגרם הפסד משום שצד בעיסקה לא יוכל לעמוד במלוא ההתחייבויות הנובעות מהעיסקה במועד שנקבע, בגלל העדר מקורות נזילים (אף שייתכן כי הוא יוכל לעמוד בהתחייבויותיו בעתיד); **סיכון משפטי** - הסיכון כי ייגרם הפסד כתוצאה מפרשנות בלתי צפויה של החוק או התקנה, אשר תביא לאי מימוש העיסקה; **סיכון תפעולי** - הסיכון כי ייגרם הפסד כתוצאה מטעות אנוש, רמאות, זיוף או כשל טכני (סיכון הגדל בעטיין של שיטות מיושנות או פגומות לעיבוד נתונים ואי קיום תהליכי בקרה נאותים); **סיכון סליקה** - הסיכון כי ייגרם הפסד משום שהמשתתפים בסליקה לא יוכלו לסלוק את הפעולות על פי התכנון.

נוסף על אלה קיים, כאמור, **סיכון מערכתי** - הסיכון כי ייגרם הפסד משום שבגלל כשל של אחד הצדדים בעיסקה משתתפים אחרים בסליקה לא יעמדו בהתחייבויותיהם, וכך, בתגובת שרשרת, תקרוס מערכת התשלומים כולה, ותתערער היציבות במערכת הפיננסית.

הסיכון המערכתי הוא הסיכון החשוב ביותר מבחינת הבנק המרכזי. הוא יכול להיווצר כתוצאה מהתממשותו של סיכון האשראי, הנזילות או הסיכון התפעולי: כשל של משתתף אחד עלול לגרור אחריו כשל של משתתפים נוספים, ובמקרה הגרוע יותר - כשל במערכת תשלומים אחת יגרור כשל במערכת תשלומים אחרת. סיכון מערכתי יכול להתממש גם במקרה של כשל תפעולי במערכת, והוא מאיים במיוחד כשמדובר במערכת תשלומים קריטית, הסולקת תנועות בערכים גבוהים. הסיכון המערכתי הוא אחד המניעים למעורבותו של הבנק המרכזי בתפעול מערכות קריטיות ובפיקוח עליהן.

הרפורמה במערכות התשלומים והסליקה החלה רשמית במאי 2003, בהקמתן של שלוש ועדות לניהול הרפורמה - ועדת תשלומים וסליקה, ועדת היגוי עליונה וועדת החשב - ונוספו עליהן צוותי מומחים**. במערכות התשלומים ואמצעי התשלום בישראל יתחוללו שינויים מרחיקי לכת במהלך השנים הקרובות. בנק ישראל מוביל את תהליך השינוי, אך לבנקים המסחריים ולמסלקות תפקיד חשוב ופעיל במהלכים אלו.

** צוותי המומחים הוקמו בתחומים הבאים: RTGS, IT, המשפטי, הנזילות, הסיכונים, המידע, הנהלת החשבונות המרכזית, המסלקות, הבורסה, הממשלה.

הרפורמה מתבטאת בהתאמת המערכות לכללים הבין-לאומיים המקובלים ובהקמת מערכת תשלומים וסליקה חדשה, שבה ייסלקו תשלומים גדולים בזמן אמת - (RTGS - Real Time Gross Settlement). כל מערכות התשלומים במטבע מקומי יעברו שינויים ויקושרו ישירות למערכת התשלומים החדשה (RTGS) שתוקם, וחלק גדול מהמערכות יתמשקו, בזמנים קבועים, במהלך היום, ובמקרים מסוימים אף מייד עם ביצוע הפעולה. בעקבות הרפורמה יוכנסו שינויים במערכות נוספות בבנק ישראל - מערכת הנהלת החשבונות, מערכת המסחר בנזילות, מערכת המכרזים המוניטריים, מערכת שוק ההון, מערכת המטבע ועוד. מערכת RTGS סולקת תשלומים בין בנקים מייד וסופית. הגורמים שיורשו להשתתף ישירות במערכת יהיו (בשלב הראשון): הבנקים המסחריים, המסלקות, בנק ישראל, בנק הדואר והממשלה. גורמים שלא ישתתפו ישירות במערכת יוכלו להשתמש בשירותים שייתנו להם הבנקים המסחריים האחרים ובנק ישראל. מערכת מסוג RTGS תביא להקטנת הסיכונים שלהם חשופים הן המשתתפים בסליקה (הבנקים, המסלקות ובנק ישראל) והן מפעיל המערכת. רוב סיכוני הסליקה, שבמצב הנוכחי מוטלים על בנק ישראל, כסולק הסופי של כל הסליקות במשק, יעברו אל השוק. תנאי לצמצום הסיכון המערכתי הכרוך במעבר למערכת RTGS הוא התאמת הסביבה המשפטית שתגבה את מטרות המערכת. צמצום סיכוני הסליקה בכלל והסיכון המערכתי בפרט יתרום לשיפור היציבות הפיננסית במשק. הניסיון ההיסטורי מראה ששבריריות של מערכת התשלומים יכולה להעצים משברים פיננסיים אחרים. בשנת 1974 פשט רגל מוסד פיננסי גרמני קטן יחסית (Bankhouse I.D Herstatt), ואי-הוודאות שנוצרה לגבי ביצוע התשלומים דרך רשתות סליקה פרטיות בין-לאומיות, גרמה, זמנית, להפרעה משמעותית במערכת התשלומים של ארה"ב (הפרעה שפגעה בהמשכיות של הפעילות הכלכלית). בישראל, בשנת 2002, בעת נפילת הבנק למסחר והקשיים ב"בנק לפיתוח התעשייה", נקט בנק ישראל צעדים כדי למנוע פגיעה ממשית בשוק הבין-בנקאי. דוגמאות אלה ממחישות את ההשפעות המערכתיות שיכולות להיווצר דרך מערך התשלומים במדינה ומחוץ לה.

נספח IV-א': מאזן המגזר הפיננסי - הגדרות ונתונים

נכסי המגזר הפיננסי מפורטים בלוח נספח IV-א' 1, והתחייבויותיו - בלוח נספח IV-א' 2. שני לוחות אלה יחד מהווים את המאזן המלא של המגזר הפיננסי: חיבור של נתוני הנכסים ונתוני ההתחייבויות של מערכת הבנקאות (בנקים מסחריים ולמשכנתאות), קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח⁸, תוך קיזוז הפעילות ביניהם. המאזן כולל בעיקר מכשירים פיננסיים: (א) מכשירי הון - מניות, הון עצמי והון משני; (ב) מכשירי חוב - פיקדונות, חסכונות, עתודות, זכויות צבורות ואשראי (הלוואות, משכנתאות, אג"ח

8 קרנות הנאמנות לא נכללו במגזר הפיננסי, אלא כציבור, משום שהן דומות לחברות ניהול תיקים, המשקיעות בניירות ערך לפי הנחיות המשקיע, יותר מאשר למתווך פיננסי, המחליט בעצמו על הרכב נכסיו.

לוח נ' IV-א'-1

אומדן התפלגות הנכסים של המגזר הפיננסי לפי סוגי המוסדות הפיננסיים, המגזרים שמולם הם פועלים, והמכשירים הפיננסיים, 2003
(מיליארדי ש"ח, מחירי סוף 2003)

מערכת הבנקאות	קופות הגמל	קרנות הפנסיה	חברות הביטוח	סך הכול	
1	34	3	27	-	במגזר הפיננסי
1	0	0	0	-	אשראי למגזר הפיננסי
-	34	3	27	-	פיקדונות בבנקים
500	35	5	18	559	במגזר הפרטי
390	1	0	0	392	המגזר העסקי
4	33	4	13	54	הלוואות
0	23	3	8	33	איגרות חוב
394	34	5	14	446	מזה: לא-סחירות
106	1	1	5	113	סך כל המגזר העסקי
99	86	127	62	374	משקי הבית
3	0	0	0	3	במגזר הציבורי
44	-	-	-	44	בנק ישראל
7	1	0	1	9	מזומן
54	1	0	1	56	פיקדונות
4	5	1	0	10	מק"ם
42	80	126	61	308	סך כל בנק ישראל
0	0	121	30	151	הלוואות (כולל פיקדונות בחשב הכללי)
45	85	127	61	318	איגרות חוב
116	4	0	15	136	מזה: לא-סחירות
43	1	0	1	45	סך כל הממשלה
41	0	0	0	41	מול תושבי חוץ
15	0	0	2	17	פיקדונות-מזומן
16	1	0	1	18	הלוואות
1	2	0	12	15	איגרות חוב
55	30	4	26	115	השקעות בחברות זרות
20	0	0	10	30	נכסים אחרים
13	0	2	4	18	לא ממוין
23	29	2	12	67	נכסים פיננסיים אחרים
772	189	140	147	1,183	רכוש + נכסים לא פיננסיים
90	35	3	27	92	השקעות בחברות ישראליות
541	7	2	5	555	סך הכול¹
68	114	130	76	388	מכשירי החוב
0	23	124	38	184	הלוואות
698	156	135	109	1,035	אג"ח ומק"ם
39	30	2	13	85	מזה: לא-סחיר
33	2	2	25	63	סך כל מכשירי החוב
					סך כל ההשקעות בחברות
					סך כל הנכסים האחרים

1 הטור האחרון הינו על בסיס מאוחד, כלומר בניכוי נכסים בתוך המגזר הפיננסי, ואילו הטורים האחרים הם על בסיס נפרד, ולכן כוללים נכסים מול מוסדות אחרים במגזר הפיננסי.

המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

סחירות ולא-סחירות). הנכסים כוללים גם החזקות ברכוש קבוע (נדל"ן). נתוני הנכסים וההתחייבויות של המגזר הפיננסי ממוינים, במידת האפשר, לפי המגזרים שמולם הוא פועל - המגזר העסקי (חברות), משקי הבית (יחידים), הממשלה, בנק ישראל ותושבי חוץ.

לוח נ' IV-א'-2

אומדן התפלגות ההתחייבויות של המגזר הפיננסי לפי סוגי המוסדות הפיננסיים,

המגזרים שמולם הם פועלים, והמכשירים הפיננסיים, 2003

(מיליארדי ש"ח, מחירי סוף 2003)

מספר	מספר חברים הביטוח	קרנות הפנסיה	קופות הגמל	מערכת הבנקאות	
-	1	0	0	64	למגזר הפיננסי
-	-	-	-	64	פיקדונות המגזר הפיננסי
-	1	0	0	-	הלוואות מבנקים
919	134	140	189	457	למגזר הפרטי
886	101	140	189	457	המגזר העסקי + פיקדונות, חסכונות ועתודות
33	33	0	0	0	משקי הבית תביעות וזכאים
19	-	-	-	19	למגזר הציבורי
3	-	-	-	3	בנק ישראל פיקדונות
16	-	-	-	16	הממשלה פיקדונות
137	1	0	0	135	לתושבי חוץ
122	-	-	-	122	פיקדונות תושבי חוץ
12	-	-	-	12	פיקדונות מבנקים זרים
3	1	0	0	2	התחייבויות אחרות
108	11	0	0	97	לא ממוין
23	1	0	0	21	התחייבויות כספיות אחרות
1	0	0	0	1	התחייבויות לא כספיות
21	1	0	0	20	הון משני (התחייבויות הוניות)
63	9	0	0	55	הון ראשוני
1,183	147	140	189	772	סך הכול¹
1,038	135	140	189	673	סך כל הפיקדונות, העתודות והתביעות
60	3	0	0	24	סך כל ההתחייבויות האחרות
84	10	0	0	75	סך כל ההון הראשוני והמשני

1 הטור האחרון הינו על בסיס מאוחד, כלומר בניכוי התחייבויות בתוך המגזר הפיננסי, ואילו הטורים האחרים הם על בסיס נפרד, ולכן כלולים התחייבויות מול מוסדות אחרים במגזר הפיננסי.

המקור: נתוני בנק ישראל, אגף שוק ההון במשרד האוצר, ועיבודי תחום היציבות הפיננסית, בנק ישראל.

ב. שינויים בתשתית הפיננסית

התשתית הפיננסית כוללת חקיקה והסדרה במיגוון רחב של נושאים, הנוגעים לפעילות של המערכת הפיננסית כולה או של אחד מרכיביה. התשתית הפיננסית ושינויים בה משפיעים על עמידותה של המערכת הפיננסית בפני זעזועים ועל תפקודה התקין. לפיכך קידום רפורמות ושיפורים בתשתית המערכת הפיננסית הוא רכיב מרכזי בפעילות הרשויות לשמירת היציבות הפיננסית.

בשנת 2003 יצאו לדרך מספר **רפורמות ושיפורים** בתשתית הפיננסית, ובראשם: הרפורמה בענף הפנסיה, שאיזנה את הגירעונות האקטואריים של הקרנות הוותיקות, ובכך בלמה את התהליך המשברי בהן; הרפורמה במס, שפעלה להשוואת שיעורי המס על רווחים מעסקאות פיננסיות שונות ומניעת אפליה במיסוי בין נכסים פיננסיים שונים, ובכך יצרה מבנה תמריצים מאוזן יותר עבור השחקנים במערכת הפיננסית - דבר המגביר את יעילותה ויציבותה; תחילתה של רפורמה במערך התשלומים והסליקה, כולל החלטה להקים מערכת RTGS וחיוזוק המסלקות לניירות ערך, שיגרמו להפחתה בסיכוני האשראי ובסיכון המערכת. מעבר לכך הוכנס שיפור חשוב בתחום החשבונאות - אימוץ תקן 15, הנוגע לרישום נכסים בערך השוק; הדבר יגדיל את האמינות של הדוחות הכספיים, ובכך יפחת הסיכוי לקריסות פתאומיות של חברות ציבוריות. תובנות אלה עמדו בבסיס התכנית להערכת המגזר הפיננסי (ה-FSAP), שמוציאים לפועל קרן המטבע הבין-לאומית והבנק העולמי - תכנית שמטרתה שיפור התשתית הפיננסית במדינות שונות. במסגרת תכנית זו נכתב דוח גם עבור ישראל. (הרחבה בנושאים אלה ראו בתיבה IV-ב').

להלן סקירה של השינויים העיקריים שבוצעו בשנת 2003. בנספח מוצגת רשימה של שינויים שהוכנסו בהוראות של רשויות פיקוח שונות במהלך 2003.

1. רפורמות ושיפורים הנוגעים למערכת הפיננסית כולה

(א) רפורמה במיסוי שוק ההון

בתחילת 2003 החל היישום של הרפורמה במס הכנסה, בהתאם להחלטות "ועדת רבינוביץ". מטרת הרפורמה היא לתקן עיוותים רבים שהיו במיסוי, ובראשם מיסוי גבוה על עבודה לעומת מיסוי זעום על הון ואפילויות במיסוי על נכסים פיננסיים שונים. לתיקון אפילויות אלה השפעה רבה על הפעילות הפיננסית, והוא תורם לחיזוק היציבות הפיננסית.

עיקר הרפורמה הוא הטלת מס על הרווחים משוק ההון. המס על הכנסות מנכסים לא צמודים נקבע בשיעור של 10%, על הכנסות מנכסים צמודים למט"ח/למדד ורווחי הון מהשקעה במניות בארץ 15%, ועל רווחים והכנסות מניירות ערך זרים הורד שיעור המס מ-35% ל-15%. (בהמשך הוחלט להקדים שינוי זה לשנת 2005).

אף שהרפורמה לא יצרה שיעור מס אחיד לכל הנכסים הפיננסיים, היא צמצמה מאוד את האפילויות בין נכסים שונים, ובמיוחד את האפליה לטובה של חסכוניות בבנקים לעומת איגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד, את האפליה לטובה של רווחי הון מניירות ערך ישראליים לעומת רווחים מניירות ערך זרים, ואת האפליה לטובה של רווחים

מאג"ח ממשלתיות לא צמודות ("שחר", "גילון" ומק"ם) לעומת רווחים מאג"ח קונצרניות לא-צמודות.

צמצום אפליות המס מקטין את השפעת שיקולי המס על הרכב תיק הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של הציבור, יוצר תמריצים הדוחפים לפיזור טוב יותר בין סוגים שונים של נכסים פיננסיים ולייעול תהליך הקצאת המקורות במשק, ובכך גם תורם ליציבות הפיננסית.

שנת 2003 הוגדרה כשנת מעבר בתהליך הרפורמה, ובה חל מס מחזור בשיעור של 0.5%-1% ופטור ממס על מק"ם.

גם החיסכון דרך קופות הגמל יושפע מהרפורמה: משיכה מקופת גמל לפני גיל הפרישה תחויב במס בשיעור 15% על רכיב התשואה הריאלית, מתחילת 2003, וזאת במטרה לעודד חיסכון לפרישה. ההטבה לקרנות ההשתלמות נותרה בעינה: משיכה מהן אינה מחויבת במס.

(ב) תקן 15

המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות פרסם את תקן 15, הקובע את הטיפול החשבונאי וההצגה, הנדרשים במקרה של ירידת ערך נכסים. תקן 15 מחייב את החברות לדווח על השווי ההוגן של הנכסים לעומת שוויים בספרים. בכל מאזן, אם נראה סימן כלשהו לירידת ערך של נכס (למשל ירידת שווי השוק שלו), על החברה להעריך מחדש את שווי ההוגן. בשנת 2002, לנוכח המשבר בשוק ההון הישראלי והעולמי, ירד מאוד השווי של חברות רבות, אולם החברות עדיין הציגו במאזניהן ערכים קודמים, גבוהים הרבה יותר. אימוץ תקן 15 מחזק הקשר בין ערך השוק לשווי המאזני של החברות, וכך מגדיל את השקיפות בשווקים הפיננסיים.

(ג) ביטול הפיקוח על מטבע החוץ

ב-1.1.2003 נכנסה לתוקף ההחלטה לבטל את המגבלה האוסרת על המשקיעים המוסדיים להשקיע בחו"ל בהיקף העולה על 20% מנכסיהם. בכך הושלם תהליך הליברליזציה, שהחל בשלהי שנות השמונים: הליברליזציה הקנתה לתושבי ישראל חופש פעולה מלא בביצוע עסקאות במט"ח ועם תושבי חוץ, ולתושבי חוץ - בביצוע עסקאות בשקלים ללא הגבלה. לליברליזציה יתרונות ניכרים הן מבחינת ההשלכות המקרו-כלכליות (הגברת האינטגרציה בין שוק ההון המקומי לשוק ההון הבין-לאומי והגברת התחרות והיעילות בשוק ההון) והן מבחינת ההשלכות על ביצועי תיק ההשקעות של הציבור (שיפור הפיזור והקטנת החשיפה לתנודות בשוק ההון המקומי). השלמת הרפורמה במס תאפשר מיצוי של מלוא היתרונות הגלומים בביטול הפיקוח על מט"ח.

2. שינויים הנוגעים למוסדות הפיננסיים

(א) הרפורמה בפנסיה

תיאור וניתוח מפורט ראו בפרק על המשקיעים המוסדיים (III-ג').

(ב) שיפור מבנה העמלות בענף ביטוח חיים

משרד האוצר תיקן עיוות במבנה העמלות בענף ביטוח החיים באמצעות שינוי במערכת התמריצים של סוכני הביטוח. עד שנת 2003 חלק גדול מהפרמיות של השנים הראשונות שימש לכיסוי עמלות לסוכנים, ועמלות אלו נקבעו כפונקציה של רכיב הריסק בביטוח. כתוצאה מכך נוצר לסוכנים תמריץ למכור פוליסות עם רכיב ריסק גבוה, בלי קשר לצורכי הלקוח. נוסף על כך יצר מבנה העמלות תמריץ לפתיחת תכניות חדשות, גם אם הדבר פגע בזכויות העמיתים. לאחר השינוי חברות הביטוח מחויבות לדווח למבוטח על חלוקת הפרמיה שהוא משלם בין רכיבי החיסכון, הריסק וההוצאות, ובכך לספק תמונה ברורה של תמחור השירות המוצע.

(ג) תיקון למגבלות על חבות של לווה בודד ושל קבוצת לווים בבנקים

הפיקוח על הבנקים תיקן את המגבלות על חבות של לווה בודד ושל קבוצת לווים, המיועדות למנוע ריכוזיות יתר בתיק האשראי של הבנק וחשיפת יתר לסיכונים אשראי, ובכך לשמור על יציבות הבנקים. הוחלט להרחיב את הפיזור על ידי הרחבת ההגדרה של קבוצת לווים, מעבר לקשרי הבעלות בין לווים, בהתאם למקובל בעולם ולהנחיות ועדת באזל: שני לווים שמחזיקים במשותף בחברה שהשפעתה על שניהם היא מהותית ייחשבו לקבוצת לווים אחת. באופן כללי, לווים שקיימים ביניהם קשרים מהותיים, כך שפגיעה באיתנות הפיננסית (כושר הפירעון) של אחד מהם עלולה להשליך על זו של האחר, או שאותם הגורמים עלולים להשליך על היציבות הפיננסית של שניהם – ייחשבו לקבוצת לווים אחת.

(ד) הוראה בדבר ניהול סיכונים נזילות בבנקים

הפיקוח על הבנקים פרסם, לראשונה, הוראה בתחום ניהול סיכון הנזילות, על רקע השינויים בפעילות הפיננסית ובמבנה המקורות של הבנקים ועל בסיס עקרונות שקבעה ועדת באזל. נזילותו העסקית של בנק חשובה כדי לאפשר לו להיענות לשינויים, גם לא-צפויים, בביקוש של לקוחותיו למקורות כספיים – שינויים הנובעים מהבנק עצמו או מהמערכת הפיננסית. ניהול תקין של נזילות עסקית בכל בנק תורם לנזילות וליציבות של המערכת. ההוראה מחייבת כל תאגיד בנקאי לקבוע במסמך מדיניות לפחות את הנושאים הבאים: (1) נהלים המגדירים סמכויות בתחום הנזילות. (2) הרכב תיק הנכסים וההתחייבויות והשימוש במכשירים פיננסיים, עם דגש בנזילותם וביכולת לממש נכסים. (3) הגבלות שיבטיחו היענות לצורכי הנזילות, ובלבד שיחס הנכסים הנזילים להתחייבויות לתקופה של חודש אחד, כפי שהוגדרו בהוראה, לא יפחת מאחת.

3. שינויים הנוגעים לשווקים הפיננסיים

(א) "ועדת בכר"

"ועדת בכר" הוקמה על ידי יו"ר הרשות לניירות ערך והממונה על השוק ההון באוצר במטרה להקל על הנפקת תשקיף אג"ח לזמן ארוך (יותר משנה) שלא ניתנות להמרה וניירות ערך מסחריים (CP – Commercial Papers) שהטווח עד לפירעונם אינו עולה על שנה והם אינם ניתנים להמרה, במטרה לעודד את הפעילות בשוק ההון. ההמלצות העיקריות: הצעה של מתכונת גילוי שונה מזו המקובלת היום, שאיננה מבחינה בין

הסוגים השונים של ניירות הערך, וצמצום מהותי בהיקף הגילוי הנדרש בתשקיף המוצע לציבור. כן המליצה הוועדה על ביטול מס הבולים – שהוא אחד הרכיבים היקרים בעלויות ההנפקה של אג"ח. הוועדה המליצה גם על שערך של השקעות המשקיעים המוסדיים באג"ח בלתי סחירות על פי ערך השוק, בדומה לאג"ח סחירות, וזאת כדי להפחית את התמריץ השלילי להשקעה בשוק החוב הסחיר. מהלך זה ישפר גם את השקיפות של הדוחות הפיננסיים. הצעה זו נמצאת בשלב יישום. נוסף על אלה הומלץ לפתח מערכת למסחר בין משקיעים מוסדיים באג"ח שכעת הן לא-סחירות, במטרה ליצור נזילות בשוק זה, המלצה שכבר יושמה על ידי הבורסה לניירות ערך.

(ב) "ועדת ברנע"

הרשות לניירות ערך החליטה לאמץ נוהל של פרסום תשקיף (המכונה "תשקיף מדף") אחת לתקופה מסוימת, שעל פיו יהיה ניתן לבצע מספר הנפקות. זאת בהתאם למסקנות "ועדת ברנע" מאפריל 2001. ההצעה נמצאת בשלבים סופיים של חקיקה.

4. שינויים הנוגעים למערך התשלומים והסליקה

(א) הרפורמה במערך התשלומים והסליקה

ראו תיבה בסוף פרק IV-א'.

(ב) חיזוק יציבות המסלקות בבורסה לניירות ערך בתל אביב

בשנה הנסקרת פעלה הבורסה לניירות ערך בתל אביב לחיזוק היציבות של מסלקת הבורסה ומסלקת המעו"ף, כדי לקרב את הסטנדרטים בישראל לאלה המקובלים בעולם. הפעולות העיקריות שננקטו כדי לתמוך ביציבות המערכת הן: (1) הפעלה – בזמן אמת – של מערכות בקרה המונעות מהלקוחות לבצע פעולות בנגזרים כשאין להם ביטחונות מספיקים. (2) "איגוח ביטחונות במסלקה": החל מאפריל 2004 מפקידים חברי מסלקת המעוף במסלקה איגרות חוב מחשבונו, כבטוחות.

תיבה IV-ב': דוח ה-FSAP – תיאור כללי וההמלצות לישראל

תיאור כללי

התכנית להערכת יציבות המערכת הפיננסית (FSAP – Financial Sector Assessment Program) היא פרי של שיתוף פעולה בין קרן המטבע הבין-לאומית (International Monetary Fund – IMF) והבנק העולמי (World Bank). היא נוסדה בעקבות ריבוי משברים פיננסיים לקראת סוף המאה העשרים כדי לחזק את היציבות של המערכת הפיננסית במדינות החברות בשני הארגונים ושל המערכת הפיננסית הבין-לאומית. מטרות התכנית לזהות **מקורות לעמידות** (strengths) ו**פגיעות** (vulnerabilities) של מערכות פיננסיות במדינות שונות ולייעץ לקרן, לבנק העולמי ולשאר הקהילה הבין-לאומית בדבר צעדים הנדרשים לצמצום הפגיעות. מסקנותיהן של משלחות ה-FSAP משתלבות עם העבודה של הקרן ושל הבנק העולמי. על בסיס העבודה והממצאים של משלחת ה-FSAP, נכתב דוח הערכה (Financial System Stability Assessment) FSSA, המתמקד

במקורות לעמידות, בסיכונים ובפגיעות של המערכת הפיננסית בהקשר מקרו-כלכלי רחב יותר, עם דגש בהשפעת זעזועים פנימיים וחיצוניים על המשק ועל הצורך ברפורמות. מבחינת הבנק העולמי האבחנה של ה-FSAP לגבי המערכת הפיננסית של מדינה משמשת בסיס להחלטות אסטרטגיות על התמיכה בה.

דוח משלחת ה-FSAP מורכב משלושה יסודות:

- **הערכה של יציבות המערכת הפיננסית**, כולל גורמים מקרו-כלכליים המשפיעים על ביצועי המערכת ופעילות המערכת העלולה להשפיע על רמת המקרו.

- **הערכת המידה שבה המערכת הפיננסית עומדת בתקנים הבין-לאומיים.**
- **הערכה של הרפורמות הנדרשות** לחיזוק המערכת הפיננסית. מעבר להערכות הנוגעות למערכת הפיננסית כפי שהיא כיום, משלחת ה-FSAP לומדת את התפיסה האסטרטגית של הרשויות לפיתוח השווקים הפיננסיים. במדינות מתפתחות מושם דגש מיוחד בפוטנציאל לפיתוח שוק ההון ובחיסכון באמצעות חברות ביטוח וקרנות פנסיה. משלחות ה-FSAP כתבו עד כה דוחות על 82 מדינות, ביניהם 16 מפותחות, 46 מתפתחות ו-19 מדינות מעבר.

המלצות ה-FSAP לישראל

בספטמבר 2000 ביקרה בישראל משלחת של ה-FSAP, ומסקנותיה פורסמו במאי 2001. במשך שהותם בארץ נפגשו חברי המשלחת עם נציגים מבנק ישראל, ממשרד האוצר, מהרשות לניירות ערך ומחמשת הבנקים הגדולים ועם גופים נוספים משוק ההון. בשיתוף פעולה איתם בדקה המשלחת נושאים חשובים הנוגעים למערכת הפיננסית בישראל והמליצה על השינויים הבאים:

מערכת הבנקאות

- על בנק ישראל לדרוש מהבנקים דיווח רבעוני, לפחות, על הביטחונות.
- על בנק ישראל לעודד שימוש של הבנקים בדירוג אשראי אחיד. הדבר יאפשר לבנק ישראל לרכז בסיס נתונים רחב מכל הבנקים, כדי למדוד את הרגישות של האשראי שלווים גדולים נטלו ממערכת הבנקאות לסיכונים ספציפיים וכלכליים.
- על בנק ישראל לבחון את מצבם של הבנקים הקטנים ולהסדיר את דרכי היציאה של בנקים בעייתיים מהענף.
- פעילות לא-בנקאית אמורה להתבצע על ידי חברה בת ולא על ידי הבנק עצמו, תוך כדי פיקוח הדוק על ההעברות בין בנקים וחברות בנות ועל הלימות ההון של הבנקים ושל החברות הבנות.

- כתוצאה מניגוד אינטרסים, הבנק עלול לתת ייעוץ שאיננו מתאים לאינטרס של הלקוח כדי למכור מוצר פיננסי לא-בנקאי. הומלץ ליצור מצב שבו במקרים מסוימים יוכל הלקוח לחזור בו מביצוע פעולה לא-בנקאית שנעשתה בעת ביצוע פעולה בנקאית קשורה.

המדיניות המוניטרית

- יש צורך בחוק בנק ישראל חדש, שיגדיר מחדש את תפקידו בתחום יציבות המכירים.

- יש להסיר את ההגבלות על הנפקת מק"ם (המלצה שבוצעה בסוף 2001).
- על בנק ישראל להפעיל שוק ריפו כדי לנהל את הנזילות לטווח קצר. (בשנת 2003 הוחל במכרזי ריפו על מק"ם).
- כיום הבנקים יכולים להשפיע על הנזילות שלהם באמצעות סליקה לפי ערך היום הקודם. הדבר מפחית את הצורך ואת התמריץ לנהל נזילות פעילה, ובכך מונע את התפתחותו של שוק כסף בין-בנקאי.

השווקים הפיננסיים

- **שוק ניירות הערך** בישראל פועל ביעילות, והפיקוח מצד הרשות לניירות ערך עומד בקריטריונים בין-לאומיים. הדוח ממליץ להתמקד בהמשך עידוד הרישום הדואלי בישראל ובארה"ב, בעידוד השקעות של המשקיעים המוסדיים ובשיווק השקעה בבורסה בתל אביב אצל משקיעים מוסדיים זרים כהשקעה עדיפה על שווקים מתפתחים אחרים.
- **שוק איגרות החוב** בישראל מורכב רובו ככולו מאג"ח ממשלתיות. המסחר באג"ח פרטיות מוגבל מאוד בהיקפו, ואין אג"ח מוניציפליות וניירות ערך מסחריים. בין הסיבות לכך, לפי הדוח שיטת המיסוי, המפלה לטובה את האג"ח הממשלתיות, העלויות הגבוהות בהנפקת חוב וחוסר העניין מצד המשקיעים המוסדיים בגלל חובתם להשקיע באג"ח ממשלתיות מיועדות. מעבר לתיקון פגמים אלה הומלץ על הפסקת ההנפקה של אג"ח לא-סחירות לסבסוד תכניות פנסיה וביטוח. (בשנת 2003 החל יישום של הרפורמה במס, ובוצעה רפורמה בכללי ההשקעות של קרנות הפנסיה; ראו פרק IV-ב').

פנסיה וביטוח

- הידוק הפיקוח על כללי החשבונאות ויישומם בדוחות הכספיים (balance sheet integrity) של חברות הביטוח.
- יחד עם השלמת תהליך הרפורמה, שהחל ב-1995, הומלץ לכונן עבור קרנות הפנסיה דירקטוריון מקצועי ועצמאי.

מערכת התשלומים

- מערך התשלומים בישראל התפתח ללא פיקוח שיטתי ומטיל על בנק ישראל את סיכון האשראי; בכך הוא אינו עומד בתנאי ה-CPSS (Core Principles for Systematically Important Payment Systems). כינון של מערך חדש להעברת תשלומים, שיוכל לפעול בזמן אמת (RTGS) ויקשר בין הבנקים לחשבונותיהם בבנק ישראל, יביא למספר שיפורים: האחריות לסיכון האשראי תהיה על הבנקים, משום שהבנק המרכזי לא יקבל עוד הוראות תשלומים ללא כיסוי. בכך ייווצר תמריץ לבנקים לשפר את ניהול מערך הסיכונים. הרפורמה גם משנה את תפקידו של הבנק המרכזי בתחום מערך התשלומים. (הרפורמה המתוכננת מתוארת בתיבה IV-א').

ניהול משברים

- הנהגת ביטוח פיקדונות חובה.
- חקיקת חוק בנקאות חדש שיכלול תקנות לגבי השתלטות או פירוק של בנקים פושטי רגל או בנקים שאיבדו את רשיונם מסיבה כלשהי.
- שינוי החוק לגבי תפקוד בנק ישראל כמלווה לשעת חרום (lender of last resort), כדי להסדיר את השימוש בסמכות זו.
- הקמת מנגנון פיקוח על מערך התשלומים.
- שיפור שיתוף הפעולה בין הרגולטורים השונים; הבעיה, לדעת כותבי הדוח, היא חקיקה האוסרת על החלפת מידע ביניהם. כדי להקל על שיתוף הפעולה בין המפקחים על המגזר הפיננסי, המליצה המשלחת כי תוקם "מועצת מפקחים פיננסיים" (council of financial supervisors), שתהיה מורכבת מנציגי בנק ישראל, הרשות לניירות ערך והממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר, ותהיה מופקדת על החלפת מידע בין הרשויות, על זיהוי פערים בהסדרה ועל עידוד התיאום במדיניות במקרים שבהם הסמכויות חופפות.

נספח IV-ב': שינויים עיקריים בהוראות של רשויות פיקוח בשנת 2003

בנק ישראל: הפיקוח על הבנקים

ינואר

- הוסדר נושא העמלות על פירעון מוקדם של הלוואה שלא לדיור: נקבעו נוסחה לחישוב העמלה והעמלה המרבית.

אוגוסט

- הוראה בדבר סיכוני נזילות, המחייבת את הבנקים, לראשונה, לקבוע מדיניות לניהול הנזילות העסקית.
- תיקון במגבלות על חבות של לווה בודד ושל קבוצת לווים, המרחיב את ההגדרה של קבוצת לווים.

ספטמבר

- הוראה בדבר ניהול טכנולוגיית מידע בבנק שלפיה כל בנק חייב למנות מנהל אחראי על מכלול הנושאים של טכנולוגיית המידע ומוטלות הגבלות שונות על מסירת עבודות לקבלנים חיצוניים (outsourcing).

דצמבר

- תיקון הוראת הדירקטוריון המחדד את ההפרדה בין חברי הדירקטוריון לבין מנהלי הבנק ועובדיו.

משרד האוצר: אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון

ינואר

- בהתאם למסקנות ועדת רבינוביץ', חלה מתחילת ינואר 2003 הרפורמה במס, שעיקרה היא מיסוי כל רווחי ההון. (פירוט ראו בגוף הסקירה).

מאי

- אושר בכנסת הסדר קרנות הפנסיה הוותיקות, ובמסגרתו - הצעדים הנדרשים לרפורמה בענף קרנות הפנסיה.

ספטמבר

- הוראות בדבר ההיערכות להמשך הפעילות של חברות הביטוח בעת משבר - מסגרת פעולה מינימלית הנדרשת מחברות הביטוח בעת כזאת. לדוגמה מינוי "צוות חירום ניהולי" והקמת אתר גיבוי (נתונים, חומרה וידע).

נובמבר

- הוראה לקביעת מדיניות ונוהלי בקרה להערכה וניהול של חשיפת חברת הביטוח מול מבטחי המשנה השונים.

משרד האוצר : מס הכנסה

דצמבר

- ביטול מס הבולים.

הרשות לניירות ערך

נובמבר

- ועדת הכספים השלימה את הליך החקיקה המאפשר עשיית שוק בבורסה, בהתאם להמלצות "ועדת האזור".

דצמבר

- מספר הצעות שיזמה הרשות לניירות ערך אושרו בוועדת הכספים:
- קיצור "תקופת החסימה" על ניירות ערך שהוקצו ללא תשקיף.
- הרכבת רשימת מסחר, שתאפשר מסחר בניירות ערך שאינם עומדים בכללי שימור.
- הצעה לתיקון תקנת ניירות ערך בנושא יישום המלצות "ועדת בכר" ומתן אפשרות לגיוס הון באמצעות תשקיף מדף בהתאם למסקנות "ועדת ברנע".

הבורסה לניירות ערך

ספטמבר

- הבורסה מאפשרת לבצע עסקאות תאומות (עסקאות שפרטיהן סוכמו בין הצדדים לפני הגשתן למסחר ב"רצף") גם במניות, באגרות חוב קונצרניות ובנגזרים.

אוקטובר

- על פי מסקנות "ועדת בכר" פועלת הבורסה לניירות ערך להקמת מערכת למסחר באג"ח שהונפקו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף.

נובמבר

- "איגוח ביטחונות במסלקה": הבורסה קבעה שהחל מאפריל 2004 חייבים חברי הבורסה להפקיד במסלקת המעו"ף אג"ח מחשבונם, כבטוחות.

המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות

פברואר

- הוחלט על אימוץ תקן חשבונאות מספר 15, המחייב חברות לדווח על ירידת ערך נכסים הרשומים בדוחותיהם.