

הרפורמה בשוק ההון — יעדים ותוצאות ראשונות

אברהם בן בסט*

1. מבוא

לממשלת ישראל מעורבות ניכרת בשוק ההון על כל מגזריו — בגיוס הון, בהקצאתו, בקביעה מינהלית של שיעורי תשואה ובקביעת שיעורי מס מפלים. (לתיאור נרחב של מעורבות הממשלה בשוק ההון ראה בלום ופיטרמן, 1987). הסיבות העיקריות למעורבות התריגה של הממשלה הן הגירעון התקציבי הניכר, שאפיין אותה כמשך שנים רבות, והרצון לממנו במחיר נמוך ככל האפשר. לפיכך נותב חלק גדול מחסכונותיהם של הפרטים אל הממשלה ואל בנק ישראל — הן באמצעים ישירים, כהנפקת איגרות חוב, והן באמצעים עקיפים, כקביעת שיעורי נזילות גבוהים על תכניות חיסכון, פיקדונות פת"ם ונכסי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. כתוצאה ממדיניות זו, כמעט כל הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור הם התחייבויות ממשלתיות.

עיקרו של גיוס ההון נועד למימון הגירעון התקציבי, אך חלקו שימש להתערבות בהקצאה של השקעות הסקטור הפרטי ולהכוונת פעילויות אחרות, למשל יצוא. פעילותה של הממשלה כמתווך פיננסי התבטאה בעיקר בקביעה מינהלית של היקפי האשראי ושיעורי הריביות ליעדים השונים ובהענקת סובסידיות. מעורבות הממשלה בשוק ההון צמצמה את המקורות להשקעות פרטיות, עיוותה את התשואות היחסיות של נכסים והתחייבויות שונות, ובכך פגעה ביעילות הקצאתם.

התפתחויות אלה חייבו רפורמה מקפת בשוק ההון. הצמצום הניכר של גירעון הממשלה, במסגרת תכנית הייצוב מיולי 1985, היה אבן יסוד בשחרור מקורות לסקטור הפרטי וביצירת תנאים שיגבירו את האפקטיביות של הרפורמה. אך לב ליבה של הרפורמה הוא בשינוי כללי המשחק בשוק ההון — צמצום מרבי של מעורבות הממשלה וחיוק מגננוני השוק. צעד קטן בכיוון זה כבר נעשה במסגרת תכנית הייצוב, אולם תנופה של ממש צבר תהליך הרפורמה בשוק ההון רק ב-1987, כאשר הממשלה נקטה מספר צעדים להגברת התחרות בינה לבין הסקטור הפרטי. הוכנו גם תכניות לשכלול התחרות בין היחידות הכלכליות שבתוך הסקטור הפרטי, אך אלה טרם בוצעו.

הצגת מכלול הצעדים המתוכננים במסגרת הרפורמה והשיקולים לבחירתם היא נושא לסדרה של מאמרים. מטרתו של מאמר זה מוגבלת יותר: בפרק השני מובאת סקירה קצרה של העקרונות ליצירת תחרות בין הממשלה לסקטור הפרטי, בלי לגולל את מכלול השיקולים

בנק ישראל, מחלקת המחקר. המאמר נכתב על בסיס הרצאה בכנס של האגודה הישראלית לכלכלה, שנערך בירושלים בפברואר 1988. ההצעות לרפורמה, המובאות בפרק 2, גובשו בידי צוותי עבודה בבנק ישראל ובאוצר. תודתי נתונה לחברי בצוות על שיתוף הפעולה הפורה, לדני יריב, שסייע לי רבות בכניית מערכת הנתונים ובהערות מועילות, ולדוני עמיחי, שתרם גם הוא לבניית האומדנים. כן נתונה תודתי למשתתפי הסמינר במחלקת המחקר של בנק ישראל, ובמיוחד לזלמן שיפר — על הערותיהם החשובות.

להתווייתם. עיקר המאמר מתרכז בפרק השלישי — ניתוח התוצאות הראשונות של הצעדים שננקטו מאז 1985, והשלכותיהם על היקף ההנפקות הפרטיות ועל מחיר ההון לסקטור הפרטי ולממשלה. הפרק הרביעי מוקדש לסיכום ומסקנות.

2. קווים מנחים לשכלול שוק ההון

שכלול שוק ההון בישראל מחייב רפורמה מקיפה בשני מישורים: האחד — צמצום המעורבות העמוקה של הממשלה ויצירת תחרות בין הממשלה לבין הסקטור הפרטי; השני — שינוי מבנה התיווך הפיננסי בכללותו, כמטרה לצמצם את הריכוזיות בענף הבנקאות ואת ניגודי העניינים הרווחים בו¹. במאמר זה אתרכזו בסוגיית התחרות בין הממשלה לבין הסקטור הפרטי — הנושא העיקרי שבו עסקה הרפורמה של אפריל 1987. בעבר נזקקה הממשלה לגיוס הון ניכר מהציבור לשם מימון הגירעון בתקציבה. כדי להוזיל את גיוס ההון, היא דחקה את המתחרים האפשריים מהשוק באמצעים מינהליים, או הפלתה אותם לרעה בדרכים שונות. כך, לדוגמה, חויבה הנפקת איגרות חוב פרטיות באישור ממשלתי, שניתן רק לחלק מהחברות². שכלול שוק ההון מחייב הסרת כל ההגבלות המינהליות והשוואת תנאי גיוס ההון בין הממשלה לבין הסקטור הפרטי. אולם מידת האפקטיביות של השינויים בכללי הפעולה בשוק ההון תלויה גם בצמצום המניע של הממשלה לגייס הון, כלומר בהקטנת הגירעון בתקציבה, שכן גירעון ניכר בתקציב יותיר בידיה כוח יוצא דופן בשוק ההון.

השינויים העיקריים הנדרשים במדיניות הממשלה בשוק ההון, כדי ליצור תנאי תחרות בינה לבין הסקטור הפרטי, הם:

- א. הממשלה תחדל לשמש מתווך פיננסי בין החוסכים לבין המשקיעים בנכסים קבועים; היא תגייס הון מהציבור רק למימון הגירעון התקציבי, או לשם מיחזור החוב הפנימי, או לשם פירעון חובות לחו"ל (אם ברצונה לשנות את היחס בין החוב הפנימי לחוב החיצוני).
- ב. הסקטור הפרטי יוכל לגייס הון מהציבור בכל האופנים — הנפקת איגרות חוב ומניות ונטילת אשראי מהבנקים. המלצה זו מחייבת לבטל את החוק המתנה הנפקת איגרות חוב באישור של שר האוצר.
- ג. מתן היתר כללי להנפיק איגרות חוב אינו מספיק כדי ליצור תחרות בשוק — משום שמרבית החיסכון של משקי הבית מתועל למוסדות פיננסיים, כקופות גמל ופנסיה, ואלה מחויבים להשקיע כמעט את כל מקורותיהם בניירות ערך ממשלתיים. לכן הוחלט לצמצם את חובתם של המוסדות הפיננסיים האמורים להשקיע בניירות ערך ממשלתיים.
- ד. יבוטלו זכויות היתר שיש לממשלה בגיוס הון על פני הסקטור הפרטי, למשל שיעורי מס מועדפים.

¹ הקווים המנחים לרפורמה הוטו בידי בנק ישראל ומשרד האוצר ואושרו גם בידי ועדת השרים לענייני דוח בייסקי בספטמבר 1986. ועדה זו גם אישרה בקווים כלליים את עקרונות הרפורמה ליצירת תחרות בין יחידות הסקטור הפרטי, אך החלטות לביצוע בתחום זה טרם התקבלו. לפירוט ראה בן בסט (1989), עמ' 5-6.

² התקנה, האוסרת הנפקת איגרות חוב ללא רשות מיוחדת של שר האוצר קיימת למעשה עוד מתקופת המנדט הבריטי. בן שחר, ברונפלד וצוקרמן (1972) מציינים, כי הסיבה להשארת איסור זה בעינו נעוצה בנטייה שלא לעודד תחרות בשיעורי הריבית בין המנפיקים; זאת משום שהסברה המקובלת היתה, "כי העלאת שיעורי הריבית תגרור עלייה רבה בהוצאות הריבית, בעוד שתוספת המכירות עקב העלאה זו תהיה קטנה ואולי אף מבוטלת." (שם, עמ' 153).

ה. הממשלה תימנע מהצעת ניירות ערך מיוחדים לגופים ייחודיים (כקופות גמל). במקומם תונפקנה איגרות חוב סחירות בלבד לכל סוגי החוסכים.

3. תוצאות ראשונות של הרפורמה

עיקרי הרפורמה שהוצגה בפרק הקודם יושמו באפריל 1987. בפרק זה נסקור את המצב ששרר בתחומים השונים ערב הרפורמה, ונבחן את השלכות הצעדים שננקטו עד כה על ההתפתחויות בשוקי הכספים וההון. הזמן שחלף מאז הנהגת הרפורמה הוא קצר יחסית; לכן לא תמיד ברור אם התוצאות משקפות מצב יציב, ויש להיזהר אפוא בהסקת המסקנות מהניתוח.

א. שחרור המקורות להשקעה פרטית

המטרה העיקרייה של המאמר היא, כאמור, לבחון את ההשלכות של יצירת תחרות בין הממשלה לבין הסקטור הפרטי בשוק ההון. אולם דיון בנושא זה מצריך תחילה סקירה של היצע המקורות בשוק ההון ושל מידת הזדקקותה של הממשלה להם, שכן האפקטיביות של הרפורמה תלויה גם בגורמים אלה.

לוח 1

סך ההשקעה הגולמית המקומית ומימונה, 1974 עד 1988
(אחוזים מכלל התוצר הלאומי הגולמי, במחירים שוטפים, בשער החליפין הרשמי)

1988	1987	1986	1985	-1980 1984	-1974 1979 ¹
17.6	19.0	19.1	18.3	22.2	27.2
סך ההשקעה הגולמית המקומית					
מימון ההשקעה					
א. החיסכון הלאומי הגולמי					
17.1	18.2	21.8	25.6	18.2	20.3
מכל המקורות					
(0.4)	(3.3)	(5.7)	(3.9)	(-6.2)	(-7.7)
ציבורי					
(16.7)	(14.9)	(16.1)	(21.7)	(24.4)	(28.0)
ב. פרטי ומלכ"ר					
ג. הגירעון בחשבון השוטף של					
0.5	0.8	-2.7	-7.3	4.0	6.9
מאזן התשלומים ²					

¹ החלוקה בין החיסכון הפרטי לבין החיסכון הציבורי בשנים אלה מתבססת על הגדרות SNA הישן, ששורשו לאחור על פי רמת המשתנים בשנים 1980 עד 1982, ממוינים לפי הגדרות SNA החדש.

² עודף מופיע בסימן שלילי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה וציבורי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

ההשקעה בנכסים קבועים ניתנת למימון ממקורות מקומיים (החיסכון הלאומי), או במילווה מחו"ל. שיעורי החיסכון של הסקטור הפרטי בישראל היו במשך שנים רבות מהגבוהים ביותר בעולם. אולם מאז 1967, ובמיוחד מ-1974, לא נמצא לכך ביטוי בשיעור החיסכון הלאומי, וזאת בשל גידולו הרב של הגירעון התקציבי בשתי השנים הללו. החיסכון הממשלתי הוא שלילי מאז 1966, ובשנים 1974 עד 1984 הוא הגיע לשיעור הנמוך ביותר — כ-7 אחוזים מהתוצר הלאומי הגולמי (לוח 1). כתוצאה מכך ניצלה הממשלה את חסכון הסקטור הפרטי למימון צריכה ציבורית, וכך הצטמצמו המקורות המקומיים להשקעה. רמת ההשקעה בנכסים קבועים היתה גבוהה מזו של החיסכון הלאומי בכל השנים, והפער ביניהם מומן בהלוואות מחו"ל. תמונת הראי של תופעה זו היא, כמובן, הרמה הגבוהה של הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (לוח 1). ב-1985 חל מפנה דרמטי בחיסכון הממשלתי: לאחר שנים רבות של רמה שלילית מאוד, הוא הפך חיובי, כ-4 אחוזי תוצר. התפתחות זו היא אחד ההישגים המרכזיים של תכנית הייצוב שננקטה ביולי 1985, ובין רכיביה העיקריים היו צמצום הוצאות הממשלה והגדלת נטל המס. השיפור הרב בחסכון הממשלה התבטא ב-1985 גם בגידול החיסכון הלאומי, אך זה שב ונפל בשנים 1986 ו-1987, בעקבות ירידה חריפה של חסכון הסקטור הפרטי (מכ-26 אחוזי תוצר בשנים 1974 עד 1984 לכ-15 אחוזים בלבד ב-1987)³. במקביל לירידת שיעור החיסכון הלאומי פחת גם חלקן של ההשקעות בנכסים קבועים בתוצר מכ-22 אחוזי תוצר בשנים 1980 עד 1984 לכ-19 אחוזי תוצר בלבד בשנים 1985 עד 1987. לפיכך לא נזקק המשק בשנים אלו למקורות מחו"ל כדי לממן את ההשקעה, ובממוצע אף היה לו עודף בחשבון השוטף (לוח 1). אולם צמיחה מהירה יותר של המשק מחייבת השקעות גדולות יותר, ואם שיעור החיסכון הפרטי לא יתאושש, לא יהיה ניתן להגדיל את ההשקעות, אלא תוך הגדלת הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.

ב. הרכב מימון של השקעות הסקטור הפרטי

(1) החופש להנפיק איגרות חוב

גישת הממשלה למימון השקעות הסקטור הפרטי השתנתה בשני שלבים⁴. השלב הראשון היה חלק מתכנית הייצוב של יולי 1985: עיקרו היה המרת הסובסידיה הגלומה באשראי הממשלתי במענקים ישירים וביטול האשראי הממשלתי למימון השקעות (פרט להלוואות שאושרו בעבר). כיוון שביטול האשראי הממשלתי ל"מפעלים מאושרים" צמצם את מקורות המימון שלהם, החליטה הממשלה (בשלב השני) לתת למפעלים אלו היתרים להנפיק איגרות חוב. ההיתרים הוגבלו ל"מפעלים מאושרים" אך גם למפעלים אחרים בענפי התעשייה, החקלאות, הבנייה והתיירות. ההחלטה על מתן האישור להנפקה ועל ממדיה היתה מינהלית, על פי שיקול דעתו של הממונה על שוק ההון, ולא על פי קריטריונים ברורים. האוצר החליט להגביל את סך הנפקות איגרות החוב על ידי הסקטור הפרטי בשנים 1985 ו-1986. מאחר שהביקוש להנפיק עלה על הממדים שקבע האוצר, הונהג קיצוב. לדוגמה בשנת התקציב 1986/87 הסתכמו הבקשות להנפיק איגרות חוב ב-800 מיליוני דולרים, אך ערך

³ חקירת הגורמים לשינוי בחיסכון הפרטי חורגת מנושאו של מאמר זה. להסברים אפשריים ראה: דוח בנק ישראל (1987, 1988), ברון (1987) ולביא (1988).

⁴ יש לציין, כי הרפורמה בשיטת סכסוד ההשקעות החלה כבר ב-1979: אז הוחלט לעבור ממתן אשראים הנושאים ריבית נומינלית לאשראים צמודים למדר המחירים, הנושאים ריבית ריאלית קטנה. היתרון בגישה זו הוא בהחלפתה של סובסידיה אקראית, התלויה בשיעור האינפלציה, בסובסידיה קבועה וידועה מראש.

ההנפקות שאושרו הגיע לכמתצית סכום זה⁵. מאחר שהאישורים להנפיק איגרות חוב בתקופה זו לא היו כלליים, קשה לראות בהן צעד רפורמטיבי משמעותי. למעשה היתה זו רק שיטה אחרת להתערבות, שקצבה את האשראי למפעלים, חלקית בהתאם לסדרי עדיפות שרירותיים וחלקית על פי שיקולים אד-הוק. ברור שקיצוב של הנפקות אינו פתרון תחרותי, וגלומה בו סובסידיה בדיוק כמו באשראי הממשלתי הישיר, שהיה נהוג עד לאותה עת. השינוי החיובי שהיה בצעד זה הוא יצירת קשר ישיר בין המנפיקים לבין הציבור ללא תיווך ממשלתי.

השלב השני והחשוב יותר בדרך ליצירת תחרות בשוק ההון בין הממשלה לבין הסקטור הפרטי ננקט באפריל 1987. במועד זה נתן שר האוצר לכל החברות במשק היתר כללי להנפיק איגרות חוב כרצונן. היה עדיף לבטל לחלוטין את החוק המתנה הנפקת איגרות חוב באישור של שר האוצר — וכך לאותן לציבור כי מדובר במדיניות בת קיימא, שנסיגה ממנה תהיה קשה, משום שהיא תחייב חקיקה. אך יש לציין, כי גם הוצאת היתר כללי להנפקת איגרות חוב, למרות השארת החוק בעינו, היא שינוי משמעותי לעומת המצב ששרר עד אפריל 1987.

בעוד שלחברות לא פיננסיות ניתן חופש מלא להנפיק איגרות חוב, הוגבל היקף ההנפקה של כלל הבנקים המסחריים לסך של 250 מיליון ש"ח. הגבלה זו לא הוחלה על הבנקים למשכנתאות ולהשקעות, וזאת כדי לעודד את פיתוחם ולהגדיל את חלקם בשוק ההון. הגבלת הבנקים המסחריים נבעה מהרצון לצמצם את כוחם המונופוליסטי בשוק; היתה לכך חשיבות במיוחד בשלב ההתחלתי של הרפורמה, משום שמשקלם הנכבד של הבנקים בשוק הכספים וההון היה מקל עליהם לדחוק ממנו מנפיקים אחרים. למרות ההיתר הכללי להנפיק, לא הוסרו כל המכשולים המינהליים להנפקות: קיימות עדיין הקלות מס על איגרות חוב (שבהן אדון בהמשך), המצריכות את אישורה של ועדת הכספים של הכנסת. האוצר ובנק ישראל המליצו, כי גם בנושא זה יינתן אישור כללי לכל ההנפקות, אך ועדת הכספים עמדה על השארת התקנה המחייבת אישורים פרטניים. יש לציין, כי עד כה לא היתה להגבלה זו השפעה על חופש ההנפקה של הפירמות, למעט מקרה אחד (הנפקה של התק"ס), שבו עיכבה ועדת הכספים את האישור זמן ניכר — כנראה משיקולים שאינם קשורים בהנפקה עצמה. חשוב אפוא לבטל את הדרישה כי הקלות המס לכל הנפקה תאושרנה בידי ועדת הכספים.

(2) חובת ההשקעה של משקיעים מוסדיים

ההיתר הכללי להנפיק לא היה בו כדי להביא להצלחתן של הנפקות פרטיות בהיקף משמעותי. זאת משום שחלק נכבד מההיסכון הפרטי הוא באמצעות משקיעים מוסדיים — קופות גמל, קופות פנסיה, קרנות השתלמות וכדומה — ואחת הדרכים המרכזיות שהממשלה נקטה כדי למנוע תחרות על המקורות בינה לבין הסקטור הפרטי היא חיוב משקיעים מוסדיים להשקיע כמעט את כל מקורותיהם בנכסים ממשלתיים.

הטור הראשון בלוח 2 מתאר את היקף חובתם של משקיעים מוסדיים להשקיע בנכסים ממשלתיים בסוף 1983. ניתן לראות, כי למעט פיקדונות צמודים, היו שיעורי ההשקעה בנכסים ממשלתיים גבוהים ביותר. יש לציין, כי לקופות פנסיה, תגמולים, פיצויים והשתלמות הותר להשקיע בניירות ערך פרטיים, שהוגדרו כ"מוכרים" על ידי הממשלה, עד 10 נקודות אחוזים מחובת ההשקעה שלהם בנכסים ממשלתיים. להלכה יש בכך משום דרגת חופש נוספת לקופות אלה, אך למעשה זהו ממד נוסף של התערבות הממשלה: מאחר שהממשלה שימשה

⁵ נוסף על מסגרת זו, ניתנו אישורים בסך 300 מיליוני דולרים למפעלים כמצוקה.

גם מתווך פיננסי, היא אפשרה למשקיעים מסוימים, שאותם העדיפה, להתממן ישירות בידי המשקיעים המוסדיים.

כדי שהיתר הכללי להנפיק יהיה אפקטיבי, הוחלט לצמצם את חובת ההשקעה של משקיעים מוסדיים בניירות ערך ממשלתיים, וכך לפנות מקורות, שהסקטור הפרטי יוכל להתחרות על השגתם. ניתן היה לבטל לחלוטין את חובת ההשקעה בניירות ערך ממשלתיים — אולם גם כשאין לממשלה גירעון בתקציב, עליה למחזר חוב פנימי ניכר וביטול מוחלט של חובת ההשקעה היה עלול לייקר את המיחזור בלי לתרום לתחרות על גיוס מקורות חדשים. לפיכך הוחלט לצמצם את חובת ההשקעה בניירות ערך ממשלתיים בהדרגה — בשלושה שלבים. (השיעורים החדשים מוצגים בטור השלישי של לוח 2.) חובת ההשקעה לתכניות חיסכון הופחתה במידה רבה, משום שהיא חלה על תכניות חדשות בלבד, ואילו חובות ההשקעה של קופות התגמולים, הפיצויים וההשתלמות צומצמו במידה קטנה יותר, משום שהן מתייחסות למלאי הנכסים שבידי גופים אלה. מאחר שהיקף הנכסים שבידי מוסדות אלה גדול מאוד יחסית (כ-18 מיליארדי ש"ח בסוף 1986) — גם הפחתה בשיעור קטן מפנה מקורות בהיקף גדול⁶.

לוח 2

חובת ההשקעה בנכסים ממשלתיים וההשקעה בפועל, סופי שנים, 1983 עד 1988

סך הנכסים הכספיים בסוף 1987	ההשקעה בפועל		חובת ההשקעה המינימלית			
	1988	1987	1988	1987	1983	
(מיליארדי ש"ח)	(א ח ו י ם)					
5.0	15	15	15	15	15	פיקדונות צמודים
11.8	57	57	55	55	83	תכניות חיסכון — מדר
7.4	² 70	² 85	65	85	100	תכניות חיסכון — דולר
14.2	94	92	93	¹ 92	¹ 92	פנסיה
21.3	86	85	78	78	¹ 92	תגמולים ופיצויים
3.1	87	88	78	78	¹ 92	קרנות השתלמות

¹ החובה כוללת אפשרות להשקיע עד 10 אחוזים במניות, וכן השקעה בניירות ערך פרטיים (מניות ואגרות חוב פרטיות), שאושרו בידי הממשלה כ"ניירות ערך מאושרים".

² בתכניות חיסכון דולריות חובת ההשקעה היא באמצעות הפקדה באוצר. נוסף על כך מושקעים 10 אחוזים בניירות ערך סחירים (ממשלתיים או פרטיים), שלגביהם אין לנו פירוט סקטוריאלי. המקור: נתוני המחלקה המוניטרית של בנק ישראל ומשרד האוצר.

צמצום חובת ההשקעה בנכסים ממשלתיים אכן יצר תחום ניכר לתחרות בין הממשלה לסקטור הפרטי — אולם המשקיעים המוסדיים לא ניצלו את כל הפוטנציאל ששוחרר לרכישת ניירות ערך פרטיים. אמנם בתכניות חיסכון נוצלה ירידת חובת ההשקעה כמעט במלואה לרכישת ניירות ערך פרטיים, אך לא כן בקופות הגמל וההשתלמות (הטור השלישי של לוח 2). ההשקעה בניירות ערך ממשלתיים במוסדות אלה עדיין גבוהה מהגדרש משתי סיבות: ראשית, מלאי איגרות החוב שברשותם, רובו איגרות מיוחדות לזמן ארוך, והתאמת

⁶ על תכנון השינויים הנדרשים בשיעורי הכיסוי של המשקיעים המוסדיים ראה יריב (1986).

התיק לתנאים החדשים תלויה גם בקצב פירעונו, שהוא איטי יחסית; שנית, גם לו נפרעו איגרות אלו ביתר מהירות, לא היה ניתן להמירן באיגרות חוב פרטיות חדשות, שכן היקף ההנפקות בשנתיים הראשונות לרפורמה נפל מהיקף צמצומה של חובת ההשקעה בניירות ערך ממשלתיים. עם זאת חלק מקופות הגמל הפעילו לחץ על הממשלה להמשיך ולהנפיק להן איגרות חוב מיוחדות; בעטיים של לחצים אלה (בין השאר) גייסה הממשלה הון מעבר לנדרש למימון גירעונה, וכך נמנעה ירידה גדולה יותר של הריבית לזמן ארוך — התפתחות שיכלה להגדיל את ההנפקות הפרטיות. ברור שהעמקת התחרות בשוק ההון בעתיד מותנית בהמשך הצמצום של הנפקות אלה.

(3) הנפקות הסקטור הפרטי

למרות ירידת החיסכון הלאומי לאחר תכנית הייצוב, תרמה הרפורמה בשוק ההון תרומה ניכרת לגידול ההנפקות של איגרות חוב פרטיות — הן של בנקים והן של חברות לא-פיננסיות (לוח 3). גידול הנפקת איגרות החוב של חברות לא-פיננסיות ב-1987 (70 אחוזים ריאלי) לא שימש תחליף להנפקת מניות; יתירה מזו, קצב הגידול של הנפקת מניות בידי חברות פרטיות היה מהיר מזה של איגרות חוב, כך שסך ההנפקות של איגרות חוב ומניות יחדיו הוכפל ריאלי ב-1987. הגידול הניכר של ההנפקות הפרטיות (הלא-פיננסיות) הביא גם לשינוי משמעותי בהרכב המימון של ההשקעות בנכסים קבועים. אין בידי אינפורמציה מלאה על הרכב המימון, אולם אינדיקטורים עיקריים מצביעים על גידול רב יחסית של חלק איגרות החוב והמניות במימון ההשקעות. חלקן במימון השקעות הסקטור הפרטי עלה מכ-5 אחוזים בשנת 1985 לכ-14 אחוזים בשנת 1986 ולכ-21 אחוזים בשנת 1987⁷ (טורים 3 ו-4 בלוח 4).

ב-1988 ירד היקף ההנפקות של איגרות חוב פרטיות ומניות ירידה תלולה, וכן גם חלקן במימון ההשקעות במשק. ירידה זו אינה משקפת נסיגה מהרפורמה; היא נבעה מן השפל בפעילות הכלכלית ומהגידול הרב של סיכון החברות הפרטיות, מחמת ריבוי פשיטות הרגל והמפעלים המצויים בקשיים. מאותה סיבה היתה הירידה של הנפקת מניות חריפה מזו של הנפקת איגרות חוב. על ההשלכות של התגברות הסיכון בסקטור הפרטי מצביעות גם ההנפקות הגדולות של חברת החשמל וחברת כ"ל, שהן בבעלות הסקטור הציבורי, ולכן סביר שהסיכון שלהן קטן יותר. אם נצרף את ההנפקות הללו להנפקות של חברות פרטיות, נמצא כי גם ב-1988 הוסיפו וגדלו במהירות הנפקות איגרות החוב של חברות עסקיות (18 אחוזים ריאלי) ותרומתן למימון ההשקעות (הטור החמישי בלוח 4). יש לציין, כי שיעורי המימון באמצעות הנפקת איגרות חוב ומניות במרבית המדינות המתועשות אינם עולים בהרבה על השיעור הממוצע בשנים 1987 ו-1988 במשק הישראלי⁸. לרוגמה (על פי פרסומי ה-OECD):

⁷ חלק מההנפקות ב-1987 נועדו לפדות אשראי לזמן קצר, שהריבית עליו היתה בשנים האחרונות גבוהה במידה ניכרת מזו של הטווח הארוך. תופעה זו בלטה במיוחד בהנפקות הקיבוצים, אך תרומתה לגידולן של סך ההנפקות אינה משמעותית.

⁸ השוואה בינלאומית של שיעורי המימון של ההשקעות באמצעות איגרות חוב ומניות מחייבת מערכת נתונים סגורה של המקורות והשימושים לכל משק. חשוב במיוחד המידע על מימון השקעות באמצעות מקורות עצמיים, משום שרווחים שלא חולקו זהים באופיים להנפקת מניות. השוואות ראשוניות שנערכו בתחום זה (ברגמן, 1987) מורות, כי שיעור המימון הפנימי נטו של השקעות הסקטור העסקי בישראל בשנות השמונים אינו חורג מהמקובל בארצות המערב. אולם לאור ראשוניות הבריקה יש להתייחס לממצאים אלה בוהירות.

לוה 3

הנפקות הסקטור הפרטי, בניכוי מדד מחירי ההשקעות, 1983 עד 1988
(מיליוני ש"ח, במחירי 1986)

התקופה	איגרות חוב			מניות			סך הכול
	חברות מו"פ ¹	חברות פיננסיות	חברות אחרות ²	חברות פיננסיות	חברות אחרות	סך הכול	
1983	—	—	38	155	279	434	472
1984	290	—	37	14	60	74	401
1985	104	—	94	30	27	57	255
1986	39	340	246	4	92	96	721
1987	—	493	362	20	259	279	1134
1988	—	281	471	21	89	110	862

¹ הנפקות מיוחדות על פי "חוק אלסינט".

² כולל גם הנפקות של חברות בבעלות הסקטור הציבורי כדלקמן: הנפקות של כי"ל בסך 38 מיליוני ש"ח ב-1983, 47 מיליוני ש"ח ב-1987 ו-6 מיליוני ש"ח ב-1988, והנפקה של חברת החשמל בסך 244 מיליוני ש"ח ב-1988.

המקור: עיבודים על בסיס הסקירה השנתית והסקירה השבועית של שוק ההון, המחלקה המוניטרית, בנק ישראל.

לוה 4

אינדיקטורים למימון ההשקעה בסקטור הפרטי הלא-פיננסי, 1983 עד 1988
(אחוזים מההשקעה בסקטור הפרטי)

השנה	אשראי ממשלתי	מענקים	מניות	איגרות חוב ¹	איגרות חוב בסקטור פרטי ובחברות ציבוריות ^{2,1}
1983	33.2	34.2	10.1	—	1.0
1984	31.8	24.4	2.3	1.4	1.0
1985	39.2	19.8	1.0	3.7	2.6
1986	17.4	20.8	3.8	10.3	7.2
1987	22.0	19.9	9.6	11.7	9.7
1988	—	—	3.6	8.9	13.8

¹ לא כולל הנפקות במסגרת "חוק אלסינט".

² בטור זה מוצג שיעור המימון של השקעות הסקטור הפרטי והחברות העסקיות שבבעלות הסקטור הציבורי, באמצעות הנפקת איגרות חוב.

המקור: הנפקות — ראה לוה 3; אשראי ממשלתי — מחלקת המחקר, בנק ישראל; מענקים והשקעות בנכסים קבועים — הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ועיבודי בנק ישראל.

חלקן של הנפקות איגרות חוב ומניות מתוך סך ההשקעה של הסקטור הפרטי בשנים 1982 ו-1983 היה כ-25 אחוזים בארה"ב, כ-18 אחוזים בבריטניה, כ-14 אחוזים ביפן, וכ-11 אחוזים בנורבגיה.

שיעור המימון באמצעות הנפקות בשנים 1987 ו-1988 גבוה יחסית — בהתחשב ביתרונות-לגודל של גיוס הון באמצעות הנפקה בשל ההוצאות הקבועות הכרוכות בה⁹. החברות במשק הישראלי קטנות יחסית, ולכן לחלק גדול מהן מימון ישיר באמצעות הנפקת איגרות חוב אינו כדאי. חברות אלו ייטו לממן את השקעותיהן באשראי ממערכת הבנקאות.

לבסוף יש לציין, כי עם שינוי השיטה של סכסוד ההשקעות בידי הממשלה ב-1985, פחת משקל האשראי הממשלתי (המסובסד) במימון ההשקעות, ובמקביל עלה משקל המענקים (לוח 4).

ג. הריבית על גיוס הון ציבורי ופרטי

מחיר ההון נקבע על ידי מכלול התנאים המקרו-כלכליים במשק. ניתן לחלק גורמים אלה לארבעה משתנים מרכזיים: הביקוש להשקעות בנכסים פיסיים, היצע החיסכון הלאומי, יבוא ההון והמדיניות המוניטרית. כאמור, מאז תכנית הייצוב חלו שינויים מהותיים בחיסכון הציבורי ובחיסכון הפרטי, אך רמת החיסכון הלאומי ששררה בשנים 1987 ו-1988 דמתה לזו של השנים 1981 עד 1984. גם במידת הפתיחות של המשק לתנועות הון מחו"ל לא חל שינוי מהותי. מנגד ירדו ההשקעות בנכסים קבועים (לוח 1). סיכום הכוחות הללו מצביע על לחץ לירידת מחיר ההון. ואכן כל שיעורי הריבית על איגרות חוב ממשלתיות ופרטיות וכן על אשראי לזמן ארוך פחתו במידה רבה¹⁰. סביר להניח, כי גם הרפורמה בשוק ההון סייעה להורדת הריבית, דרך תרומתה לשכלול השוק, אך קשה להעריך את תרומתה הכמותית בשלב כה מוקדם. עיקר השפעתה של הרפורמה הוא על התשואות היחסיות למשתמשים השונים, ובאלה ארון בהרחבה בהמשך.

(1) מחיר ההון לממשלה

מחיר גיוס ההון נטו לממשלת ישראל היה נמוך מאוד במשך שנים רבות — כ-2 אחוזים ריאליים¹¹. תרמו לכך מספר גורמים: צמצום התחרות על המקורות, על ידי הגבלת גיוס ההון הפרטי, והצמדת התשואה, שצמצמה מאוד את הסיכון באיגרות החוב הממשלתיות. בחלק מהשנים (עד 1983) צומצם הסיכון ברכישת איגרות חוב ממשלתיות אף מעבר לנגזר מההצמדה, משום שהממשלה ויסתה את התשואות לפדיון, באמצעות פעולות בשוק המשני. אולם הגידול הרב של החוב הפנימי והחרפת הבעיות המקרו-כלכליות של המשק הישראלי בתחילת שנות השמונים פגעו באמינות הממשלה, ועוררו חששות כי היא תפר חלק מהתחייבויותיה למחזיקי איגרות החוב הממשלתיות. ירידת האמינות השתקפה בקושי גובר

⁹ עלות ההנפקה בסקטור הפרטי ב-1987 היתה כ-5.5 אחוזים מערך ההנפקה. מאחר שהאופק הממוצע של ההנפקות היה כ-9.5 שנים, תרמה עלות זו כ-0.6 אחוז לשנה לעלות גיוס ההון. סביר להניח, שעבור הנפקות בהיקף קטן יותר היו החתמים גובים עמלה בשיעור גבוה יותר.

¹⁰ גם בתשואות לטווח קצר חלו שינויים מהותיים מאז תכנית הייצוב — אך לא בכל תת-התקופות תאמה מגמת התפתחותם את זו של שיעורי הריבית לטווח ארוך, למרות התחלופה ביניהם.

¹¹ מחיר ההון מנקודת ראות הממשלה הוא מחיר ההון בניכוי מס.

והולך של הממשלה לממן את גירעונה באמצעות הנפקת איגרות חוב, ולפיכך מחיר ההון לממשלה הלך וגרל בשנים 1981 עד 1985 עד למעלה מפי שניים (לוח 5). מאז תכנית הייצוב פעלו על מחיר גיוס ההון לממשלה כוחות מנוגדים. מצד אחד ירדת הגירעון התקציבי, השיפור במאזן התשלומים והירידה התלולה של שיעור האינפלציה הגבירו את האמון בממשלה, ולכן פעלו לצמצום עלות גיוס ההון שלה; מנגד פעלו שני גורמים לייקור עלות ההון: ירדת שיעור החיסכון הפרטי ופתיחת שוק ההון לתחרות בין הממשלה לסקטור הפרטי.

מאחר שעד 1987 הוגבלה כמות ההנפקות של הסקטור הפרטי, הביא ביטול ההגבלה לצמצום המקורות העומדים לרשות הממשלה, וצעד זה, כשלעצמו, היה אמור להעלות את הריבית שהיא תשלם על גיוס ההון. בפועל אנו עדים דווקא לירידה הדרגתית של עלות גיוס ההון לממשלה (לוח 5). מכאן ששיפור אמינותה של הממשלה, עקב השיפור בהערכת המצב המאקרו-כלכלית במשק, היה דומיננטי יותר, כך שמאז הכוחות פעל לירידת שיעור הריבית על איגרות חוב ממשלתיות.

בבחינת הכוחות שפעלו על הריבית לממשלה ולסקטור הפרטי יש להביא בחשבון גם את השינויים בהיצע ההון מחו"ל. יצוין כי במסגרת הרפורמה הוקל מעט הפיקוח על מטבע חוץ, אך השינוי בתחום זה לא היה משמעותי.

לוח 5

הגירעון, החוב הפנימי והתשואה נטו לאיגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד, 1981 עד 1988

התשואה בשוק המשני ⁴	התשואה במקור ³	החוב הפנימי במונחי תוצר ²	הגירעון מקומי במונחי תוצר ¹	
2.00	..	1.24	13.5	1981
1.90	..	1.22	10.7	1982
2.95	..	1.34	7.6	1983
3.52	..	1.43	10.4	1984
4.80	4.96	1.45	2.9	1985
4.59	4.54	1.29	-2.5	1986
3.56	3.57	1.25	1.2	1987
2.93	3.25	1.21	4.6	1988

¹ גירעון הסקטור הציבורי (הממשלה + הסוכנות היהודית), כולל תשלומי ריבית על החוב הפנימי.

² החוב הפנימי למעט בסיס הכסף, כולל מניות בנקאיות שבהסדר, לפי ערכן בשוק.

³ התשואה במקור שנקבעה במכרז על איגרות חוב מסוג גליל "משופר".

⁴ איגרות חוב לתקופה של 9-10 שנים.

המקור: עיבודי נתונים של המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

(2) מחיר ההון לסקטור הפרטי

ההשלכות הצפויות של הרפורמה על הריבית שמשלם הסקטור הפרטי אינן אחידות¹²:
א. במפעלים שעד כה לא אושרו להם הנפקות, או שתנאי הנפקותיהם הופלו לרעה, היתה

¹² ניתוח מפורט של ההשלכות האפשריות של הרפורמה בשוק ההון על שיעור הריבית במשק ראה בתזכירה של ליאורה מרירור (1986), שהוכן בשלב התכנון של הרפורמה.

הריבית אמורה לרדת, משום שעד לרפורמה עמד בפני פירמות אלה מחיר צל גבוה ביותר. ב. לעומת זאת, מפעלים מאושרים, שנהנו מתנאי הנפקה מיוחדים, או מהיתרים להנפיק, צריכים מאז הרפורמה להתחרות בממשלה וביתר המפעלים במשק, ולכן הריבית למפעלים אלה היתה אמורה לעלות.

כיווני השינוי הצפויים של שיעורי הריבית למשתמשים שונים הם רצויים, משום שהם משקפים את ביטול האפליות בשוק ההון, והם יעמידו כל אחד מהמשתמשים בפני המחיר הנכון של גיוס הון, ובכך יתרמו משמעותית לשיפורה של יעילות הקצאתו. בפועל ירדה הריבית הממוצעת (ברוטו)¹³ על סך הנפקת איגרות החוב הפרטיות מ-7.3 אחוזים ערב הרפורמה לכ-6.5 אחוזים אחריה (1987 ו-1988). ירידת הריבית הקיפה הן את הנפקות הבנקים והן את אלו של החברות הלא-פיננסיות (לוח 6). שונות הריבית בין ההנפקות של חברות שונות היא קטנה יחסית (בהשוואה לריבית הממוצעת), הן לפני הרפורמה והן אחריה. ערב הרפורמה היתה סטיית התקן של הריבית כאחוז אחד, והשונות בין ההנפקות הבנקאיות גדולה מעט מזו שבין ההנפקות הפרטיות האחרות (לוח 8). לכאורה היה ניתן לצפות לגידול השונות לאחר הרפורמה — משום שהשוק נפתח בפני פירמות רבות, שקודם לכן לא יכלו להנפיק. בפועל אנו רואים ירידה של שונות הריבית בין הנפקות בנקאיות וכמעט אי-שינוי של השונות בין הנפקות פרטיות לא-פיננסיות. אותן מגמות מופיעות גם בסטיות התקן יחסית לתשואה הממוצעת. ייתכן שהשונות הנמוכה יחסית מצביעה על ברירה מוקדמת של המנפיקים הפוטנציאליים, שהגבילו את עצמם בכניסה לשוק מטעמי זהירות. בתהליך מעין זה יגיעו לשוק מנפיקים בטוחים יחסית ובעלי מאפיינים דומים.

ממצא חשוב נוסף הוא הפער שבין התשואות (ברוטו ונטו) של ההנפקות הפרטיות לתשואה של גיוס ההון הממשלתי. פער התשואות בניכוי מס בין שני נכסים משקף את ההבדלים בסיכון שהפרטים מייחסים לנכסים הללו — ואילו פער התשואות ברוטו מבטא נוסף על הפער בסיכונים גם הבדלים בשיעורי המס על התשואות מנכסים שונים. כאמור, הנפקות הסקטור הפרטי הופלו לרעה בתנאי המיסוי בהשוואה לממשלה. הפליה עיקרית התבטאה בפטור ממס שניתן להנפקות הממשלה על מכירת איגרות חוב בדיסאג'ו: הנפקת האיגרת במחיר נמוך מן הנקוב לא נחשבה כהכנסה החייבת במס, למרות שזוהי הכנסה לכל דבר; מפטור זה לא נהנו הנפקות פרטיות, אלא אם כן הוא הוענק להן בידי ועדת הכספים. החל מאפריל 1987 זכאיות הממשלה והחברות הפרטיות לפטור זהה: ניתן להנפיק איגרות חוב במחיר הנמוך מהמחיר הנקוב, אולם הפטור ממס מוגבל לדיסאג'ו בשיעור נקודת אחוז אחת לכל שנה בחיי האיגרת.

בהנחה שפער התשואות נטו בין הנפקות פרטיות להנפקות ממשלתיות משקף את הבדלי הסיכון שבין שני הסקטורים — ביטול אפליית המס בין הממשלה לסקטור הפרטי לא ישפיע על פער התשואות נטו, אך יצמצם את פער התשואות ברוטו. ואכן הפער נטו כמעט לא השתנה בתשעת החודשים הראשונים שלאחר הרפורמה, בעוד שהפער ברוטו הצטמצם ב-0.34 נקודות אחוז לשנה. בהנפקות בנקאיות היתה הצטמצמות הפער גדולה יותר מאשר בהנפקות פרטיות לא-פיננסיות (לוח 6). הצטמצמות הפער ברוטו עם הרפורמה תואמת את הערך התחשיבי הנגזר בממוצע מהטבת הדיסאג'ו.

פער התשואות ברוטו שב והתרחב ב-1988 אף מעבר לזה ששרר לפני הרפורמה. התרחבות זו אינה קשורה בהשלכות הרפורמה, אלא בהשתנות פער הסיכונים שבין הנכסים הפרטיים

¹³ מנקודת ראות הפירמה חשוב שיעור הריבית ברוטו, כלומר לפני ניכוי המס.

לוח 6

התשוואה-לפדיון¹ ברוטו של איגרות החוב הפרטיות והממשלתיות
(אחוזים)

הפער בין איגרות החוב הפרטיות לממשלתיות			איגרות החוב הפרטיות				התקופה
הסקטור הלא-פיננסי	הסקטור הבנקאי	סך הכול	איגרות החוב הממשלתיות ²	הסקטור הלא-פיננסי	הסקטור הבנקאי	סך הכול	
2.06	1.77	1.87	5.45	7.51	7.22	7.32	יוני 1986- מארכ 1987
1.86	1.36	1.59	5.00	6.86	6.36	6.59	אפריל 1987- דצמבר 1987
2.43	1.81	2.08	4.38	6.81	6.19	6.46	1988
1.64	1.81	1.70	4.38	6.02	6.19	6.08	³ 1988

¹ תשואות צמודות למרד, משוקללות בסכום ההנפקה.

² איגרות חוב ממשלתיות שהונפקו לתאריך ולתקופה הקרובה ככל האפשר להנפקות הפרטיות.

³ בשורה זו התשואות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי כוללות גם את הנפקת חברת החשמל.

המקור: עיבודי נתונים של המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

לוח 7

התשוואה-לפדיון¹ נטו של איגרות החוב הפרטיות והממשלתיות
(אחוזים)

הפער בין איגרות החוב הפרטיות לממשלתיות			איגרות החוב הפרטיות				התקופה
הסקטור הלא-פיננסי	הסקטור הבנקאי	סך הכול	איגרות החוב הממשלתיות ²	הסקטור הלא-פיננסי	הסקטור הבנקאי	סך הכול	
1.25	0.78	1.02	3.28	4.53	4.06	4.30	יוני 1986- מארכ 1987
1.11	0.76	0.92	3.37	4.48	4.13	4.29	אפריל 1987- דצמבר 1987
1.86	1.27	1.53	2.76	4.62	4.03	4.29	1988
1.41	1.27	1.36	2.76	4.17	4.03	4.12	³ 1988

¹ תשואות צמודות למרד משוקללות בסכום ההנפקה.

² איגרות חוב ממשלתיות שהונפקו לתאריך ולתקופה הקרובה ככל האפשר להנפקות הפרטיות.

³ בשורה זו התשואות של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי כוללות גם את הנפקת חברת החשמל.

המקור: עיבודים של נתוני המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

לממשלתיים ב-1988. פער הסיכונים מתבטא, כאמור, בפער התשואות נטו, וזה אכן התרחב מאוד ב-1988 (לוח 7). את גידול פער התשואות נטו ב-1988 יש לייחס להתגברות הסיכון שהפרטים מייחסים לסקטור הפרטי בהשוואה לממשלה, בעקבות ההאטה החריפה של פעילות הסקטור העסקי והתרבות המפעלים שנקלעו לקשיים כלכליים חמורים. כוחות השוק ב-1988 פעלו להמשך מגמת ירידתן של התשואות לזמן ארוך, ואכן התרחבות פער התשואות נטו נבעה מהמשך מגמת הירידה של תשואות איגרות החוב הממשלתיות, בעוד שאלו של איגרות החוב הפרטיות נשארו כמעט ללא שינוי. כן חשוב לציין, כי התרחבות פער התשואות ב-1988 הקיפה הן את הסקטור הבנקאי והן את הסקטור הפרטי הלא-פיננסי, אולם בסקטור הבנקאי היתה עוצמתה קטנה יותר מאשר בסקטור הלא-פיננסי (לוח 8). זאת, כנראה, משום שהגורם הראשוני לגידול הסיכון הם הקשיים הכלכליים של החברות היצרניות, ואלו משפיעים רק בעקיפין על הבנקים, שהחברות היצרניות חבות להם כספים.

לוח 8

עלות גיוס ההון הממוצע^{2,1} וסטיות התקן של איגרות החוב הפרטיות, 1986 עד 1988 (אחוזים)

	אפריל-דצמבר 1987	יולי 1986- מארס 1987	1988 ³
א. סך כל איגרות החוב הפרטיות			
מספר ההנפקות	41	33	34
התשואה הממוצעת	6.69	7.39	6.17
סטיית התקן	.77	.98	0.79
סטיית התקן היחסית	.12	.13	0.13
ב. איגרות חוב בנקאיות			
מספר ההנפקות	20	19	15
התשואה הממוצעת	6.42	7.21	6.23
סטיית התקן	.60	1.11	0.68
סטיית התקן היחסית	.09	.15	0.11
טווח התשואות	7.30-5.34	8.71-4.84	7.49-5.11
ג. איגרות חוב פרטיות לא-פיננסיות			
מספר ההנפקות	21	14	19
התשואה הממוצעת	6.95	7.64	6.92
סטיית התקן	.84	.73	0.74
סטיית התקן היחסית	.12	.10	0.11
טווח התשואות	8.39-5.57	8.96-6.15	8.18-5.74

¹ הנתונים מתייחסים רק לעלות צמודה למדר.

² נתוני התשואה הממוצעים בלוח זה מחושבים כממוצע פשוט של כל ההנפקות, ולכן הם שונים מנתוני לוח 6, המציגים ממוצעים משוקללים ברמת ההנפקות.

³ הנתונים אינם כוללים את הנפקת חברת החשמל בסוף שנה זו.

המקור: עיבודים של נתוני המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

ד. סחירות החוב הפנימי

אחד מיעדי הרפורמה הוא הגדלת המשקל של איגרות החוב הסחירות בשוק, כדי לייעל אותו ולהגדיל את האפשרות להשתמש בפעולות בשוק הפתוח ככלי מדיניות מוניטרית. תהליך הגדלת סחירותו של החוב הפנימי החל כבר ב-1984, אך קיבל תנופה משמעותית רק

מאז תכנית הייצוב, כאשר הופסקה הנפקת איגרות חוב מיוחדות לכיטוי תכניות חיטון, קופות גמל וקרנות השתלמות. משקל איגרות החוב הסחירות בתוך מלאי הנכסים הכספיים היה כ-8 אחוזים ב-1985, והוא גדל בהדרגה ל-14 אחוזים ב-1988 (לוח 10). השינוי בהרכב המלאי הוא מטבע הדברים איטי מאוד, משום שעיקרו של המלאי מושקע באיגרות חוב מיוחדות לזמן ארוך, ולכן היקף הפירעונות השנתי קטן יחסית לממדיו. מדר טוב יותר להצלחת המעבר לאיגרות חוב סחירות הוא משקלן של אלו בהנפקות ברוטו: זה עלה מכ-4 אחוזים ב-1984 לכ-55 אחוזים ב-1988 (לוח 9).

לוח 9

חלקן של איגרות החוב הממשלתיות הסחירות בהנפקות ובמלאי הנכסים, 1984 עד 1988

משקל איגרות החוב הסחירות		ההנפקות ברוטו		ההנפקות נטו ¹		
בסך הנכסים הכספיים	בהנפקות ברוטו	סחירות	סך הכול ²	סחירות	סך הכול	
(אחוזים)		(מיליארדי ש"ח, במחיר סוף 1986)				
..	4.1	0.2	4.9	-0.8	—	1984
8.3	24.1	1.4	5.8	0.1	-0.1	1985
10.0	54.0	2.7	5.0	1.6	-0.3	1986
13.0	53.1	3.4	6.4	2.4	-1.2	1987
18.2	62.9	5.6	8.9	3.7	0.5	1988

¹ הנפקות בניכוי פדיונות קרן וריבית.

² סך כל ההנפקות של איגרות החוב וההפקדות.

המקור: עיבודים של נתוני המחלקה המוניטרית ומחלקת המחקר של בנק ישראל.

4. סיכום ומסקנות

במאמר זה הוצגו צעדי הרפורמה שננקטו ב-1987 במטרה ליצור תחרות בין הממשלה לסקטור הפרטי בשוק ההון, ותוצאותיהם של צעדים אלה עד כה. התוצאות הראשונות מעורדות מאוד — במיוחד בהתחשב בזמן הקצר שחלף מאז הפעלת הצעדים — אולם קוצר הזמן מחייב להיזהר מהסקת מסקנות פזיזות. הצעדים שבוצעו הם חלקיים, וכדי להשיג את היעד של שוק הון משוכלל, עוד רבה המלאכה:

א. יש לשנות בהקדם את מבנה הבעלות של הבנקים שבהסדר. כן רצוי לנצל את מכירת הבנקים להגברת התחרות בשוק הכספים וההון, על ידי פיצול הקונצרנים הבנקאיים למספר יחידות.

ב. למבנה האוליגופוליסטי של מערכת הבנקאות יש השלכות שליליות על שיעור הריבית לטווח קצר וכן על פערי הריבית בין האשראי לבין מקורותיו. צמצום פערי הריבית הוא יעד מרכזי של הרפורמה בשוק הכספים וההון.

ג. יש לצמצם את מיגוון הפעילויות של מערכת הבנקאות (כנדרש מרוח ועדת בייסקי), כדי לצמצם את ניגודי העניינים הפוטנציאליים. ניצולם לרעה של אלה פוגע ביעילותו של השוק.

- ד. דרושה ליברליזציה הדרגתית ומבוקרת של תנועות ההון בין ישראל לבין משקים אחרים.
- ה. במיטוי שוק ההון יש לערוך רפורמה, שתבטל את כל העדפות המס למיניהן ותקבע שיעור מס אחיד לכל הנכסים ולכל המשקיעים. בהמלצות של דוח ועדת ששינסקי (1988) מצויים פתרונות לבעיות בתחום זה.
- ו. החוק לעידוד השקעות הון טעון בחינה מחודשת, הן של היעדים הראויים לתמיכה והן של דרכי התערבות הממשלה. מתן תמריצים יש להגביל למקרים של כשלי שוק מוכחים, והאמצעים צריכים להיות יעילים.
- ז. חשוב להגביר את תהליך מכירתן של חברות ממשלתיות לסקטור הפרטי (הפרטה). ביצוע הרפורמות הללו מתנהל בקצב איטי, אף שרבות מהבעיות המבניות במשק מקורן בעיוותים בשוק ההון. האצת תהליך הרפורמות חיונית להעלאת המשק על מסלול של צמיחה בת קיימא.

פינאנציוגרפיה

- אבירם, רויטל (1987), הצעה לרפורמה במיטוי שוק הכספים וההון, תל אביב (טיטה לדיון מס' 7). בלום, ליאורה, וסילביה פיטרמן (1987), "מעורבות הממשלה בשוק ההון הישראלי — סקירה וקווים לרפורמה", רבעון לפלפלה 131 (פברואר), עמ' 855-864.
- בן בסט, אברהם (1989), הרפורמה בשוק ההון — יעדים ותוצאות ראשונות, סדרת מאמרים לדיון, מחלקת המחקר, בנק ישראל.
- בן שחר, חיים, שאול ברונפלד ואלכסנדר צוקרמן (1972), שוק ההון בישראל, ירושלים, הוצאת שוקן.
- בנק ישראל, דין וחשבון שנתי, 1987, 1988.
- ברגמן, אריה (1987), מקורות מימון הסקטור העסקי בכמה מדינות תעשייתיות בשנות השמונים, בנק ישראל, הצוות לתכנון הרפורמה בשוק ההון (תזכיר פנימי).
- ברון, מלכה (1987), "השפעתם של גורמים דמוגרפיים על מגמות החיסכון בטווח הארוך", סקר בנק ישראל 63 (דצמבר), 17-29.
- ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (1986), דין וחשבון, ירושלים (דוח ועדת בייסקי).
- ועדת המומחים לרפורמה במס הכנסה ליחידים (1988), דין וחשבון, ירושלים (דוח ועדת ששינסקי).
- יריב, דניאל (1986), שינויים בשיעור הכיסוי של המשקיעים המוסדיים ומימון ההשקעות של הסקטור הפרטי, בנק ישראל, צוות הרפורמה בשוק ההון (תזכיר פנימי).
- לביא, יעקב (1988), השפעת שיעור הריבית על הצריכה והחיסכון הפרטיים ועל ההשקעה העסקית במשק הישראלי (טיטה), בנק ישראל, מחלקת המחקר.
- מרדור, ליאורה (1986), השלכות הרפורמה בשוק ההון על הריבית במשק, בנק ישראל, צוות הרפורמה בשוק ההון (תזכיר פנימי).

OECD, *Financial Accounts, Part 3*, various issues.