

## עשור הזהב של שוק המניות: הישגים והחמצות

שאול ברונפלד, קובי אברמוב

א.

### מבוא

הפסטיבלים והסיכומים שנערכו לקראת סוף האלף השני והמאה העשרים לא התייחסו לשוק המניות הישראלי, שכן המסחר בניירות ערך בתל אביב החל בשנות השלושים והבורסה הוקמה ב-1954. עם זאת, סיום שנות התשעים מצדיק סקירה של התפתחות הבורסה בעשור זה, שהיה החשוב ביותר בתולדותיה.

הנתונים על שווי הניירות הנסחרים בבורסה, מחזורי המסחר וגיוס ההון מצביעים על התפתחות אדירה שאירעה בשנים 1991 עד 2000 (ראה לוח 1). בעשור זה הבורסה ביססה את מעמדה כגורם מקרו-כלכלי מרכזי, בעל תרומה משמעותית למימון ההשקעות במשק, להפרטה, לעידוד החסכון ולמשיכת משקיעים בינלאומיים.

עם זאת, התפתחות שוק המניות לוותה גם במספר החמצות לא מבוטלות, שבראשן הגירת חברות הטכנולוגיה לנאסד"ק והאיטיות בקידום הפרטת הבנקים והחברות הממשלתיות.

אף שהמסחר במניות התחיל בשנות השלושים, ניתן לראות את המחצית השניה של שנות השבעים כתחילתו של העידן המודרני של שוק המניות. היקף גיוס הכספים בשוק המניות בשנים 1976 ו-1977 הצביע, לראשונה, כי שוק המניות הישראלי יכול למלא תפקיד מהותי במימון הסקטור העיסקי. לצער הכל, יצא שוק המניות מכלל שליטה בראשית שנות השמונים והמפץ הגדול של ויסות מניות הבנקים הפך את שנות השמונים לעשור האבוד של שוק ההון.

תרמו לכך גם האצת האינפלציה במחציתו הראשונה וצעדי הבלימה החריפים שהכניסו את המשק למיתון עמוק במחצית השניה.

בשנות התשעים התגבש צרוף נדיר של התפתחויות כלכליות וצעדי מדיניות שקידמו את הבורסה בכל התחומים.

בסקירה להלן יתוארו הגורמים שהביאו לזינוק במעמדה של הבורסה בשנות התשעים, לתוצאות הברוכות וגם ההחמצות.

בנוסף נעסוק בהתפתחויות הצפויות בשנים הקרובות ובצעדים שיש לנקוט על מנת להבטיח את המשך קיומה של הבורסה בתל-אביב, לנוכח הגלובליזציה של השווקים הפיננסיים.

ב.

### האינדיקטורים העיקריים: 1991 עד 2000<sup>(1)</sup>

לוח 1 מצביע על התפתחות מרשימה באינדיקטורים השונים ולהלן נפרט את משמעויותיה.

### שווי המניות

שווי השוק של המניות הנסחרות בתל אביב עלה פי 6 מאז סוף 1990. רוב הגידול מוסבר על ידי הצטרפות חברות חדשות, בעיקר בנקים וחברות שהופרטו וחלקו האחר מוסבר על ידי עליית שערי המניות הותיקות במהלך העשור.

### המחזור היומי הממוצע ומהירות המחזור

המחזור עלה בקרוב לפי 3 במהלך העשור, שיעור נכבד כשלעצמו אך נמוך באופן משמעותי משיעור הגידול של שווי המניות. נתונים אלה מצביעים על בעיה בתחום הסחירות במניות בסוף העשור ומחייבים הצגה מפורטת יותר של הנושא.

יחס בין המחזור השנתי לבין היתרה השנתית הממוצעת של שווי המניות ("מהירות המחזור") הוא אינדיקציה חשובה להרכב הביקושים למניות. נתוני לוח 2 מצביעים כי בגאות של ראשית העשור (למעשה עד 1994) היה היחס גבוה, בסביבות 0.7, בשפל ששרר ב-1996 הוא צנח ל-0.2 וטיפס בהדרגה ל-0.4 לקראת סוף העשור.

(1) הנתונים בפרק זה מוצגים במחירים קבועים, מחירי דצמבר 2000 ושעורי השינוי והתשואות מוצגים בניכוי עליות מדד המחירים לצרכן.

התפתחות מהירות המחזור במשך העשור יכולה לספק תשובה לשאלה המטרידה: "איפה הציבור?" הגאות של ראשית העשור ניזונה ממעורבות אינטנסיבית של ציבור המשקיעים ואילו בסופו הציבור עדיין לא חזר לפעילות בהיקפים שידענו בעבר. השערה זו נתמכת על ידי שני אינדיקטורים חשובים נוספים:

- משקל המסחר במניות "הבינוניות והקטנות" (מניות שאינן במדד ת"א-100) היה 45% בשנת 1993 והוא ירד ל-23% ב-2000.
- משקל חמשת הבנקים הגדולים במסחר במניות היה מעל 70% בתחילת העשור ורק כ-53% בסופו<sup>(2)</sup>.

שני האינדיקטורים מצביעים כי הציבור הרחב, הסוחר במניות הבינוניות והקטנות והפועל באמצעות רשת הסניפים של חמשת הבנקים, עדיין לא חזר לפעילות. בשנת 2000, בשונה מראשית העשור, ממלאים המשקיעים המוסדיים והמשקיעים הזרים את התפקיד המרכזי במסחר.

### התשואה על המניות

מדד המניות הכללי עלה פי 3 במהלך העשור, עליה המבטאת גידול שנתי ממוצע בשיעור 11.5%. שיעור זה יותר מכפול מהתשואה על תוכניות חסכון בנקאיות או איגרות חוב ממשלתיות. הפרמיה הגבוהה על השקעה במניות משקפת, בין השאר, את התנודתיות הגדולה בתשואות עליהן במהלך העשור. כך ב-1992, שהיתה שנת השיא, הגיעה התשואה ל-75% ובשנת השפל, 1994 נגרמו הפסדי הון בשיעור 47%-. (ראה לוח 2).

### מספר החברות ושיוני הממוצע

הגאות הפרועה בתחילת העשור יותר מהכפילה את מספר החברות הבורסאיות והכניסה לבורסה מאות חברות בינוניות וקטנות. נהירת החברות היא תוצאה של הגאות בביקוש למניות בתחילת העשור ותרמה לה גם כוונת משרד האוצר לבטל את הפטור ממס לבעלי השליטה בחברות "תעשיתיות", ביטול שנכנס לתוקף ב-1996.

נהירת החברות ובעיקר כניסתן של חברות קטנות מאד, נטולות רקע ועתיד כלכלי פגעה במוניטין של שוק המניות הישראלי ויצרה מושג חדש - "חברות בועה". רבות מהחברות הקטנות הגיעו לסוף דרכן הכלכלית תוך תקופה קצרה וגם ברבות מהחברות ששרדו מחזורי המסחר, בשנת 2000, היו נמוכים מאד (ראה ההתייחסות לעיל, למהירות המחזור). המשמעות של התפתחות זו, בהקשר ההסדרתי, ידונו בהמשך.

### גיוס הון

במהלך העשור גייסו החברות הבורסאיות והפרטות הממשלה 79 מיליארד ש"ח, כאשר בשיא, בשנת 1993, גויסו 15 מיליארד ש"ח. סכום מרשים זה כולל גם את ההנפקות וההקצאות הפרטיות של החברות שנסחרות רק בבורסה בתל אביב, את מכירת מניות הממשלה בבנקים ובחברות, וגם את ההנפקות וההקצאות הפרטיות של חברות דואליות.

### הרקע המקרו-כלכלי

התנאים המקרו-כלכליים שהתקיימו בראשית שנות התשעים היו אידיאליים לפריצת שוק המניות. המיתון הארוך ששרר מאז 1984 הגיע לקיצו לקראת סוף שנות השמונים, עם גל העליה מברית המועצות. הצמיחה המהירה, המשך ההאטה באינפלציה והורדת שערי הריבית הריאליים, הביאו לגידול משמעותי ברווחי החברות הבורסאיות, מצד אחד ובצרכי המימון שלהן, מצד שני, ויצרו ביקושים והיצעים חדשים למניות.

הצמיחה המהירה נקטעה באמצע העשור ובשנים 1996 עד אמצע 1999 שרר מיתון עמוק, מהחריפים שידע המשק. אך כאן הסתייע השוק הישראלי בפריחת השווקים בארצות הברית, בעיקר של מניות הטכנולוגיה. עליות השערים בתל-אביב במחצית השניה של העשור המבטאת את הקשר בין הבורסה בתל אביב לבין נאסד"ק ומנע ירידות שערים חריפות בשנות המיתון.<sup>(3)</sup>

(2) סביר להניח כי הירידה במשקל חמש הבנקים הגדולים מבטאת גם השפעות ארוכות טווח ולא רק את המחזוריות בשוק במניות. מסיבות סטטיסטיות אין נתונים בני השוואה לתקופה שלפני 1992.

(3) ראה: Olga Sulla and Moshe Ben-Horin, "Analysis of Causal Relations and Long-and Short-Term Correspondence between Share Indices in Israel and the United States", Monetary Studies, Bank of Israel, Monetary Department, October 2000

חגית מיקה, "הזיקה בין שווקי המניות בארה"ב ובאירופה לבין הבורסה בתל-אביב", החודש בבורסה 213, מאי 1999.

עם זאת, ראוי לציין כי החצי השני של העשור התאפיין על ידי שערי ריבית ריאליים מאוד גבוהים, מצב, שבדרך כלל, איננו תומך בפריחת שוק המניות. אולם, במבט לאחור ניתן לקבוע כי הריביות הריאליות הגבוהות באותן שנים היו בגדר הפתעה, שכן תחזיות האינפלציה היו מוטות כלפי מעלה באופן עקבי. במילים אחרות, הריביות הריאליות "אקס אנטה" היו, כנראה, נמוכות באופן משמעותי מהריביות המחושבות "אקס פוסט".

לבסוף, אין לזלזל בתרומת ריסון האינפלציה והליברליזציה בשוק מטבע חוץ לשוק ההון. התפתחויות חשובות אלה, פרי מדיניות בנק ישראל וריסון תקציבי בחצי השני של שנות התשעים, הביאו לשיפור בדרוג של המשק הישראלי בעיני משקיעים בינלאומיים. על חשיבות המשקיעים הבינלאומיים ראה ביתר פרוט בסעיפים להלן.

### **ביקוש והיצע למניות – מקורות חדשים**

.ד

העדר סינכרוניזציה בין הביקוש למניות וההיצע שלהן רדף את שוק המניות הישראלי מאז ומתמיד ועל כך כבר עמדו רבים וטובים. הבעיה היתה חריפה במיוחד לגבי הנפקות גדולות: העדר היצע מספיק של מניות "כבדות" הרחיק מהשוק משקיעים מוסדיים והתרחקותם מנעה הנפקה של מניות "כבדות", בתקופות שהחברות הגדולות רצו להנפיק. בשנות התשעים השתנתה התמונה, מקצה לקצה, עם הופעת קופות הגמל והמשקיעים הבינלאומיים, כמבקשי מניות והגברת פעולות הפרטה, כמקור להיצע מניות כבדות.

### **ביקוש של קופות הגמל**

הרקע לכניסת קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וחברות הביטוח נעוץ ברפורמה החשובה שהנהיגו הממשלה ובנק ישראל בשנת 1985, עת הוחלט להפסיק להנפיק איגרות חוב מסובסדות ("מיועדות"). ההשפעה המבורכת של החלטה זו הורגשה תחילה בשוק איגרות החוב הסחירות ואחר כך, נהנה ממנה גם שוק המניות וזאת במהלך כל שנות התשעים.

על חשיבות הסקטור הזה בשוק המניות יעיד חלקם של המניות בתיקי קופות הגמל, קרנות ההשתלמות ותוכניות ביטוח חיים משתתפות, שהגיע לכ-17% מתוך הסכומים שנצברו במסגרות האלה, כ-180 מיליארד ש"ח באמצע 2000 לעומת 3% מהצבירה בסוף 1990. פרוש הדבר, שבסוף 2000 הוחזקו כ-10% מהמניות הנסחרות בתל אביב על ידי משקיעים מוסדיים.

### **ביקוש של משקיעים בינלאומיים**

בקיץ 1993 ארע דבר בשוק המניות הישראלי. חתימת הסכם אוסלו גרמה לענין רב בהשקעה בישראל מצד בתי ההשקעות הבינלאומיים המרכזיים. משלחות אין ספור פקדו את ישראל והכינו את הקרקע להשקעה במניות הנסחרות בבורסה בתל אביב. למזלם של מרבית המוסדות הזרים ההערכות לפעולה בישראל נמשכה חודשים ארוכים ולא הסתיימה לפני התמוטטות השוק, בפברואר 1994. למרות זאת, המעורבות של משקיעי חוץ הלכה וגברה במהלך העשור ובסופו הגיעו החזקות משקיעי החוץ ל-12% משווי המניות הנסחרות בבורסה בתל אביב. ומשקלם במחזורי המסחר היה גבוה אף משיעור זה.

המעורבות של בתי השקעות בינלאומיים היא חידוש חשוב שארע בשנות התשעים. גם קודם לכן היו השקעות זרות בהיקף משמעותי במשק הישראלי, אך אלה לבשו אופי של השקעות איסטרטגיות ולא של "השקעות פורטפוליו".

ראוי להוסיף כי הסכם אוסלו היה זרז חשוב, אך יש לראות אותו על רקע הגלובליזציה של תיקי השקעות והענין, שהתפתח במדינות המערב, בהשקעות בשווקים מתעוררים.

### **היצע של מניות מופרטות**

ההתפתחות החשובה ביותר מצד ההיצע היתה ההתקדמות המשמעותית בהפרטת הבנקים וחברות ממשלתיות.

לוח 3 מציג את החברות שנכללו במדד ת"א-25 (החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר) בסוף 2000 ומתוכו עולה כי בנק הפועלים, בנק לאומי, בזק, כ"ל, אי.די.בי. אחזקות, מגדל ביטוח, בנק דיסקונט ובנק מזרחי, ששוויים המצרפי 69 מיליארד ש"ח, הפכו לחברות בורסאיות במהלך שנות התשעים. ניתן להרחיב את הגדרת הפרטה ולכלול בה גם את כור, מכתשים-אגן וריבוע נכסים וכך תגדל עוד יותר תרומת הפרטה להיצע המניות ותגיע ל-78 מיליארד ש"ח.

נתונים אלה הם במידה רבה גולמיים, באשר הם אינם מבטאים את שיעור החזקות הציבור במניות המופרטות ואת תרומתם בפועל למחזורי המסחר והנזילות. אך יש לזכור כי במהלך העשור לא חלו שינויים משמעותיים בשיעור החזקות הציבור מסך כל שווי המניות הנסחרות והוא נע סביב 33%.

עם זאת סדרי הגודל שבהם מדובר מצביעים כי ההפרטה היתה המקור העיקרי לגידול בהיצע המניות: היא ולא חברות חדשות או ותיקות של הסקטור הפרטי. על אף התרומה האדירה של ההפרטה היא לוותה גם בהחמצה לא קטנה, שתידון במפורט להלן, וביטוייה הבולט ביותר הוא שווי המניות שהמדינה עדיין החזיקה בסוף 2000. הסכום המצטבר של החזקות המדינה בבנק לאומי, בנק דיסקונט ובזק הגיע ל-17.5 מיליארדי ש"ח וזאת בנוסף להחזקות במספר חברות חשובות שאינן נסחרות, כגון אל על, התעשייה האווירית והצבאית, צים, בתי הזיקוק, הבנק לפיתוח התעשייה.

### היצע של מניות אחרות

- נתוני לוח 3 מצביעים על מספר התפתחויות מענינות נוספות, שחלו במהלך שנות התשעים:
1. ירידה במשקל החברות מקבוצת אי.די.בי. וכלל בקבוצת המניות הגדולות: משקל המניות של הקבוצה היה 46% בסוף 1990 והוא ירד ל-23% בסוף 2000. נתון זה מצביע עד כמה לא מוצדקת התחושה כי במהלך העשור גדלה הריכוזיות בשליטה בחברות הבורסאיות. לפני תחילת ההפרטה שלטו במשק 3 "משפחות" מרכזיות: משפחת מדינת ישראל, משפחת קבוצת אי.די.בי. ומשפחת ההסתדרות הכללית (כזכור בשנות ה-80 כור היתה, בין השאר, גם בעלת מניות גדולה בטבע). רשימת בעלי השליטה בסוף 2000 היא מגוונת הרבה יותר ויש להניח שהמגמה תמשך לכשהמשלה תמכור את יתרת החזקותיה בחברות ובבנקים.
  2. הרשימה לסוף 2000 כוללת, בנוסף לחברות שהחלו להסחר בשנות התשעים, גם חברות גדולות ותיקות. מסתבר כי החברות הגדולות הותיקות הן כאלה שהיו גדולות כבר בתחילת העשור, לאמור, לא היו אלה חברות שקפצו וגדלו במהלך העשור. עובדה זו מצביעה כי אין סיכוי שמהרבה חברות קטנות ובינוניות תצא קבוצה מצומצמת של חברות גדולות. לכן, ההתרחבות ברשימת החברות הגדולות יכולה לבוא רק מחברות הרישום הכפול, מהחברות המופרטות ואולי גם מהמספר הלא גדול של חברות פרטיות גדולות (כגון, תנובה, שטראוס, אגד וכו').

### שכלול מערכות המסחר והתשתיות של הבורסה

- במקביל לגידול בהיצע ובביקוש למניות התרחש מהפך בבורסה עצמה, שחיסל, תוך מספר שנים, פיגור רב וארוך מועד בתחומים רבים:
1. בתום העשור מתנהל המסחר בכל ניירות הערך, במערכת "רצף", באופן ממוחשב ורציף, ולא בזירות פיזיות. ב-1997 הבורסה התקינה מערכת מסחר משוכללת המבצעת את כל שלבי המסחר והסליקה ללא מגע יד אדם. מערכת "רצף" היא מדור מתקדם ודומה למערכות המסחר הקיימות בבורסות באירופה ובמזרח הרחוק.
  2. ב-1993 הוקם השוק לנכסים נגזרים והוחל במסחר באופציות על מדד-ת"א. לאחר כשנה החלו להסחר בתל אביב גם אופציות על שער החליפין של הש"ח ("אופציות דולריות"). הקמת שוק הנגזרים ריפאה נכות מסוימת, שכן שוק הנגזרים הוא משלים חיוני לשוק בנכסי הבסיס ותורם לשכלול הסחירות בהם.
  3. באמצע העשור החליט דירקטוריון הבורסה להחמיר בדרישות ההון והדיווח מחברי הבורסה שאינם בנקים. הלימות ההון והשקיפות של חברי הבורסה נמצאות ברמה גבוהה מאד וסייעו לכך הגאות של ראשית העשור, שאפשרה לחברי בורסה רבים לגייס הון באמצעות הנפקות לציבור.
  4. במהלך העשור הוגברה התחרות בשוק ההון ועמלות המסחר ירדו באופן משמעותי, בכל סוגי ניירות הערך.
  5. תקנון הבורסה וההנחיות עברו בחינה מחודשת בכל הנושאים והחל מ-1991 נרשמות החברות בבורסה על פי תקנון והנחיות שאושרו כדת וכדין. משנת 1999 גם מושעות חברות ונחקקות מהמסחר על פי תקנון מאושר. "חידוש" זה יכול שיראה כקל ערך, אך במהלך שנות השבעים והשמונים נשמעו בבתי המשפט ערעורים רבים על החלטות הבורסה בעניני רישום ומחיקה מהמסחר. העדר תשתית משפטית מסודרת היקשה מאד על עבודת הבורסה, מצד אחד ועל עבודת החברות שרצו לגייס הון, מצד שני. ואכן באותם עשורים נתפסה הבורסה כעוינת הסקטור העיסקי, בשונה ממעמדה במחצית השניה של שנות התשעים.
  6. ב-2000 הושקה "מאיה" מערכת להפצת דיווחי החברות באמצעות אתר האינטרנט של הבורסה. מאז השקתה לא רק המסחר מתבצע באופן ממוחשב אלא גם הפצת הדיווחים נעשית בזמן אמת ובאופן שקוף ויעיל.

7. נהירת החברות הקטנות בראשית שנות התשעים והמחזוריים הנמוכים מאד במניותיהן בסוף העשור יצרה מחלוקת (לא חדשה) לגבי המדיניות הראויה ביחס לרישום חברות קטנות. גישת הבורסה מאז אמצע שנות התשעים מתבססת על העקרונות הבאים:
- ◆ הגינות המסחר מובטחת על ידי הגילוי הנאות שלו נדרשות כל החברות. רוכשי המניות של חברות קטנות מודעים לסיכונים הנובעים מכשלונות כלכליים או מסחירות דלה.
  - ◆ מערכת המסחר החדשה "רצף", היא שקופה והגונה ומקשה על מניפולציה בשערי המניות.
  - ◆ בורסות רבות בעולם מחזרות אחרי חברות קטנות והקימו לשם כך מסגרות מסחר, שלא היו בעבר.
  - ◆ כללי ההשעיה והמחיקה שנקבעו לקראת סוף העשור מקלים למחוק חברות שהתדרדרו מאד.
  - ◆ הבורסה בתל-אביב היא מקור מימון כמעט בלבדי לחברות קטנות בישראל ולפיכך מוטלת עליה חובה לא לדחוק אותן לגמרי משוק ההון.

### הסדרת שוק ההון

במהלך שנות התשעים גם הסדרת השוק עברה מהפכה רבתי. הצורך במהפכה נולד כבר בראשית שנות השמונים, בעקבות הזעזועים שפקדו את שוק המניות "החופשיות" והטראומה של וויסות מניות הבנקים. הביצוע החל עם חילופי הגברי ברשות ניירות ערך ב-1988 ונמשך על רקע הגאות הפרועה שפקדה את שוק המניות בשנים 1992 ו-1993 והמפולת בראשית 1994. מהפכת ההסדרה התבטאה בחקיקה ובתקינה, אך לא פחות חשוב, גם באכיפה וביצירת תחושה בקרב החברות הבורסאיות ופעילי שוק ההון כי יש דין ודיין.

להלן השינויים הבולטים שארעו בהסדרה:

1. העלאת הרמה וההקפדה בכל הקשור לגילוי נאות בתשקיפים ובדיווחים מידיים וכספיים.
  2. הנהגת חוק רישוי יועצים.
  3. איסור על הנפקת מניות מסוג נחות לציבור.
  4. הגשת תביעות נגד עבירות, מסוגים שונים, על חוק ניירות ערך: הרצת מניות, שימוש במידע פנים, גילוי לא נאות וכו'.
  5. מודרניזציה של חוק החברות והתאמתו למציאות העיסוקית של סוף המאה העשרים. בעקבות המהפכה ההסדרתית, שחלה בשוק ההון בשנות התשעים, הפך השוק הישראלי, לשוק שרמת ההסדרה בו היא מהגבוהות בעולם, שניה לשוק האמריקאי (ואולי אף עולה עליו). בראשית שנות התשעים זכתה ההסדרה המשתכללת לתמיכת הכל, וזאת בעקבות הניסיון המר של העשורים הקודמים. לקראת סוף העשור הפכה ההסדרה לשנויה במחלוקת באשר הצבת הרף ההסדרתי הגבוה התנגשה עם הצורך להשתלב בהליכי הגלובליזציה, שעובר שוק ההון הישראלי. הביטוי המובהק ביותר לבעייתיות הנושא הוא בהגירה החד-כיוונית של חברות הטכנולוגיה לנאסד"ק. על רקע זה ניתן לראות את הדבקות בקונצפציה ההסדרתית של שנות השמונים, גם בשנות התשעים, כשפיכת התינוק עם מי האמבט.
- הצורך בבחינה מחדש של הקונצפציה ההסדרתית של שנות השמונים התגבר לנוכח גורמים חדשים שפעלו, בשנות התשעים, להבטחת תקינות המסחר ולהגנה על ציבור המשקיעים. בהקשר זה ראוי לציין את הכיסוי המקיף של החברות החשובות בתל-אביב על ידי אנליסטים (ישראליים וזרים), יוזמת רשות ניירות ערך להקמת "מעלות" והמוסד לתקינה חשבונאית, תשלומי דיבידנדים בחברות רבות, החלת משמעת השוק האמריקאית על חברות שנסחרות גם בנאסד"ק (או בנות ואמהות של חברות הנסחרות בנאסד"ק). לכך יש להוסיף את מיחשוב המסחר ושכלולו ששיפר את השקיפות והגינות בשוק המישיני והיקשה על מריצי שערים.

### ה. ההחמצות של העשור

שנות התשעים לא היו רק עתירות הישגים וניתן להצביע על החמצות וכישלונות שליוו אותן. בכונתנו להצביע רק על נושאים איסטרטגיים, כאלה שיש להם השלכות מהותיות על עתיד הבורסה ושוק ההון בשנים הקרובות.

#### קרנות הפנסיה

הרפורמה בקופות הגמל וחברות הביטוח, שארעה באמצע שנות השמונים, הולידה "טעם של עוד" – רצון להפסיק או לפחות לצמצם, את הנפקת איגרות החוב המסובסדות לקרנות הפנסיה, וחיסול הסדרי הפנסיה התקציבית. בענין זה חלה התקדמות מסוימת, בעקבות כריתת ההסכם ("הדף הצהוב") בין האוצר לבין ההסתדות ב-1996, אך עדיין הדרך רחוקה.

## שוק איגרות החוב

במהלך העשור היו קריאות רבות להקים שוק לאיגרות חוב לא-ממשלתיות מסוגים שונים, כולל שוק לניירות ערך מסחריים. המהלך לא צלח מסיבות רבות חלקן טכניות וחלקן קשור בהסדרה של המשקיעים המוסדיים, שאמורים לרכוש את איגרות החוב. העיסוק, המוצדק, בהקמת שוק איגרות החוב הלא ממשלתי הסיט את תשומת הלב מהתפקוד הלא מניח את הדעת של שוק איגרות החוב הצמודות, הממשלתיות, שסחירותן הלכה ופחתה לקראת סוף שנות התשעים. הנזילות הגרועה של איגרות החוב הממשלתיות הצמודות למדד מקשה מאד על קופות הגמל, חברות הביטוח ומשקיעים מוסדיים גדולים אחרים. יצוין כי גם מיחשוב המסחר באיגרות ב-1998 והפיכתו לרציף לא פתרה את בעיית הנזילות הנמוכה. מצב עניינים זה צריך להטריד את בנק ישראל ואת משרד האוצר, הן בתפקידו כאחראי לפיתוח שוק ההון בישראל והן בתפקידו כמנהל החוב הלאומי הפנימי, שהקיפו הגיע בסוף 2000 לכ-330 מיליארד ש"ח.

## מיסוי רווחי הון

בשנות התשעים התחדש, ביתר שאת, המאמץ למסות את רווחי ההון על השקעות במניות. בשנת 1995 הועבר החוק שהטיל מס אך ב-1996 בוטל החוק. ב-2000 חזרה ההמלצה להטיל מס בדו"ח ועדת בן בסט והוחל בחקיקה.

בין 1994 לבין 2000 חל מהפך משמעותי בהתייחסות של הציבוריות בישראל למס: בשנת 2000 כמעט שלא היו לו מתנגדים והטלת המס זכתה לתמיכה מהאקדמיה, העיתונות הכלכלית וגם מראשי הסקטור העיסקי.

הכשלון בהנהגת המס ב-1995 היה, במידה רבה, תוצאה של התרשלות בטיפול באספקטים המעשיים של חישוב חובת המס ודרכי הגביה, כאשר, במקביל, ההתנגדות לו מצד חוגי משק רבים היתה עזה. לעומת זאת, ניסיון החקיקה ב-2000 עלה על שרטון בגלל חוסר תחכום פוליטי מצד ראשי האוצר במקביל להתערערות ממשלת ברק.

האם יש להצטער על הכישלון? מצד אחד, קשה לכלכלנים להתנגד לקריאה להשוואת שעורי המס על תשואת כל הנכסים הפיננסיים. מצד שני, הטלת המס היתה חושפת את שוק המניות הישראלי לתחרות קשה מצד השווקים הבינלאומיים. החשיפה לתחרות איננה פסולה אילו יזם משרד האוצר במקביל גם הסרת מגבלות, שהקשו על תעשיית ניירות הערך הישראלית להתחרות בזירה הבינלאומית. מבחינה זו העיכוב בהטלת מס רווחי הון הוא לטובה והוא מאפשר למשרד האוצר ולרשות ניירות ערך, אם ירצו בכך, להתאים גם את דפוס ההסדרה למקובל בעולם. עוד בענין זה ראה בסעיפים להלן.

## מפולת המניות ב-1994

בשנים 1991 עד 1993 עלה מדד שערי המניות ב-200% ובשוק שררה גאות, שהזכירה את החגיגה של ראשית שנות השמונים.<sup>4</sup> אין פלא, איפה, שסיום החגיגה בינואר 1994 לווה בנפילת שערים תלולה וכואבת. החלטת הממשלה להטיל מס על רווחי הון העצימה את ירידות השערים ואלה נמשכו עד אמצע 1996.

מחזור של גאות ושפל הוא, כמובן, טבעי וירידות השערים התלולות שארעו בשנים 1994 ועד 1996 אינן בלתי סבירות, בהתחשב בעוצמת הגאות מאז סוף 1998. הבשורה הטובה שעולה מהאמור לעיל היא כי הנתונים מצביעים על כך שבראשית שנות התשעים "הציבור חזר לבורסה". הצלקות של משברי 1983 ו-1984 הגלידו ועל כך העידו היקפי המסחר הגדולים ומהירות המחזור הגבוהה בראשית שנות התשעים.

החמצה גדולה באותן שנים היא חוסר הנחרצות בהפרטה. הביקושים הגדולים למניות איפשרו להפריט כמויות גדולות מאד של מניות של בנקים וחברות ממשלתיות. הגברת היקפי ההפרטה היתה ממתנת את עליות השערים בראשית שנות התשעים ומחלישה את עוצמת הנפילות בשנים 1994 עד 1996.

ההחמצה השניה קשורה בהתנהלות הבנקים בשיווק קרנות נאמנות לקראת סוף 1993. אף שאין היא דומה, כלל ועיקר, לויסות של ראשית שנות השמונים הרי בציבוריות ואצל המשקיעים הותירו "מבצעי השיווק" של הקרנות טעם מר ופתחו מחדש פצעים, שדומה היה שכבר נרפאו.

(4) תחילתה של הגאות היתה בשנת 1989: בין סוף 1988 לבין סוף 1993 עלה המדד (הריאלי) של שערי המניות בכ-380%, או ב-37% בשיעור שנתי ממוצע.

## ההחמצה הגדולה מכולן – חברות הטכנולוגיה

התופעה המקרו-כלכלית החשובה ביותר בשנות התשעים היתה צמיחת חברות הטכנולוגיה והפיכתן לענף מרכזי במשק הישראלי. הענף החדש הצמיח במהלך העשור עשרות רבות של חברות בעלות שווי שוק גדול, ושמחזורי המסחר בהן גבוהים מאד. אין צורך להכביר במילים ולתאר איך יכול היה שוק המניות התל אביבי להראות אילו נסחרו בו, או גם בו, החברות הישראליות המפארות את הרשימות הטכנולוגיות בבורסות בארה"ב ובאירופה. אין גם צורך להתנצל על כי המשק הישראלי לא יכול היה לספק לחברות האלה את הסכומים הכבדים שעלה בידם לגייס בשוק האמריקאי והאירופאי. ההחמצה הגדולה של העשור היתה ההתעלמות מצרכי חברות הטכנולוגיה. ההסדרה המכבידה והמאיימת, שהיתה נחוצה לשם עשיית סדר בשוק ההון הישראלי, הניעה אותן לסרב לרשום את מניותיהן למסחר כפול בתל אביב. הדברים אמורים בראש ובראשונה בחברות שהתאגדו בישראל כגון צ'ק פוינט, גילת, ECI, סאיטקס. בנוסף להן יש חברות גדולות רבות שהרתיעה מההסדרה והמיסוי בישראל הביאה אותן להתאגד בארה"ב, בנוסף להסחרות מניותיהן שם, כגון אמדוקס, קומברס מרקיורי ועוד.

רשימת היתרונות של רישום כפול היא ארוכה ועל כך מצביע גם הניסיון הבינלאומי.<sup>(5)</sup> על רקע זה ובעקבות שיחות עם ראשי החברות הנסחרות בנאסד"ק עולה המסקנה שהרתיעה מההסדרה הישראלית היתה המניע העיקרי להעדר רישום כפול. באיחור רב מאד זיהו משרד האוצר ורשות ניירות ערך את הפוטנציאל המוחמץ ורק באוקטובר 2000 הושלמה החקיקה המקלה על החברות הדואליות. איך נתנו להזדמנות כה חשובה, לחמוק מבין הידיים? למה מנעו את נוכחות ענפי העתיד של המשק בשוק ההון הישראלי? מהם שורשי החמצת העשור? נדמה כי התשובה לכך פשוטה: זו דוגמא נוספת לכשרון לשפוך עם מי האמבט, לא רק את התינוק, אלא גם את אמו, תוך הצפת כל השכונה. הסדרת שוק ההון בראשית שנות התשעים תוארה לעיל וצויינה כאחד ההישגים של העשור. אולם יישום ההסדרה באופן גורף הביאה להחטאה ולהחמצה. משרד האוצר ורשות ניירות ערך סרבו במשך שנים רבות להעריך נכונה את ההסדרה הקיימת בארה"ב. החברות הישראליות שנסחרו בנאסד"ק לא זכו לשמץ של הנחה בגין היותן מפוקחות על ידי הרשות האמריקאית ובגין משמעת השוק השוררת בארה"ב. החברות הדואליות נדרשו לעמוד באותן חובות שמוטלות על אחרונות חברות הבועה הישראליות. החברות שנסחרו בנאסד"ק לא היו מוכנות לשאת ב"כפל הסדרה" – פיקוח ישראלי בנוסף לזה שבארה"ב - וכל השאר הוא החמצה היסטורית. ניתן להבין את שקולי הרשויות בישראל: בשנים שבהם עשו מאמצים גדולים להנהיג הסדרה מתקדמת וליישם את הלקחים ממשבר ויסות המניות, הקלות לחברות הנסחרות בנאסד"ק היתה עלולה לפגוע במאמצים. עם זאת, כאשר בוחנים את התנהלות הרשויות במבחן התוצאה, המסקנה הבלתי נמנעת היא שהיתה זאת החמצה רבת. לא נותר אלא לקוות כי ניתן לתקן את המעוות. לסיום יצוין כי בנוסף לתיקונים המקלים על הרישום הכפול, נעשו בשנת 2000 גם תיקונים בחוק ניירות ערך המקלים על החברות הנסחרות בתל אביב. החשוב שבהם היה תיקון בסעיף 15 לחוק, המקל על הקצאות פרטיות לעובדים ולאחרים. לעומת זאת, כניסתו לתוקף של חוק החברות החדש יצרה תמריץ נוסף לחברות הטכנולוגיה להתאגד בארצות הברית ובכך חיזק את התמריץ, החזק ממילא, שמקורו בפקודת מס הכנסה הישראלית.

(5) ראה: "רונית הראל בן-זאב, חוק הרישום הכפול – שלב חדש בגלובליזציה של שוק ההון הישראלי", החדש בבורסה 227, יולי 2000.

**דברים כלליים**

1. ההתפתחויות בשנות התשעים, שתוארו לעיל, קידמו מאד את השוק הישראלי והביאו אותו להיקף משמעותי. למרות זאת, בשנים הקרובות פניו עשויים להשתנות מאד בעקבות הגלובליזציה והאפשרות שיוטל מס על רווחי הון בבורסה בתל אביב ("רפורמת בן בסט"). התפתחויות אלה יגרמו לשינוי מהותי בתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים והפרטיים ויגדילו את חלקן של המניות הזרות, על חשבון המניות הנסחרות בתל אביב. במילים אחרות, לאחר שבשנות התשעים התרחש תהליך של הגירת חברות ישראליות לשווקים הבינלאומיים צפוי כי בשנים הקרובות תהיה גם הגירה של משקיעים לבורסות בעולם. התפתחויות אלה עלולות לצמצם את היקפי הפעילות של הבורסה בתל אביב ולהורידן מתחת למסה הקריטית, החיונית לצמיחתה וליכולתה לספק שרותים פיננסיים למשק הישראלי. ההתמודדות עם האיומים הגלובליים מחייבת נקיטת פעולות על ידי הבורסה עצמה ועל ידי הרשויות הממלכתיות.
  2. הבורסה פועלת ותמשיך לפעול באופן שהגלובליזציה תשרת גם את מטרותיה בתחומים הבאים:
    - ◆ פעולות להנעת החברות הישראליות לבצע רישום כפול.
    - ◆ שימוש בתשתיות הבורסה למתן שרותים לחברי הבורסה הסוחרים בנאסד"ק ובבורסות זרות אחרות.
    - ◆ הגברת כח המשיכה של הבורסה למשקיעי חוץ.
    - ◆ כל אלה בנוסף לפעולות הרגילות של הענות לצרכי המשתמשים, הוזלת עמלות והתייעלות.כמובן, את כח המשיכה של ישראל לא קובעת רק הבורסה. שותפים בכירים לכך הן החברות הבורסאיות עצמן, המצב המדיני, החקיקה למען משקיעי חוץ וכו'. אולם, אין ספק שאם תינקטנה הפעולות הראויות יהיה למדינת ישראל כח משיכה לא רק לגבי משקיעי חוץ, אלא גם לגבי אזרחיה.
  3. הרשויות הממלכתיות חייבות לפעול להרמוניזציה של הרגולציה בתחומים רבים – חוק ניירות ערך, מס הכנסה, חוק החברות – על מנת לאפשר לבורסה בתל אביב להתחרות עם אחיותיה בעולם. מדובר בצורך בשינוי תפיסתי: במקום לחשוב במונחים של כל המרבה בהסדרה הרי זה משובח יש לזכור כי עודף הסדרה ירחיק את ענף ניירות הערך אל מחוץ לגבולות ישראל.
- בשנות התשעים הונחו היסודות להסדרה מודרנית של שוק ההון הישראלי אך הגישה, באותו עשור, שמה דגש רב מדי על תיקון מחדלי שנות השמונים (ויסות מניות הבנקים וכו') תוך שהיא מתעלמת מהתחרות הגלובלית, שאליה נחשף השוק הישראלי. בעיקר הורגשה התעלמות ממשמעת השוק, שיובאה לישראל בעקבות הגלובליזציה, ומניעה את החברות הבורסאיות ל"התנהג כראוי" משיקולים תועלתיים.
- קל להבין מדוע הרחיקו שרי אוצר את עצמם משוק ההון ומדאגה לצרכיו. במשך שנים רבות נחשב שוק ההון למעמסה פוליטית שגרמו לשרי אוצר אומללים לבזיזות (לשרים יגאל הורוביץ, יגאל כהן אורגד ויורם ארידור בשנות השבעים והשמונים ולשרים בייגה שוחט, דן מרידור ויעקב נאמן בשנות התשעים).
- קשה לשר האוצר לעשות הון פוליטי מקידום שוק ההון במדינה שעדיין לא השתחררה מהשורשים המרקסיסטיים של החשיבה הכלכלית.

להלן מספר שינויים מרכזיים בתחום ההסדרה החינויים שיקלו על שוק ההון הישראלי להתחרות עם אחיו בעולם. ראוי לשים לב כי אף אחד מהנושאים שיפורטו להלן איננו גורלי כשלעצמו. אולם צרופם והסינרגיות שלהם עשו את השוק הישראלי לנכה, ומכבידים מאד על כושר התחרות. הדברים אינם חדשים, טובים ורבים ציינו אותם. יתר על כן, חלק מהנושאים מונחים, זה מכבר, על סדר יומם של הרשויות הממלכתיות.

**נושאים בתחום הביקוש למניות ולאיגרות חוב**

1. הפסקת הנפקת איגרות חוב מיועדות לקרנות הפנסיה וחסירת הפנסיה התקציבית למצטרפים חדשים לשוק העבודה.
2. הסרת המגבלות המקשות על קופות גמל, חברות ביטוח וקרנות נאמנות לסחור ב"חבילות" של ניירות ערך מצד אחד, והמקשות על עושי שוק פוטנציאליים, מצד שני.

3. תיקון הכללים החשבונאיים שעל פיהם משוערכים נכסי קופות גמל וחברות ביטוח והמקנים העדפה להשקעה במכשירים פיננסיים שאינם נסחרים בבורסה.
4. הסרת המגבלה המונעת מקופות גמל להחזיק מעל 5% מהון חברה.
5. עידוד משקיעי חוץ לפעול בשוק הישראלי, בין השאר על ידי יצירת קישוריות בין הבורסה בתל-אביב לבין המרכזים הפיננסיים בארה"ב ובאירופה.
6. פעולה לשיפור הנזילות של איגרות החוב הממשלתיות.

### **נושאים בתחום ההיצע של ניירות ערך**

1. לסיים את הפרטת בזק, בנק לאומי ובנק דיסקונט. להתחיל בהפרטת הבנק לפיתוח התעשייה, אל-על, צים ובתי הזיקוק.
2. לתקן את חוק ניירות ערך באופן שיאפשר הנפקה סימולטנית – בתל-אביב ובשוקים הבינלאומיים.
3. לשכלל את ה"אוטומטיות" של הרישום הכפול ולהשלים את השוואת תנאים לחברות הדואליות: בתחום המיסוי, בתחום חוק ניירות ערך ובתחום חוק החברות.
4. לפעול למחיקת ניירות ערך דלי סחירות.

### **תשתיות שוק ההון**

1. להגביר את התאום בין המפקחים על קופות הגמל, על קרנות הנאמנות, על הבנקים ועל שוק ההון בכללותו.
2. לעודד את התחרות בין הגופים הפעילים בשוק ההון.
3. להשלים הקמת השוק למכירות בחסר על ידי פרסום ההוראות המתאימות של נציבות מס הכנסה ואגף שוק ההון במשרד האוצר.
4. לתקן את חוק המשכון כך שיוקל על שיעבוד ניירות ערך, בכלל ועל הסבת בטחונות למסלקת הנגזרים, בפרט.
5. להשתמש בתשתיות המיחשוב והתקשורת של הבורסה להקלה על פעולות המשקיעים הישראלים הפועלים בארה"ב ("רצף חו"ל").
6. להגדיל את מיגוון הנכסים הנגזרים הנסחרים בבורסה.
7. לעודד פעולת "עושי שוק וירטואליים".
8. לאסור בחוק על Front running.

**לוח 1: עשור הזהב של שוק המניות**  
 1991 עד 2000 (במחירי דצמבר 2000)

שינוי שנתי	השינוי	2000	1991	שוק המניות
	+514%	270	<sup>(1)</sup> 44	שווי המניות (מיליארדי ש"ח)
	+185%	468	164	המחזור היומי הממוצע (מיליוני ש"ח)
	-42%	0.43	0.74	"מהירות המחזור" <sup>(2)</sup>
+11.5%	+197%	297	<sup>(1)</sup> 100	מדד המניות הכללי (ריאלי)
	+145%	665	<sup>(1)</sup> 271	מספר החברות <sup>(1)</sup>
	+152%	406	<sup>(1)</sup> 161	השווי הממוצע של חברה (מיליוני ש"ח)
	<sup>(4)</sup> 78.9	13.9	3.7	גיוס הון (מיליארדי ש"ח) <sup>(3)</sup>

<sup>(1)</sup> נתון לסוף 1990.

<sup>(2)</sup> המחזור השנתי מחולק בשווי המניות הממוצע.

<sup>(3)</sup> כולל הנפקות בחו"ל של חברות דואליות והקצאות פרטיות, בישראל ובחו"ל.

<sup>(4)</sup> הסכום המצטבר של גיוסי ההון השנתיים בעשור כולו.

**לוח 2: שיא ושפל בעשור הזהב**  
 1991 עד 2000 (במחירי דצמבר 2000)

שפל	שיא	שוק המניות
<b>128</b> <u>:1996</u>	<b>588</b> <u>:1993</u>	<b>המחזור היומי הממוצע (מיליוני ש"ח)</b>
<b>0.22</b> <u>:1996</u>	<b>0.74</b> <u>:1991</u> <b>0.73</b> <u>:1993</u>	<b>"מהירות המחזור" <sup>(1)</sup></b>
<b>-47%</b> <u>:1994</u> <b>-11%</b> <u>:1996</u>	<b>+75%</b> <u>:1992</u> <b>+62%</b> <u>:1999</u>	<b>השינוי במדד המניות הכללי</b>
<b>2</b> <u>:1991</u> <b>3</b> <u>:1996</u>	<b>15</b> <u>:1993</u>	<b>גיוס ההון (מיליארדי ש"ח)</b>

<sup>(1)</sup> המחזור השנתי מחולק בשווי המניות הממוצע.

**לוח 3: מניות מדד ת"א-25 בסוף שנת 2000 ומצבן בסוף שנת 1990**  
 (שווי שוק במיליוני ש"ח, במחירי דצמבר 2000)

המניה <sup>(1)</sup>	דצמבר 2000	דצמבר 1990
טבע	36,954	1,267
בזק	17,029	נרשמה 9/90
פועלים	14,608	בנק בהסדר
לאומי	13,294	בנק בהסדר
אי.די.בי. פיתוח	8,578	2,023
דיסקונט השקעות	8,113	1,312
כיל	6,024	נרשמה 2/92
אי.די.בי. אחזקות	5,326	בנק בהסדר
כלל תעשיות	5,103	1,209
מגדל ביטוח	4,993	נרשמה 1/97
דיסקונט	4,390	בנק בהסדר
כור	4,222	רוב ההון לא היה רשום למסחר
חברה לישראל	4,194	888
מכתשים אגן	3,581	229 (אגן בלבד, מכתשים נרשמה 5/92)
כלל ביטוח	3,228	336
דלק קבוצה	3,138	651
שופרסל	3,018	835
מזרחי	2,972	בנק בהסדר
אלרון	2,212	521
אסם	2,052	נרשמה 5/92
מתב	1,937	נרשמה 10/93
כלל אלקטרוניקה	1,827	740
רבוע נכסים	1,729	נרשמה 2/91
נייס	1,000	נרשמה 12/91
סה"כ	159,522	
מזה: חברות חדשות	79,576	

<sup>(1)</sup> הרשימה כוללת רק 24 מניות שכן מניות "ברום" נגרעו מהמדד בשל מחיקתן מהרישום למסחר בדצמבר 2000. במקומה צורפה למדד מניה אחרת ב-1.2.2001.