

כיצד ניתן לקדם את התחרותיות של המשק הישראלי?

באמצעות קפיצת מדרגה בפריון,
אשר תושג על ידי ייעול מנגנוני
הקצאת 2.5 טריליון ש"ח הנכסים
הפיננסיים של הציבור

מצגת שהוכנה על ידי יצחק דבש לוועדה הבינמשרדית לקידום התחרותיות
במשק הישראלי
אפריל 2011

רקע: משאבי היסוד של המשק אינם ממוצים באופן יעיל

• רפורמות ממשלתיות כגון הפסקת הנפקת האגחים הייעודיים וריסון תקציב המדינה הקטינו את הריכוזיות של המדינה בשוק ההון

• יועדת ברודט הקטינה את הריכוזיות באחזקות הריאליות של הבנקים

• רפורמת בכר הקטינה את הריכוזיות של הבנקים בשוק ההון

• סיבוב פרסה: הפרטת הבנקים, התרחבות פירמידות השליטה ושינויי הבעלות בחברות ביטוח יצרו ריכוזיות מסוג חדש

- שוק הקרקעות: כ-93% מהקרקעות הנן בידי מנהל מקרקעי ישראל וקק"ל. שוק הקרקעות הפך לאפיק השקעה לא יעיל. שוק הנדל"ן הלא יעיל מעוות את השווקים האחרים (את בטוחות הבנקים ואת יכולתם של זוגות צעירים לקנות בית)

- שוק ההון: 2.5 טריליון ₪ נכסים פיננסיים של הציבור מוקצים באופן ריכוזי ולא יעיל ועם רמת סיכון מקרו מערכתית גבוהה

- שוק העבודה: מתוך 7.5 מיליון אזרחים, רק כ-2.8 מיליון עובדים ומתוכם כ-850,000 בשירות הציבורי. מספר העניים: 1.7 מיליון מתוכם כ-750,000 ילדים

- הוצאה הציבורית: מהווה כ-44% מהתל"ג. החוב הלאומי מהווה כ-78% מהתל"ג (לא כולל פנסיה תקציבית!!!)

היכן אין בעיות

- בכך שיש עשירים בישראל
- בזהות הבעלים של פירמידות השליטה
- בריכוזיות היחסית של ישראל יחסית לעולם
- בדירוג היחסי של ישראל במדד 10 המשפחות ושווי החזקתן בבורסה

היכן כן יש בעיות

- בקשר הגורדי שבין מוסדות פיננסים לריאליים
- בפירמידות השליטה שהפכו הלכה למעשה למוסד פיננסי ללא כל הבקרות והאיזונים שיש בבנקים ובחברות הביטוח
- בתפיסת העולם של "גרעיני שליטה" במוסדות פיננסים ובקוד התאגידי של מוסדות פיננסים בישראל
- בריכוזיות של הבעלות בחברות הציבוריות בישראל (לרוב בעל שליטה עם למעלה מ 50% מהמניות)

במנגנוני הקצאת 2.5 טריליון ₪ נכסים פיננסים של הציבור

היכן נמצאים ה 2.5 טריליון ש"ח

- סך חסכונות הציבור הוא 2.5 טריליון ₪
- בישראל יש כ 2 מיליון משקי בית
- לכל משק בית יש בממוצע כ 1.25 מיליון ₪ נכסים פיננסיים
- שאלה: כמה כסף מזומן יש למשפחה ממוצעת "בכיסים"?
- כלומר, למעלה מ 95% מהנכסים הפיננסיים של הציבור הם "רישום אלקטרוני" שנמצא או בבנקים, או בחברות הביטוח או במוסד פיננסי אחר.

מי מקבל את חלק הארי של הכסף של הציבור?

■ בישראל, הריכוזיות קיימת "הלכה למעשה" בשליטת הקבוצות העסקיות ב 2.5 טריליון ₪ הנכסים הפיננסיים של הציבור (להוציא חוב ממשלתי):

■ בורסה: כעשרים קבוצות עסקיות, רובן משפחתיות, בעלות מבנה פירמידלי מובהק, ממשיכות לשלוט בחלק ניכר מהחברות הציבוריות בישראל (כ 25% ממספר החברות) ובכמחצית מנתח השוק בבורסה. (מתוך דו"ח בנק ישראל לשנת 2009). בנוסף, לקבוצות העסקיות יש השפעה משמעותית נוספת על הבורסה באמצעות שליטתם בבנקים ובחברות הביטוח שמשקיעות גם הן בבורסה

■ אשראי חוץ בנקאי: 16 קבוצות עסקיות מחזיקות ב 56% מהאג"ח החוץ בנקאי המונפק ו 7 קבוצות מחזיקות ב 45% ממנו (שקף 7 בדו"ח הרצ"ב של חברת הדירוג מידרוג http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info_images/mono.pdf). כ-47% מסך ההנפקות של אשראי חוץ בנקאי ב 2009 גויסו על-ידי תשע קבוצות עסקיות.

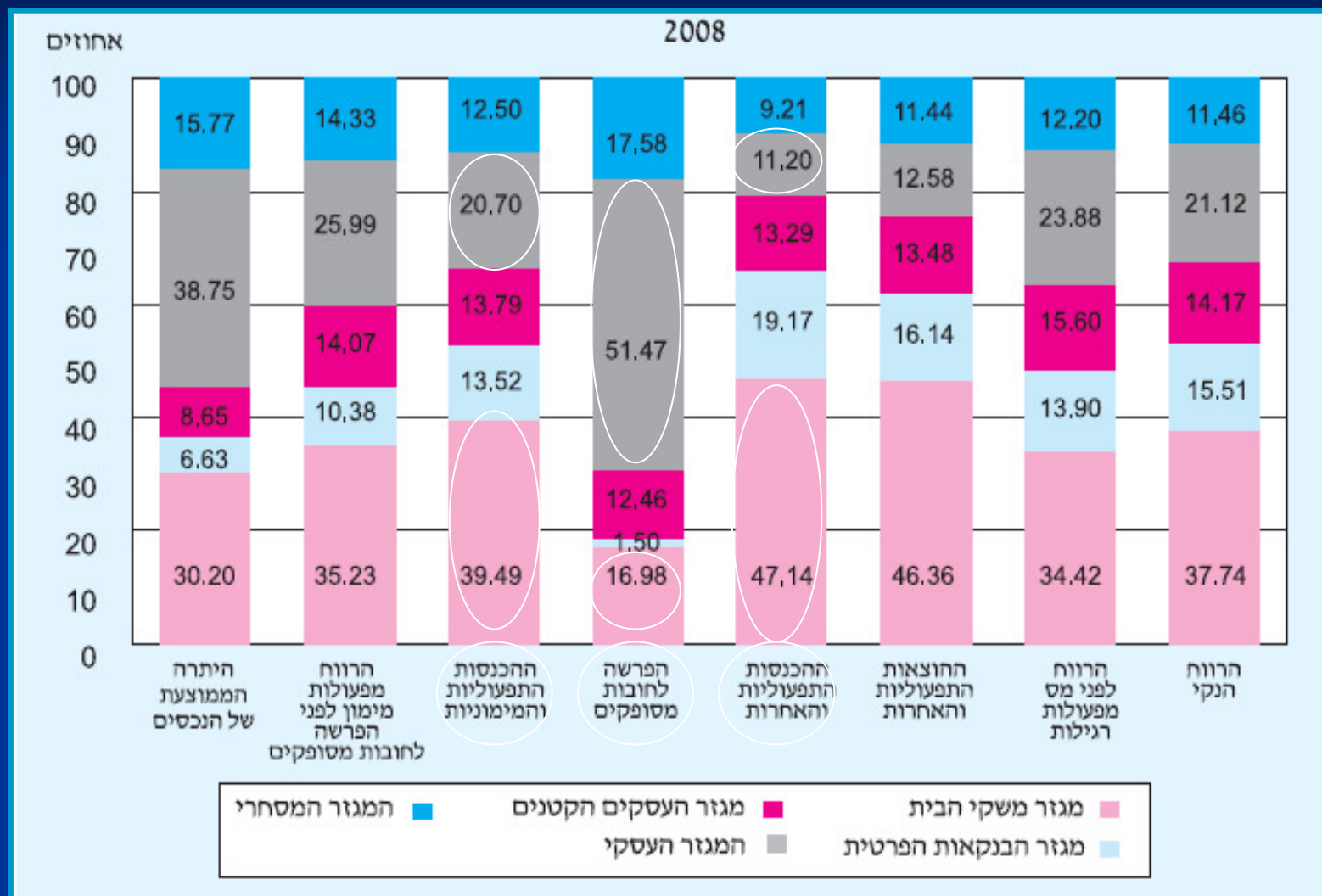
■ אשראי בנקאי: 6 קבוצות עסקיות קיבלו ב 2008 כ 40% מהאשראי הבנקאי לעסקים גדולים (מרכז המידע של הכנסת)

■ בנוסף, הקבוצות העסקיות שולטות על 50% מענפי הבנקאות וענפי הביטוח (עמוד 2 בדו"ח של הכנסת)

■ שורה תחתונה: יש להסתכל על נתח השוק של 20 הקבוצות העסקיות במלוא הנכסים הפיננסיים של הציבור ולא רק בשוק ההון ואז ניתן להגיע למסקנה שהקבוצות העסקיות שולטות על למעלה מ 50% מסך הנכסים הפיננסיים של הציבור הפנויים למגזר העסקי (2.5 טריליון ₪ נכסים פיננסיים של הציבור פחות חוב ממשלתי).

מדד לגודל הבעיה = ההון העצמי של בעלי השליטה המושקע בקבוצות עסקיות חלקי השליטה בהון ציבורי (2-4%?)

לא רק שהקבוצות העסקיות מקבלות את מרבית הנכסים הפיננסיים של הציבור, אלא שהן מקבלות אותו לכאורה במחיר מסובסד



מתוך דוח בנק ישראל על המערכת הבנקאית לשנת 2008

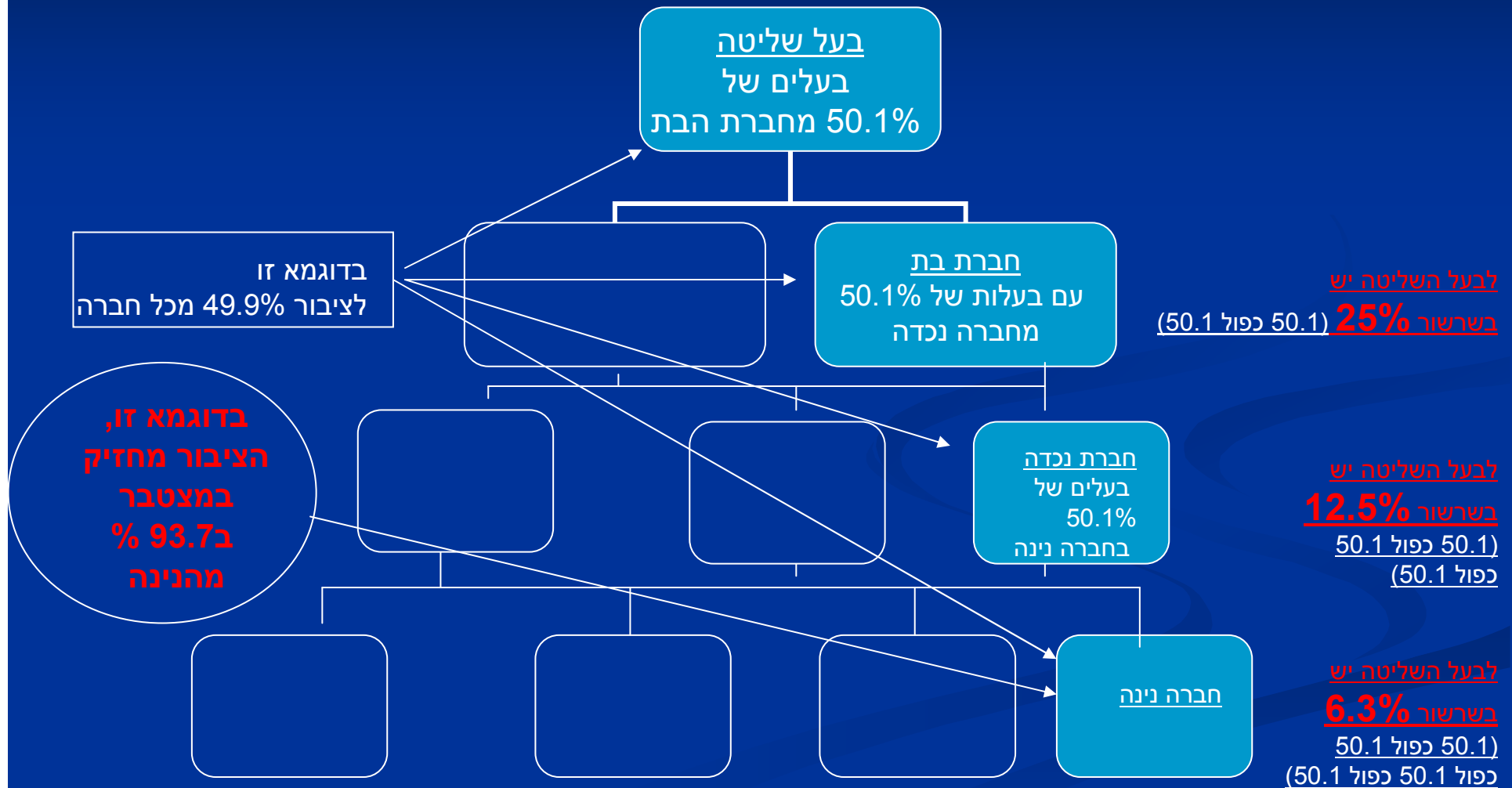
דוגמא לפירמידת שליטה

IDBH

(in NIS millions, except for earnings per share)

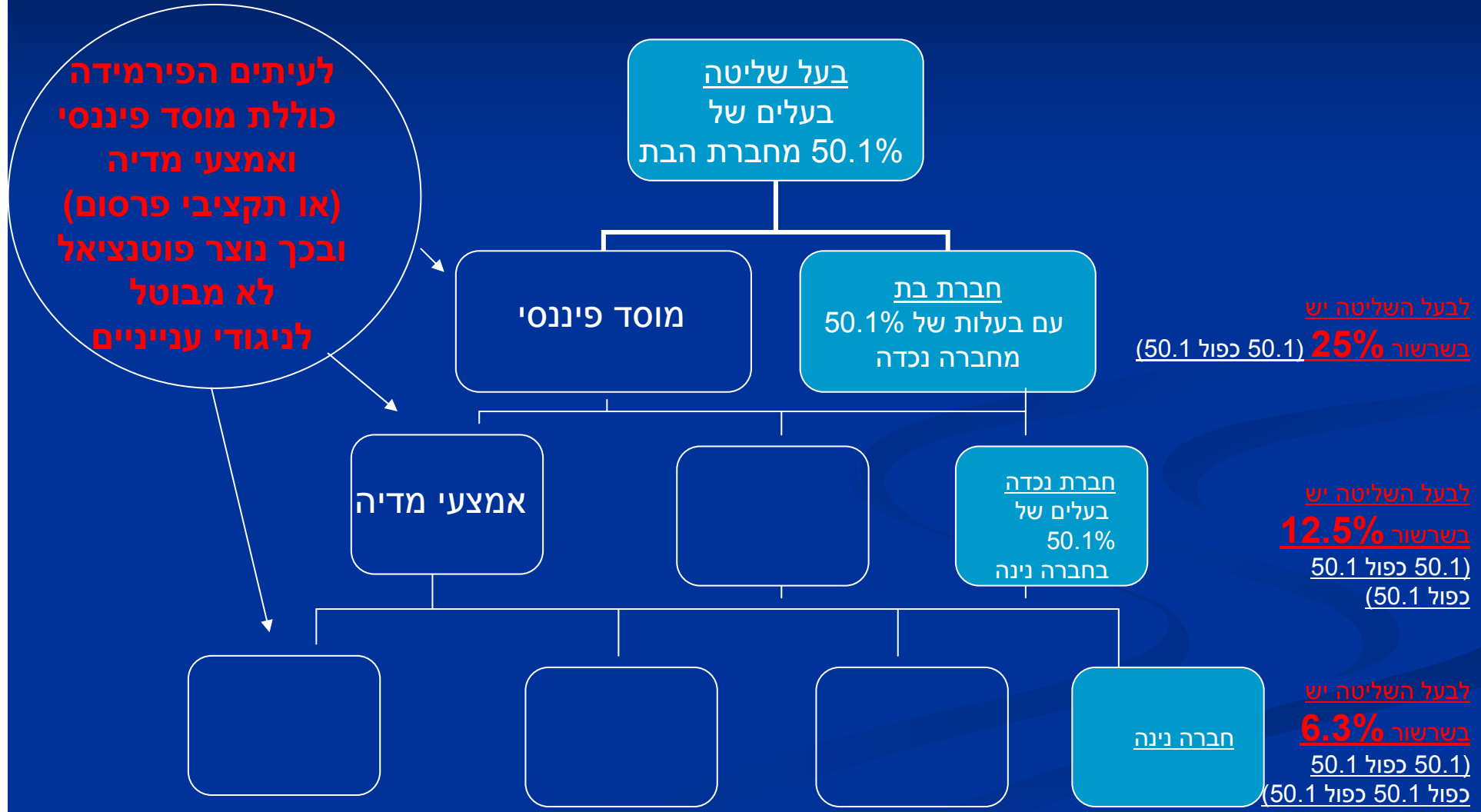
	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Total Assets	139,671	121,035	104,529	104,992	86,220	78,954	59,790	54,387
Shareholders' equity	830	1,925	1,358	2,547	1,825	2,024	1,892	2,025
Net Income/(Loss)	554	977	(412)	1,221	652	545	595	2
Net (Loss) Earnings per share	14.51	25.89	(11.03)	32.75	17.38	14.44	3.16	0.05

המחשה גרפית למבנה הפירמידה אשר יוצר הלכה למעשה שתי סוגי מניות. מניית שליטה ומניית מיעוט (עולם הפוך): **מיעוט שהוא רוב...**)



הפירמידות כוללות חוב בכל רמה ובכך הן מעניקות לבעל השליטה עוד יותר שליטה בעוד פחות הון

לעיתים הפירמדה כוללת מוסד פיננסי ואמצעי מדיה (או תקציבי פרסום)



אינדיקציות נוספות לכך שהריכוזיות בתחום הפיננסי אינה בריאה למשק

- תיאוריית פורטפוליו מודרנית (בישראל כמות מקבלי ההחלטות קטנה והקורלציה בניהם גבוהה)
- פירמידות שליטה בישראל מראות סממנים בעיתיים כגון, העסקת בני משפחה, שכר בכירים, פרמיית שליטה, עסקאות בעלי עניין, הצעות רכש, תשואה על הון (בנטרול הסיכון), מחיר מניה, וכו'.
- יש לשאול האם הריכוזיות אינה מקשה על יבוא הון היות ושחקנים בינלאומיים חושבים ש"המשחק מכור" ושעלות ההון של שחקן מקומי מסובסדת?
- ב 2008 יתרת האשראי לעסקים הקטנים עמדה על כ 58 מיליארד שקל (מרכז המידע של הכנסת) וההשקעה הממוצעת בהון הייתה נמוכה ממדינות מתפתחות
- ההשקעה בתעשייה המסורתית בישראל הינה נמוכה יחסית למדינות מפותחות
- ישראל ייצאה עשרות מיליארדי שקלים להשקעות בנדלן בחו"ל (האם לישראל יש יתרון יחסי בתחום או שמא יש שחקנים עם מקורות מסובסדים)
- מרבית תעשיית ההון סיכון ממומנת בחו"ל
- תעשיית היי טק מונפקת בחו"ל ולא בישראל

האם הנכסים הפיננסיים של הציבור מוקצים באופן כלכלי?

מי נפגע מהקצאת ההון הריכוזית

- הריכוזיות מקשה על מיצוי הפוטנציאל אצל כל אלו שלא מקורבים לפירמידות השליטה ולמוסדות הפיננסים (תעשייה מסורתית, עסקים קטנים, פריפריה, חרדים, ערבים, נשים וכו')
- שאלה: מדוע בעל עסק קטן צריך לתת ערבות אישית על מרבית הפעולות שלו בזמן שבעלי הפירמידות מקבלים הקצאות הון מסיביות ללא כל ערבויות אישיות ובמחירים מסובסדים? חברה בע"מ למול חברה בלי ערבון כלל (בע"כ)
- חסכונות הציבור מושקעים באפיקים לא יעילים
- היציבות המערכתית בסימן שאלה

כיצד טופלו הפירמידות והאחזקות הצולבות פיננסיות-ריאליות בארה"ב

■ בשנות ה 30 של המאה הקודמת הממשל של הנשיא רוזוולט שיכנע את הקונגרס שפירמידות שליטה יצרו את הבעיות הבאות:

■ קוד תאגידי בעייתי

■ התחמקויות ממס

■ כוח מונופולי

■ השפעה לא רצויה על הפוליטיקה

■ תגובת הממשל הייתה:

■ מיסוי דיבידנדים

■ פטור מרווחי הון על מכירת חברות בת

■ הטלת הגבלות בתחום איחוד החזרי מס

■ מידע נוסף ב <http://www.nber.org/papers/w10944.pdf>

■ ב 1956 הקונגרס חוקק חוק שמנע מחברת אחזקות בנקאיות להיות מעורבת בעסקים לא בנקאיים

Central Bank Lessons from the Global Crisis

Stanley Fischer

Lesson 5: The Lender of Last Resort, and Too Big to Fail.

..."After having had to decide how to deal with moral hazard issues in a variety of financial crises, I have arrived at the following guide to conduct: if you find yourself on the verge of imposing massive costs on an economy — that is on the people of a country or countries — by precipitating a crisis in order to prevent moral hazard, it is too late. You should not take the action that imposes those costs. Rather in thinking through how a system will operate in a crisis, you need to take into account the likelihood of facing such choices, and you need to do everything you can in designing the system to keep that likelihood very small."

התייחסות לטענות שאין בעיית ריכוזיות ושמדובר ב"פופוליזם"

- יש הטוענים שהמצב לא נורא כל כך... יכול להיות יותר גרוע...
מרבית הטוענים הם יחסיים ולא מובילים למסקנות.
- יש הטוענים שריכוזיות=יציבות. יש לשאול: יציבות של מי ועל
חשבון חוסר היציבות של מי?
- וכמובן תומכי הריכוזיות משתמשים בפחד משינוי... כזכור, יש
שטענו שאם רפורמת בכר תבוצע אזי אלפי עובדים יפוטרו, טענו
שלא יהיו קונים, שהניתוק יזעזע את הבנקים...ועוד)
- אך יש שאלות שהן לא יחסיות והן נכונות לכל זמן ולכל מקום:
 - האם מי שהוא צרכן גדול של הון יכול להקצות הון לעצמו ולשאר המשק באופן
נטול פניות (האם החתול מסוגל לשמור על השמנת)?
 - האם מבנה פירמידה לא יוצר שתי סוגי מניות ומביא את מוסד החברה בע"מ
לאבסורד מסוכן (מיעוט עם מניות שליטה ועם זכויות יתר וללא אחריות
אישית ורוב עם מניות מיעוט ועם תנאים נחותים)?

החזון

- תוך 5 שנים כל חברות האחזקה מכרו את האחזקות הפיננסיות שלהן (או שהן מכרו את האחזקות הריאליות ונתרו רק עם אחזקות פיננסיות).
- תוך 5 שנים אין בישראל פירמידות עסקיות
- הנכסים הפיננסיים של הציבור מוקצים באמצעות "היד הנעלמה" ולא על ידי יד מכוונת...ועל ידי כך הפיריון, השכר, כוח הקנייה, החיסכון, התעסוקה והחדשנות גדלים. תזכורת: כל אחוז תשואה על 2.5 טריליון נכסים פיננסיים של הציבור = 25 מיליארד שקל לשנה...
- תוך 5 שנים במקום 20 קבוצות עסקיות יש בישראל לפחות כ-50 100 חברות עצמאיות שלא במבנה פירמידלי ועל ידי כך עולם העסקים מתחזק, כמו גם הדמוקרטיה הישראלית
- בהדרגה, פחות ופחות חברות בבורסה הישראלית מתנהלות עם גרעין שליטה והציבור הופך לדומיננטי יותר בשוק ההון
- תוך 5 שנים כל שחקן מהותי בכלכלה משקיע את ההון שלו ולא את ההון הציבורי בשיטת "הפרד ומשול" באמצעות הפירמידה ובאמצעות השליטה בנכסים הפיננסיים של הציבור ובכך הסיכון המערכתי קטן דרמטית.

המלצות

■ ניתוק הקשר הגורדי בין אחזקות פיננסיות ריאליות ויצירת מערכת פיננסית עצמאית בשליטת הציבור על ידי:

■ חקיקה מקבילה לוועדת ברודט

■ מעבר הדרגתי למודל של בנקים, חברות ביטוח ומוסדות פיננסים ללא גרעיני שליטה תוך חיזוק מסיבי של הדירקטוריונים (50% במשרה מלאה, בתשלום אטרקטיבי, עם מנגנוני בחירה והכשרה ובקרה שוטפת מקצועיים) וחיזוק מסיבי של האסיפות הכלליות באמצעות הצבעה של הציבור דרך האינטרנט ובעזרת תשתית של EQUITY RESEARCH

המלצות

- פירוק של פירמידות השליטה על ידי:
 - מיסוי דיבידנדים אגרסיבי
 - שיטת המקל והגזר במיסוי ריווחי הון. קרי, מתן פטור על מכירת חברות למספר שנים קצר והטלת מס אגרסיבי לאחר מכן
 - לשקול הסרת העירבון המוגבל של בעלי השליטה בחברות פירמידה
 - היות והפירמידות משמשות הלכה למעשה כמוסד פיננסי יש להכפיף למפקחים על שוק ההון ולמפקח על הבנקים
 - לדרוש בכל פירמידה רוב של דירקטורים עצמאיים
- בניית תוכנית אסטרטגית לפיזור הדרגתי של גרעיני השליטה בחברות ציבוריות, תוך אכיפה מוגברת בתקופת המעבר

מה לא מומלץ לעשות

- לא לאפשר חיבור בין חברות ביטוח לבנקים. חיבור שכזה ייצר ניגוד עניינים מבני, יגדיל את הסיכון המוסרי וימנע התייעלות של שני סקטורים לא תחרותיים
- לא להניח שהקשר בין תקשרות ועיתונות לעסקים ריאליים הוא שיווי משקל יציב ויעיל ודמוקרטי (תיאום בין שווקים?)
- לא להניח שריכוזיות במוסדות הפיננסים מגדילה את היציבות
- לא להניח שהוועדה הזאת עוסקת בנושא "פופוליסטי" ולא חשוב. נהפוך הוא! הוועדה עוסקת בנושא מגה אסטרטגי עם השלכות כבדות משקל על הפיריון, על חלוקת ההכנסות, על הקטנת הסיכון המערכתית והמוסרי ועל צמיחת המשק בכללותו.

סיכום

- הנכסים הפיננסים של הציבור צריכים (ויכולים) לקדם את כלל הפיריון במשק ולא רק קבוצה קטנה של אזרחים ולכן חשוב:
 - לפרק את ניגוד העניינים החמור הקיים באחזקות צולבות פיננסיות-ריאליות
 - לפרק את פירמידות השליטה שהפכו הלכה למעשה למוסדות פיננסים של בעלי השליטה ללא בקרות ואיזונים של מוסד פיננסי מפוקח
 - להעביר בהדרגה את המוסדות הפיננסים חזרה לבעליהם המקוריים-הציבור- תוך ביטול הדרגתי של עיקרון גרעיני השליטה ובמקביל מיסוד דירקטוריונים עצמאיים וחזקים כאשר 50% מהדירקטורים מכהנים במשרה מלאה, בשכר מלא, עם מנגנוני בחירה, הכשרה ומדידת ביצועים ותוך חיזוק האסיפות הכלליות באמצעות האינטרנט
 - לצמצם באופן ניכר את כמות החברות בבורסה שבהן יש בעל שליטה עם למעלה מ-50% מהמניות ולייצר שוק לשליטה
- "יודגש כי התעלמות מסוגיית הקבוצות העסקיות עלול להביא לאי הצלחתם של צעדי מדיניות שונים או לעיוות מטרתם ותוצאותיהם, וכתוצאה מכך גם לפגיעה בתפקודן של המערכות הפיננסיות והריאליות בכללותן." דו"ח בנק ישראל לשנת 2009
- תזכורת: הוועדה הינה רק תחילת הדרך ולאחריה המסקנות צריכות לעבור את הממשלה ואת הכנסת.