

תשרי תשע"ה ■ אוקטובר 2014

# רבעון לבנקאות

09 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2013

24 | פיזור בין-לאומי של השקעות הגופים המוסדיים –  
היבטים והמלצות

76 | תפקיד הדירקטור, לאן?

87 | 1914-1954 בנק לאומי לישראל  
ארבעים שנות הנפקת שטרות בארץ ישראל



---

# רבעון לבנקאות

---

## תוכן העניינים

---

07 | דבר העורך  
ד"ר גד שפרון

09 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2013  
ד"ר יובל רבינוביץ

24 | פיזור בין-לאומי של השקעות הגופים המוסדיים -  
היבטים והמלצות  
לביא שיפנבאואר

76 | תפקיד הדירקטור, לאן?  
ד"ר גדעון שטיאט

87 | 1914-1954 בנק לאומי לישראל  
ארבעים שנות הנפקת שטרות בארץ ישראל  
ד"ר איתן בורשטיין

הדעות המובאות במאמרים המתפרסים ברבעון לבנקאות אינן זהות תמיד עם דעת המערכת. הרבעון רואה עניין בפרסום מאמרים המביעים השקפות שונות, כדי לעורר בירור כלכלי ולהעשיר את המחשבה בתחום זה.

**המערכת לא תחזיר כת"י של מאמרים שלא יתפרסמו ברבעון.**

המו"ל: איגוד הבנקים בישראל (ע"ר), ת.ד. 2258, תל אביב 61021, טל' 03-5609019

**חברי המערכת:**

פרופ' ר' אלדור, ד"ר ח' בר, מר פ' וידר, פרופ' מ' חת, פרופ' א' מלניק,  
פרופ' ר' פלאטו-שנער, מר מ' פרל, מר ט' רבינוביץ וד"ר י' רבינוביץ.

**העורך: ד"ר ג' שפרון**

דמי חתימה לכרך: - 100 ש"ח | מחיר החוברת: - 25 ש"ח

מותר להעתיק או לצטט מהחומר המופיע בחוברת זו בתנאי שהמקור יצוין

רבעון לבנקאות: ISSN 0557-1480

הפקה ועיצוב גרפי: שני הבדלה

shani.havdala@gmail.com | 052.6685887

---

**Editorial Board:**

Dr. H. Ber, Prof. R. Eldor, Prof. M. Heth, Prof. A. Melnik, Mr. M. Perl,  
Prof. R. Plato-Shinar, Mr. T. Rabinovici, Dr. Y. Rabinovitch, Mr. F. Wieder.

**Editor: Dr. G. Shifron**

Subscription Price Per Volume: INS 100.- | Price Per Copy: INS 25.-

## הזמנה להגשת מאמרים לרבעון לבנקאות

הרבעון לבנקאות מזמין בזה את קהל קוראיו להגיש מאמרים ועבודות לפרסום.

יתקבלו בברכה מאמרים איכותיים העוסקים בנושאי הבנקאות, הכספים ושוק ההון.

ההגשה תעשה בעותק מודפס, בצורה שהכותב חפץ לפרסם את עבודתו, בלווית תקציר. הערות השוליים, הלוחות והדיאגרמות ישובצו במקומות המתאימים בתוך הטקסט ויצורפו גם כקבצים נפרדים. רשימת הקריאות תוצג במתכונת המקובלת. המחברים מתבקשים להוסיף את שמם, תאריהם ואת שם המאמר באנגלית.

### ההגשה:

לכבוד עורך הרבעון לבנקאות

איגוד הבנקים בישראל (ע"ר)

ת.ד. 2258

תל אביב 6102102

ניתן לשלוח גם בדוא"ל:

shifrong@zahav.net.il

## רשימת המשתתפים בגליון 176

(לפי סדר הופעת המאמרים בחוברת)

---

ד"ר יובל רבינוביץ – מרצה בנושאי בנקאות וכלכלה באוניברסיטאות תל־אביב ובר־אילן ובמכללה האקדמית נתניה.

לביא שיפנבאואר – מנהל תחום מידע ופיתוח, אגף שוק ההון ביטוח וחסכון – משרד האוצר.

ד"ר גדעון שטיאט – נשיא חברת הייעוץ לאסטרטגיה עסקית, פרסם מאמרים רבים בנושאי הממשל התאגידי ותיפקוד הדירקטוריון. סגן יו"ר הדירקטוריון של חברת BATM; דירקטור בחברות פז, מילסרון, דלתא גליל.

ד"ר איתן בורשטיין – חוקר שתחומי התמחותו הם היסטוריה של הבנקאות בארץ ישראל במאות התשע עשרה והעשרים עם דגש על תולדות התיישבות היהודים ובנק לאומי. עיסוקו השני הוא חקר הנצרות על כל זרמיה. חבר האיגוד הישראלי והבינלאומי של המוזיאונים (ICOM).

דר' יובל רבינוביץ' ממשיך במאמר הראשון במסורת המבורכת של דיון נרחב בביצועי המערכת הבנקאית בשנה הקודמת. ניתוחו העלה שבשנת 2013 חל שיפור ניכר בביצועי מערכת הבנקאות הישראלית בהשוואה לשנה הקודמת. אולם, המערכת הבנקאית בישראל עדיין לא חזרה לרמת הביצועים שלה מלפני המשבר הפיננסי שחל ב-2008. מרבית מדדי הפעילות מצביעים על שיפור: ברווחיות, בתפוקה הבנקאית, בנכסים, באשראי לציבור וביעילות (שעדיין נמוכה יחסית למקובל בעולם). למרות שהסיבות להתאוששות האיטית של המערכת הבנקאית בישראל נובעות מהמערכת עצמה, השיפור בשנה האחרונה של רוב המדדים המפורטים במאמר, מצדיק תקווה שמגמת השיפור תמשיך בשנים הקרובות אם כי בקצב איטי בגלל שיעור הצמיחה הכלכלית הממותן הן בארץ והן בעולם.

לביא שיפנבאואר מציג במאמר השני ביסודיות ובהרחבה את היתרונות והקשיים בפיזור בינלאומי של השקעות גופי שוק ההון המוסדיים, המנהלים את חסכוניות הציבור לטווח ארוך. מוצגת ההתפתחות האיטית של פיזור בינלאומי של השקעות הן בגלל החשש מסיכונים פחות מוכרים המביא לנטייה להשקיע במדינת האם והן בגלל מגבלות מוסדיות ורגולטוריות. הוא מציג בהרחבה את הנתונים במספר רב של מדינות תוך השוואתם למצב בארץ. במאמר מוצגות ההתפתחויות בארץ לאורך זמן. תרומה מיוחדת של המאמר הוא עושר המידע על היקפי ההשקעות הבינלאומיות של גופים מוסדיים ועל המגבלות הרגולטוריות, בארץ ובעולם. הוא בוחן סימולציה של השקעות כדי להציע חלוקה אופטימאלית בין השקעות מקומיות להשקעות בנכסים זרים. ממצאי הסימולציה מראים שאפשר לייעל את ההקצאה של תיק הנכסים הפנסיוניים בישראל, ניתן להגדיל את התשואה ולצמצם את הסיכון באמצעות השקעה רבה יותר בניירות ערך זרים. למרות הגידול של השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל עדיין היקפן נמוך יחסית למרבית מדינות ה-OECD והצפי שלו היא שמגמת הפיזור הבינלאומי שלהן ימשיך להתרחב.

דר' גדעון שטיאט מבקר במאמר השלישי את דרכי מינוי הדירקטורים בחברות ציבוריות ומפרט את הגורמים לאי ההתאמה של חלק נכבד מהם למילוי תפקידם בשמירה על האינטרסים של החברה ובנאמנות לבעלי המניות. במאמר מוצגים שיפורים שיושמו בשנים האחרונות בתהליך מינוי הדירקטורים. המחבר מדגיש את ההכרח לנתק את בחירתם משיקולים זרים, פוליטיים או נושאים שאינם משפרים את מצב החברות. הוא מפרט את החולשות והליקויים של תהליך בחירת הדירקטורים ומציג דרישות ודרכים לתיקון המצב. כדי להבטיח רמה מקצועית הולמת של דירקטורים הוא מציע שבצד ההשתלמויות ההכרחיות – המפורטות במאמר – יעמדו המועמדים לבדיקות התאמה ורק אלה העומדים בהצלחה במבדקים יקבלו רישוי להתמנות לתפקידי דירקטורים.

דר' איתן בורשטיין מעשיר במאמר הרביעי את היכרותנו עם תהליך יצירת תחליפי שטרות הכסף ובהמשך יצירת שטרות חוקיים בארץ כמעט מראשית המאה העשרים ועד לייסוד בנק ישראל ב-1954. השחקנים הראשיים בתהליכי היצירה המקוריים עד לאחר קום המדינה היו מנהלי בנק לאומי של אותם ימים, שגם יזמו אותם, גם דאגו לעיצוב השטרות תוך התמודדות עם הקושי שנבע מכך שעד מאי 1948 הם לא ייצגו מדינה ריבונית. מנכ"לי לאומי חתמו על השטרות בתוקף מינויו של בנק לאומי לסוכן הכספי של המדינה. התהליך נמשך כאשר ב-1954 חתם יו"ר לאומי אליעזר הופיין בצד נגיד בנק ישראל הראשון דוד הורביץ. חתימתו של הופיין על השטרות שיקפה את תפקידו החדש כ"יו"ר המועצה המייעצת של בנק ישראל. ■



---

## 09 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2013

ד"ר יובל רבינוביץ<sup>1</sup>

---

### מבוא

שנת 2013 הייתה שנה טובה למערכת הבנקאות הישראלית, בהשוואה לשנה הקודמת. כזכור, בשלהי 2008 פקד את העולם המערבי משבר פיננסי-כלכלי שתוצאותיו לא פסחו על המשק הישראלי ועל המערכת הבנקאית בארץ. אבל כבר בשנת 2009 נרשמה התאוששות מרשימה, כמעט בכל המדדים. הרווחיות עלתה, היעילות השתפרה ורמת הסיכון ירדה. אבל ההתאוששות המרשימה הזו נבלמה ב-2010 ומאז המערכת "עומדת במקום". בשנה אחת רוב המדדים מראים על שיפור וחלק אחר מראה על הרעה מסוימת. ובשנה שלאחריה המדדים מראים מצב הפוך. בין הקבוצות הבנקאיות התמונה דומה. בשנה אחת קבוצה מסוימת מורידה או מעלה את הממוצע הכללי, ובשנה האחרת, קבוצה אחרת מורידה או מעלה את הממוצע. אולם, הנקודה הבולטת ביותר היא שכמעט בכל המדדים, גם אלה שהשתפרו מאד, לא הגיעה רמתם לרמה ששררה ערב המשבר, בשנת 2007. "הבור" שיצר המשבר הפיננסי היה כנראה כה עמוק שגם אחרי חמש שנים, לא הצליחה עדיין המערכת לחזור להישגיה בתחום הרווחיות והיעילות שהיו ב-2007. רק בנושא הסיכונים הפיננסיים, כמעט ולא השפיע המשבר על המערכת וברוב המדדים העיקריים היא נמצאת היום במקום טוב יותר בהשוואה לשנים הקודמות.

התמונה המצטיירת בשנת 2013 היא של שיפור משמעותי למדי לעומת 2012 במרבית מדדי הרווחיות והיעילות. ב-2012 הייתה זו קבוצת "לאומי" שהציגה רמת רווחיות נמוכה מאד וגרמה לכך שהממוצע הכללי יצביע על הרעה ברוב המדדים. אבל ב-2013 דווקא קבוצת "לאומי" שיפרה מאד את ביצועיה "ומשכה" כלפי מעלה את כל המערכת כך שתראה שיפור בממוצע ברוב המדדים.

---

1. ד"ר יובל רבינוביץ מרצה בנושאי כלכלה ובנקאות באוניברסיטאות תל אביב ובר אילן ובמכללה האקדמית נתניה.

הסקירה שלפנינו מתרכזת בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות המחזיקות כ-90% מהנכסים הבנקאיים של כל המערכת בישראל. סקירה זו שמה דגש בעיקר על יחסים ומדדים כלכליים ופחות על היחסים החשבונאיים המקובלים. הניתוח הוא בעיקרו מנקודת ראות כלכלית ולא חשבונאית. הסקירה אינה מתיימרת להקיף את כל הנושאים שהמערכת הבנקאית טיפלה בהם בשנה שעברה והניתוח כולל רק את הנושאים העיקריים והחשובים. כל הנתונים נלקחו מהדוחות הכספיים השנתיים שהתפרסמו לציבור במרשתת והיחסים חושבו כולם ע"י הח"מ. חלק מהמסקנות מבוססות על נתונים מניירות העבודה שאינם מופיעים בלוחות שבסקירה. הניתוח הוא שנתי מאחר שיחסים רבים הם רק במונחים שנתיים ואינפורמציה חשובה אובדת בניתוח על בסיס דו"ח רבעוני. הסקירה והיחסים השונים מתייחסים לסכום הכולל או לממוצע של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות אך לעיתים צוינו גם השינויים בקבוצה בנקאית ספציפית.

## הרווחיות

בשנת 2013 היה שינוי לטובה מבחינת מדדי הביצוע והרווחיות לעומת השנה הקודמת. בכל המדדים נרשם שיפור, אם כי לא משמעותי. הסיבה העיקרית לכך הייתה העלייה הגדולה ברווחיות שרשמה קבוצת "בנק לאומי" לעומת 2012. בגלל גודלה, היא השפיעה על המערכת לטובה. יש לזכור שבשנה שעברה, 2012, רשמה קבוצת "לאומי" תוצאות גרועות במיוחד, ולכן השיפור באחוזים השנה, הוא גבוה. לעומת זאת, בחלק מהקבוצות הבנקאיות האחרות, כמו "הפועלים" ו"המזרחי" חלה הרעה במדדים. כאמור, בממוצע של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות נרשם שיפור מסוים בכל המדדים.

בשנה האחרונה חל שינוי לטובה אך המערכת מצויה עדיין הרחק מהמצב ששרר ערב המשבר הפיננסי ב-2008. למרות שעברו כבר חמש שנים מאז, טרם התאוששה המערכת בכל הקשור עם מדדי הרווחיות והביצוע (מפאת חוסר מקום לא יכולנו להציג נתונים לשנת 2007, אבל עיון בסקירות קודמות יוכל לאשש את העובדה הזו). אם נוסיף לכך את המצב הכלכלי בארץ ובעולם וכן את התקנות החדשות שהתקין בנק ישראל בעקבות "באזל 3" ואלה שהוא מתכנן להתקין עוד,

אפשר יהיה להסיק שהמערכת הבנקאית בישראל תתקשה, כנראה, להתאושש בעתיד הקרוב ולהגיע לפחות לרמת הרווחיות שנרשמה ב-2007. גורם נוסף שמשפיע לרעה על המערכת הוא הרמה הנמוכה של הריבית במשק. בדרך כלל, ככל שהריבית במשק עולה, גדלים הרווחים של הבנקים, ולהפך כשהיא יורדת. הסיבות לריבית הנמוכה הן מצב המשק בישראל ורמת הריבית בעולם שגם היא מאד נמוכה. מאחר שלא צופים בעתיד הקרוב, שינוי במגמות, יקשה הדבר על הבנקים להגדיל את רווחיהם בשיעור ניכר.

מדד הרווחיות המקובל ביותר הוא התשואה להון עצמי (ROE), הבוחן את התשואה להון הבעלים. הוא מוגדר כחס שבין הרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות לבין ההון העצמי. מדד זה עלה ב-2013 לעומת 2012 והגיע לכ-8.5%. פחות מאשר בשנתיים שלפני כן והרבה פחות מהרווחיות שהייתה ב-2007 (כ-16%). כאמור עליה זו היא תוצאה של שיפור חד בקבוצת "לאומי" ומאידך, הרעה מתונה בקבוצות "הפועלים" ו"המרחי".

מדד זה, התשואה להון עצמי, מוגבל מכמה בחינות בכך שהוא מציג רק את הרווח שקיבלו בעלי המניות על השקעתם ואינו נותן תמונה שלמה על הבנק ועל פעילותו. כך למשל, חלק מהרווחים בשנה מסוימת אינם נרשמים בדו"ח רווח והפסד, אלא ישירות במאזן (באחד מסעיפי ההון העצמי). במיוחד מדובר בהתאמות לשווי הוגן ולהפרשי שער בתיק ני"ע הזמין למכירה בארץ ובחו"ל. משום כך, נהוג לעיתים לחשב את התשואה להון העצמי כשינוי בהון העצמי מתחילת השנה עד סופה. זאת על מנת לקחת בחשבון, כאמור, את כל ההתאמות. הגידול בהון העצמי במהלך 2013 היה בממוצע כ-7% (הנתון נלקח מניירות העבודה ואינו מופיע בלוח מס. 1), פחות מהתשואה להון (כפי שהוגדרה לעיל). כלומר, בשנת 2013 ההתאמות והפרשי השער השפיעו לרעה על התוצאות של הבנקים. כיוון ההשפעה היה זהה בכל הקבוצות הבנקאיות, למעט קבוצת "המרחי" שבה אין הבדל בין שני המדדים. חשוב לציין שהשפעה זו אינה קבועה על פני זמן. יש שנים שבהן השפעה זו היא חיובית ויש שנים שבהן השפעה זו היא שלילית. הדבר תלוי בעיקר בתנודות של שוק ההון שאינם בשליטת הבנקים.

## לוח 1

מדדי ביצוע של המערכת הבנקאית – רווחיות

2013	2012	2011	2010	2009	
8.47%	7.74%	9.70%	9.52%	8.71%	תשואה להון עצמי (ממוצע)
13.61%	12.31%	12.35%	14.04%	13.92%	רווח מפעולות רגילות לפני מס להון עצמי (ממוצע)
0.57%	0.49%	0.64%	0.62%	0.52%	תשואה לנכסים (ממוצע)
1.89%	1.88%	2.14%	2.13%	1.76%	רווח מימוני לנכסים
35,070	32,875	31,542	31,930	30,099	ערך מוסף – תוצר (מיליוני ש"ח, מחירי 2013)
741.5	684.8	652.8	677.1	637.3	פריון העבודה – ערך מוסף למשרת עובד (אלפי ש"ח מחירי 2013)
50.3%	52.8%	53.5%	51.7%	51.9%	עלות עבודה ליחידת תפוקה
36.3%	38.2%	40.1%	37.7%	39.5%	עמלות תפעוליות לסך הכנסות

יחס "התשואה להון", כאמור, אינו מדד טוב לרווחיות הבנק (הוא מודד רק את תשואת הון הבעלים ולא את רווחיות הבנק) והוא גם מושפע מהכנסות חד פעמיות ופעולות חריגות וזמניות אחרות. לכן כאשר רוצים לבדוק את רווחיות הבנק, נוהגים לבחון יחסים אחרים כמו למשל, היחס: "רווח מפעולות רגילות (לפני מס) להון עצמי". יחס זה אמור לא רק לנטרל את תשלום המס ופעולות חד-פעמיות וחריגות, אלא גם לתת תמונה אמינה יותר על רווחיות הבנק עצמו (יחס זה מקביל, פחות או יותר, ל"רווח התפעולי" בחברה תעשייתית). כפי שאפשר לראות בלוח מס. 1, בשנת 2013 חלה עליה מסוימת ביחס זה לעומת השנה הקודמת וגם זו שלפניה. השיפור שחל הוא תוצאה של עליה ניכרת במדד זה בקבוצת "לאומי" ונסיגה בשאר הקבוצות הבנקאיות. בהסתכלות רחבה יותר, אפשר לומר שמאז המשבר הפיננסי של 2008, המערכת "מדשדשת" במקום ברווחים שהיא מפיקה מהפעילות הרגילה שלה והיא נמצאת הרחק הרחק מרמת הרווחיות שהשיגה בשנת 2007 – כ-21%.

כדי לבחון את רווחיות הבנק כולו (בניגוד לרווחיות ההון) נהוג בעולם גם להסתכל על היחס: "תשואה לנכסים" המראה את התשואה שהבנק הפיק מכל נכסיו. זהו היחס שבין הרווח הנקי לבין סך הנכסים. בשנים האחרונות תופס יחס זה חשיבות גדלה והולכת בקרב האנליסטים בעולם. על פי לוח מס. 1, מדד זה מציג שיפור גדול ב-2013 לעומת 2012. אולם השיפור הזה לא הספיק אפילו להביא את המערכת חזרה לרמה של 2010-2011 ועדיין הרחק מהרמה של 2007 (0.96%). כמו במדדים

הקודמים, העלייה היתה נחלת קבוצת "לאומי" בעוד שקבוצות "הפועלים" ו"המזרחי" רשמו הרעה ברווחיות.

הפעילות הכלכלית של ענפי המשק ובכללם הבנקים, מתבטאת ב"ערך המוסף" (התפוקה) השווה גם להכנסה של גורמי הייצור (בבנקים, מוגדר כרווח מפעולות רגילות לפני מס בתוספת הוצאות שכר ונלוות, פחת והפחתות, ואחזקת מבנים). בלוח מס. 1 לעיל. אפשר לראות שב-2013 היה גידול בערך המוסף בשיעור ריאלי של כ-6.7% לעומת 2012, כפול מהצמיחה במשק שהייתה 3.3%, והתפוקה הכוללת של המערכת הבנקאית הגיעה לכ-35 מיליארד ש"ח (כ-3.5% מהתוצר המקומי הגולמי של המשק כולו – התמ"ג), בדומה לרמת התפוקה הבנקאית במחירים קבועים, שהייתה ב-2008. בכל הקבוצות הבנקאיות היה גידול בתפוקה, כאשר ב"לאומי" היה שיעור הגידול הרב ביותר (כ-23%). העלייה הגדולה בתפוקה הבנקאית הייתה אחת הסיבות לגידול ברווחיות בשנה האחרונה. הקשר בין התפוקה לרווחיות אינו קשר חד ערכי. אמנם, התפוקה (הערך המוסף) נגזרת מהרווח, אבל שני הפרמטרים הללו אינם זהים.

השינויים בערך המוסף משפיעים על פריון העבודה החשוב הן כשמתייחסים לרווחיות והן כאשר מתייחסים ליעילות התפעולית (דיון מפורט יותר יובא בפרק הבא). פריון העבודה, מוגדר כאן כיחס שבין הערך המוסף לבין משרת עובד. מדד זה עלה בשנת 2013 לעומת השנה הקודמת בכ-8.3% במחירים קבועים. עליה זו מוסברת מחד בגידול בתפוקה בשיעור של 6.6% בין השנים הנזכרות ומאידך, בצמצום במצבת העובדים, בשיעור של כ-1.5%. הצמצום במספר העובדים היה בכל הקבוצות הבנקאיות למעט בקבוצת "המזרחי" שרשמה עליה של כ-2.7%. ואכן בקבוצה זו פריון העבודה גדל בשיעור מזערי. את הגידול המרשים בפריון העבודה רשמה קבוצת "לאומי" (25%). גידול זה נגרם בעיקר כתוצאה מעלייה גדולה בתפוקה (22%). עם זאת, ממוצע המערכת עדיין נמוך בשיעור ניכר מפריון העבודה שנרשם ב-2007.

הצד השני המשלים לפריון העבודה הוא שכר העבודה. בדרך כלל שכר העבודה אמור לעלות או לרדת בשיעור דומה לשינויים בפריון. אם למשל, עלות העבודה גדלה בשיעור גבוה בהרבה מהגידול בפריון העבודה, התוצאה תהיה פגיעה ברווחיות הבנק. על מנת לדעת בכמה גדל פריון העבודה בניכוי עלית השכר, מקובל לחשב את היחס: עלות העבודה ליחידת תפוקה. יחס זה מבטא, למעשה, כמה שכר יש לשלם כדי "לייצר" שקל אחד של

תפוקה. בלוח מס. 1 אפשר לראות שיחס זה ירד בכ-2.5% ופירושו שהוצאות השכר קטנו ולכן הרווח גדל. התוצאה הממוצעת מסתירה את השוני בין הקבוצות הבנקאיות. בקבוצת "לאומי" הירידה הייתה יותר מ-20% ובקבוצת "הבינלאומי הראשון" נרשמה ירידה מזערית. ביתר הבנקים גדלה העלות ליחידת תפוקה. אולם בגלל חלקה הגדול, יחסית, של קבוצת "לאומי", נרשם שיפור ביחס זה בממוצע של כל המערכת.

הירידה הקטנה ביחס העמלות התפעוליות לסך ההכנסות (המימוניות והתפעוליות) היא המשך של מגמה שהחלה בשנת 2012 והיא בין השאר, תוצאה של לחצים גדולים מצד בנק ישראל והקמת "ועדת הריכוזיות" שהתמקדה, בין היתר, בנושא העמלות. יש להדגיש שסכום העמלות גדל בכ-0.5% בשנת 2013 לעומת 2012, בעוד סכום ההכנסות הכוללות גדל בשיעור גדול הרבה יותר, 5.8%. לכן התוצאה בלוח מראה על ירידה של העמלות ביחס לסך ההכנסות.

## היעילות התפעולית

השיפור ברוב מדדי הרווחיות, הגידול בתפוקה וצעדי התייעלות שעשו הבנקים בשנת 2013 הביאו לכך שכל מדדי היעילות התפעולית הראו על שיפור מסוים בשנת 2013 לעומת 2012. קבוצת "לאומי" הראתה את השיפור הגדול ביותר ובגלל משקלה הגדול, היא העלתה את הממוצע של כל המערכת.

המושג, יעילות תפעולית, מתייחס ליכולת לייצר תפוקה מסוימת בפחות הוצאות, או לחילופין, לאפשרות להגדיל את התפוקה מבלי להגדיל את ההוצאות התפעוליות. כך שאם הבנק מצליח להקטין את ההוצאות התפעוליות ללא צמצום מקביל בתפוקה, אפשר לומר שהבנק מתיעל. מכאן שבנק יעיל יותר הוא בדרך כלל גם רווחי יותר ומקצה את המשאבים שלו טוב יותר. התמונה המצטיירת המוצגת בלוח מס. 2 שלהלן, היא של שיפור מסוים ב-2013 לעומת 2012, אבל בשלושה מתוך חמשת המדדים, עדיין רחוק מהרמה שהייתה ב-2007.

העדר שיפור ביעילות, או במקרה הטוב שיפור מזערי, שמאפיין את המערכת הבנקאית בישראל הוא אולי הבעיה העיקרית של המערכת. אך לא רק שיפור חסר, אלא רמת היעילות עצמה נמוכה מאד הן בהשוואה לעבר והן בהשוואה בינלאומית. ב-2007 היתה

רמת היעילות גבוהה יותר בכל המדדים ומתקבל הרושם שהמערכת איננה מצליחה להתאושש, בנושא זה, מהמשבר של 2008. ליעילות הנמוכה יש השלכות גם על רמת הרווחיות הנמוכה, אם כי שם חל שיפור מסוים.

"יחס היעילות" (בעולם נהוגות מספר הגדרות ליחס זה), המבוטא באחוזים, מראה למעשה בכמה אגורות עולה ל"יצר" שקל אחד של הכנסות, ולכן ככל שיחס זה קטן יותר, הבנק נחשב ליעיל יותר. יש לשים לב שסך ההכנסות שבמכנה מורכבות מרווח מימוני, כלומר, הכנסות מימון בניכוי הוצאות מימון, ועוד הכנסות שלא מריבית (הכנסות תפעוליות). המונה כולל רק הוצאות תפעוליות. אפשר לראות בלוח מס. 2 שאחרי כמה שנים שבהן יחס זה עמד בממוצע על כ-75%, חלה תפנית ב-2013 והוא ירד (שיפור) לכדי 72.4%. השינוי חל לא בגלל התייעלות, כלומר, צמצום הוצאות, אלא בגלל הגידול הרב שנרשם בהכנסות שהיה פי 4.5 מאשר הגידול בהוצאות התפעוליות. בקבוצת "לאומי" ובקבוצת "הבינלאומי הראשון" חל שיפור ניכר. ביתר הבנקים יחס היעילות עלה (הורע).

## לוח 2

מדדי יעילות תפעולית של המערכת הבנקאית

2013	2012	2011	2010	2009	
72.4%	75.7%	75.9%	74.0%	74.7%	יחס היעילות - הוצאות תפעוליות לסך ההכנסות
60.4%	56.7%	53.5%	53.7%	63.2%	יחס הכיסוי - הכנסות תפעוליות להוצאות תפעוליות
84.7%	90.8%	90.7%	90.3%	91.3%	הוצאות ממוצעות (הוצאות תפעוליות לערך מוסף)
2.38%	2.40%	2.38%	2.55%	2.43%	הוצאות תפעוליות לסך הנכסים
18.0%	15.6%	18.5%	15.7%	15.3%	רווח נקי מפעולות רגילות לסך הכנסות

מרכיב חשוב ב"יחס היעילות" הוא המדד: "יחס הכיסוי", המראה עד כמה מכסות ההכנסות התפעוליות בלבד, את ההוצאות התפעוליות. ככל שיחס זה גבוה יותר, פירושו שההכנסות המימוניות צריכות לכסות פחות הוצאות תפעוליות ונשאר יותר רווח. אין בהכרח קשר בין ההוצאות התפעוליות, הכוללות בין השאר שכר עבודה, פחת, אחזקת מבנים ועוד, לבין ההכנסות התפעוליות (הכנסות שלא מריבית) הכוללות בעיקר עמלות והכנסות שונות משוק ההון. מאחר שההכנסות הן במונה וההוצאות במכנה, ככל שיחס זה גבוה יותר כך הבנק יעיל יותר. כפי שאפשר להווכח מלוח מס. 2 לעיל, יחס זה עלה בשנה שעברה לעומת 2012 מכ-56.7% לכ-60.4%. השיפור ביחס הכיסוי נמשך

כבר שנתיים וברמתו הוא משתווה לרמה של 2007. השיפור ביחס זה הוא תוצאה של עליה בשיעור ניכר בהכנסות התפעוליות, 7.9%, לעומת עליה מתונה בהרבה בהוצאות התפעוליות, 1.3%. מתוך ההכנסות התפעוליות, העמלות נותרו ב-2013 כמעט ללא שינוי, כך שכל העלייה בהכנסות מקורה בשוק ההון. מכיון שהתמורות משוק ההון כמעט ואינן בשליטת הבנקים, יש צורך להקטין את ההוצאות התפעוליות אם רוצים לשפר את היעילות.

מדד ההוצאות הממוצעות (הוצאות תפעוליות ביחס לערך המוסף – תפוקה בנקאית), הינו מדד "כלכלי" בניגוד למדדים "החשבונאיים" שתוארו לעיל, והוא מראה כמה אגורות בממוצע יש להוציא כדי ל"ייצר" שקל אחד של תפוקה בנקאית. לכן, ככל שמדד זה גבוה יותר הבנק פחות יעיל. לדוגמא, בשנת 2013 היו דרושות כ-85 אגורות כדי לייצר 1 שקל תפוקה (בלוח 2 מבוטא מדד זה באחוזים) פחות מאשר בשנת 2012. לשם השוואה, ב-2007 היו דרושות רק כ-80 אגורות על מנת לייצר 1 שקל תפוקה. ובמילים אחרות, בשנה האחרונה חלה התקדמות מסוימת בנושא זה אבל לא מספקת. השיפור החד ביותר נרשם בקבוצת "לאומי" אבל גם בקבוצת "הפועלים" ובקבוצת "הבינלאומי הראשון" היה שיפור קטן. בקבוצת "המזרחי" ו"דיסקונט" עלו ההוצאות הממוצעות.

היחס: "הוצאות תפעוליות לסך הנכסים" מראה כמה "עולה" לנהל ולתפעל את הנכסים של הבנק. ולכן ככל שיחס זה גבוה יותר, הבנק פחות יעיל. גם מדד זה ניתן לבטא באגורות לשקל אחד של נכסים (או ב-% כמו בלוח 2). אמנם מדד זה לא בדיוק מודד את היעילות התפעולית (ראה הגדרה לעיל) אבל הוא מקובל במקומות רבים. מדד זה מצביע על יציבות במשך שלוש השנים האחרונות. למרות שזהו המדד היחיד שערכו טוב יותר (נמוך) מהרמה ששררה ב-2007, עדיין רמה זו גבוהה בהרבה בהשוואה למדינות אירופאיות הדומות לישראל. שם מדד זה הוא מחצית ואפילו שליש מהממוצע בישראל. הדבר נובע בעיקר מזה שהבנקים באירופה הם, בממוצע, גדולים בהרבה מהבנקים בישראל, בהקף הנכסים.

המדד האחרון בלוח מס. 2, "רווח נקי מפעילות רגילה לסך ההכנסות" מראה את אחוז הרווח שהבנק מפיק מסך הכנסותיו. ככל ששיעור זה גבוה יותר, פירושו שהבנק יעיל יותר. מדד זה מתייחס לפעילות הרגילה של הבנק ומנטרל את הסעיפים שאינם



שייכים לפעילות הרגילה. בשנים האחרונות מדד זה היה מאד תנודתי כאשר ב-2008 הוא אף היה שלילי. בשנה שעברה, 2013, הוא עלה בשיעור ניכר בהשוואה ל-2012 וחזר לרמה שהייתה ב-2011, עדיין רחוק מהרמה שהייתה ב-2007. השיפור נרשם בעיקר בקבוצת "לאומי" (כמעט והוכפל) וב"דיסקונט". ביתר הבנקים נרשמה ירידה או יציבות.

## הסיכונים

בנושא הסיכונים הפיננסיים, אפשר לראות תמונה דומה לזו שהצטיירה בנושאים הקודמים, הרווחיות והיעילות התפעולית. כמעט כל מדדי הסיכון רשמו שיפור ב-2013 לעומת השנה הקודמת וגם בהשוואה לשנים שלפני המשבר. למעשה, המשבר הפיננסי ב-2008 כמעט ולא השפיע על מדדי הסיכון במערכת הבנקאית בישראל.

"יחס הלימות ההון" (Tier 2) הפך להיות המדד המקובל ביותר בשנים האחרונות למדידת חוסנה של המערכת הבנקאית ואיתנותה הפיננסית. למעשה, יחס זה מבטא את איכותו של תיק האשראי (כולל סעיפים חוץ מאזניים) של הבנק. המונה של יחס זה נקרא "הון הסיכון" והוא כולל בעיקר את הון המניות שהוא המרכיב הראשי של "ההון הראשוני", עודפים וכן את שטרי ההון הנדחים המרכיבים העיקריים של "ההון המשני". המכנה מורכב מהנכסים המאזניים וסעיפים חוץ מאזניים של הבנק משוקללים לפי רמת הסיכון שלהם והם נקראים: "נכסי סיכון". ככל שיחס הלימות ההון גבוה יותר הבנק נחשב מבחינה פיננסית חזק ואיתן יותר. לאחר משבר 2008, הוציאה "ועדת באזל" הנחיות חדשות ומחמירות שנקראות "באזל 3" ובנק ישראל אימץ אותן ובכמה סוגיות אף החמיר יותר. כך לדוגמא, לפני כמה שנים הוא הסתפק ביחס הלימות ההון של 10%-11%. עתה, מצפה המפקח על הבנקים ליחס הלימות הון של 13%-14% ואף יותר. כמו כן, העלה המפקח על הבנקים את הדרישות לגבי יחס ההון הראשוני לנכסי הסיכון. בפועל, הגיעו הבנקים כבר בשנת 2010 ליחס הלימות ההון הדרוש לפי ציפיות המפקח על הבנקים. לכן אין לצפות שיחס זה יעלה משמעותית בשנים הבאות. זאת מאחר שכלל שיחס זה עולה כך הבנקים מוגבלים במתן הלוואות לציבור ולכן הם לא יעלו אותו מעבר ליחס הנדרש. יצוין שכל הבנקים עומדים בדרישות המפקח על הבנקים.

## לוח 3

## מדדי סיכון במערכת הבנקאית

2013	2012	2011	2010	2009	
14.8%	14.9%	14.0%	14.0%	13.5%	יחס הלימות ההון
9.77%	9.12%	8.38%	8.46%	8.19%	(Tier 1) הון ראשוני לנכסי סיכון
71.9%	73.0%	76.0%	79.6%	79.0%	נכסי הסיכון לסך הנכסים
5.5%	5.7%	5.7%	6.2%	7.8%	סך האשראי הבעייתי לסך האשראי לציבור
40.7%	48.7%	46.8%	56.3%	18.2%	האשראי שאינו נושא הכנסה לסך האשראי הבעייתי
0.26%	0.42%	0.40%	0.41%	0.75%	הפרשה לחובות מסופקים מתוך האשראי לציבור
1.07%	0.58%	0.68%	0.70%	0.73%	התשואה להון המותאמת לסיכון – RAROC

במסגרת "באזל 3" הוחמרו במיוחד הדרישות לגבי יחס "ההון הראשוני" לנכסי סיכון (Tier 1) והרמה המינימלית הנדרשת היא 10% לבנקים הגדולים (אמורה להיכנס לתוקף ב־2015). וועדת באזל מחשיבה מאד את היחס הזה מאחר שההון הראשוני מורכב בעיקרו מהון המניות של הבנק והעודפים כאשר ההון המשני מורכב ממכשירים פיננסיים פחות יציבים. לפיכך, יחס ההון הראשוני מבטא למעשה את איתנותו הפיננסית האמתית של הבנק ויכולתו לעמוד במשברים פיננסיים כדוגמת המשבר של 2008. בלוח מס. 3 לעיל אפשר לראות שבשנת 2013 עלה היחס Tier 1 בבנקים הנסקרים, בממוצע ובכך התקרבה המערכת למינימום הנדרש 10%. כל הקבוצות הבנקאיות, למעט קבוצות "לאומי" ו"המזרחי" הגיעו למינימום הדרוש וגם שתי הקבוצות הללו קרובות ליחס המינימאלי על פי ציפיותיו של המפקח על הבנקים.

על מנת להגדיל את יחס ההון הראשוני עומדות בפני הבנק שתי דרכים עיקריות: האחת, להנפיק מניות לציבור. והשנייה, להקטין את נכסי הסיכון. המצב ששרר בבורסה לניירות ערך בשנה שעברה הקשה על הבנקים לבצע הנפקות של מניות חדשות. ואמנם אף בנק לא יצא בהנפקה גדולה של מניות, אבל כל הבנקים הצליחו, בכל זאת, להגדיל את ההון הראשוני שלהם ב־2013 בהשוואה ל־2012 בעיקר באמצעות הגידול ברווחים (ההון הראשוני יכול לגדול בדרכים נוספות). מאידך, סכום נכסי הסיכון שמרו פחות או יותר על יציבות, כך שיחס ההון הראשוני הממוצע של המערכת השתפר ב־2013 בכ־7% והוא עומד בסוף השנה שעברה על 9.77%. השיפור ביחס ההון הראשוני היה בכל הקבוצות הבנקאיות כאשר בקבוצת "לאומי" היה הגידול הרב ביותר.

מדד משלים לנושא "הלימות ההון" הוא היחס שבין סך "נכסי הסיכון" לבין סך הנכסים המאזניים. ככל שיחס זה גבוה יותר הוא מצביע על כך שחלקם של הנכסים המסוכנים בסך הנכסים גדול יותר. יחס זה ממשיך להשתפר זה יותר מחמש שנים כמעט ברציפות, להוציא את שנת 2010 שחל בה שינוי מזערי לרעה. בשנת 2013, סך נכסי הסיכון, המונה, גדל בכ-0.5% לעומת השנה הקודמת. ואילו סך הנכסים של המערכת, המכנה, גדל בכ-2%. כך שהתוצאה הייתה, קיטון (שיפור) לא גדול ביחס נכסי הסיכון לסך הנכסים. מצד אחד קיטון ביחס זה מראה שתיק האשראי של הבנק פחות מסוכן. מאידך, הנכסים המסוכנים הם לרוב ההלוואות לציבור שנושאות תשואה גבוהה יחסית. וקיטון בהן עלול להקטין את הרווח.

החל בינואר 2011, נדרשים הבנקים לסווג את האשראי הבעייתי ולחשב את ההפרשות בגין החובות המסופקים לפי שיטה חדשה השונה מהשיטה שהייתה נהוגה בשנים הקודמות. הדוחות הכספיים שפורסמו מאז הוצגו כבר לפי השיטה החדשה אולם עדיין היו כמה שינויים שנבעו מתקופת המעבר. הנתונים בלוח מס. 3 שלעיל לשנים 2010-2013 חושבו כבר על פי השיטה החדשה אבלכל השוואה עם השנים הקודמות עלולה להטעות מכיוון שההגדרות וכל המתודולוגיה השתנו. בלוח מס. 3 לעיל הוצגו גם נתונים ל-2009 זאת, למען רציפות הדיווח בלבד.

חלקו של האשראי הבעייתי בסך האשראי לציבור הוא אחד המדדים החשובים המצביעים על איכות תיק האשראי של הבנקים. האשראי הבעייתי הינו נתון מאזני מצטבר הכולל את כל ההפרשות (וגם גביית החובות) שנעשו בשנים עברו. ולכן הוא מראה את "הגיבנת" שסוחבים הבנקים משנים קודמות שהיו פחות טובות. מאז שנת 2010 אפשר לראות מגמה של הקטנת סך האשראי הבעייתי מתוך סך האשראי לציבור. השיפור הוא אמנם עקבי, אבל בשיעור מזערי משנה לשנה. נתון נוסף (אינו מופיע בלוח) מראה שכשליש בלבד מהחוב הבעייתי מכוסה בהפרשות לחובות מסופקים. נתון זה מראה שהבנקים מאמינים שיוכלו לגבות כשני שלישים מהחוב הבעייתי. אולם יתכן גם שבגלל מבצע "צוק איתן" וההשלכות הכלכליות שלו, יתקשו הבנקים לגבות שיעור כה גבוה מהחוב. שיעור החוב הבעייתי הגבוה ביותר היה בקבוצת "המזרחי" ו"דיסקונט".

האשראי הבעייתי מחולק, בדרך כלל, לכמה דרגות חומרה שהגבוהה ביותר היא: "אשראי שאינו צובר הכנסה" (אנ"ה). זוהי הדרגה שבה קיימת כבר וודאות ולא רק חשש שהלקוח

אינו עומד בהתחייבויות שלו. בשלב זה עלול הלקוח להיכנס למצב של "חדלות פירעון" ומכאן קצרה הדרך לכינוס נכסים, הסדר נושים, פשיטת רגל וכו'. לכן, ככל שחלקו של אשראי זה מתוך כל האשראי הבעייתי גבוה יותר, איכותו של תיק האשראי גרועה יותר. בלוח מס. 3 לעיל אפשר לראות שב-2013 הצטמצם שיעור האשראי שאינו נושא הכנסה מסך האשראי הבעייתי לעומת שנת 2012. כל הקבוצות הבנקאיות רשמו שיפור במדד זה. כאמור, ההשוואה עם שנים שלפני 2010 היא בעייתית, ולכן ההשוואה עם נתוני 2009 בלוח 3 עלולים להטעות.

הירידה החדה בהפרשה השוטפת לחובות המסופקים ביחס לאשראי לציבור בשנת 2013 לעומת השנה הקודמת נבעה בעיקר מירידה בהפרשות בקבוצת "לאומי". זאת לאחר הפרשה מיוחדת שביצע בנק "לאומי" ב-2012 בגלל חשיפה גדולה ללווים שנמצאים בקשיים כספיים ומהסתבכות עם שלטונות המס בארה"ב. עם זאת, כל הקבוצות הבנקאיות הראו שיפור ניכר במדד זה.

על מנת לשלב את הרווחיות והסיכון יחדיו משתמשים במדד RAROC המקובל מאד בחישוב הרווח של בנק מסחרי (מדד זה הוא למעשה שם כללי למדדי רווחיות המתחשבים בסיכון ויש לו מספר הגדרות שונות). מדד RAROC המופיע בלוח מס. 3 לעיל, חושב בדרך דומה לזו שמחשבים בבנק ישראל (ההבדל הוא בצורת חישוב סטיית התקן). מדד זה מקביל, פחות או יותר, למדד "Sharpe" הידוע. במונה מחושבת "התשואה העודפת" (התשואה להון פחות תשואה חסרת סיכון) ובמכנה רשומה סטיית התקן המרבית, בהסתברות של 99%, של התשואה להון. יחס זה מבטא, על כן, את הפיצוי במונחי תשואה עודפת עבור יחידת סיכון של השקעה בהון הבנק שכן, ההנחה היא שסטיית התקן של התשואה להון מגלמת את כל הסיכונים הפיננסיים של הבנק. לפיכך, ככל שייחס זה גבוה יותר התשואה ליחידת סיכון גבוהה יותר. בשנה שעברה נרשמה עליה חדה במדד לעומת 2012 כתוצאה משולבת שלעלייה גדולה בתשואה להון, במיוחד בקבוצת "לאומי", ושל צמצום המכנה בגלל ירידה בסטיית התקן, קרי הסיכון. בדוחות הכספיים האחרונים החלו הבנקים לדווח על מדד זה. אך כאן הוא חושב כפי שהוסבר לעיל וחלק מהנתונים לא נלקחו מהדוחות הכספיים של הבנקים.

## סיכום

שנת 2013 הייתה שנה טובה למערכת הבנקאית בישראל בהשוואה לשנה הקודמת, אבל די דומה לשנים האחרונות. המערכת הבנקאית בישראל עדיין לא חזרה לרמת הביצועים שלה מלפני שנת המשבר, 2008, ובכמה מדדים היא מאד רחוקה מהנתונים שהיו לפני 2008. אמנם, גם בעולם המערבי ישנם בנקים רבים שלא התאוששו עדיין מהמשבר הפיננסי. אבל בישראל, הצמיחה הכלכלית אחרי המשבר הייתה גבוהה מהרבה מדינות אחרות במערב, אם כי בשנתיים האחרונות אנו עדים להאטה מסוימת בצמיחה. במילים אחרות, את הסיבות להתאוששות האיטית של המערכת הבנקאית בישראל יש לחפש במערכת עצמה. השיפור ברוב המדדים בשנה האחרונה נותנים תקווה אולי שמגמת השיפור תמשיך גם בשנים הקרובות. התוצאות החיוביות של הבנקים בשנה האחרונה אינן מתואמות בחלק מהמקרים עם מה שהתרחש במשק הריאלי. כך למשל, ב-2013 צמח המשק ב-3.3% לעומת 3.4% ב-2012. שיעור האינפלציה היה בשנה שעברה 1.8%, ריבית בנק ישראל ירדה מ-2.3% במוצע ב-2012 לכדי 1.4% ב-2013 והשקל יוסף ב-7.2% לעומת הדולר.

כל מדדי הרווחיות הצביעו על שיפור, לעיתים בשיעור ניכר, לעומת השנה הקודמת. הסיבה העיקרית לתוצאות החיוביות הייתה היציאה מהמשבר של קבוצת "לאומי" שהייתה נתונה בו בשנת 2012. בגלל גודלה של הקבוצה ומשקלה במערכת היא "סחבה" את כל המערכת כלפי מעלה. הגידול בסך ההכנסות היה תוצאה של עליה בהכנסות מריבית והפרשי הצמדה ושער ומהכנסות שלא מריבית. העמלות כמעט ולא תרמו ב-2013 לגידול בהכנסות, למרות שהן מהוות כשליש מסך כל ההכנסות אך חלקן לא השתנה.

הגידול לא היה רק ברווח אלא גם בתפוקה הבנקאית, בנכסים ובאשראי לציבור. זה השפיע במיוחד על שיפור נאה בפריזן העבודה ובישיפור בעלות העבודה ליחידת תפוקה. בשנה שעברה הצליחו הבנקים לצמצם את מצבת העובדים ולמרות זאת התפוקה עלתה. הדבר מוכיח שהייתה ככל הנראה אבטלה סמויה בבנקים וייתכן שעדיין קיימת. הגידול בפריזן העבודה היה מלווה בגידול בשכר ששולם אך למרות זאת ירדה העלות ליחידת תפוקה. גם מדד זה מחזק את ההרגשה שניתן לעשות עוד להגדלת הפריזן.

תוצאות טובות נרשמו בשנה שעברה גם במדדי היעילות. יחס היעילות ויחס הכיסוי השתפרו מאד בגלל עליה קטנה, יחסית, בהוצאות התפעול, מחד וגידול משמעותי בסך

ההכנסות, מאידך. גם מדד ההוצאות הממוצעות השתפר באופן ניכר הודות לגידול רב בתפוקה לעומת גידול מתון בהוצאות. נדגיש שהשיפור במדדי היעילות עדיין רחוקים מרמתם ב־2007, לפני המשבר.

היעילות הנמוכה, יחסית, והשיפור האיטי הם אולי נקודת התורפה העיקרית של המערכת הבנקאית בישראל. רמת היעילות הנמוכה משפיעה גם על הרווחיות הנמוכה. למרות השיפור בשנה האחרונה, נמצאת המערכת הבנקאית בישראל בנחיתות לא רק בהשוואה לשנים שלפני המשבר אלא גם בהשוואה בינלאומית. למשל, הבנקים בארצות הסקנדינביות מציגים מדדי יעילות גבוהים משמעותית מהבנקים בישראל. אמנם, בשנה האחרונה הצליחו הבנקים בישראל להקטין את מצבת העובדים בכ־1.5% אבל בו בזמן עלה השכר בשיעור כפול, 3.2%. בנוסף, העמלות התפעוליות שמהוות קרוב ל־36% מסך ההכנסות, לא יכולות להיות מקור לשיפור היעילות מאחר שבשנים הבאות סכומן ילך ויקטן בגלל לחצים מבנק ישראל. לבנקים לא נותרו אפשרויות רבות אחרות אלא לפנות לשוק ההון. אולם בכך החשיפה לסיכונים תגדל מאד. הרגולציה מצד בנק ישראל מחד והסביבה הכלכלית בארץ מאידך, יאלצו את הבנקים לחפש דרכים חדשות ומקוריות כדי להגדיל את ההכנסות המימוניות והתפעוליות ולהקטין את ההוצאות התפעוליות. אולי יצטרכו לשים דגש רב יותר על ייעול תהליכי העבודה, שימוש מושכל בחידושי הטכנולוגיה והתקשורת וכד'.

בעקבות דרישות המפקח על הבנקים עקב יישום תקנות "באזל 3", הגיעו כל הבנקים לרמת הלימות ההון הנדרשת, בעוד הפגיעה ברווחיות לא הייתה גדולה במיוחד. יש לזכור שככל שיחס הלימות ההון גבוה יותר, פירושו שהבנק יכול לתת פחות הלוואות לציבור. בשנה-שנתיים האחרונות נקלעו לוויים רבים לקשיים כספיים חלקם הגיע להסדרי חוב עם הנושים, וחלקם עדיין בדיונים. הצמיחה המתונה של המשק הצפויה בשנה הבאה (לפי תחזית בנק ישראל) עלולה להביא לגידול בסיכון העסקי של חברות נוספות במשק. בשעת כתיבת הסקירה עדיין לא ברורות כל התוצאות הכלכליות ממבצע "צוק איתן" אבל ברור שמגזרים רבים במשק נפגעו כלכלית. כמו כן, הגידול הרב באשראי לסקטור הפרטי לצרכי השקעה בדיוור עלול גם הוא להגדיל את רמת הסיכון שהבנקים יהיו חשופים אליה בשנה הבאה. אם כי, קשה עדיין להעריך כיצד בדיוק ישפיעו תופעות אלה בסופו של דבר על רמת הסיכון של הבנקים.

על פי המסתמן כעת, השנים הקרובות לא מבשרות על שינוי משמעותי לטובה. המשק יצמח, אמנם, אבל בקצב איטי. המצב הכלכלי בארצות המערב עדיין מצוי באי וודאות גדולה. וכך גם המצב הגיאופוליטי-בטחוני באיזור. השנתיים-שלוש האחרונות הראו שהמערכת הבנקאית בישראל מתאוששת לאט מאד ממשבר פיננסי-כלכלי שעובר על העולם. ולא ברור לכן אם חוזקה ואיתנותה של המערכת יעמדו לה באירועים העתידיים הצפויים והלא צפויים. ■

---

## 24 | פיזור בין-לאומי של השקעות הגופים המוסדיים - היבטים והמלצות<sup>1</sup>

לביא שיפנבואר<sup>2</sup>

---

### תמצית

המאמר בוחן את הפוטנציאל הגלום בפיזור בין-לאומי של השקעות הגופים המוסדיים, ומראה שבמונחי תשואה וסיכון יש יתרון בהשקעה בנכסים זרים. במהלך השנים מדינות שונות מסירות את מגבלות ההשקעה על נכסים זרים, וגופים מוסדיים רבים יותר במדינות אלה מגדילים את השקעותיהם בארצות חוץ במגוון נכסים, תוך ניצול יתרונות הפיזור. בקרב הגופים המוסדיים בישראל ההשקעה בנכסים זרים היא תופעה חדשה יחסית. אמנם שיעורי ההשקעה בשוקי חו"ל מכלל ההשקעות עולים בהדרגה עם השנים, אבל נראה שהיא עדיין איננה ברמתה האופטימאלית. סימולציה שנערכה מראה, שהרחבה נוספת של היקף החשיפה של הגופים המוסדיים לשוקי חו"ל יכולה לתרום לשיפור התשואות ביחס לסיכון. הסימולציה גם מצביעה על חשיבות ההתמודדות עם החשיפה למטבע חוץ, הגלומה בכל השקעה בנכס זר, נוכח האפשרות לקיזוז הרווח ואף להפסד בעקבות שינויים בשער השקל. עולה מן הדברים, שחשוב כי הديرקטוריון ומנהלי הגופים המוסדיים יקבעו מדיניות ברורה ושקופה בתחום ההשקעות בנכסים זרים. במקביל, הסדרת התחום צריכה להתנהל בהתאמה להתפתחות הנמשכת, תוך הסדרה ממצה יותר של הגילוי והדיווח לציבור ולרשות המפקחת. צעדים אלו יעלו את המודעות לנושא ואת ההבנה של התחום החשוב הזה בקרב הגופים המנהלים חיסכון פנסיוני.

### מבוא

בעשורים האחרונים יזמו מדינות רבות רפורמות בתחום החיסכון הפנסיוני. רפורמות אלו הונהגו על רקע התפתחותם של לחצים דמוגרפיים, ובהם התארכות תוחלת החיים והצטמצמות האוכלוסייה העובדת, שהפחיתו את המשאבים המצויים לתמיכה

---

1. הדעות המובעות בפרסום זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר או אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון.  
2. מנהל תחום מידע ופיתוח, אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון - משרד האוצר.



באוכלוסייה המבוגרת. מטרתן העיקרית של הרפורמות האלה היא להבטיח הכנסה לאוכלוסיית הגמלאים, ששיעורה מכלל האוכלוסייה עלה, תוך הקטנת הסבסוד הבין-דורי וצמצום העלויות וההוצאות הציבוריות. יסוד חשוב ברפורמות רבות הוא שינוי שיטת החיסכון. החיסכון הפנסיוני בעבר התנהל במערכות מסוג "ניהול יתרת כספים באופן שוטף" (Pay as You Go - PAYG), אשר סיפקו למועסקים זכויות פנסיה שאינן תלויות בכספי הצבירה דווקא<sup>3</sup>. בשנים האחרונות המערכות האלה הולכות ומוחלפות במערכות מימון מסוג פנסיה צוברת (Funded Pension), שבהן פועלים מוסדות מסוג קרנות פנסיה מבוססות-הפקדות (DC - Defined Contribution). בקרנות פנסיה אלה ההכנסה בעת פרישה אינה מובטחת מראש, ותלויה גם בהחלטות ההשקעה.

בעקבות הרפורמות הפנסיוניות, היקף הנכסים המושקע בקרנות הפנסיה גדל בקצב מהיר יותר מבעבר. מטבע הדברים, אסטרטגיית השקעת נכסים אופטימאלית ומתוכננת היטב יכולה למלא תפקיד מרכזי בהבטחת ההכנסה לחוסכים בעת פרישה. עם זאת, מערכות פנסיה צוברת אינן נטולות סיכונים, בייחוד אלו הנובעים מתנודות השווקים הפיננסיים המקומיים או מביצועים ירודים במערכת הכלכלית. מבחינה זו, נראה שהשקעות בין-לאומיות עשויות לצמצם את החשיפה של החיסכון הפנסיוני לביצועי הכלכלה המקומית, ובאופן זה להשפיע על הביצועים העתידיים של החיסכון הפנסיוני ועל ההטבות הפנסיוניות לפורשים מעבודה. אולם, מנהלי החסכונות הפנסיוניים נוטים להשקיע במדינת האם – כיוון השקעה המכונה "הטיית הביתיות" (home bias). כמו כן, קובעי המדיניות במספר מדינות מגבילים את ההשקעות בנכסים זרים מתוך רצון "למנוע סיכון" או כדי לסייע להתפתחותם של שוקי ההון המקומיים.

המאמר הנוכחי בוחן צדדים מרכזיים של ההשקעה המוסדית בנכסים זרים. **פרק 1** מצביע על התפקיד הפוטנציאלי של השקעות בין-לאומיות באסטרטגיות השקעה בכלל ובקרב מוסדות המנהלים חיסכון פנסיוני בפרט, ודן בסיבות אפשריות להעדפתן של קרנות פנסיה להשקיע בנכסים מקומיים.

**פרק 2** בוחן את הניסיון שנצבר עד כה בהשקעות בין-לאומיות של גופים לחיסכון פנסיוני במספר מדינות OECD, ודן ברגולציה המסדירה את ההשקעות בנכסים זרים של קרנות הפנסיה במדינות אלה.

3. במודל "ניהול יתרת כספים באופן שוטף" כל דור עובדים מממן באמצעות זמי הגמולים שלו את החסכונות הפנסיוניים של הדור הקודם (בדומה לאופן שבו פועל בישראל הביטוח הלאומי).

**פרק 3** בוחן את היקף ההשקעות של גופים מוסדיים בישראל בנכסים זרים בזיקה לרגולציה בארץ לאורך הזמן.

**פרק 4** עוסק בסוגיות ההסדרה המתחייבות מהשקעות בנכסים זרים (גידור סיכון המטבע, דיווח, הממשל התאגידי וקביעת המדיניות של גוף ההשקעה המוסדי).

**פרק 5** בוחן סימולציה של השקעות כדי להציע חלוקה אופטימאלית – בהתאם להנחות ההשקעה הבסיסיות – בין השקעות מקומיות להשקעות בנכסים זרים.

## 1. סוגיות בהשקעות בין-לאומיות

### 1.1. הפוטנציאל הגלום בפיזור בין-לאומי של ההשקעה

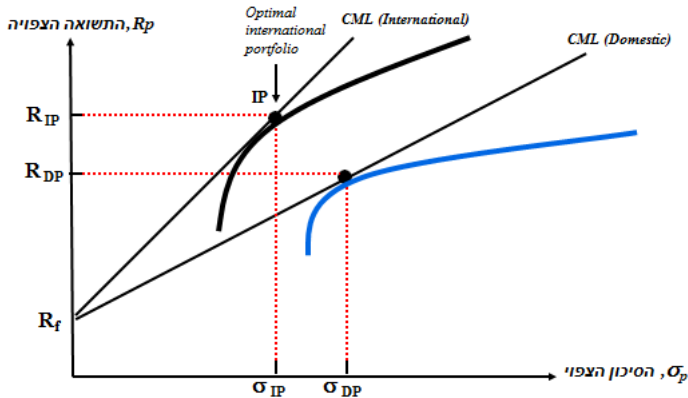
התיאוריה המודרנית של תיקי ההשקעה (MPT – Modern Portfolio Theory)<sup>4</sup> גורסת, שאם מצוי בידנינו מידע על ההתפלגויות של תשואות הנכסים, אנו יכולים לבנות "חזית של תיקים יעילים" – אוסף של תיקי השקעה בסיכון נתון בעלי תשואה מירבית, ולחילופין, תיקים שנושאים עמם סיכון מינימאלי ברמת תשואה נתונה. על-פי תיאוריית השקעה זו, אם הסיכונים מגודרים בינם לבין עצמם (אין ביניהם מתאם), רמת הסיכון של תיק ההשקעות מצטמצמת באמצעות פיזור בין נכסים שונים בעלי סיכונים שונים. עם זאת, אפשר לראות שהחזקה של תיק מפוזר בשוק המקומי יכולה לצמצם רק את הסיכונים הספציפיים (unsystematic risk), הנובעים מביצועים שונים של חברות וענפי משק, אך לא את הסיכונים השיטתיים (systematic risk), הנגזרים מגורמים מערכתיים, כגון ביצועי הכלכלה בכללותה או סיכונים ביטחוניים-פוליטיים. זאת מפני שהנכסים המקומיים מתואמים באופן חיובי זה עם זה בשל חשיפתם לתנאים כלכליים דומים, כמו שיעור הריבית, שיעור הצמיחה והגירעון התקציבי. לעומת זאת, בשוקי הון יעילים ומשולבים ניתן לצמצם את הסיכון השיטתי באמצעות פיזור בין-לאומי של ההשקעות, תוך בחירה בנכסים משלימים בעלי מתאם נמוך. לכן פיזור בין-לאומי הוא רכיב חשוב בתיק השקעות אופטימאלי (תרשים 1).

אסטרטגיית פיזור בין-לאומי של ההשקעות יכולה אפוא לצמצם את הסיכון השיטתי בלי לפגוע ברמת התשואה, מפני שניתן למצוא מתאמים נמוכים בין מחזורי העסקים במדינות שונות, והזעזועים הפיננסיים צפויים להתבטא באופנים שונים בשוקי

ההון. בטווח הבינוני, פיזור בין-לאומי של ההשקעה מגדר את הסיכון מפני ירידה ברווח מהשקעות מקומיות (בייחוד בניירות ערך). בטווח הארוך, מתאם לא מלא בין ההתפתחויות הדמוגרפיות במדינות שונות אמור להציע הגנה כנגד ההשפעות של הזדקנות האוכלוסייה על הכלכלה המקומית.

## תרשים 1

רווחים כתוצאה מפיזור בין-לאומי של השקעות



לפיזור בין-לאומי של השקעות כמה מניעים – בהם נסיבות מיוחדות במדינת האם וחוסר יעילות של שוק ההון בה, חשיפה לענפי משק שאינם קיימים במשק המקומי (מחצבים, ייצור רכב וכדומה); שוק הון מקומי שבו יש משקל רב לכמה חברות גדולות מאוד (למשל בהולנד), או החשוף יתר על המידה לסוג סיכון אחד (לדוגמה קנדה, בכל הנוגע לחומרי גלם), ולפיכך אינו מפוזר. בנוסף, אם מכשירים פיננסיים מסוימים במדינת האם אינם זמינים, או ששוקי ההון פחות מפותחים, הדבר יבוא לידי ביטוי בתנודתיות רבה יותר ובנזילות נמוכה באופן יחסי. במצב כזה, השקעות בין-לאומיות עשויות להיות אטרקטיביות יותר למשקיעים. מבחינה אחרת, השקעה בנכסים זרים עשויה להקנות הגנה נוספת כנגד האינפלציה, לנוכח העובדה שבתקופות של אינפלציה גבוהה שער החליפין נוטה להיות מפותח, וכך תגדל התשואה הריאלית על הנכסים הזרים. שיקול נוסף לטובת השקעות בכלכלות של מדינות אחרות הוא שכלכלות אלה עשויות לצמוח במידה רבה יותר מהכלכלה המקומית, ולכן שוקי ההון יציעו תשואה פוטנציאלית גבוהה יותר למשקיעים, שהרי התשואות בשוק תלויות בסופו של דבר בדיבדנדים,

אשר הם פונקציה של הרווחים ושל צמיחת התוצר. גם מדינות בעלות תפוקה שולית גבוהה יותר על ההון עשויות להיות אטרקטיביות יותר למשקיעים. גישה אחרת מביאה בחשבון ששוקי ניירות הערך המקומיים עשויים להיות פגיעים לזעזועים הנובעים ממלחמות, חוסר יציבות פוליטית או אסונות טבע, אשר צפויים להוביל לאינפלציה גבוהה, לתנודתיות בשווקים ולפגיעה בערכם של הנכסים המקומיים.

מחקרים רבים אכן מצאו, שפיזור בין-לאומי של ההשקעה יכול להניב יחס אופטימאלי יותר של תשואה מול סיכון לעומת השקעה המוגבלת לנכסים במדינה אחת. לדוגמה, פיזור בין-לאומי של ההשקעות מגדיל את התשואה ליחידת סיכון עבור משקיע אמריקאי טיפוסי (Bhargawa et al., 2004). במחקר אחר, שבו נערכה אופטימיזציה של התשואה והסיכון, התברר שכמחצית מתיק השקעות של קרנות פנסיה במדינות מתפתחות צריך להיות מורכב מנכסים זרים. עם זאת, ההשפעה של פיזור השקעות בין-לאומי שונה ממדינה למדינה (Kumara and Pfau, 2011).

## 1.2. יתרונות הפיזור הבין-לאומי בחיסכון הפנסיוני

המטרה המודגשת של כל חיסכון פנסיוני היא לצבור תשואה העולה על הגידול הממוצע בהכנסות מעבודה. מאפיין זה של החיסכון הפנסיוני מצביע על חשיבותו של שיעור התחלופה. לפי גישת ממוצע-שונות (mean-variance approach), שפותחה ע"י מרקוביץ' וטובין (Markowitz and Tobin), כאשר משקיע בוחר בין מספר השקעות, הוא משווה בין שני פרמטרים בלבד: תוחלת התשואה (הסיכוי) ושונות התשואה (או סטיית התקן של התשואה - הסיכון). כדי להגיע לאופטימיזציה של ההשקעה, משקיע יכול לשקלל את התשואה מול הסיכון (trade-off) בהתאם להעדפותיו. כדי להישאר אדיש, המשקיע ידרוש תוחלת תשואה גבוהה יותר אם השונות תהיה גבוהה יותר. ככל שהערך הצפוי של התשואה גבוה יותר או השונות (סטיית התקן) נמוכה יותר, התועלת תהיה גבוהה יותר. דבר זה רלוונטי במיוחד לקרנות פנסיה מבוססות הפקדות (Defined Contribution), שבהן הזכויות הפנסיוניות מוגדרות בעת הפרישה בהתאם לנכסים ולתשואה שצבר המבוטח. זאת להבדיל מקרנות מבוססות זכויות (Defined Benefits - DB). בקרנות DB מדיניות ההשקעה האופטימאלית מורכבת יותר, שכן הפנסיה נקבעת על-פי נוסחה הנגזרת ממספר שנות העבודה ומרמת השכר, ואין קשר מלא בינה ובין התשואה על ההשקעות. כאן זכויות המבוטח מובטחות מראש, והקרן עשויה לדרוש יישום של מדיניות (ALM Asset Liability Management - התאמה בין הנכסים להתחייבויות). במסגרת זו

תידרש בטווח הארוך התאמה בין הנכסים להתחייבויות כדי לשמור על תיק נכסים בעל תשואה, מח"מ וסיכון הדומים לאלו של ההתחייבויות.

פיזור בין-לאומי של ההשקעות יכול אפוא להיטיב עם קרנות הפנסיה, כי הוא יכול להרחיב את חזית התיקים היעילים. כך, קרן פנסיה תוכל פוטנציאלית להשיג תשואה גבוהה יותר באותה רמת סיכון, או להיחשף לסיכון נמוך יותר באותה רמת תשואה. מעבר לכך, במדינות בעלות שוקי הון קטנים יחסית, כמו אירלנד, הולנד ודנמרק, הנכסים של המשקיעים המוסדיים עשויים לעלות על אלו של שוק ההון המקומי. במדינות אלה גם שיקולי נזילות פשוטים, לצד צמצום סיכון המדינה, מצדיקים השקעות בנכסים זרים.

### 1.3. סיבות להטיית הביתיות של קרנות פנסיה

למרות הפוטנציאל הגלום בפיזור בין-לאומי של ההשקעות, הנתונים מורים שקרנות פנסיה במדינות רבות נוטות להשקיע את רוב נכסיהן בשווקים המקומיים, לעתים עד כדי שיעור של 90 אחוזים. תופעה זו מוסברת בין היתר על-ידי הגורמים הבאים:

א. פערי המידע ועלויות אחרות הכרוכות בהשקעה בחו"ל: בנגישות למידע גלומות עלויות ניכרות. משקיעים עשויים לבחור שלא לשאת בהן אם לא ניתן יהיה לכסות אותן בוודאות. בנוסף קיימות הוצאות עסקה גבוהות הקשורות לסילוקין, נאמנות ודמי משמרת. עלויות אלו עשויות להגביל את ההשקעה בשווקים זרים.

ב. הטלת מגבלות השקעה על קרנות הפנסיה: במספר מדינות השקעותיהם של גופים מוסדיים מושפעות ממאפיינים ייחודיים של הרגולציה המקומית, ובהם עידוד הגופים להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות כדי לממן גירעון ציבורי; הגבלות על תנועות הון ועל הפעילות במט"ח בקרב כלל המשקיעים; חשש מפני השפעה שלילית של ההשקעה בחו"ל על שוק מטבע החוץ המקומי. הגבלת ההשקעה יכולה לנבוע גם מיכולת מוגבלת של רשויות הפיקוח לפקח על אירועים ונכסים הנמצאים מחוץ לתחום השיפוט שלהן לנוכח העדר ניסיון השקעה בשווקים זרים.

במדינות מפותחות יותר (בעיקר מדינות OECD) הגורמים המאסדרים מאפשרים לבחור בין הסתמכות על כלל האדם הסביר (prudent person rule), שבמסגרתו מתאפשרת השקעה בנכסים זרים, לבין הטלת מגבלות השקעה על אפיקי השקעה בעלי תנודתיות גבוהה או נזילות נמוכה, כמו מניות, נדל"ן ונכסים זרים. כלל האדם הסביר מבוסס על ציפייה,

שהשקעות אלה מצד גופים נאמנים ייעשו בדרך זהירה ומושכלת, בדומה לאופן הפעולה של פרט המטפל בנכסיו הפרטיים. לעומת זאת, הטלת מגבלות כמותיות מצמצמת את הבחירה החופשית של ההשקעות.

כל קטגוריית השקעה - מניות, איגרות חוב, נדל"ן וכו' - מצריכה דיון נפרד. פיזור גלובלי של נכסים רלוונטי במיוחד למניות, בעוד שהקורלציה בין שוקי איגרות החוב בעולם גבוהה יחסית, ולכן קיימים פחות יתרונות לפיזור מחוץ לשוק המקומי. נדל"ן נחשב לנכס לא נזיל, וקיימים לגביו פערי מידע רבים, ולכן הפיזור הבין-לאומי של השקעות בנדל"ן קשה יותר, על אף שמאותן סיבות התשוואות על ההשקעה בנדל"ן פחות מתואמות.

ג. בהשקעות זרות גלומים סיכונים נוספים בהשוואה לסיכונים הגלומים בהשקעה מקומית: סיכון שער חליפין, סיכונים נזילות והעברה. עם זאת, סיכונים אלה אינם מוחלטים. סיכון שער חליפין ניתן לגדר, ואילו סיכונים נזילות והעברה ניתן לצמצם או אף למנוע באמצעות בחירה נכונה בהשקעה בשווקים נזילים ופתוחים.

ד. החשש מפני סיכונים מערכתיים במדינה שאליה מופנות ההשקעות, העלולים להשפיע על הכלכלה המקומית.

ה. במדינות מתפתחות מקובל לטעון, שהשקעות מקומיות של קרנות פנסיה מגדילות את נפח המסחר, מעודדות את פיתוח התשתית הפיננסית ומקדמות את החיסכון הלאומי, ולכן הן עדיפות על פני השקעות בנכסים זרים. ואולם, לפי מספר ממצאים ההשפעה החיובית של קרנות פנסיה על פיתוח שוק ההון מובהקת רק למדינות בעלות שוק הון מפותח למדי (לדוגמה, ארה"ב, בריטניה ואוסטרליה), אבל השפעתן מצומצמת יותר במדינות בעלות שוקי הון פחות מפותחים. כמו כן, קיים הסיכון שביצועים נמוכים או פשיטות רגל של חברות מקומיות ישפיעו הן על היקף נכסי קרנות הפנסיה והן על ההכנסה העתידית של החוסכים בקרן.

## 2. הפיזור הבין-לאומי של השקעות קרנות הפנסיה הפועלות במדינות OECD

### 2.1. מנגנוני הפיזור הבין-לאומי של ההשקעה של קרנות פנסיה

הפיזור הבין-לאומי של ההשקעות של קרנות פנסיה יכול להתבצע באחד משלושה מנגנונים:

- **השקעה ישירה** - בשיטת ההשקעה הישירה נרכשים הנכסים בשווקים הזרים ישירות. השקעה זו גוררת עסקה שכוללת מט"ח והזרמת הון, ומקנה נגישות מלאה לשווקים

בחור"ל, עם כל היתרונות הנלווים לכך. כמו השקעות בשוק המקומי, הדרך הזאת דורשת ממנהלי החיסכון הפנסיוני לפעול באופן שיטתי: ניתוח פיננסי, מעקב קבוע אחר התיק והתבססות על עקרונות פנימיים בתחום הממשל התאגידי ושירות הנכסים (asset servicing): הקפדה על מנגנוני העברה ותשלומים יעילים. ההשקעה הישירה נוטה להיות יקרה יחסית, מפני שהיא דורשת מנגנון לתפעול הנכסים (מוקד עורפי – back office), ידע נרחב על נכסים ייחודיים ומחלקת מחקר גדולה.

• **השקעה בלתי ישירה** – לנוכח המורכבות והמגוון הגדול של אפשרויות ההשקעה בשווקים זרים, לעתים השקעה לא ישירה יעילה יותר. בהשקעה בלתי ישירה המשקיע קונה יחידות השתתפות במכשיר השקעה המבצע החלטות השקעה ישירות. המכשירים הטיפוסיים להשקעות בלתי ישירות הם קרנות נאמנות ותעודות סל, ובשנים האחרונות גם קרנות השקעה. ככלל, בשוקי הון מפותחים קיימים מכשירי השקעה רבים, בעלי אסטרטגיות השקעה שונות, הנעות בין אלו המחקות מדד גלובלי לבין אלו המנהלות באופן אקטיבי נכסים זרים. אם מכשיר ההשקעה (לדוגמה, תעודת סל) הונפק מטעם גורם זר, ההשקעה מקבילה להשקעה ישירה, אבל עלויות המסחר הפעיל והמעקב השוטף נמוכות יותר, ומתבססות בעיקר על ניתוח מכשיר ההשקעה. כאשר מכשיר ההשקעה מקומי, היתרונות של השקעה בלתי ישירה מתממשים אף יותר, מפני שבאמצעות פעילות מקומית המשקיעים נהנים מנגישות ומחשיפה לשווקים זרים<sup>5</sup>.

• **השקעה באמצעות חוזה החלף (Swap)** – מנגנון פחות מקובל, אשר הולך ותופס נפח בתחום ההשקעה. חוזה החלף הוא עסקה פיננסית, שבה שני צדדים מתחייבים להחליף ביניהם תזרים מזומנים או נכסים במועדים מסוימים בעתיד. כמו כל חוזה עתידי, ערכו משתנה במהלך התקופה. חוזה החלף הוא מכשיר שימושי להעברת סיכון, ואינו מחייב העברה פיזית של נכסים. מוסדות פיננסיים רבים משתמשים בחוזה החלף כדי לגדר את החשיפות שלהן לסיכוני ריבית (IRS - Interest Rate Swap), לסיכוני מטבע (Currency Swap) ולסיכוני מניות (Equity Swap).

חוזה החלף בין-לאומיים יכולים להתאים גם לקרנות פנסיה (International Pension Swap)<sup>6</sup>. למשל, קרן פנסיה ממדינה קטנה שהיא הבעלים של מניות מקומיות יכולה לחתום חוזה החלף רב-שנתי עם מתווך פיננסי גלובלי. במסגרת החוזה, קרן הפנסיה המקומית

5. במקרים מסוימים השקעה לא ישירה כוללת רק את החשיפה לשינוי המחיר של הנכס, תוך נטרול החשיפה לשינויי שער.

6. להרחבה, ראו Bodie and Merton, 2002.

משלמת מדי שנה למתווך תשואה דולרית על ההשקעה של קרן הפנסיה המקומית בשוק ההון המקומי, ומקבלת ממנו תשואה דולרית על תיק מניות גלובלי. חוזי החלף בין-לאומיים יכולים להתאים לקרנות פנסיה שהן גדולות ביחס לשוק ההון בארצן, ולקרנות הפועלות במדינות שמגבילות את תנועות ההון. חוזה מסוג זה מאפשר למנהלי קרנות הפנסיה לשנות את הרכב תיק הנכסים ללא צורך במכירה או ברכישה של נכסים, דבר שמוביל לצמצום העלויות.

**2.2. הגורמים המשפיעים על הפיזור הבין-לאומי של השקעת קרנות פנסיה**

שוק הפנסיה במדינות OECD נחשב לשוק גדול במיוחד, והיקף הנכסים המנוהלים בקרנות פנסיה במדינות הארגון מסתכם בכ-19 טריליוני דולרים, שהם 72.4 אחוזים בממוצע (משוקלל) מתוצר מדינות הארגון. היקף הנכסים במדינות הארגון גדל בעשור האחרון (2001 – 2011) בכ-8.3 טריליוני דולרים, שהם 78.4 אחוזים<sup>7</sup>. כדי לקלוט את ההיצע האדיר של נכסי החיסכון הפנסיוני בכלל ואת ההשקעות המקומיות בפרט, נדרש שוק הון נזיל, מפותח ועמוק למדי. בפועל, שוקי הון במדינות מתפתחות וגם בחלק מהמדינות המפותחות אינם יכולים לספק את היקף הנכסים הפיננסיים הנדרשים ע"י משקיעים מוסדיים מהסוג של קרנות פנסיה וביטוח חיים. תרשים 2 משווה את גודל נכסי קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים להיקף השווקים הפיננסיים המקומיים במדינות OECD לפי נתוני שנת 2011. ללוקסמבורג שוק הפנסיה וביטוח החיים הגדול ביותר, ששיעורו 311 אחוזים ביחס לתוצר. גם שוקי הפנסיה וביטוח החיים בדנמרק, הולנד ושווייץ נחשבים לשווקים גדולים – 218 אחוזים, 205 אחוזים ו-190 אחוזים בהתאמה. ישראל נמצאת מעט מעל לממוצע במדינות OECD, עם שיעור של 77 אחוזים ביחס לתוצר. לעומת זאת, מבין מדינות OECD, שיעור נכסי הפנסיה וביטוח החיים הנמוך ביותר מאפיין את יוון ותורכיה – כ-3 אחוזים וכ-2 אחוזים, בהתאמה.

כדי לעמוד על פוטנציאל ההשקעות הפנימיות לחיסכון הפנסיוני, אפשר להשוות בין החיסכון הפנסיוני ובין גודל שוק ההון, הנמדד כערך המניות וההמירים. היקף הנכסים של תכניות ביטוח החיים וקרנות הפנסיה בשנת 2011 עלה על ערך השוק של ניירות הערך

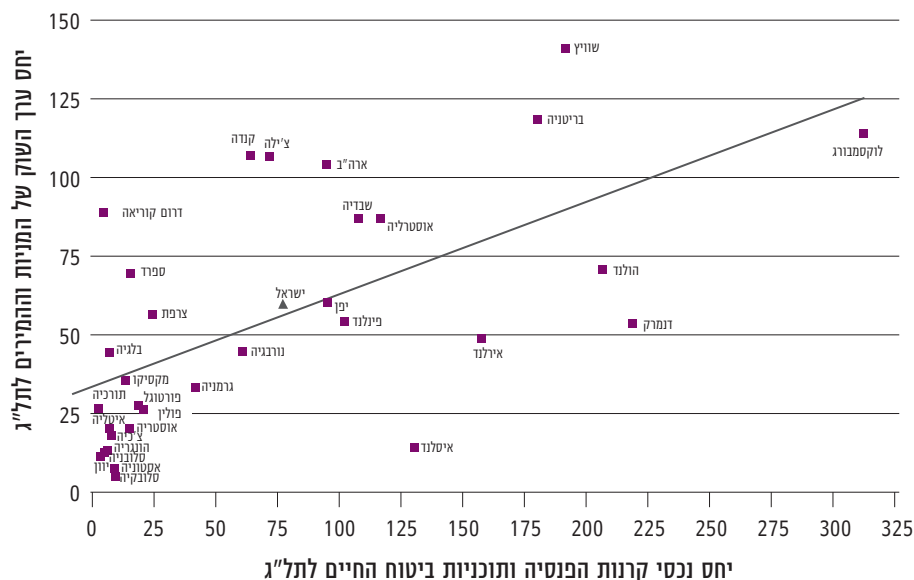
7. המקור: Global Pension Statistics, OECD. נתוני הפנסיה בדיווח ה-OECD כוללים רק את נתוני קרנות הפנסיה האוטונומיות (Autonomous pension funds). קרנות אלו הן קרנות פרטיות, שיכולות להיות בבעלות המעסיק (Occupational pension funds) או בבעלות גורם פרטי אחר (Personal pension funds), כגון חברת ביטוח או בית השקעות. סוג זה של קרנות פנסיה אינו כולל מסגרת של ביטוח לאומי או חיסכון פנסיוני שממומן או נשלט ע"י הממשלה (בדומה לדוגמה לפנסיה התקציבית הנהוגה בישראל).



במדינות OECD רבות, ובהן דנמרק, אירלנד, בריטניה, שווייץ, אוסטרליה וכן ישראל. לעומת זאת, במדינות כמו תורכיה, ספרד, מקסיקו וצ'כיה היקף נכסי תכניות ביטוח החיים וקרנות הפנסיה היווה פחות ממחצית ערך השוק של ניירות הערך. מעבר לסף השקעות מסוים, קרנות הפנסיה הללו נעשות שחקנים מרכזיים בשוקי ההון המקומיים, היכולים להשפיע על המחרים. לכן במדינות OECD רבות נוהגות קרנות הפנסיה לפזר רכיב לא מבוטל מנכסיהן בשווקים הבינ-לאומיים.

## תרשים 2

ערך השוק של המניות וההמרים ביחס לתל"ג מול סך נכסי הפנסיה וביטוח החיים ביחס לתל"ג במדינות OECD, 2011, אחוזים



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני OECD והבנק העולמי. לצד גודל שוק ההון המקומי, היקף ההשקעה בנכסים זרים מושפע גם ממגבלות על השקעה בהם. גורם זה רלוונטי יותר במדינות המתפתחות, ובכלל זה אלו מבינהן שחברות ב-OECD. מדינות מתפתחות רבות מתאפיינות במגבלות על מט"ח ועל תנועות הון, ובמדינות אלה שיקולים מקרו-כלכליים מנמקים את המגבלות על השקעות בין-לאומיות של קרנות פנסיה.

לוח 1 מציג את דפוסי הרגולציה על השקעות זרות במדינות OECD. מדינות כמו ארה"ב, בריטניה ויפן כפופות לכלל האדם הסביר<sup>8</sup>, והן נחשבות למדינות הליברליות ביותר במונחי המגבלות המוטלות על השקעה בנכסים זרים<sup>9</sup>. במספר מדינות אחרות יש מגבלות כמותיות על השקעה בנכסים בין-לאומיים, שחלות בעיקר על השקעה במדינות שאינן חברות ב-OECD. עובדה זו מסבירה את שיעורי ההשקעה הנמוכים בנכסים זרים. למשל, קרנות הפנסיה בפולין מוגבלות לשיעור השקעה של 5 אחוזים, וקרנות הפנסיה במקסיקו ואוסטריה מוגבלות ל-20 אחוזים ול-30 אחוזים, בהתאמה. בין המדינות שאינן חברות ב-OECD, הודו לדוגמה אינה מתירה כלל השקעות בנכסים זרים. קיימים פערים ניכרים בין תקרת מגבלות ההשקעה בנכסים זרים לבין ההשקעה בפועל. מקובל להסביר מרווחים אלו בזהירות יתר שנוקטים מנהלי ההשקעות כדי למנוע הפרה של ההוראות הרגולטוריות אם השווקים ירגיעו.

לוח 1

מגבלות ספציפיות<sup>1</sup> על השקעתן של קרנות פנסיה במדינות OECD בנכסים זרים, 2013

מגבלות בקטגוריית נכסים ספציפית:						מגבלות כלליות	שם המדינה
פיקדונות בנקאיים	הלוואות	קרנות השקעה	אג"ח	נדל"ן	מניות		
אין מגבלות							אוסטרליה, בלגיה, קנדה, אסטוניה, גרמניה, אירלנד, יפן, לוקסמבורג (קרנות פנסיה בבעלות העמיתים או קרנות פנסיה פרטיות), הולנד, ניו-זילנד, ספרד, שבדיה, תורכיה ובריטניה
ההשקעה מוגבלת ל-30%; המגבלה מחושבת לאחר שימוש בגידור מטבעי							אוסטריה
השקעה בפיקדונות לזמן קצוב מוגבלת ל-2%				ההשקעה אסורה	השקעה בכתיבי המדורים ע"י סוכנות דירוג מוגבלת ל-1%	ההשקעה מוגבלת ל-80%; קיימת גם מגבלה פרטית לכל אחד ממסלולי ההשקעה (A-100%, B-90%, C-75%, D-45%, E-35%)	צ'ילה

8. ביפן מדובר בתופעה חדשה יחסית. עד סוף שנות ה-90 הגבילה יפן את ההשקעה של קרנות פנסיה מקומיות בנכסים זרים.

9. הליברליות בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה מוצאת את ביטויה גם באפיקי השקעה אחרים באותן מדינות, הנעדרים כל מגבלות כמותיות.

## לוח 1 - המשך

מגבלות ספציפיות<sup>1</sup> על השקעתן של קרנות פנסיה במדינות OECD בנכסים זרים, 2013

שם המדינה	מגבלות כלליות	מגבלות בקטגוריית נכסים ספציפית:			
		מניות	נדל"ן	אג"ח	קרנות השקעה
צ'כיה (קרנות פנסיה בשני הרבדים הראשונים)					ההשקעה מותרת רק בנקיים מפקחים
צ'כיה (קרנות פנסיה ברובד השלישי)	אין מגבלות להשקעה במדינות OECD. ההשקעה שאינן חברות ב-OECD-1 מוגבלת ל-5%		ההשקעה במדינות שאינן חברות ב-OECD-1 או במסדות בינלאומיים מוגבלת ל-70%		ההשקעה מותרת רק לנקיים במדינות OECD
דנמרק	אין מגבלות להשקעה במדינות OECD				
פינלנד (קרנות פנסיה וולנטריות)	אין מגבלות להשקעה במדינות OECD. ההשקעה במדינות שאינן חברות ב-OECD מוגבלת ל-10%				
פינלנד (קרנות פנסיה מנטוריות)	אין מגבלות להשקעה במדינות OECD. ההשקעה במדינות שאינן חברות ב-OECD מוגבלת ל-20%				
יוון	ההשקעה מותרת רק במדינות ה-EU וה-EEA				
הונגריה	ההשקעה במדינות שאינן חברות ב-OECD-1 מוגבלת ל-20% משיעור החשיפה הכללי לנכסים זרים		ההשקעה מותרת רק במדינות ה-EU וה-EEA	ההשקעה מוגבלת ל-10%	
איסלנד	החשיפה למט"ח מוגבלת ל-50%		ההשקעה מותרת רק במדינות OECD	ההשקעה מותרת רק במדינות OECD	
איטליה	אין הגבלה להשקעה במדינות OECD. ההשקעה באג"ח ובמניות שאינן חברות ב-OECD-1 מוגבלת ל-5% מהיתנה מוגבלת להשקעה במדינות אחרות אסורה		אין הגבלה להשקעה במדינות OECD. ההשקעה באג"ח ובמניות שאינן חברות ב-OECD-1 מוגבלת ל-5% מהיתנה מוגבלת להשקעה במדינות אחרות אסורה		
ישראל	ההשקעה מותרת רק במדינות OECD או במדינות המורגות - BBB ומעלה				
דרום-קוריאה (קרנות פנסיה פרטיות)	החשיפה למט"ח מוגבלת ל-20%				
דרום-קוריאה (קרנות פנסיה מפעילות)	בקרנות מסוג DB, 70% ל-70%, בקרנות מסוג DC, ההשקעה מוגבלת ל-30%	בקרנות מסוג DB 30% ל-30% ומותרת רק בנקיים בינלאומיים מפותחים. בקרנות מסוג DC ההשקעה אסורה	ההשקעה אסורה	ההשקעה באג"ח מממשלתיות המורגות בדרגת A ומעלה	ההשקעה אסורה
לוקסמבורג (קרנות פנסיה ללא כוונת רווח)	ההשקעה במדינות שאינן זוכות לערבות מדינות OECD מוגבלת ל-5%	ההשקעה מוגבלת ל-1%			ההשקעה אסורה
מקסיקו	ההשקעה מוגבלת ל-20%	קיימת מגבלה פרטית למסלולי ההשקעה השונים (מסלול 1: 5%, מסלולים 2-5: 20%)	ההשקעה הישירה אסורה	ההשקעה מותרת רק באג"ח המורגות A- ומעלה	ההשקעה אסורה

**לוח 1 - המשך**

מגבלות ספציפיות<sup>1</sup> על השקעתן של קרנות פנסיה במדינות OECD בנכסים זרים, 2013

מגבלות בקטגוריית נכסים ספציפית:						מגבלות כלליות	שם המדינה
פיקדונות בנקאיים	הלוואות	קרנות השקעה	אג"ח	נדל"ן	מניות		
					ההשקעה במניות של חברות שאינן רשומות במדינת OECD או במדינה השייכת ל-EU מוגבלת ל-10%		נורבגיה
					ההשקעה מוגבלת ל-5%		פולין (קרנות פנסיה פרטיות)
					החשיפה למט"ח מוגבלת ל-30%		פולין (קרנות פנסיה תעסוקתיות)
					ההשקעה במדינות שאינן שייכות ל-OECD או ל-EU מוגבלת ל-15%		פורטוגל (קרנות פנסיה בשני הרבדים הראשונים)
					ההשקעה במדינות שאינן שייכות ל-OECD או ל-EU מוגבלת ל-10%		פורטוגל (קרנות פנסיה ברובד השלישי)
					אין מגבלות להשקעה במדינות OECD או EU		סלובניה
					ההשקעה מוגבלת ל-10%	החשיפה למט"ח מוגבלת ל-30%; המגבלה מחושבת לאחר שימוש בנידור מטבעי	שוויץ
				הבעלות על הנכס צריכה להיות נתונה לסמכות השיפוט האמריקאית			ארה"ב

1. במדינות OECD נהוגות בקרנות הפנסיה גם מגבלות כלליות על ההשקעה בנכסים שונים. להרחבה, ראו נספח א' במאמר "סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני - גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר", **הרבעון לננקאות**, 169, עמ' 18-45, 2011.

המקור: סקר השקעות קרנות הפנסיה במדינות OECD, 2013.

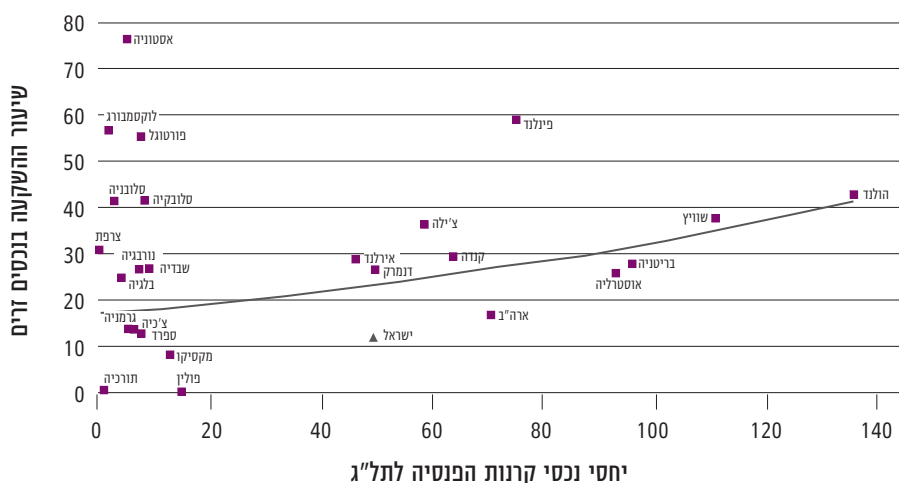
**2.3. הפיזור הבין-לאומי של השקעות קרנות פנסיה במדינות OECD**

נראה שמדינות קטנות ופתוחות מאוד, כדוגמת אסטוניה ולוקסמבורג, וכן מדינות בעלות מערכות פנסיה גדולות, נוטות במידת מה להתיר את החזקתם של יותר נכסים זרים. פינלנד והולנד נחשבות למדינות בעלות כלכלה קטנה ופתוחה עם שוק פנסיה גדול ביחס לשוק ההון המקומי. בפינלנד מחזיקות קרנות הפנסיה בנכסים זרים בשיעור של 59 אחוזים מכלל נכסיהן. בפועל הנתונים גבוהים יותר, לנוכח העובדה שבדוחות חברת הייעוץ "מרסר" (Mercer) נכסים המושקעים במדינות האירו מסווגים כנכסים

מקומיים, ורק נכסים המושקעים מחוץ לגוש האירו מסווגים כנכסים זרים<sup>10</sup>. שיעור ההשקעה בנכסים זרים הוא קרוב ל-30 אחוזים באוסטרליה, קנדה, יפן, שבדיה ובריטניה. בארה"ב, הכלכלה הגדולה ביותר, הנכסים הזרים הם רק 17 אחוזים מהנכסים, אולם שוק ההון האמריקאי נחשב לשוק ההון הגדול בעולם. במדינות OECD שנחשבות לפחות מפותחות היקף ההחזקות בנכסים זרים שונה בין מדינה למדינה. בצ'ילה ההיקף גבוה, נתון שאפשר להסבירו בעובדה שקרנות הפנסיה גדולות מאוד ביחס לכלכלה ולשווקים הפיננסיים המקומיים. בצ'ילה גדלו ההשקעות בנכסים זרים לאחר הסרת המגבלות על שימוש בנגזרים כדי להגן על סיכון שער החליפין. לעומת זאת, במדינות פחות מפותחות אחרות (כפולין ומקסיקו) קרנות הפנסיה עדיין מעדיפות בעיקר השקעה מקומית בשל המגבלות שמוטלות עליהן. לכן החשיפה שלהן לשווקים זרים עדיין לא מהותית (תרשים 3 ולוח 2).

### תרשים 3

שיעור ההשקעה בנכסים זרים ויחס נכסי קרנות הפנסיה לתוצר במדינות OECD, אחוזים, 2011



1. ישראל - סך קרנות הפנסיה - קרנות פנסיה ותיקות וחדשות. הנתונים כוללים גם חשיפה באמצעות תעודות סל וקרנות נאמנות מחקות מדדים

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני ה-OECD, UBS ו-Mercer.

10. ניתן למצוא עדות לכך בנתונים בהולנד, לדוגמה. על-פי דיווחי חברת הייעוץ "מרסר", שיעור ההשקעה של קרנות הפנסיה בנכסים זרים מסתכם בכ-30 אחוזים, אולם כאשר ההגדרה של הנכסים הזרים משתנה, והם כוללים נכסים המושקעים במדינות אחרות בגוש האירו, השיעור עולה לכ-42 אחוזים.

מבחינת הרכב תיק הנכסים הבין-לאומיים של קרנות הפנסיה, עיקר החשיפה היא בתחום המניות ובאמצעות השקעה בתעודות סל מחקות מדדי מניות ובקרנות נאמנות המשקיעות במניות. עבור מנהלי קרנות פנסיה רבים תעודות סל וקרנות נאמנות הן המכשיר הטוב ביותר במונחי עלות-תועלת למימוש הפיזור בשווקים הזרים, מפני שמכשיר השקעות זה נזיל יחסית אפילו בשווקים הנזילים פחות. כדי להבטיח את הנזילות, קרנות הפנסיה בדרך כלל משקיעות במספר קרנות נאמנות המשקיעות במניות או בתעודות סל העוקבות אחר מדד המניות, ללא נתח ניכר באחת מהן. בדרך כלל קרנות הפנסיה מסתייעות ביועצי השקעות זרים (או ביועצים המתמחים בתחום ההשקעות הבין-לאומיות), המסייעים להם בבחירת קרן הנאמנות או תעודת הסל ובבקרה אחר ביצועי ההשקעה. הבחירה מבוססת לרוב על סמך הקריטריונים הבאים: רקורד מוכח ארוך טווח; תוצאות חיוביות עקביות; השוואה עם קרנות או תעודות דומות; יכולת למשוך כספים במהירות בשווקים יורדים ויכולת לרכוש במהירות נכסים בשווקים עולים; ידע אישי על מנהלי הקרנות או מנפיקי תעודות הסל והצוות המקצועי שעומד לרשותם; התאמה לאופי ההשקעות של קרן הפנסיה.

השקעות ישירות נדירות יחסית בקרב מנהלי קרנות פנסיה במדינות מתפתחות יותר או קטנות יחסית, לנוכח העובדה שמנגנונים מסוג זה נוטים להיות יקרים. במספר מדינות מפותחות, כגון הולנד, בלגיה וקנדה, נוטים מנהלי קרנות הפנסיה להשקיע נתח רב מכלל השקעותיהם (הזרות והמקומיות) באמצעות תעודות סל וקרנות נאמנות בשל מבנה שוק החיסכון הפנסיוני. במדינות אלה עיקר החיסכון הפנסיוני מתבצע באמצעות קרנות פנסיה תעסוקתיות, שבהן המעסיק (או נאמן מטעמו) משמש כמנהל הקרן. בקרנות תעסוקתיות רבות אין די ידע מקצועי בתחום ההשקעה בכלל ובניתוח מניות ספציפיות בפרט. לכן הן מבססות חלק ניכר מהשקעותיהן על אפיקים לא ישירים, כדוגמת תעודות סל וקרנות נאמנות<sup>11</sup>.

ההשקעה במניות זרות מגיעה לשיעור של 28 אחוזים באירלנד, 27 אחוזים בקנדה ו-26 אחוזים בבריטניה. במדינות אחדות באירופה, כגון פינלנד וצרפת, מתאפיינת ההשקעה בשווקים זרים ברכישת איגרות חוב ממשלתיות, בעיקר של ממשלות ביבשת עצמה. ביפן שיעור ההשקעה

11. מדינות רבות באירופה מתאפיינות בשיעור גבוה של נכסים המנוהלים ע"י קרנות פנסיה תעסוקתיות מסך נכסי קרנות הפנסיה. אפשר להסיק על העדפתן להשקיע באפיקים לא ישירים מהעובדה, שבשנת 2011 69 אחוזים, 52 אחוזים ו-42 אחוזים מנכסי קרנות הפנסיה בבלגיה, בהולנד ובשווייץ, בהתאמה, נוהלו בקרנות נאמנות מתמחות (בהשקעה במניות, באיגרות חוב וכיו"ב).

במניות דומה לשיעור ההשקעה באיגרות חוב (קונצרניות וממשלתיות), תוצאת שמרנות מסוימת המאפיינת את תיק ההשקעות היפני (לוח 2).

**לוח 2**

הרכב תיק הנכסים הבין-לאומי של קרנות הפנסיה במספר מדינות 2011, OECD, אחוזים

לא מדווח	השקעות מקומיות					השקעות בינלאומיות					שם המדינה		
	אחר	נדל"ן	מניות	אג"ח ממשלתיות	אג"ח קונצרניות	סה"כ	אחר	נדל"ן	מניות	אג"ח ממשלתיות		אג"ח קונצרניות	
20		1	18	22	26	87			11	2	13	ספרד <sup>1</sup>	
15		7	2	43	19	86		2	4	3	5	גרמניה <sup>1</sup>	
12			5	9	35	23	84	1	13	2		פורטוגל <sup>1</sup>	
15				35	33	68			15	2		ארה"ב	
4				16	26	29	75		22	2	1	בלגיה <sup>1</sup>	
36				29	9	38			22	4		אוסטרליה	
8		2	4	48	12	74			19	6	1	הולנד <sup>1</sup>	
16		2	17	38		73	1	22	1	3		שבדיה	
12		3	17	22	18	72		26	1	1		בריטניה	
6		3	15	44	1	71	2	28	1			אירלנד <sup>1</sup>	
24				16	31	47			27	2		קנדה	
6				8	35	18	69	2	19	9	3	צרפת <sup>1</sup>	
16				20	32	52			18	14		יפן	
19		6	3	3	10	41		3	27	20	9	פינלנד <sup>1</sup>	
		8.485	0.536	4.485	64.56	9.734	87.8	1.5	0.059	6.89	1.07	2.68	ישראל <sup>2</sup> סך - קרנות הפנסיה
		11.821	0.700	10.442	36.765	16.372	76.1	4.15	0.249	14.4	0.24	4.86	ישראל <sup>2</sup> סך - הקרנות החדשות

1. בספרד, בגרמניה, בפורטוגל, בבלגיה, בהולנד, באירלנד, בצרפת ובפינלנד החשיפה המקומית כוללת חשיפה למדינות גוש האירו, ולכן בפועל החשיפה למדינות זרות גבוהה יותר.
2. נתוני ישראל, הבין-לאומיים והמקומיים, כוללים גם חשיפה באמצעות תעודות סל וקרנות נאמנות מחקות מדדים.

המקור: נתוני ספרד, גרמניה, פורטוגל, בלגיה, הולנד, שבדיה, בריטניה, אירלנד, צרפת ופינלנד Mercer, Asset Allocation Survey, 2012; נתוני ארה"ב, אוסטרליה, קנדה ויפן: UBS, Global Asset Management, 2012; ישראל: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיוחי הגופים המוסדיים.

### 3. הפיזור הבין-לאומי של השקעות הגופים המוסדיים בישראל

ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל בנכסים זרים היא תופעה חדשה יחסית, ועד לפני כעשור היקף ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל בנכסים בחו"ל היה זניח. הרפורמות שגובשו בעשורים האחרונים בשוק ההון ושינויים רגולטוריים רבים שבוצעו בעידודו של אגף שוק ההון בתחום ההשקעות הביאו להגמשה ולגיוון אפשרויות ההשקעה העומדות בפני אפיקי החיסכון לטווח ארוך. אלו הביאו להגדלת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי, לצד גידול ניכר בהיקף הנכסים שהם משקיעים בחו"ל. עם זאת, החשיפה של אפיקי החיסכון לטווח ארוך בישראל לנכסים זרים עדיין נמוכה במידת מה בהשוואה לגופים דומים במדינות OECD.

עד 2002 הוגבלה ההשקעה בניירות ערך זרים ל-5 אחוזים מהנכסים. עם זאת, הגופים המוסדיים ניצלו חלק קטן בלבד מאפשרויות ההשקעה שלהם בחו"ל. קופות הגמל השקיעו רק 1.3 אחוזים מנכסיהם, וקרנות הפנסיה השקיעו שיעור זניח של 0.2 אחוזים<sup>12</sup>. הפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח השקיעו הרבה יותר – 4.5 אחוזים – וחלק ניכר מהשקעתן בתחום זה היה בקרנות נאמנות זרות, שכן אושר להן להשקיע בקרנות נאמנות מחוץ לישראל ולנכות את ההוצאות בגין ההשקעה באפיק זה כהוצאות ישירות, מעבר לדמי הניהול שנגבו מהמבוטחים. הפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח השקיעו בשיעור משמעותי גם במניות של חברות ישראליות הנסחרות בחו"ל<sup>13</sup>. ללא ההשקעה בחברות אלו, הסתכם שיעור ההשקעה שלהן ב-3.1 אחוזים. נראה ששיקולי מס היו חלק משיקולי ההשקעה של הגופים המוסדיים. הגופים שילמו מס בשיעור של 35 אחוזים על תשואות ריאליות מההשקעות בניירות ערך זרים בחו"ל, בעוד רוב הכנסותיהן האחרות, מההשקעות מקומיות, היו פטורות ממס (לפי סעיף 9.2 לפקודת מס הכנסה).

בשנת 2002 נכנסו לתוקף תקנות השקעה חדשות לגופים המוסדיים, והן שינו באופן ניכר את אפשרויות ההשקעה שלהם. שינוי התקנות בוצע במסגרת שינוי במדיניות אגף שוק ההון בתחום ההשקעות, תוך מעבר משיטת פיקוח ישיר לשיטת פיקוח עקיף, לפיה קבלת החלטות ההשקעה מסורה במלואה להנהלות הגופים, תוך התערבות מינימאלית

12. נתוני ההשקעה של הגופים המוסדיים בנכסים זרים מובאים בנספח א'.

13. נתונים מפורטים באשר להשקעה הזרה של הגופים המוסדיים במניות, באיגרות חוב קונצרניות, וקרנות נאמנות ובתעודות סל מובאים בנספח ב'.



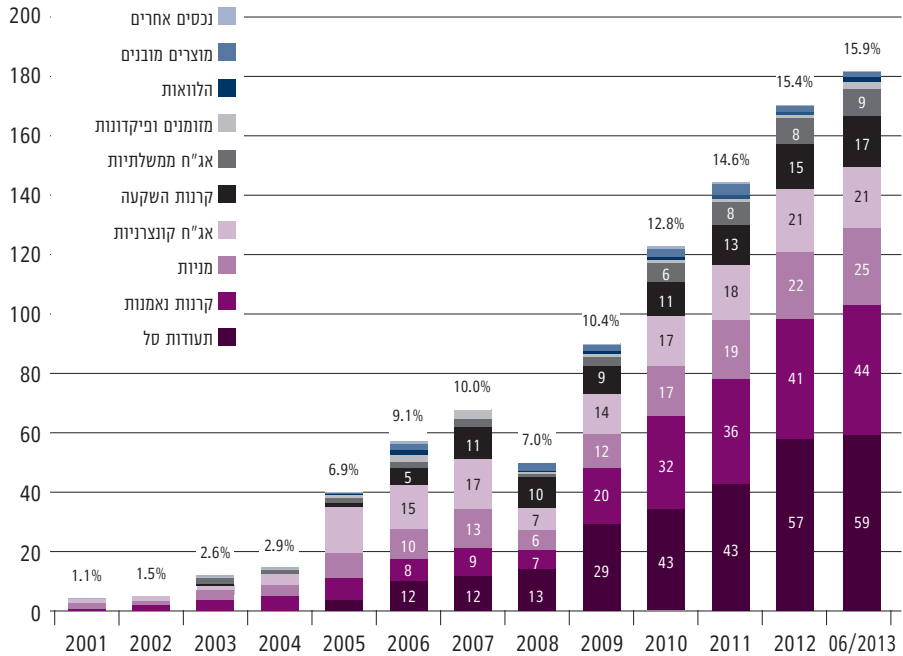
של הרגולטור בתהליכים אלה. עד אז חויבו הגופים להשקיע את נכסיהם לפי חלוקה לקבוצות השקעה, ונקבע שיעור מינימאלי שאותו הגוף המוסדי חייב היה להשקיע בקבוצה. מחודש אוקטובר 2002 התאפשר לגופים להשקיע כמעט בכל נכס בישראל ובחו"ל, וזאת במגבלות שהוטלו עליהם בתקנות ההשקעה החדשות על מנת לשמור על היציבות. תקנות אלו כללו לדוגמה שיעור חשיפה מרבי לגוף בודד, וכן קבעו את רמת הכשירות הנדרשת על מנת לקבל החלטות השקעה.

בשנת 2002 שונו גם תקנות הפיקוח על מטבע חוץ מטעם בנק ישראל. במסגרת תקנות מעבר פורסם חוזר, שביטל לכלל המשקיעים המוסדיים במשק את רוב מגבלות ההשקעה על נכסים נקובים במט"ח בחו"ל. ההוראות אפשרו השקעה של עד 20 אחוזים מנכסי הגופים המוסדיים בנכסים אלה. בתחילת 2003 בוטלו המגבלות כליל, והונהגה ליברליזציה מלאה בשוק המט"ח בישראל, בדומה לחוקי המטבע של המדינות המפותחות בעולם<sup>14</sup>. בעקבות השינויים הגיע היקף ההשקעה בחו"ל ל-7.4 אחוזים מסך הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח. שיעור ההשקעה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה החדשות היה נמוך יותר – 1.3 אחוזים ו-0.2 אחוזים, בהתאמה. גם לקרנות הפנסיה הוותיקות – שברשותן נכסים בהיקף גדול בהשוואה ליתר הגופים – ניתן היתר להשקיע בחו"ל (אמנם תחת מגבלות מסוימות), והדבר הגביר באופן משמעותי את כלל ההשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים זרים. עיקר ההשקעה היה במניות זרות (בעיקר של החברות הישראליות) ובקרנות נאמנות זרות. שינוי זה שיקף את נטייתם הגוברת של מנהלי ההשקעות לפנות לשוק ניירות הערך בחו"ל בשל ההתפתחויות השליליות שאפיינו את שוק המניות בארץ. בפוליסות המשתתפות ברווחים בלטה גם השקעה באגרות חוב קונצרניות זרות (תרשימים 4 א'-ה').

14. בין ההגבלות הנוספות שבוטלו במשך הזמן נמנו הגבלות על החזקת מטבע חוץ במוזמן, ניהול פיקדון במט"ח בארץ ובחו"ל, העברת נכסים לחו"ל ורכישת מטבע חוץ לצורך נסיעה לחו"ל. כמו כן בוטלה החובה לקבל היתר מבנק ישראל לצורך ניהול פעילות עסקית או אישית. כיום קיים חופש פעולה מלא לכלל תושבי ישראל בביצוע עסקאות במטבע חוץ ועם תושבי חוץ, וכן לתושבי חוץ בביצוע עסקות בשקלים, ללא הגבלה מצד חוקי הפיקוח על מטבע חוץ. השלמת הליברליזציה היא צעד חשוב בתהליך ההתאמה של המשק הישראלי לסטנדרטים בין-לאומיים, המסייעת בתהליך ההשתלבות של ישראל בכלכלה העולמית.

#### תרשים 4א

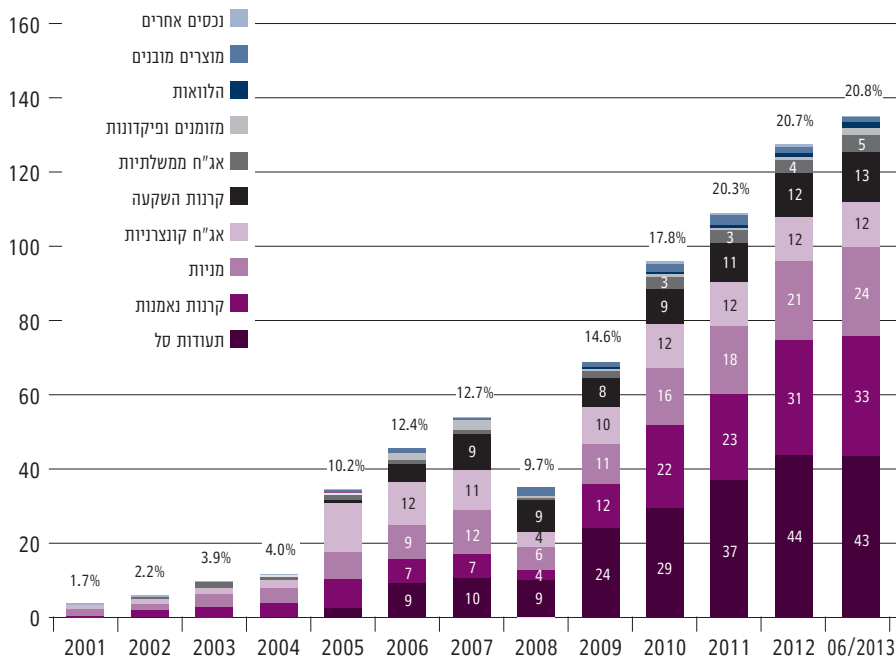
התפלגות ההשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים זרים, מיליארדי ש"ח ואחוזים מסך הנכסים, עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

## תרשים 14

התפלגות ההשקעות של החיסכון הפנסיוני החדש<sup>1</sup> בנכסים זרים, מיליארי ש"ח ואחוזים מסך הנכסים, 2001 עד יוני 2013

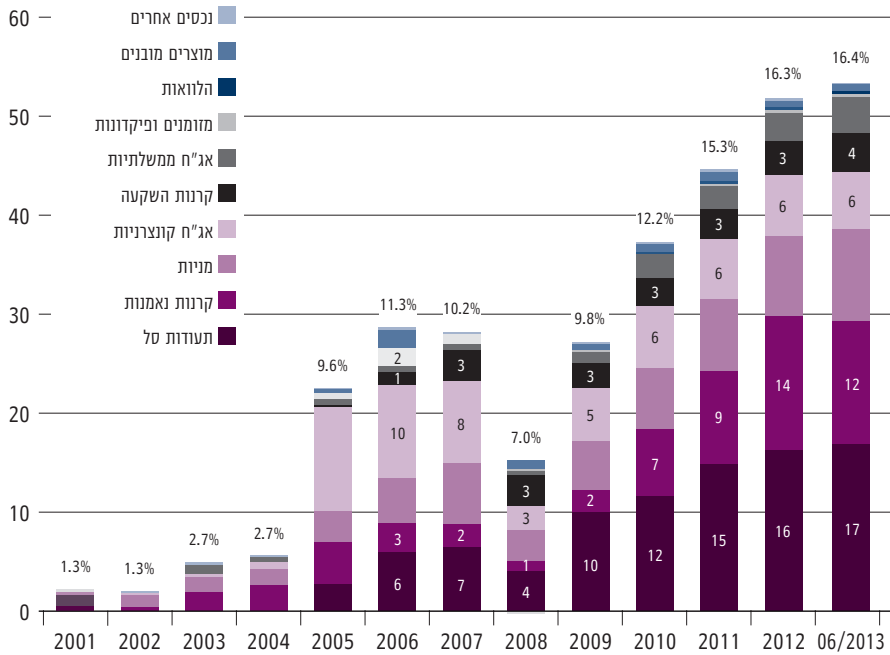


1. החיסכון הפנסיוני החדש - כולל את קופות הגמל, קרנות הפנסיה החדשות והפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח.

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

**תרשים 14**

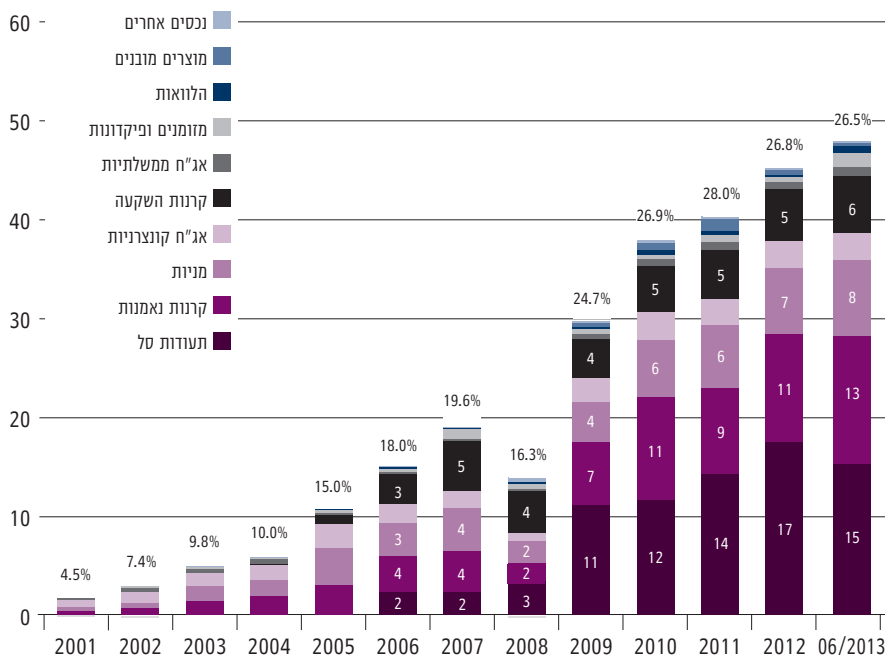
התפלגות ההשקעות של קופות הגמל בנכסים זרים, מיליארדי ש"ח ואחוזים מסך הנכסים, 2001 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדינמי הגופים המוסדיים.

### תרשים T4

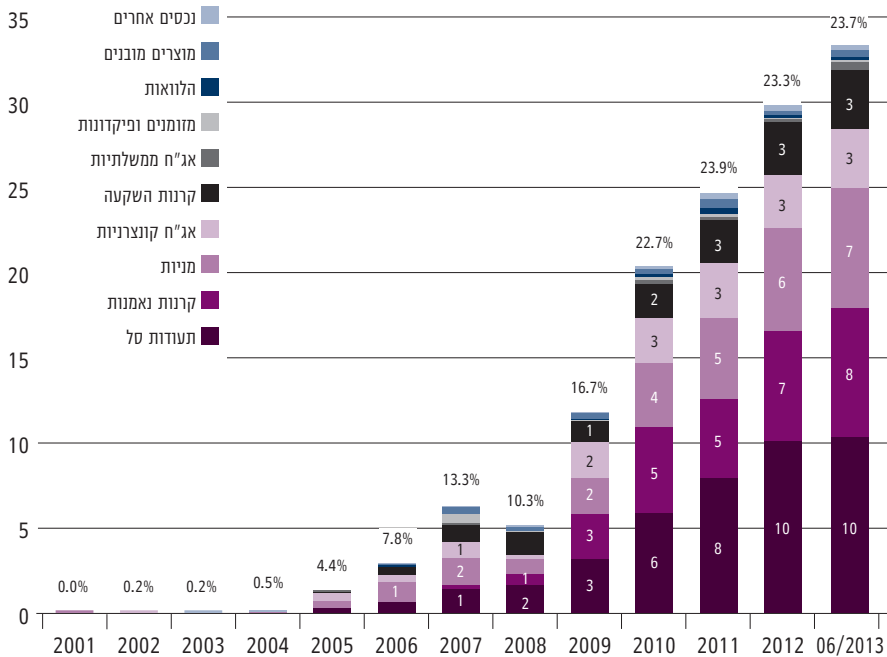
התפלגות ההשקעות של הפוליסות המשתתפות ברווחים בנכסים זרים, מיליארי ש"ח ואחוזים מסך הנכסים, 2001 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

#### תרשים 4

התפלגות ההשקעות של קרנות הפנסיה החדשות בנכסים זרים, מיליארדי ש"ח ואחוזים מסך הנכסים, 2001 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדייוויזיית הגופים המוסדיים.

בשנת 2005 בוטלה אפליית המס כנגד השקעות בחו"ל, ושיעורי המיסוי על הרווחים מהן הושגו לשיעורי המיסוי על הרווחים מהשקעות מקומיות. פעולות אלו, לצד תהליכי הגלובליזציה והליברליזציה שעבר המשק הישראלי והגידול הניכר בנכסי הגופים המוסדיים, הביאו להאצה ניכרת בהיקף ההשקעה של הגופים המוסדיים בנכסים זרים, בעיקר בין קרנות הפנסיה, שהשקעותיהן באיגרות חוב מיועדות הצטמצמו. שיעורי ההשקעה בנכסים בחו"ל הסתכמו ב־1.2 אחוזים בכלל קרנות הפנסיה וב־4.4 אחוזים בקרנות הפנסיה החדשות, לעומת 0.1 אחוזים ו־0.5 אחוזים בהתאמה בשנת 2004; ב־9.6 אחוזים בקופות הגמל לעומת 2.7 אחוזים בשנת 2004; וב־15.0 אחוזים מסך

תיק הנכסים בפוליסות המשתתפות ברווחים, לעומת 10.0 אחוזים בשנת 2004. עיקר החשיפה לנכסים הזרים הייתה באמצעות השקעה במניות, באיגרות חוב קונצרניות ובקרנות נאמנות מתמחות.

לאחר מספר שנים של גידול עקבי בשיעור הנכסים הזרים בסך נכסי הגופים המוסדיים, חלה בשנת 2008 ירידה. הסיבה לכך הייתה הירידות בשווקים הפיננסיים העולמיים, שהיו חדות אף יותר מהירידות בשוק ההון הישראלי. הירידה בשיעור ההשקעה בחו"ל נבעה מתמהיל ההשקעות בנכסים זרים, שהורכב ברובו מהשקעה במניות ובאיגרות חוב קונצרניות (כולל בתעודות סל העוקבות אחר מדדים ובקרנות נאמנות מתמחות). עם ההתאוששות בשווקים הפיננסיים בשנת 2009 התחדשה מגמת העלייה בשיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים בנכסים בחו"ל בכל האפיקים.

היקף ההשקעות הזרות של הגופים המוסדיים בשנת 2009 הושפע גם מהסרת חסם, שאסר על קופות הגמל וקרנות הפנסיה להשית על לקוחותיהם, מעבר לדמי הניהול שהלקוחות משלמים, הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות עם גורמים חיצוניים, ובכללם מנהלי השקעות במדינות חוץ. במסגרת זו נקבע, כי בניגוד להשקעות המקומיות, שבהן כל הוצאות ניהול השקעות (להוציא ברוקראז' – עמילות) נכנסות לתוך דמי הניהול, הרי שהוצאות כמו דמי הניהול בגין השקעה באמצעות קרנות נאמנות זרות, קרנות השקעה ומנהלי תיקים בחו"ל לא ייכללו במסגרת דמי הניהול שמשלמים החוסכים לגוף המוסדי, אלא ייגבו ישירות מהצבירה של אפיקי החיסכון לטווח ארוך. כך, בשנת 2009 עלה שיעור הנכסים הזרים בקופות הגמל, בקרנות הפנסיה החדשות ובפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח מ-7.0 אחוזים, 10.3 אחוזים ו-16.3 אחוזים לרמה של 9.8 אחוזים, 16.7 אחוזים ו-24.7 אחוזים, בהתאמה – רמה שנרשמה ערב המשבר. בין אפיקי הנכסים הזרים העיקריים שזכו לחשיפה גבוהה בשנת 2009 נמנו קרנות נאמנות מתמחות, איגרות חוב קונצרניות ומניות. וכן שתי קטגוריות השקעה שהתפתחו באותן שנים: תעודות סל (מרביתן על מדדי מניות בעולם) וקרנות השקעה זרות. ההשקעה באפיקים אלו בלטה במיוחד בפוליסות המשתתפות ברווחים. בשנה זו היוו תעודות הסל על נכסי חוץ וקרנות ההשקעה הזרות 37.4 אחוזים ו-13.0 אחוזים, בהתאמה, מסך ההשקעה בנכסים זרים.

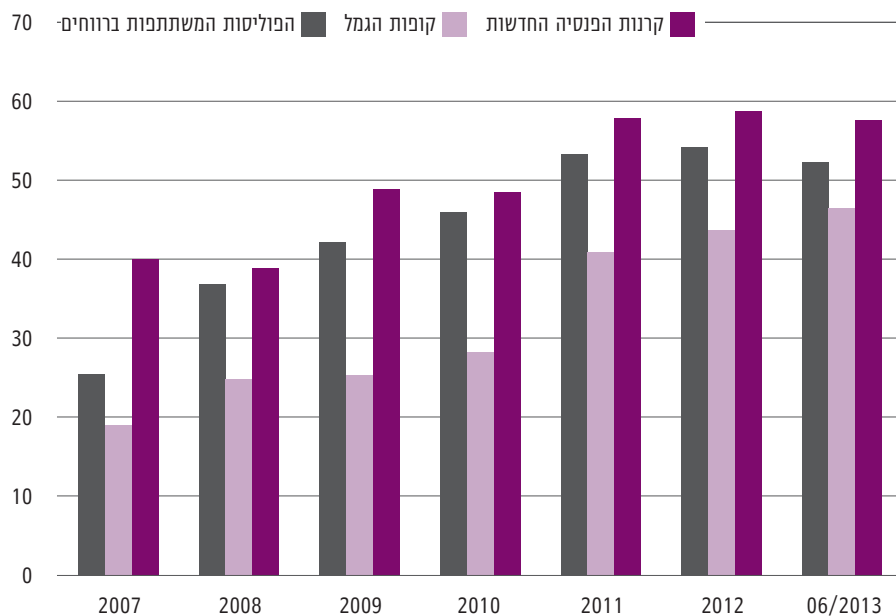
בשנים 2010 ו-2011 התגברה מגמת גידול ההשקעות בשוקי חו"ל. המשך המגמה נבע מגורמים חיצוניים ופנימיים. גורם חיצוני היה התגברות הסיכון הגיאוגרפי-פוליטי באזור, שהניעה רצון לפזר סיכונים. גורם פנימי-פנימי היה שינוי מסוים בטעמי ההשקעה של מנהלי ההשקעות נוכח תמורות בשוק איגרות החוב הקונצרניות בארץ. אחד השינויים החשובים היה הגברת הרגולציה על הגופים המוסדיים בתחום ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות לאחר יישום המלצות ועדת חודק. גם הביקורת הציבורית שהופנתה כלפי הגופים המוסדיים לנוכח התנהלותם בשוק איגרות החוב הקונצרניות, בעיקר בהקשר של ניהול הסדרי חוב, השפיעה על יעדי ההשקעה. בשנת 2011 הגיעו שיעורי ההשקעה של הפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח ושל קרנות הפנסיה החדשות לשיעור שיא של 28.0 אחוזים ו-23.9 אחוזים, בהתאמה. שיעור ההשקעה של קופות הגמל הגיע ל-15.3 אחוזים. לגידול ההשקעה בנכסים זרים נלווה פיזור רב יותר של ההשקעה, כך שלצד ההשקעות ה"מסורתיות" במניות ובאיגרות חוב קונצרניות (כולל בתעודות סל מחקות מדדים ובקרנות נאמנות מתמחות) גדל גם משקל ההשקעות בקרנות השקעה, באיגרות חוב ממשלתיות ובמוצרים מובנים.

שנת 2011 מסמנת שינוי מהותי בכל הקשור לחלוקה של ההשקעה במניות בין ההשקעה בארץ להשקעה בחו"ל. לראשונה עלה שיעור ההחזקה של מניות בחו"ל באמצעות קרנות הפנסיה החדשות והפוליסות המשתתפות ברווחים על שיעור החזקת המניות בארץ. על כל שקל שהקרנות והפוליסות השקיעו במניות בארץ (כולל תעודות סל מחקות מדדים מקומיים וקרנות נאמנות המשקיעות בישראל), הושקעו כ-58 אחוזים וכ-53 אחוזים, בהתאמה, במניות בחו"ל (כולל השקעה בתעודות סל מחקות מדדים וקרנות נאמנות מתמחות במניות). בקופות הגמל נרשם נתון מעט נמוך יותר - 41 אחוזים (אולם עד יוני 2013 עלה שיעור ההשקעה שלהן בחו"ל לכ-47 אחוזים מכל שקל שהושקע במניות) (תרשים 5). בשנים האחרונות, גם ניכרת מגמת עלייה בשיעור ההחזקה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב קונצרניות זרות, אם כי עוצמתה נמוכה ביחס לזו המאפיינת את ההחזקה במניות (תרשים 6). עם זאת חשוב להדגיש, שבשנים אלו הגופים המוסדיים לא הקטינו את החשיפה לבורסה המקומית, והירידה התרחשה ביחס לתיק הכולל שלהם.



## תרשים 5

שיעור ההחזקה במניות<sup>1</sup> זרות בתיקי אפיקי החיסכון הפנסיוני החדש בסך ההשקעה במניות, אחוזים, 2007 עד יוני 2013

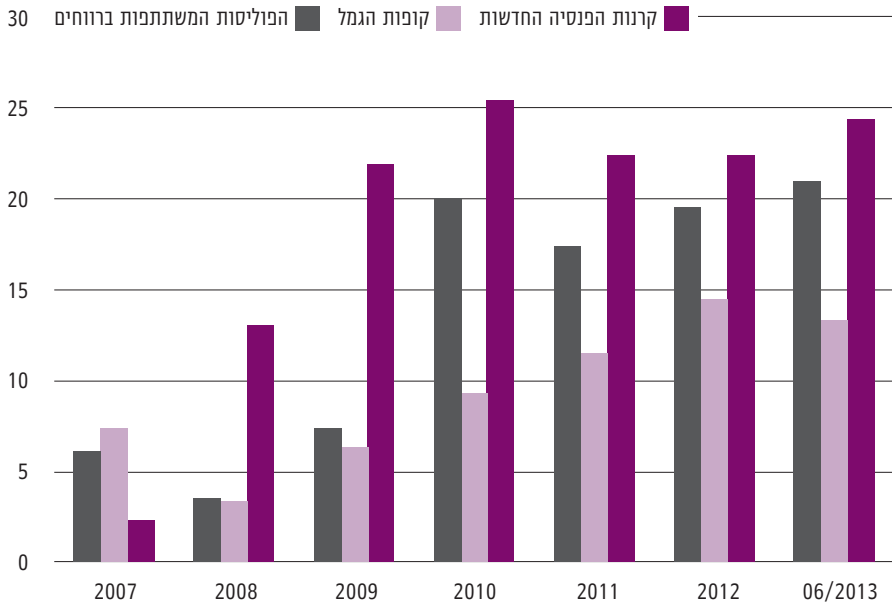


1. ההשקעה במניות כוללת השקעה ישירה במניות וכן השקעה באמצעות תעודות סל מחקות מדדים וקרנות נאמנות מתמחות.

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

## תרשים 6

שיעור ההחזקה באיגרות חוב קונצרניות<sup>1</sup> זרות בתיקי אפיקי החיסכון הפנסיוני החדש בסך ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות, אחוזים, 2007 עד יוני 2013



1. ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות כוללת השקעה ישירה במניות וכן השקעה באמצעות תעודות סל מחקות מדדים וקרנות נאמנות מתמחות.

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

ביוני 2013 הסתכמו ההשקעות הזרות של הגופים המוסדיים בכ-182 מיליארדי ש"ח, גידול של 6.4 אחוזים לעומת דצמבר 2012 ו-102 אחוזים לעומת 2009 – השנה בה החלה המגמה המחודשת של גידול במשקל ההשקעה בנכסים זרים מסך נכסי הגופים המוסדיים. הגידול בהיקף הנכסים הזרים בולט במיוחד בקרנות הפנסיה החדשות. קרנות אלו הגדילו את היקף השקעותיהן בכ-182 אחוזים מאז 2009, לעומת גידול של 95.9 אחוזים בקופות הגמל. הפוליסות המשתתפות ברווחים הגבירו את נוכחותן בחו"ל ב-61.4 אחוזים. את הגידול הנמוך אפשר להסביר בכך שמלכתחילה הן היו חשופות בשיעורים גבוהים יותר לחו"ל. ככלל, ובדומה למגמות ההתכנסות שמאפיינות את דפוסי ההשקעה של אפיקי החיסכון לטווח ארוך בישראל, גם בהשקעות בחו"ל ניכר בשנה

האחרונה דמיון בין אפיקי ההשקעה, שבא לידי ביטוי בשיעור השקעה גבוה בתעודות סל, בקרנות נאמנות, במניות, באיגרות חוב קונצרניות ובקרנות השקעה.

לא חלו שינויים של ממש בהחזקות המועטות של תיקי הנוסטרו בנכסי חו"ל. מגמתן העיקרית של חברות הביטוח בתיקים אלו היא לשמור על יציבותן ואיתנותן הפיננסית, ולא להשיא רווחים דווקא. מגמה זו באה לידי ביטוי, בין היתר, בשיעור השקעה גבוה (48 אחוזים בממוצע<sup>15</sup>) באיגרות חוב של ממשלת ישראל.

העלייה הניכרת בהיקף ההשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים זרים מוצאת את ביטויה לא רק בסכומי השקעותיהם, אלא גם בגידול מספר הגופים המשקיעים. בגופים המוסדיים הקטנים ניכרת עלייה משמעותית בהיקף החשיפה לנכסים זרים. לדוגמה, ממוצע ההשקעה בנכסים זרים בקרב קרנות פנסיה חדשות המנהלות מעל 30 מיליארדי ש"ח עמד ביוני 2013 על 26.2 אחוזים, לעומת 17.0 אחוזים בקרנות המנהלות עד 10 מיליארדי ש"ח, שבהן הייתה חשיפה של 13.7 אחוזים בשנת 2010 (לעומת 23.9 אחוזים בשנת 2010 בקרנות הגדולות). ואילו בקופות הגמל הגדולות, המנהלות מעל 30 מיליארדי ש"ח, עמד שיעור ההשקעה בנכסים זרים על 19.6 אחוזים, לעומת 15.4 אחוזים בקופות המנהלות עד 10 מיליארדי ש"ח. בקופות הקטנות גדל בין 2010 ליוני 2013 היקף החשיפה לנכסים זרים בכ-7 נקודות האחוז, לעומת גידול של 6 נקודות האחוז בקופות הגדולות וירידה קלה בשיעור ההשקעה בקופות הבינוניות. בפוליסות המשתתפות ברווחים ההבדלים בין הגופים שמנהלים כספים רבים בולטים עוד יותר: 15.6 אחוזים בגופים שמנהלים עד 10 מיליארדי ש"ח, לעומת 30.0 אחוזים בגופים שמנהלים מעל 30 מיליארדי ש"ח (לוח 3).

לוח 3

ההשקעה בנכסים זרים, לפי גודל הגוף, 2010 ויוני 2013

שיעור ההשקעה בנכסים זרים הנסחרים בעולם ובישראל	התפלגות מספר הקרנות, לפי שיעור השקעתן בנכסים זרים					היקף הנכסים, מיליארדי ש"ח	
	סה"כ	מעל 30%	20%-30%	10%-20%	עד 10%		
13.7%	9	1	0	5	3	עד 10	2010 קרנות הפנסיה החדשות
23.2%	3	0	3	0	0	10-30	
23.9%	1	0	1	0	0	מעל 30	
17.0%	9	0	2	6	1	עד 10	06/2013
23.0%	2	0	2	0	0	10-30	
26.2%	2	0	2	0	0	מעל 30	

אחוז ההשקעה בנכסים זרים הנסחרים בעולם ובישראל	התפלגות מספר הקרנות, לפי שיעור השקעתן בנכסים זרים					היקף הנכסים, מיליארדי ש"ח	
	סה"כ	מעל 30%	20%-30%	10%-20%	עד 10%		
8.4%	79	0	4	9	66	עד 10	2010 קופות הגמל
17.3%	7	1	1	3	2	10-30	
13.6%	2	0	0	2	0	מעל 30	
15.4%	64	1	3	36	24	עד 10	06/2013
16.6%	8	0	2	4	2	10-30	
19.6%	3	0	2	1	0	מעל 30	

אחוז ההשקעה בנכסים זרים הנסחרים בעולם ובישראל	התפלגות מספר הקרנות, לפי שיעור השקעתן בנכסים זרים					היקף הנכסים, מיליארדי ש"ח	
	סה"כ	מעל 30%	20%-30%	10%-20%	עד 10%		
16.5%	6	1	0	3	2	עד 10	2010 הפוליסות המשתתפות ברוחים
21.7%	3	0	2	1	0	10-30	
30.8%	2	1	1	0	0	מעל 30	
15.6%	4	0	0	3	1	עד 10	06/2013
21.5%	3	0	2	1	0	10-30	
30.0%	2	1	1	0	0	מעל 30	

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

## 4. היבטים בהשקעה בנכסים זרים – גידור סיכונים, ממשל תאגידי, מדיניות ההשקעות ודיווח לציבור

הגידול הניכר בהיקף ההשקעה בנכסים זרים מחייב התמחות גוברת בתחום זה. ככלל, יש לראות בגידול החשיפה לשווקים הבין-לאומיים תהליך מבורך, המבטא את ההתאמה של המשק הישראלי והגופים הפיננסיים המקומיים לסטנדרטים הבין-לאומיים ולמדיניות הנהוגה במפותחות שבמדינות העולם. כל זאת תוך הכרה ביתרונות שבניצול הזדמנויות בשווקים הבין-לאומיים הרחבים לשם מירוב התשואה-המותאמת-לסיכון המושגת על ההשקעות, שבטווח הארוך היא גורם משפיע מרכזי על גובה הפנסיה שיקבלו החוסכים. עם זאת, מספר סוגיות מצריכות תשומת לב יתרה מצד הגופים המוסדיים והגורמים הרגולטוריים.

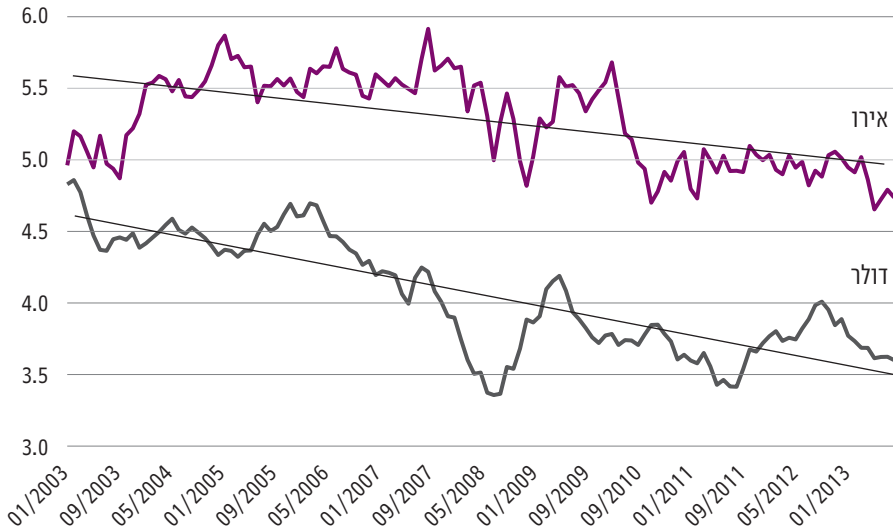
### 4.1. טיפול בחשיפה למטבע חוץ

לצד הסיכונים הרגילים המאפיינים כל השקעה (בעיקר סיכוני שוק, סיכון אשראי וסיכון נזילות), בהשקעה בשווקים זרים גלומה גם חשיפה לסיכון שער חליפין, שהרי בדרך כלל ההשקעה מתבצעת במטבע אחר מאשר מטבע הבסיס (המטבע המקומי) של המשקיע. לשינויים בשער החליפין יש השפעה מהותית על התשואות של קרנות הפנסיה, לנוכח העובדה שהם יכולים לצמצם את הרווח שהניבה השקעה בין-לאומית או אף להביאה לכדי הפסד. ההשפעה של השינויים בערכי המטבע על התשואות בהשקעות בין-לאומיות היא חלק מסיכון המרת המט"ח (foreign exchange transaction risk). לכן ניהול סיכון המטבע הופך להיות שיקול מרכזי בניהול תיק נכסים פנסיוני, וקרנות פנסיה המשקיעות באופן גלובלי נדרשות לתכנן וליישם מדיניות של גידור הסיכונים בשער החליפין. גידור הסיכונים יכול להתבצע באמצעות מכשירי גידור, ובהם אופציות, חוזים עתידיים (Futures), חוזי אקדמה (Forwards) ועסקאות החלף (Swaps).

תרשים 7 מראה את השינויים בשערי השקל ביחס למטבעות חשובים בעולם בשנים האחרונות. ייתכן שמשקיעים ימצאו בתקופות מסוימות את התשואות שלהם מופחתות לנוכח ייסוף בשקל ביחס למטבעות זרים.

**תרשים 7**

התפתחות שער החליפין של השקל מול המטבעות המרכזיים בעולם, 2003 עד יוני 2013

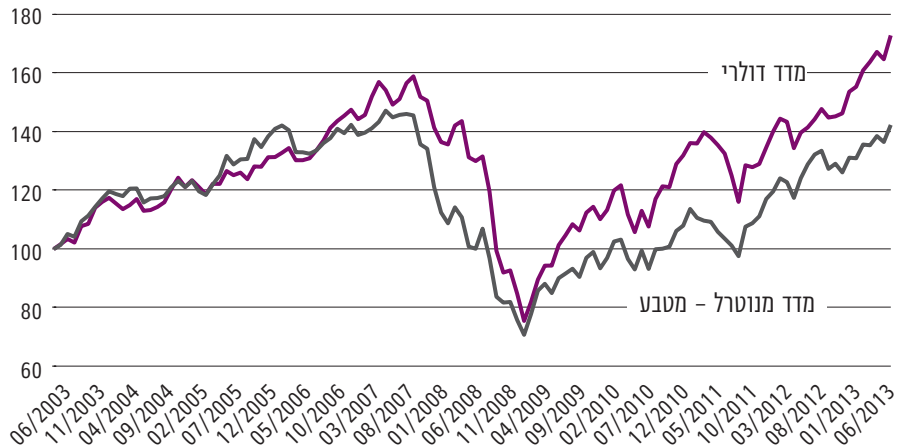


המקור: בנק ישראל.

ההשקעה במדד S&P 500 בין 2003 ליוני 2013 הניבה למשקיעים תשואה של 173 אחוזים במונחים דולריים. הייסוף בשיעור של כ-17 אחוזים בשקל מול הדולר צמצם את התשואה במדד זה ל-123 אחוזים (תרשים 8). כמו כן, כתוצאה מהייסוף של כ-5 אחוזים בשער החליפין של השקל מול הדולר בין ינואר 2012 ליוני 2013 תשואת ההשקעה במדד איגרות החוב הקונצרניות בארה"ב שהן בעלות דירוג השקעה עברה מרווח של 4.3 אחוזים להפסד של 1.5 אחוזים (תרשים 9). נתונים אלה מדגימים, שכדי להגן על התשואה, ההשקעה של הגופים המוסדיים בשוקי חו"ל מחייבת התמודדות גם עם סיכוני המט"ח השונים.

### תרשים 8

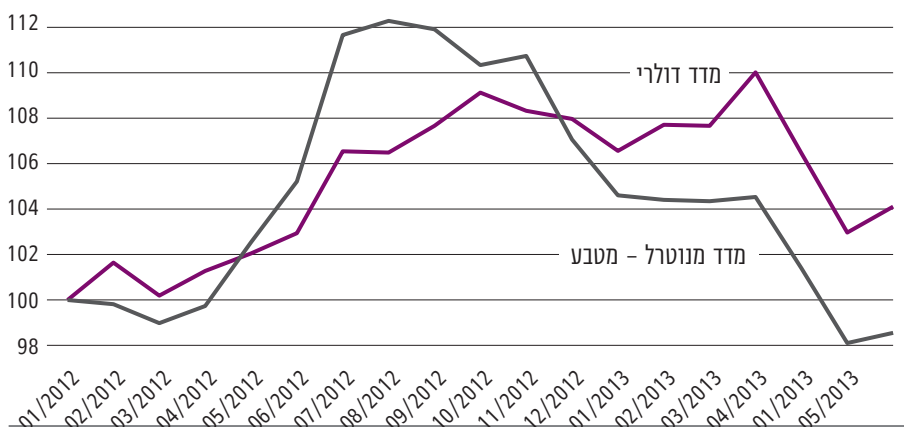
התפתחות מדד S&P 500, דולרי ומנוטרל מטבע, 2003 עד יוני 2013 (יוני 2003 = 100)



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני Bloomberg ובנק ישראל.

### תרשים 9

התפתחות מדד איגרות חוב קונצרניות בעלות דירוג-השקעה "ב" בארה"ב, דולרי ומנוטרל-מטבע, 2012 עד יוני 2013 (ינואר 2012 = 100)



1. כמדד ייחוס לאיגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה בארה"ב השתמשנו במדד iShares iBoxx \$ Invest Grade Corp Bond.

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני Bloomberg ובנק ישראל.

מדיניות קרנות הפנסיה בתחום המטבע צריכה להתמקד במטרה היסודית - להגדיל את התשואה המותאמת לסיכון, ולכן יש מקום לשקול נקיטת מדיניות מטבע אקטיבית (active currency policy), שבה היקף הגידור אינו קבוע, ומשתנה בהתאם לגורמי הסיכון.

- גוף המנהל חיסכון פנסיוני אמור להביא בחשבון גורמים אחדים במסגרת הטיפול במט"ח:
  - היקף החשיפה הבין-לאומית - ככל שהחשיפה למטבע-חוץ גבוהה יותר, כך נחוץ יותר לנקוט במדיניות מטבעית.
  - התיאבון לסיכון (risk appetite) של הקרן - רמת הגידור תלויה בתיאבון לסיכון של הקרן. סובלנות נמוכה לסיכון (low risk tolerance) דורשת גידור רב יותר.
  - נזילות הקרן - רמת הגידור אמורה לשקף את צורכי המזומנים של הקרן. תזרים מזומנים גדול יותר עשוי לדרוש גידור אקטיבי יותר, שבמסגרתו רמת הגידור נקבעת בהתבסס על שינויים בסיכונים.
  - סיכונים פוליטיים - מדיניות ההשקעות אמורה לכלול קווים מנחים ברורים באשר לטיפול בסיכונים הפוליטיים הגלומים בחשיפה המטבעית, ובכלל זה תהליכי בקרה שמצמצמים את הסיכון (לדוגמה, איסור על הקרן להשקיע בקטגוריית נכסים מסוימת ובמדינות מסוימות).

חשוב להדגיש, שמדיניות גידור המטבע אמורה לשקף את הצרכים האינדיבידואליים של קרן הפנסיה, הנובעים מהרכב המטבעות של התיק הכללי. הקרן נדרשת לעקוב אחר חשיפתה למט"ח ולהתאים את מדיניות הגידור שלה לשינויים החלים בתיק ההשקעות בכלל ובהיקף ההשקעה הבין-לאומית בפרט.

#### 4.2. שיפור הממשל התאגידי בתחום ההשקעות הבין-לאומיות

הגופים המוסדיים המפזרים את השקעותיהם צריכים לפתח מומחיות בשוקים פיננסיים בחו"ל בדומה למומחיות שפיתחו בשוק ההון המקומי. בהתאם לצורך ולמידת החשיפה לשווקים הבין-לאומיים, יש מקום שגוף מוסדי יבחן הקמת מערך השקעות ייעודי לנושא השקעות בחו"ל, בדומה למערכי השקעות מתמחים שקיימים עבור קטגוריות השקעה אחרות (כגון נדל"ן וחוב). הגידול בהשקעות בחו"ל מצריך מחקר מקצועי ופלטפורמת מסחר מתאימה. ניהול מדיניות מטבע אקטיבית, שמביאה בחשבון את גורמי הסיכון, מצריכה כוח אדם מיומן ומקצועי, שעוקב באופן שוטף אחר החשיפה בתחום המט"ח. לדירקטוריון של הגופים המוסדיים יש תפקיד מרכזי במיסוד תהליכי ההשקעה בנכסים



זרים. בין השיקולים הרלוונטיים בקביעת מדיניות הגוף המוסדי בתחום: רמת הידע הפנימי (הן של הדירקטוריון והן ברמת החברה) על השקעות בין-לאומיות, קטגוריות להשקעה ומגבלות לגביהן, הסיכונים הגלומים בהשקעות אלו, מטרות מדיניות המטבע (גידור, או נטילת פוזיציה בשוק המט"ח תוך ניצול הזדמנויות) והתוצאות האפשריות מגידור המטבע. ככלל, ראוי לקבוע אילו אירועים או החלטות, בנושא השקעות בין-לאומיות, יובאו לדיון בפני הדירקטוריון כדי לקבל את אישורו.

#### 4.3. הרחבת דרישות הדיווח לרשויות הפיקוח ולציבור

ההיקף הרחב של החשיפה של הגופים המוסדיים לנכסים זרים והשינויים הדינמיים בתיקי ההשקעות שלהם מחייבים דיווח מפורט יותר מזה הנהוג כיום, כדי לאפשר בחינה ומעקב אחר מאפייני השקעות אלה. בשל פוטנציאל ההשפעה של תנודות המטבע, חשוב שהגופים המוסדיים יציגו בפני הציבור מדיניות ברורה של ניהול סיכונים המטבע, ובכלל זה גידור הסיכון. במסגרת זו עליהם לפרט את החשיפה הגיאוגרפית לשווקים זרים, ולציין סיכונים ייחודיים בהשקעותיהם וכן סיכונים המאפיינים מדינות שהן יעדי השקעה. נוסף על כך, כדי להגביר את השקיפות ולחזק את משמעת השוק, על הגופים המוסדיים להרחיב את מסגרת דיווחיהם לרשויות הפיקוח ולציבור. הדיווחים צריכים להכיל את פרטי החשיפה למדינות ולאזורים בחו"ל, וכן את החשיפה למטבעות השונים, כל מטבע בפני עצמו.

#### 5. אופטימיזציה של השקעות הגופים המוסדיים

בדקנו את השפעת ההשקעות בשווקים זרים על תוחלת התשואה של השקעות הגופים המוסדיים. הבדיקה נעשתה בשני שלבים. בשלב הראשון נעשתה השוואה בין שוק המניות בארץ לשווקים בחו"ל. לוח 4 מציג את מקדמי המתאם בין התשואות השונות על בסיס השינויים החודשיים במדדים השונים. כך, לדוגמה, המתאמים בין מדד תל אביב 100 לתקופה 2003 – 2013 למדדים בין-לאומיים שונים הם 0.61 בממוצע. תרשים 10 מראה, שתשואת ההשקעה בישראל הייתה נמוכה במעט מתשואות ההשקעה בנאסד"ק ובשוק הגרמני. ממוצע שוק המניות הישראלי נמצא נמוך גם מממוצעי השווקים בדרום קוריאה ובברזיל וממדד השווקים המתעוררים. כמו כן, כשבודקים תשואות ומתאמים של אפיקי השקעה בארץ עולה, שקיימים מתאמים גבוהים בין ביצועי שוק ההון המקומי (מדד תל

אביב 100) ובין התשואות באפיקי החיסכון הפנסיוני השונים<sup>16</sup>. הממצאים משקפים אפוא את הפוטנציאל הגלום בהשקעה בנכסים זרים: לצמצם את סיכוני ההשקעה ולהעלות את התשואה הכוללת.

#### לוח 4

מטריצת מקדמי המתאם בין שיעורי התשואה החודשיים של מדדי מניות נבחרים, 2003 עד יוני 2013

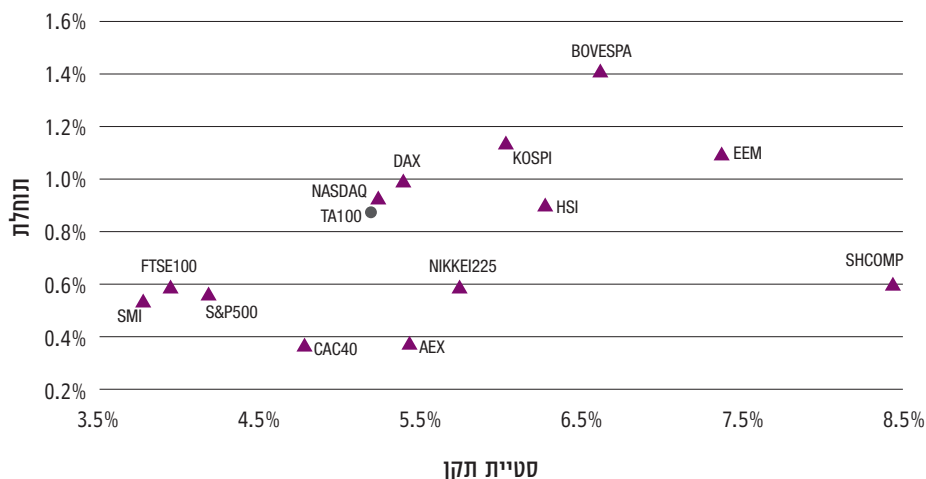
EEM	NIKKEI	HSI	CAC40	DAX	S&P500	AEX	SMI	SHCOMP	KOSPI	FTSE	BOVESPA	NASDAQ	TA100	
שווקים	225	הונג- קונג	צרפת	גרמניה	ארה"ב	הולנד	שוויץ	סין	דרום- קוריאה	100	ברזיל	ארה"ב	ישראל	
מתעוררים	יפן	קונג	צרפת	גרמניה	ארה"ב	הולנד	שוויץ	סין	קוריאה	בריטניה	ברזיל	ארה"ב	ישראל	
													1.00	TA100 ישראל
												1.00	0.66	NASDAQ ארה"ב
											1.00	0.64	0.66	BOVESPA ברזיל
										1.00	0.67	0.78	0.64	FTSE 100 בריטניה
									1.00	0.65	0.65	0.68	0.62	KOSPI דרום- קוריאה
								1.00	0.42	0.34	0.50	0.35	0.43	SHCOMP סין
							1.00	0.28	0.53	0.75	0.47	0.66	0.58	SMI שוויץ
						1.00	0.76	0.32	0.70	0.86	0.64	0.76	0.64	AEX הולנד
					1.00	0.80	0.74	0.37	0.64	0.87	0.67	0.92	0.66	S&P 500 ארה"ב
				1.00	0.83	0.83	0.75	0.33	0.70	0.82	0.61	0.81	0.63	DAX גרמניה
			1.00	0.90	0.86	0.89	0.81	0.31	0.66	0.89	0.63	0.79	0.61	CAC40 צרפת
		1.00	0.67	0.67	0.72	0.69	0.56	0.54	0.66	0.71	0.73	0.68	0.62	HSI הונג- קונג
	1.00	0.57	0.70	0.68	0.68	0.70	0.62	0.28	0.58	0.67	0.53	0.65	0.51	NIKKEI 225 יפן
1.00	0.65	0.85	0.75	0.77	0.82	0.73	0.56	0.49	0.75	0.79	0.87	0.78	0.72	EEM שווקים מתעוררים

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני Bloomberg.

<sup>16</sup> המתאם של מדד תל אביב 100 בין 2003 ליוני 2013 עם התשואות של קרנות הפנסיה החדשות, קופות הגמל והפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח עומד על 0.84, 0.90 ו-0.91, בהתאמה.

## תרשים 10

ממוצע וסטיית תקן של מדדי מניות נבחרים, עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לנתוני Bloomberg.

על סמך התוצאות נערכה בשלב השני סימולציה היסטורית (historical simulation) לקביעת היקף חשיפה מועדף<sup>17</sup>. בבסיס הבדיקה עמדה ההנחה, כי הגוף המוסדי מעוניין ליצור אסטרטגיית השקעה שתפזר את תיק ההשקעות בין נכסים זרים למקומיים. הבדיקה בחנה, עד כמה הפיזור הבינ-לאומי של ההשקעות משפיע על פוטנציאל התשואה המתאמת לסיכון של התיק, ואם קיימת אסטרטגיית השקעה מועדפת על פני האחרות במובן של תשואה מול סיכון (הנמדד כסטיית התקן הגלומה בתיק). מודל מרקוביץ' (Markowitz) לבניית תיקי השקעות שימש ככלי לאומדן פוטנציאל התשואה כפונקציה של החלוקה בתיק בין נכסים זרים למקומיים.

### 5.1 הנחות הסימולציה

על מנת לקרב את הסימולציה למציאות, ההנחות התבססו על ביצועים היסטוריים של אפשרויות ההשקעה שעומדות בפני הגופים המוסדיים. הניתוח בוצע באופן מצרפי על סמך

17. סימולציה זו מחשבת את הסיכון הגלום בתיק ההשקעה הנוכחי אילו נחשף לאירועים שהתרחשו בשוק בשנים הרלוונטיות.

התיק הממוצע של התיק הפנסיוני החדש (קופות הגמל, קרנות הפנסיה החדשות והפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח) לחודש יוני 2013. תיק נכסים זה הורכב ממניות הנסחרות בישראל, מניות הנסחרות בחו"ל, איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בישראל, איגרות חוב קונצרניות הנסחרות בחו"ל ואיגרות חוב ממשלתיות הנסחרות בישראל (איגרות חוב של ממשלות זרות הן בעלות משקל נמוך, פחות מאחוז אחד, בתיק הנכסים של הגופים המוסדיים, ולכן נכללו בקטגוריה "השקעות אחרות"). באפיקי ההשקעה הללו הושקעו כ-81 אחוזים מסך נכסי הגופים המוסדיים, נכון ליוני 2013.

בסיס הנתונים כולל נתונים חודשיים החל מחודש ינואר 2003 ועד חודש יוני 2013 (סה"כ 126 תצפיות). בשנים האחרונות הואץ הגידול בהיקף הנכסים הזרים של הגופים המוסדיים. כמו כן, מסיבות הקשורות בין היתר לאי הוודאות הגיאוגרפית באזור, שוק ההון הישראלי דשדש בהשוואה לצמיחה היחסית של שוק ההון בעולם. לפיכך ביצענו ניתוח נפרד גם עבור פרק הזמן מינואר 2010 עד יוני 2013 (סה"כ 42 תצפיות).

כמדדי ייחוס לאפיקי ההשקעה השונים השתמשנו במדדים השונים המקובלים בשימוש בתיקי סמן (benchmarks). עבור המניות הזרות, חושב ממוצע משוקלל של שיעורי התשואה על המדדים האמריקאיים S&P 500 (50%) ו-NASDAQ (20%) (מתוך ההנחה שהחשיפה לארצות-הברית גבוהה, בדומה לחשיפות של משקיעים במדינות אחרות); מדד DAX הגרמני (20%), כמייצג את שוק ההון האירופי; ומדד EEM (10%), מדד מטעם MSCI (גוף המפרסם כלים תומכי השקעה), שמייצג את התפתחות מדדי המניות במדינות מתפתחות. עבור שוק איגרות החוב קונצרניות הזרות השתמשנו במדד iShares iBoxx \$ Invest Grade Corp Bond של MSCI, המייצג איגרות חוב קונצרניות בארה"ב בעלות דירוג השקעה של A ומעלה. עבור מדד המניות המקומי השתמשנו במדד תל אביב 100. למדדי איגרות החוב המקומיות השתמשנו במדד איגרות החוב הלא ממשלתיות הצמודות למדד ובמדד איגרות החוב הממשלתיות צמודות המדד. הנחנו שהשינוי בתשואה נובע אך ורק מהשינוי באפיקי ההשקעה שנבחרו (מניות זרות, איגרות חוב קונצרניות זרות<sup>18</sup>, מניות מקומיות, איגרות חוב קונצרניות מקומיות, איגרות חוב של ממשלת ישראל), ואילו התשואה על ההשקעות האחרות (מזומנים ופיקדונות, הלוואות, נדל"ן, קרנות השקעה וכו') היא קבועה ועומדת על אפס. הנחנו גם שמבחינת החשיפה לנכסים הנחשבים למסוכנים יותר, יחסית (מניות

18. אפיק ההשקעה של מניות ואיגרות חוב קונצרניות כולל גם השקעה בתעודות סל מחקות מדדים והשקעה בקרנות נאמנות המתמחות במניות ובאיגרות חוב קונצרניות.

ואיגרות חוב קונצרניות) המשקיעים המוסדיים מעוניינים לשמור על רמה דומה לזו שהייתה ביוני 2013, בעוד שהיקף ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות נשאר קבוע. מכאן שהשינוי בהרכב תיק ההשקעות נבע אך ורק משינוי בהקצאת ההשקעות בין השווקים הזרים לשוק המקומי. השינוי בהרכב תיק ההשקעות, בין הנכסים המקומיים לנכסים הבין-לאומיים בוצע כדלקמן: החלק המושקע בנכסים זרים (הן מניות והן איגרות חוב קונצרניות) ירד ב-10% כל פעם מהשיעור המקורי, ובהתאמה גדל היקף ההשקעה בנכסים המסוכנים (מניות ואיגרות חוב קונצרניות) המקומיים (לוח 5); והפוך כאשר הגדלנו את שיעור ההשקעה בנכסים המסוכנים הזרים מעבר להרכב תיק הנכסים המקורי. יש להדגיש כי זהו כלל שרירותי, וניתן כמובן לבדוק חלוקה שונה של הנכסים, תוך ביצוע מבחני רגישות שונים.

**לוח 5**  
הרכב תיקי הנכסים שנבדקו

מספר התיק	מניות		אגרות חוב קונצרניות		אגרות חוב ממשלתיות
	מקומיות	זרות	מקומיות	זרות	
1 <sup>1</sup>	15.0	16.1	25.3	5.4	38.2
2	31.1	0.0	30.7	0.0	38.2
3	28.0	3.1	27.6	3.1	38.2
4	24.9	6.2	24.5	6.1	38.2
5	21.8	9.3	21.5	9.2	38.2
6	18.7	12.4	18.4	12.3	38.2
7	15.6	15.6	15.3	15.3	38.2
8	12.4	18.7	12.3	18.4	38.2
9	9.3	21.8	9.2	21.5	38.2
10	6.2	24.9	6.1	24.5	38.2
11	3.1	28.0	3.1	27.6	38.2
12	0.0	31.1	0.0	30.7	38.2

1. הרכב התיק הממוצע של החיסכון הפנסיוני החדש (סך קופות הגמל, סך קרנות הפנסיה החדשות והפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח) ביוני 2013. בהרכב הנכסים המקורי, נכסים אלו היוו 81.4 אחוזים מסך נכסי החיסכון הפנסיוני החדש. ביישום הסימולציה הנחננו ש-18.6 אחוזי הנכסים הנוותרים מתפלגים בהתאם לחלוקה הנ"ל.

ממוצע התשואות ( $\mu_p$ ) וסטיית התקן ( $\sigma_p$ ) חושבו בהתאם לנוסחאות הבאות:

$$\mu_p = \sum_{i=1}^n W_i \mu_i$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=i+1}^n W_i W_j \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j}}$$

$W$  - משקל ההשקעה בנכס  $i$

$\mu$  - התשואה על נכס  $i$

$\sigma$  - סטיית התקן של נכס  $i$

$\rho$  - המתאם בין נכס  $i$  לנכס  $j$

לאחר חישוב התשואות, חישבנו את מקדמי המתאם בין ההשקעות השונות ואת השונות המשותפת שביניהן (covariance). מפאת חשיבות נושא הגידור המטבעי והשפעתו הפוטנציאלית על התשואה הגלומה בהשקעה בנכסים זרים, חישבנו את התשואות, מקדמי המתאם והשונות המשותפת על שני סוגי תיקים, תיק השקעות רגיל ותיק שבו ההשקעות הזרות במניות ובאיגרות חוב קונצרניות מגודרות מטבע חוץ באופן מלא (עם עלויות גידור השוות 0), כלומר תיק שבו השינויים במחירי הנכסים אינם כוללים את השינוי בשער החליפין של השקל מול המטבע הרלוונטי (הדולר האמריקאי עבור מדדי המניות ואיגרות החוב הקונצרניות הזרות למעט מדד ה-DAX הגרמני, שבו נלקח בחשבון השינוי בשער החליפין של השקל מול האירו).

## 5.2. ממצאים

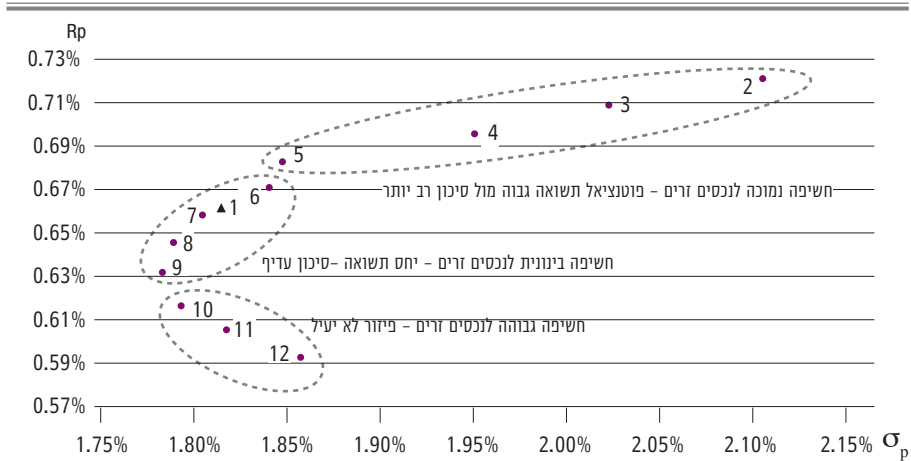
הסימולציה מעלה שתי מסקנות מרכזיות. הראשונה מצביעה על הפוטנציאל הגלום בפיזור בין לאומי של השקעות תיק החיסכון הפנסיוני לשם הגדלת התשואה לחוסכים וצמצום הסיכון הגלום בו. המסקנה השנייה חשובה עוד יותר, ולפיה להתפתחויות בשער החליפין של השקל מול המטבעות החשובים בעולם יש השפעה מהותית על תשואת ההשקעה בתיק החיסכון הפנסיוני. לפיכך, אם מנטרלים את השינויים בשערי המטבע, תשתנה נקודת האופטימום של שיעור ההשקעה בנכסים זרים לעומת מצב שבו סיכון שער החליפין לא נלקח בחשבון. מסקנות אלו מוצאות את ביטוין בשתי תקופות התשואה

שנבדקו, 2003 – יוני 2013 ו־2010 – יוני 2013, ועוצמתן מתחזקת בתקופה האחרונה לנוכח הייסוף החד בשער החליפין של השקל בעיקר מול הדולר האמריקאי.

בתקופה 2003 – יוני 2013 תיק ההשקעות בפועל בנכסים זרים, בשיעור של 21.5 אחוזים, מציג תוחלת וסטיית תקן דומות לאלו של תיק השקעות חלופי (מס' 7), שבו התקיימה השקעה בנכסי חוץ של 30.9 אחוזים. עולה אפוא שניתן להגיע לתוצאות דומות לאלו של תיק הבסיס תוך צמצום התלות בכלכלה המקומית, ומבחינה זו ההשקעה החלופית עדיפה. השקעה זו מתקבלת אם מסיטים כ־10 נקודות האחוז מהשקעה באיגרות חוב קונצרניות מקומיות לאיגרות חוב קונצרניות זרות. כאשר בוחנים תיק מנוטרל שער חליפין, מתקבלת תוצאה שונה לגמרי. במקרה זה השקעה בנכסי חוץ של 18.5 אחוזים (תיק 5) הייתה עדיפה על פני רמת ההשקעה בפועל בתיק הזר (21.5 אחוזים). כדי להגיע למצב המועדף הזה, נדרש היה להגדיל את היקף ההשקעה במניות ישראליות בכ־7 נקודות האחוז על חשבון ההשקעה במניות זרות, ובמקביל להגדיל את ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות זרות בכ־4 נקודות האחוז על חשבון ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות מקומיות. ההבדל בין שני התיקים נובע מהתחזקות השקל מול המטבעות החשובים בעולם, התפתחות שקיזה את שיעורי התשואה הגבוהים שנרשמו בהשקעות בנכסים זרים (תרשימים 11 א'–ב').

### תרשים 11

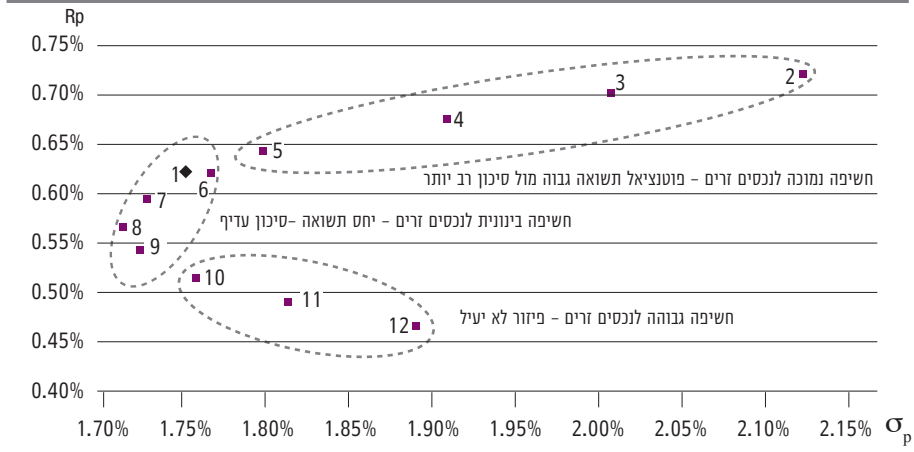
ממוצע וסטיית תקן חודשיים של התיקים שנבדקו, מדדים רגילים, עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

**תרשים 111**

ממוצע וסטטיית תקן חודשיים של התיקים שנבדקו, מדדים מגודרי חשיפה למט"ח, 2003 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

השפעתו הגדולה של הפיזור הבין-לאומי בולטת אף יותר בשנים האחרונות. בתקופה 2010 - 2013 החשיפה לחו"ל בשיעור 21.5 אחוזים הייתה נמוכה בשיעור ניכר מחשיפה חלופית עדיפה של 43.3 אחוזים (תיק 9). כלומר, ניתן היה להשיג תשואה גבוהה יותר ובסיכון נמוך יותר דרך הגדלת ההשקעה בחו"ל. הסיבה לכך היא הביצועים הנמוכים יחסית של שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, ובכלל זאת שוק איגרות החוב הקונצרניות המקומיות. גם כשמנתחים תיק מנוטרל שינויים במטבע חוץ לשנים 2010 - 2013 עולה פער ניכר בין ההשקעה בפועל להשקעה החלופית העדיפה (תיק 8 - השקעה של 37.1 אחוזים בנכסים זרים), אם כי הפער בין ההשקעות פחות גדול מאשר בתיק הלא מגודר. בתיק הלא מגודר ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות זרות הייתה גדלה ב-16 נקודות האחוז, ובתיק המגודר הייתה עולה ב-13 נקודות האחוז. כמו כן, רכישת המניות הזרות על חשבון המניות המקומיות הייתה עולה ב-5.6 נקודות האחוז בתיק הלא מגודר וב-2.5 נקודות האחוז בתיק המגודר. לכן נראה שיש פוטנציאל בהגדלת ההשקעה בשווקים הזרים, באופן ששיעור גבוה יותר של מניות ואיגרות חוב קונצרניות זרות על חשבון מניות ואיגרות חוב קונצרניות מקומיות יגדיל את התשואה של התיק (תרשימים 12 א'-ב').



### תרשים 12א

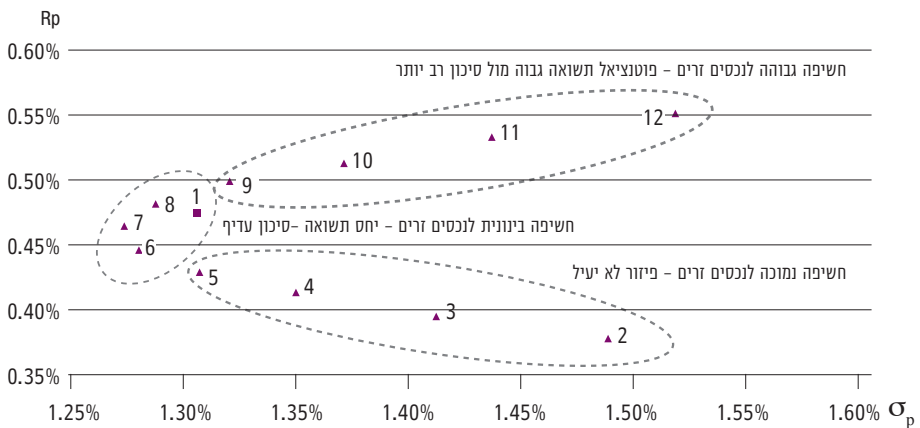
ממוצע וסטיית תקן חודשיים של התיקים שנבדקו, מדדים רגילים, 2010 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

### תרשים 12ב

ממוצע וסטיית תקן חודשיים של התיקים שנבדקו, מדדים מגודרי חשיפה למט"ח, 2010 עד יוני 2013



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון.

## סיכום

הזכויות הפנסיוניות המוקנות לחוסכים בגופים המוסדיים תלויות במישרין בתשואה שהגופים משיגים על השקעותיהם. גופים אשר ישיגו תשואות גבוהות יותר לאורך זמן, יוכלו לשלם פנסיות זקנה גבוהות יותר לחוסכים. הגופים המוסדיים נמנים עם המוסדות המנהלים כספים של אחרים (OPM – Other People's Money), וככל אשר ישיגו תשואות גבוהות יותר לאורך זמן, יוכלו לשלם פנסיות זקנה גבוהות יותר לחוסכים. לכן האחריות וחובת הנאמנות הרובצת לפתחם היא לפעול לטובת העמיתים ולהשאת תשואות כספי החיסכון המופקדים אצלם. הדרך הטובה ביותר לשפר את התשואה המותאמת לסיכון ההשקעה של הגופים המוסדיים היא לפזר את ההשקעה באופן בין-לאומי. יתרונות הפיזור הבין-לאומי נובעים בעיקר ממתאמים נמוכים יותר של שוקי ההון הבין-לאומיים אלו עם אלו, לעומת מתאם מלא וחיובי בין הנכסים המקומיים השונים, לנוכח החשיפה שלהם לתנאים כלכליים דומים. יתרון נוסף נעוץ בעובדה שבמרכזים הפיננסיים הבין-לאומיים קיים מגוון אפיקי השקעה סחירים ונזילים, הקיימים באופן חלקי בלבד במדינות אחרות, ובייחוד בקטנות שבהן. כל זאת על רקע העובדה, ששיעור הגידול של החיסכון הפנסיוני בכמה מדינות מביא לידי כך, שגופים מוסדיים עשויים להיות גדולים מדי ביחס לשוקי ההון המקומיים.

למסקנה זו הגיעו לפני שנים רבות גופים מוסדיים במדינות המפותחות, והיא הופכת בשנים האחרונות להיות נחלתם של הגופים המוסדיים בישראל, אשר במשך שנים רבות נטו במובהק להעדיף את שוק ההון המקומי על פני חשיפה לשוק העולמי – תופעה המכונה הטיית הביתיות (home bias). הפוטנציאל הגלום בפיזור בין-לאומי של ההשקעה הניע את אגף שוק ההון לערוך סדרת שינויים רגולטוריים בכללי ההשקעה ולהסיר חסמים רגולטוריים שהגבילו את ההשקעה בנכסים זרים. הסרה זו סייעה להפנות השקעות רבות יותר של הגופים המוסדיים אל מחוץ לישראל, בדומה למגמה השוררת ברוב מדינות העולם, בעיקר לאחר המשבר הפיננסי.

ואכן, בשנים האחרונות ניכרת מגמה של צמצום פערים מבחינת היקף החשיפה לנכסים זרים בתיקי הגופים המוסדיים בישראל בהשוואה לתיקים מקבילים בעולם. אולם, למרות הגידול המואץ שיעור ההשקעה בפועל בנכסים זרים (גם בהגדרתו הרחבה), הכוללת תעודות סל המחקות מדדים זרים וקרנות נאמנות המשקיעות במניות ובאיגרות חוב קונצרניות זרות) עדיין נמוך מהשיעור הקיים ברוב מדינות ה-OECD. זאת ועוד,

ממצאי הסימולציה שנערכה מראים, שאכן אפשר לייעל את ההקצאה של תיק הנכסים הפנסיוניים בישראל. נראה שבפועל ניתן להגדיל את התשואה ולצמצם את הסיכון דרך השקעה רבה יותר במניות ובאיגרות חוב קונצרניות זרות. מכל מקום, לנוכח שיעורי הצמיחה הגדולים של החיסכון הפנסיוני בישראל, סביר שמגמת הפיזור הבין-לאומי של התיק תלך ותגדל.

ההשקעה בנכסים זרים כרוכה בכניסה לתחום שהוא פחות ידוע לחלק מהגופים המוסדיים, ומצריך התמודדות עם מגוון רחב של מכשירי השקעה. לשם כך עליהם לפתח מומחיות באשר לשווקים הפיננסיים בחו"ל, בדומה למומחיותם באשר לשוק ההון המקומי, וכן לטפל בסיכונים המטבע הגלומים בכל השקעה בנכס זר, שכן השינויים בשערי המטבע משפיעים על התשואות בתיקי חיסכון פנסיוני, ועלולים לקזז את הרווחים הגלומים בהשקעה בנכסים זרים. לדירקטוריון ולהנהלות הגופים תפקיד מרכזי בקביעת מדיניות ברורה בתחום, הכרוכה בהקצאת משאבים מתאימים שיאפשרו להתמודד עם היקף ההשקעה הגדל. הגורמים הרגולטוריים נדרשים לעקוב אחר ההתפתחויות ולבקדם, וכדי לסייע בכך, יש מקום להרחיב את הדיווחים הנהוגים בתחום ההשקעה הבין-לאומית של הגופים המוסדיים. עליהם לכלול, מעבר לסוג ההשקעה (מניות, איגרות חוב וכיו"ב), גם דיווח על מטבע החשיפה, דיווח על המדינה שבה מתבצעת ההשקעה וגילוי מלא וברור של מדיניות גידור סיכון שער החליפין. גילוי נאות יסייע בהגברתה של משמעת השוק, שהיא כלי מרכזי לחיזוק יציבותם של השווקים והמוסדות הפיננסיים. ■

## נספחים

### נספח א'

פירוט ההשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים זרים

#### סך כל כל הגופים המוסדיים

06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח						
												1,142.7	1,112.0	989.9	705.4	580.5	408.0	סך הנכסים
												181.8	170.8	144.8	49.4	39.9	6.2	סך נכסי חו"ל
1.1%	0.5%	0.6%	1.5%	2.7%	3.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	2.0	0.9	0.9	0.7	1.1	0.2	מזומנים ופיקדונות
11.4%	12.6%	12.7%	14.8%	40.0%	32.2%	1.8%	1.9%	1.9%	1.0%	2.8%	0.5%	20.7	21.5	18.4	7.3	16.0	2.0	אג"ח קונצרניות
5.1%	4.9%	5.5%	2.8%	3.7%	11.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.2%	0.3%	0.2%	9.3	8.3	7.9	1.4	1.5	0.7	אג"ח ממשלתיות
14.0%	13.0%	13.4%	12.7%	19.8%	32.1%	2.2%	2.0%	2.0%	0.9%	1.4%	0.5%	25.5	22.2	19.4	6.3	7.9	2.0	מניות
32.7%	33.6%	29.4%	26.9%	8.5%	0.0%	5.2%	5.2%	4.3%	1.9%	0.6%	0.0%	59.4	57.5	42.6	13.3	3.4	0.0	תעודות סל
24.1%	24.0%	25.0%	13.5%	19.1%	19.7%	3.8%	3.7%	3.7%	0.9%	1.3%	0.3%	43.8	41.0	36.1	6.6	7.6	1.2	קרנות נאמנות
9.4%	8.9%	9.1%	20.6%	3.3%	0.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	0.2%	0.0%	17.1	15.2	13.2	10.2	1.3	0.0	קרנות השקעה
0.9%	0.7%	0.9%	0.6%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	1.6	1.1	1.3	0.3	0.3	0.0	הלוואות
0.9%	1.1%	2.5%	6.7%	1.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.1%	0.0%	1.7	1.8	3.6	3.3	0.4	0.0	מוצרים מובנים
0.4%	0.7%	0.9%	0.0%	0.9%	1.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.7	1.3	1.3	0.0	0.3	0.1	נכסים אחרים

#### סך תיק החיסכון הפנסיוני החדש

06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח						
												649.0	616.8	539.7	355.4	339.4	218.7	סך הנכסים
												135.0	127.4	109.6	34.6	34.7	4.9	סך נכסי חו"ל
1.4%	0.6%	0.7%	1.7%	2.1%	1.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	1.9	0.8	0.8	0.6	0.7	0.1	מזומנים ופיקדונות
8.8%	9.3%	10.8%	10.7%	39.5%	25.4%	1.8%	1.9%	2.2%	1.0%	4.0%	0.6%	11.9	11.9	11.8	3.7	13.7	1.2	אג"ח קונצרניות
3.8%	3.1%	2.9%	2.6%	3.1%	8.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	5.1	3.9	3.2	0.9	1.1	0.4	אג"ח ממשלתיות
17.9%	16.5%	16.9%	17.5%	21.2%	39.7%	3.7%	3.4%	3.4%	1.7%	2.2%	0.9%	24.2	21.1	18.5	6.1	7.4	1.9	מניות
31.6%	34.4%	33.6%	26.5%	8.5%	0.0%	6.6%	7.1%	6.8%	2.6%	0.9%	0.0%	42.6	43.8	36.9	9.2	3.0	0.0	תעודות סל

**סך תיק החיסכון הפנימי החדש - המשך**

06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							
אחוז מסך נכסי חו"ל							אחוז מסך הנכסים							מיליארדי ש"ח							
24.5%	24.5%	21.2%	10.2%	20.9%	23.6%	5.1%	5.1%	4.3%	1.0%	2.1%	0.5%	33.1	31.2	23.2	3.5	7.3	1.2	קרנות נאמנות			
9.9%	9.2%	9.6%	25.2%	2.8%	0.0%	2.1%	1.9%	2.0%	2.5%	0.3%	0.0%	13.3	11.7	10.6	8.7	1.0	0.0	קרנות השקעה			
0.9%	0.6%	0.9%	0.6%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	1.2	0.8	1.0	0.2	0.1	0.0	הלוואות			
1.0%	1.1%	2.5%	5.1%	1.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.1%	0.0%	1.3	1.4	2.7	1.8	0.4	0.0	מוצרים מובנים			
0.3%	0.8%	0.8%	-0.2%	0.4%	1.3%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.0%	0.1%	0.0%	0.5	1.0	0.9	-0.1	0.2	0.1	נכסים אחרים			

**סך כל קרנות הפנסיה<sup>1</sup>**

06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							
אחוז מסך נכסי חו"ל							אחוז מסך הנכסים							מיליארדי ש"ח							
														495.4	485.6	431.2	307.0	188.8	134.3	סך הנכסים	
														72.6	65.7	52.5	16.3	2.3	0.0	סך נכסי חו"ל	
0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	מזומנים ופיקדונות			
14.7%	16.7%	14.9%	18.1%	30.2%	7.4%	2.2%	2.3%	1.8%	1.0%	0.4%	0.0%	10.7	11.0	7.8	3.0	0.7	0.0	אג"ח קונצרניות			
6.0%	6.4%	8.7%	2.1%	5.5%	0.0%	0.9%	0.9%	1.1%	0.1%	0.1%	0.0%	4.4	4.2	4.5	0.3	0.1	0.0	אג"ח ממשלתיות			
10.5%	10.1%	9.3%	5.5%	22.6%	92.6%	1.5%	1.4%	1.1%	0.3%	0.3%	0.0%	7.6	6.6	4.9	0.9	0.5	0.0	מניות			
34.0%	33.0%	23.6%	33.7%	28.4%	0.0%	5.0%	4.5%	2.9%	1.8%	0.4%	0.0%	24.7	21.7	12.4	5.5	0.7	0.0	תעודות סל			
24.2%	23.9%	32.5%	20.8%	0.9%	0.0%	3.6%	3.2%	4.0%	1.1%	0.0%	0.0%	17.6	15.7	17.1	3.4	0.0	0.0	קרנות נאמנות			
8.8%	8.7%	8.3%	12.3%	3.3%	0.0%	1.3%	1.2%	1.0%	0.7%	0.0%	0.0%	6.4	5.7	4.4	2.0	0.1	0.0	קרנות השקעה			
0.3%	0.2%	0.5%	0.1%	3.9%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	הלוואות			
0.5%	0.3%	1.6%	6.9%	1.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.4	0.2	0.8	1.1	0.0	0.0	מוצרים מובנים			
0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	4.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	נכסים אחרים			

1. סך כל קרנות הפנסיה כולל קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות (המקיפות והכלליות)

**סך כל קופות הגמל**

06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							
אחוז מסך נכסי חו"ל							אחוז מסך הנכסים							מיליארדי ש"ח							
														327.1	319.1	294.2	220.3	237.5	166.7	סך הנכסים	
														53.6	52.1	44.9	15.5	22.7	2.1	סך נכסי חו"ל	

סך כל קופות הגמל - המשך

06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							
אחוז מסך נכסי חו"ל							אחוז מסך הנכסים							מיליארדי ש"ח							
0.5%	0.4%	0.1%	0.7%	2.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.3	0.2	0.1	0.1	0.5	0.0	מזומנים ופיקדונות			
10.9%	11.9%	13.5%	16.5%	46.9%	10.6%	1.8%	2.0%	2.1%	1.2%	4.5%	0.1%	5.8	6.2	6.1	2.6	10.6	0.2	אג"ח קונצרניות			
6.8%	5.5%	5.2%	3.5%	3.2%	0.0%	1.1%	0.9%	0.8%	0.2%	0.3%	0.0%	3.7	2.9	2.3	0.5	0.7	0.0	אג"ח ממשלתיות			
17.4%	15.6%	16.2%	19.9%	14.0%	66.8%	2.9%	2.5%	2.5%	1.4%	1.3%	0.8%	9.3	8.1	7.3	3.1	3.2	1.4	מניות			
31.8%	31.2%	33.3%	25.8%	12.1%	0.0%	5.2%	5.1%	5.1%	1.8%	1.2%	0.0%	17.1	16.3	15.0	4.0	2.7	0.0	תעודות סל			
23.1%	26.2%	21.1%	6.7%	18.7%	19.3%	3.8%	4.3%	3.2%	0.5%	1.8%	0.2%	12.4	13.6	9.5	1.0	4.2	0.4	קרנות נאמנות			
7.5%	6.6%	6.8%	20.2%	0.4%	0.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.4%	0.0%	0.0%	4.0	3.4	3.1	3.1	0.1	0.0	קרנות השקעה			
0.7%	0.6%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	הלוואות			
1.0%	1.2%	2.4%	6.9%	1.9%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.2%	0.0%	0.5	0.6	1.1	1.1	0.4	0.0	מוצרים מובנים			
0.2%	0.7%	0.7%	-0.2%	0.5%	3.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.4	0.3	-0.0	0.1	0.1	נכסים אחרים			

סך כל חברות הביטוח

06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							06/13 2012 2011 2008 2005 2002							
אחוז מסך נכסי חו"ל							אחוז מסך הנכסים							מיליארדי ש"ח							
														320.2	307.3	264.6	178.0	154.2	107.0	סך הנכסים	
														55.6	52.9	47.3	17.5	14.9	4.1	סך נכסי חו"ל	
2.6%	1.2%	1.6%	3.2%	3.7%	5.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	1.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.2	מזומנים ופיקדונות			
7.5%	8.0%	9.6%	10.2%	31.1%	43.4%	1.3%	1.4%	1.7%	1.0%	3.0%	1.7%	4.2	4.2	4.6	1.8	4.6	1.8	אג"ח קונצרניות			
2.4%	2.3%	2.3%	2.7%	4.1%	17.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.7%	1.3	1.2	1.1	0.5	0.6	0.7	אג"ח ממשלתיות			
15.2%	14.2%	15.3%	13.2%	28.2%	13.9%	2.6%	2.4%	2.7%	1.3%	2.7%	0.5%	8.5	7.5	7.2	2.3	4.2	0.6	מניות			
31.7%	36.8%	32.1%	21.5%	0.0%	0.0%	5.5%	6.3%	5.8%	2.1%	0.0%	0.0%	17.7	19.5	15.2	3.8	0.0	0.0	תעודות סל			
24.9%	21.9%	20.2%	12.7%	22.5%	20.1%	4.3%	3.8%	3.6%	1.2%	2.2%	0.8%	13.8	11.6	9.6	2.2	3.4	0.8	קרנות נאמנות			
12.1%	11.4%	12.2%	28.7%	7.7%	0.0%	2.1%	2.0%	2.2%	2.8%	0.7%	0.0%	6.7	6.1	5.8	5.0	1.1	0.0	קרנות השקעה			
1.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.0%	1.0	0.6	0.7	0.3	0.2	0.0	הלוואות			
1.4%	1.9%	3.5%	6.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.8	1.0	1.7	1.1	0.0	0.0	מוצרים מובנים			
0.4%	1.1%	1.8%	-0.0%	1.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	-0.0%	0.1%	-0.0%	0.2	0.6	0.9	-0.0	0.1	-0.0	נכסים אחרים			

סך כל פוליסות ביטוח החיים<sup>1</sup>

													מיליארדי ש"ח						
06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002		
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח							
												257.8	244.3	213.9	141.1	118.3	80.1	סך הנכסים	
												50.5	48.1	42.8	14.7	11.5	3.1	סך נכסי חו"ל	
2.8%	1.0%	1.6%	3.0%	1.8%	1.8%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	1.4	0.5	0.7	0.4	0.2	0.1	מזומנים ופיקדונות	
6.2%	6.5%	7.6%	6.6%	25.5%	40.9%	1.2%	1.3%	1.5%	0.7%	2.5%	1.6%	3.1	3.1	3.3	1.0	2.9	1.3	אג"ח קונצרניות	
2.1%	1.9%	1.9%	2.5%	3.3%	15.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	1.1	0.9	0.8	0.4	0.4	0.5	אג"ח ממשלתיות	
15.8%	14.7%	15.8%	14.9%	33.8%	17.3%	3.1%	2.9%	3.2%	1.6%	3.3%	0.7%	8.0	7.1	6.8	2.2	3.9	0.5	מניות	
31.5%	37.5%	33.7%	24.6%	0.0%	0.0%	6.2%	7.4%	6.7%	2.6%	0.0%	0.0%	15.9	18.1	14.4	3.6	0.0	0.0	תעודות סל	
26.2%	23.1%	21.2%	13.4%	27.0%	24.4%	5.1%	4.6%	4.2%	1.4%	2.6%	1.0%	13.2	11.1	9.1	2.0	3.1	0.8	קרנות נאמנות	
12.5%	11.9%	12.8%	30.4%	7.7%	0.0%	2.5%	2.3%	2.6%	3.2%	0.8%	0.0%	6.3	5.7	5.5	4.5	0.9	0.0	קרנות השקעה	
1.4%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.7	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	הלוואות	
1.1%	1.4%	3.2%	3.6%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.5	0.7	1.4	0.5	0.0	0.0	מוצרים מובנים	
0.4%	1.0%	1.4%	-0.2%	-0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	0.2	0.5	0.6	-0.0	-0.0	-0.0	נכסים אחרים	

1. סך כל פוליסות ביטוח החיים כולל את הפוליסות מבטיחות התשואה והפוליסות המשתתפות ברווחים.

סך כל הפוליסות המשתתפות ברווחים

													מיליארדי ש"ח						
06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002	06/13	2012	2011	2008	2005	2002		
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח							
												180.8	169.5	143.8	86.1	71.1	37.5	סך הנכסים	
												47.9	45.4	40.3	14.0	10.7	2.8	סך נכסי חו"ל	
2.9%	1.0%	1.6%	3.2%	1.8%	2.0%	0.8%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	1.4	0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	מזומנים ופיקדונות	
5.4%	5.6%	6.4%	6.2%	23.8%	36.7%	1.4%	1.5%	1.8%	1.0%	3.6%	2.7%	2.6	2.5	2.6	0.9	2.5	1.0	אג"ח קונצרניות	
2.0%	1.7%	1.6%	2.5%	3.0%	15.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	1.1%	0.9	0.8	0.6	0.3	0.3	0.4	אג"ח ממשלתיות	
16.1%	15.1%	16.1%	15.1%	35.1%	18.9%	4.3%	4.0%	4.5%	2.4%	5.3%	1.4%	7.7	6.8	6.5	2.1	3.8	0.5	מניות	
31.7%	38.4%	34.9%	24.9%	0.0%	0.0%	8.4%	10.3%	9.8%	4.0%	0.0%	0.0%	15.2	17.4	14.1	3.5	0.0	0.0	תעודות סל	
27.4%	24.3%	22.2%	13.5%	27.9%	27.0%	7.3%	6.5%	6.2%	2.2%	4.2%	2.0%	13.1	11.0	8.9	1.9	3.0	0.7	קרנות נאמנות	
12.2%	11.4%	12.4%	30.3%	7.5%	0.0%	3.2%	3.1%	3.5%	4.9%	1.1%	0.0%	5.9	5.2	5.0	4.2	0.8	0.0	קרנות השקעה	
1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.6	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	הלוואות	
0.9%	1.2%	3.0%	3.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.4	0.6	1.2	0.5	0.0	0.0	מוצרים מובנים	
0.2%	0.6%	0.9%	-0.2%	-0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	0.1	0.3	0.4	-0.0	-0.0	-0.0	נכסים אחרים	

סך כל קרנות הפנסיה החדשות																				
06/13 2012 2011 2008 2005 2002						06/13 2012 2011 2008 2005 2002						06/13 2012 2011 2008 2005 2002								
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח								
												141.2	128.2	101.7	49.0	30.8	14.4	סך הנכסים		
												33.4	29.9	24.3	5.0	1.4	0.0	סך נכסי חו"ל		
0.6%	0.2%	0.5%	1.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	מזומנים ופיקדונות		
10.3%	10.4%	12.9%	5.3%	38.4%	12.5%	2.4%	2.4%	3.1%	0.5%	1.7%	0.0%	3.4	3.1	3.1	0.3	0.5	0.0	אג"ח קונצרניות		
1.4%	0.9%	1.0%	0.3%	1.6%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	אג"ח ממשלתיות		
21.2%	20.4%	19.5%	17.1%	31.1%	87.5%	5.0%	4.8%	4.7%	1.8%	1.4%	0.1%	7.1	6.1	4.7	0.9	0.4	0.0	מניות		
30.9%	33.7%	32.1%	33.2%	15.9%	0.0%	7.3%	7.9%	7.7%	3.4%	0.7%	0.0%	10.3	10.1	7.8	1.7	0.2	0.0	תעודות סל		
22.8%	21.8%	19.7%	11.9%	1.6%	0.0%	5.4%	5.1%	4.7%	1.2%	0.1%	0.0%	7.6	6.5	4.8	0.6	0.0	0.0	קרנות נאמנות		
10.3%	10.2%	10.3%	26.4%	5.7%	0.0%	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	0.2%	0.0%	3.5	3.1	2.5	1.3	0.1	0.0	קרנות השקעה		
0.7%	0.5%	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	הלוואות		
1.1%	0.7%	1.8%	4.4%	1.8%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.4	0.2	0.4	0.2	0.0	0.0	מוצרים מובנים		
0.8%	1.2%	1.1%	0.0%	3.9%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	0.2%	0.0%	0.3	0.4	0.3	0.0	0.1	0.0	נכסים אחרים		

סך כל תיק הנוסטרו של חברות הביטוח																				
06/13 2012 2011 2008 2005 2002						06/13 2012 2011 2008 2005 2002						06/13 2012 2011 2008 2005 2002								
אחוז מסך נכסי חו"ל						אחוז מסך הנכסים						מיליארדי ש"ח								
												62.4	63.1	50.7	37.0	35.9	26.8	סך הנכסים		
												5.1	4.8	4.5	2.8	3.4	1.0	סך נכסי חו"ל		
1.2%	2.5%	1.5%	4.3%	10.1%	15.9%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	1.0%	0.6%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	מזומנים ופיקדונות		
20.2%	23.0%	28.7%	29.2%	49.8%	51.4%	1.7%	1.8%	2.6%	2.2%	4.8%	1.9%	1.0	1.1	1.3	0.8	1.7	0.5	אג"ח קונצרניות		
5.1%	6.8%	6.1%	3.9%	7.1%	23.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.7%	0.8%	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	אג"ח ממשלתיות		
9.3%	8.6%	10.4%	4.2%	9.6%	3.1%	0.8%	0.7%	0.9%	0.3%	0.9%	0.1%	0.5	0.4	0.5	0.1	0.3	0.0	מניות		
34.0%	29.5%	17.4%	5.4%	0.0%	0.0%	2.8%	2.3%	1.6%	0.4%	0.0%	0.0%	1.7	1.4	0.8	0.2	0.0	0.0	תעודות סל		
11.8%	10.3%	11.1%	8.7%	7.6%	6.4%	1.0%	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.2%	0.6	0.5	0.5	0.2	0.3	0.1	קרנות נאמנות		
7.2%	7.2%	6.6%	19.7%	7.6%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	1.5%	0.7%	0.0%	0.4	0.3	0.3	0.5	0.3	0.0	קרנות השקעה		
5.7%	4.1%	5.4%	3.2%	3.8%	0.0%	0.5%	0.3%	0.5%	0.2%	0.4%	0.0%	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	הלוואות		
5.0%	6.0%	6.7%	20.5%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.0	מוצרים מובנים		
0.5%	2.0%	6.0%	1.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0	נכסים אחרים		

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.



**נספח ב'**

פירוט ההשקעות הזרות של הגופים המוסדיים במניות, באיגרות חוב קונצרניות, בתעודות סל ובקרנות נאמנות

**סך כל גופים המוסדיים**

2007				2010				2012				2013/06				
אחוז מסך נכסי חו"ל				אחוז מסך הנכסים				מיליארדי ש"ח								
								1,142.7	1,112.0	961.7	687.6					סך הנכסים
								181.8	170.8	122.9	68.7					סך נכסי חו"ל
14.0%	13.0%	13.5%	18.9%	2.2%	2.0%	1.7%	1.9%	25.5	22.2	16.5	13.0					מניות בחו"ל
3.7%	3.5%	3.3%	6.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	6.7	5.9	4.0	4.4					מזה: חברות ישראליות
10.3%	9.5%	10.2%	12.5%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	18.8	16.3	12.5	8.6					מזה: חברות זרות
32.7%	33.6%	27.3%	21.9%	5.2%	5.2%	3.5%	2.2%	59.4	57.5	33.5	15.0					תעודות סל בחו"ל
31.3%	31.7%	25.9%	20.6%	5.0%	4.9%	3.3%	2.1%	56.9	54.2	31.8	14.2					מזה: מחקות מדדי מניות
0.9%	1.0%	0.3%	0.9%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	1.6	1.8	0.4	0.6					מזה: מחקות מדדי אג"ח
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.1	0.0	0.0					מזה: בחסר
0.5%	0.8%	1.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.9	1.4	1.3	0.2					מזה: אחרות
3.9%	3.0%	2.3%	2.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	7.1	5.2	2.8	1.7					תעודות סל מקומיות שמחקות מדדי מניות בחו"ל
0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.1	0.0	0.1					תעודות סל מקומיות שמחקות מדדי אג"ח בחו"ל
11.4%	12.6%	13.7%	25.1%	1.8%	1.9%	1.8%	2.5%	20.7	21.5	16.9	17.3					אג"ח קונצרניות בחו"ל
0.7%	0.5%	0.7%	1.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2	0.9	0.8	0.9					מזה: חברות ישראליות
10.7%	12.1%	13.0%	23.8%	1.7%	1.9%	1.7%	2.4%	19.4	20.6	16.0	16.4					מזה: חברות זרות
24.1%	24.0%	26.4%	13.8%	3.8%	3.7%	3.4%	1.4%	43.8	41.0	32.4	9.5					קרנות נאמנות בחו"ל
9.0%	9.1%	8.1%	0.0%	1.4%	1.4%	1.0%	0.0%	16.3	15.6	10.0	0.0					מזה: קרנות נאמנות - אג"ח קונצרניות
0.4%	0.8%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.7	1.3	0.7	0.0					מזה: קרנות נאמנות - אג"ח ממשלתיות
13.5%	12.8%	15.2%	0.0%	2.2%	2.0%	1.9%	0.0%	24.6	21.9	18.7	0.0					מזה: קרנות נאמנות - מניות
1.3%	1.3%	2.5%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.0%	2.3	2.3	3.0	0.0					מזה: קרנות נאמנות - אחר

התיק החיסכון הפניוני החדש												
06/13 2012 2010 2007				06/13 2012 2010 2007				06/13 2012 2010 2007				
אחוז מסך נכסי חו"ל				אחוז מסך הנכסים				מיליארדי ש"ח				
								649.0	616.8	537.0	423.1	סך הנכסים
				20.8%	20.7%	17.8%	12.7%	135.0	127.4	95.8	53.7	סך נכסי חו"ל
17.9%	16.5%	16.5%	22.8%	3.7%	3.4%	3.0%	2.9%	24.2	21.1	15.9	12.3	מניות בחו"ל
4.5%	4.3%	4.0%	8.1%	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	6.1	5.5	3.8	4.3	מזה: חברות ישראליות
13.4%	12.2%	12.6%	14.8%	2.8%	2.5%	2.2%	1.9%	18.0	15.5	12.0	7.9	מזה: חברות זרות
31.6%	34.4%	30.6%	24.9%	6.6%	7.1%	5.5%	3.2%	42.6	43.8	29.3	13.4	תעודות סל בחו"ל
29.7%	31.9%	28.8%	24.0%	6.2%	6.6%	5.1%	3.0%	40.1	40.6	27.6	12.9	מזה: מחקות מדדי מניות
1.2%	1.3%	0.4%	0.6%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	1.6	1.7	0.4	0.3	מזה: מחקות מדדי אג"ח
0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.1	0.0	0.0	מזה: בחסר
0.6%	1.1%	1.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.9	1.4	1.3	0.2	מזה: אחרות
4.6%	3.6%	2.7%	2.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%	6.2	4.6	2.6	1.5	תעודות סל מקומיות שמחקות מדדי מניות בחו"ל
0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.0	0.0	0.1	תעודות סל מקומיות שמחקות מדדי אג"ח בחו"ל
8.8%	9.3%	12.2%	20.1%	1.8%	1.9%	2.2%	2.6%	11.9	11.9	11.7	10.8	אג"ח קונצרניות בחו"ל
0.4%	0.3%	0.6%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6	0.3	0.6	0.6	מזה: חברות ישראליות
8.4%	9.0%	11.6%	19.0%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%	11.3	11.5	11.1	10.2	מזה: חברות זרות
24.5%	24.5%	23.3%	12.9%	5.1%	5.1%	4.2%	1.6%	33.1	31.2	22.4	6.9	קרנות נאמנות בחו"ל
11.7%	11.8%	9.8%	0.0%	2.4%	2.4%	1.7%	0.0%	15.7	15.1	9.4	0.0	מזה: קרנות נאמנות - אג"ח קונצרניות
0.5%	1.0%	0.7%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.6	1.3	0.7	0.0	מזה: קרנות נאמנות - אג"ח ממשלתיות
10.9%	10.0%	9.7%	0.0%	2.3%	2.1%	1.7%	0.0%	14.6	12.7	9.3	0.0	מזה: קרנות נאמנות - מניות
1.5%	1.7%	3.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.6%	0.0%	2.1	2.1	3.0	0.0	מזה: קרנות נאמנות - אחר

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון לדיווחי הגופים המוסדיים.

## ביבליוגרפיה

- Bhargawa, V., et al, 2004, "Does International Diversification Pay?", *Financial Counseling and Planning*, 15 (1): 53-62.
- Blake, D., 1999, "Portfolio Choice Models of Pension Funds and Life Assurance Companies, Similarities and Differences", *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 24: 327-357.
- Bodie, Z. and Merton, R.C., 2002, "International Pension Swaps", *Journal of Pension Economics and Finance*, 1(1): 77-83.
- Campbell, J., K. et al., 2007, "Global Currency Hedging", *NBER Working Paper* 13088, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Davis, E. P., 2002, "Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective", *Senior Level Policy Seminar, Caribbean Centre for Monetary Studies*, Trinidad.
- Ehrlich, E. E., 1981, "International Diversification by United States Pension Funds", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Autumn, 1-14.
- Glassman, D. A., and Riddick, L. A., 2001, "What Causes home asset bias and how should it be measured?", *Journal of Empirical Finance*, 8:35-54.
- Kumara, A. S., and Pfau, W., D., 2011, "Emerging Market Pension Funds and International Diversification", *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No. 31395.
- Levich, R. M. and Lee, R. T., 2004, "Internationally Diversified Bond Portfolios: The Merits of Active Currency Risk Management", *NBER Working Paper* 4340, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Markowitz, H.M., 1952, "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, 7(1):77-91.
- OECD, 2004, *Supervising Private Pensions, Institutions and Methods*, Private Pensions Series, No 6.
- OECD, 2013, *Global Pension Statistics*.
- OECD, 2013, *Survey of investment regulation of pension funds*.
- Reisn, H., 1997, "Liberalising Foreign Investments by Pensions Funds: Positive and Normative Aspects", OECD, *Ageing Working Papers*, AWP 5.3, Paris.
- Roldos, J. E., 2004, "Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets", IMF Policy Discussion Paper, No.PDP/04/4, International Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington D.C.
- State Street, 2012, "Currency Management in a Volatile World", *Vision Focus*.
- Tobin, J., 1958, "Liquidity preference as behavior towards risk", *Review of Economic Studies* 25: 68- 85.
- אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון, שנים שונות, דוחות הממונה, משרד האוצר, אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון, ירושלים.
- ינר, צ. וסנדלר, ל., 2009, מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים, גלובס הספרייה, תל אביב.
- שיפנבאואר, ל., 2008, "הצטמצמות הטיית הביתיות" (home bias) במדיניות ניהול ההשקעות של משקיעים מוסדיים בעולם ובישראל", הרבעון לבנקאות, 163: 65-75.
- שיפנבאואר, ל., 2011, "סיכון ההשקעה בתיק החיסכון הפנסיוני: גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר", הרבעון לבנקאות, 169: 18-45.

---

## 76 | תפקיד הדירקטור, לאן?

ד"ר גדעון שטיאט\*

---

בעקבות המשבר הכלכלי בארה"ב ב-2008, נוצר לחץ ציבורי חזק לבחון את התנהלותם של הדירקטוריונים בחברות עסקיות להבטחת קיום בקרה ניהולית בראייה כוללת. נוצרה ביקורת קשה על דרך תיפקודם של הדירקטורים, במיוחד על הרמה המקצועית הנמוכה של הפיקוח על פעולות ההנהלה הבכירה, ובחוסר מודעות להערכת הסיכונים הפיננסיים שנלקחו ע"י מנהלים כלליים ומנהלי כספים, שגרמו למשבר הכלכלי. הדעה הרווחת היתה שדירקטורים כשלו בתפקידם המרכזי ב-"חובת הנאמנות לחברה".

המשמעות של "חובת הנאמנות לחברה" היא שהדירקטור מתחייב לבעלי המניות, כי הוא יפעל לטובת החברה בלבד. קיום ההתחייבות הזו תלוי במידה רבה ביכולות, בידע ובמיומנויות הניהוליות של הדירקטור. אם דירקטור נעדר ידע בסיסי בניהול סיכונים הוא לא יצליח למנוע החלטות של ההנהלה הבכירה שעשויות לסכן את החברה. אם לדירקטור אין מיומנות בעיצוב אסטרטגיה תחרותית על כל מרכיביה, הוא לא ידרוש מההנהלה הבכירה עיצוב אסטרטגיה תחרותית והוא עשוי לאשר מטרות ויעדים שאין בהן כדי להוסיף ערך לבעלי המניות. אם הדירקטור נעדר יכולות ניהוליות, הוא יתקשה לקיים בקרה ניהולית בראייה כוללת על פעולות ההנהלה הבכירה. אישור המינוי של דירקטור שאין לו הכשרה וניסיון ניהולי קודם יפגע בניהול האפקטיבי של ההון של בעלי המניות ובעלי אגרות החוב שהוא נאמן עבורם, ולא ימלא את תפקידו בהנחיה והכוונה של ההנהלה הבכירה כך שתפעל לגידול ערך החברה לבעלי המניות.

במרץ 2011 אישרה הכנסת תיקון לחוק החברות (תיקון 16). לראשונה ניתנה בחקיקה התייחסות מפורטת לחיזוק מעמדם של הדירקטוריון ושל ועדת הביקורת של הדירקטוריון, התיקון גם קבע כלים להגנה על בעלי מניות המיעוט וצמצום כוחם של בעלי השליטה. תיקון 16 כלל הוראות חוק לחיזוק מערכת האכיפה של הרשות לניירות ערך ותביעות ייצוגיות.

---

\* ד"ר גדעון שטיאט נשיא חברת הייעוץ לאסטרטגיה עסקית, פרסם מאמרים רבים בנושאי הממשל התאגידי ותיפקוד הדירקטוריון. סגן יו"ר הדירקטוריון של חברת BATM; דירקטור בחברות פז, מילטרון, דלתא גליל.

בעקבות לחץ ציבורי בישראל, הוקמה במחצית 2011 ועדה בראשות שר המשפטים יעקב נאמן לבחינת שכר הבכירים בחברות הציבוריות. הטענה היתה שיש להגביל בחקיקה את שכר הבכירים כי הדירקטוריונים חלשים ונוטים לאשר את דרישות השכר המוגזמות של המנהלים הכלליים וההנהלות הבכירות. הטענה היתה שהדירקטורים מתרשלים בתפקידם באישור רמות שכר גבוהות למנהלים כלליים ולנושאי משרות בכירות. לאחר בחינה יסודית ועדת נאמן המליצה על שינויים בחוק החברות. בסיום עבודתה נתקבל בנוב' 2012, תיקון לחוק החברות (תיקון 20) שלפיו על כל דירקטוריון של חברה ציבורית למנות ועדת תיגמול שרוב חבריה דח"צים ודירקטורים בלתי תלויים.

תפקיד ועדת התיגמול לקבוע:

- מדיניות התיגמול לכל עובדי החברה, בראייה כוללת ורב שנתית;
- קריטריונים לאישור בונוסים שנתיים ורב שנתיים הקושרים בין התוצאות העסקיות ורמת הביצוע של המנהלים הבכירים לבין רמת השכר שלהם;
- רמת השכר לבכירים שתתבסס על קריטריונים ומדדים כמותיים של ביצועי החברה;

החלטות ועדת התיגמול לגבי מכלול מדיניות השכר של החברה יובאו לאישור הדירקטוריון. המסמך הסופי יובא לאישור אסיפת בעלי המניות; בתיקון 20 נקבעו צעדים לחיזוק מעמדם של בעלי מניות המיעוט בעמידה מול ההצעות של בעלי השליטה.

### **בחירה של דירקטורים במצב הנוכחי**

תהליך המיון והבחירה של דירקטורים לא נבחן בראייה כוללת. עד כה נתקבלו החלטות על ידי נגיד בנק ישראל בקשר לבחירה של דירקטורים חיצוניים בבנקים ועל ידי שר האוצר בקשר לחברות ממשלתיות (ראו פירוט בהמשך).

**בחברות עסקיות** שמניותיהן נסחרות בבורסה – תהליך הבחירה של דירקטורים חדשים נקבע על ידי בעלי השליטה, ניתן להבחין בין שלושה סוגי דירקטורים. דירקטורים המייצגים את בעלי השליטה; דירקטורים בלתי תלויים; ודירקטורים חיצוניים (דח"צים). בעל השליטה מחליט על מועמד לדירקטוריון – לעתים קרובות הוא יציע חבר, או מכר או אדם שהומלץ על ידי חבר – ומודיע לוועדת

הביקורת של הדירקטוריון ולדירקטוריון על המועמד ומבקש את אישורם. ועדת הביקורת בוחנת את התאמת המועמד(ת) וממליצה לדירקטוריון. המועמד מגיש תצהיר למזכיר החברה על השכלתו וקשריו עם בעלי השליטה. ועדת הביקורת בוחנת בעיקר אם קיימים ניגודי עניינים ומאשרת את המועמד בתחומי המומחיות המקצועית או החשבונאית פיננסית. הבדיקה המרכזית היא טופס הצהרה של המועמד בדבר כשירותו למלא את התפקיד מבחינה משפטית (אישומים), או תביעות וקירבה לבעל שליטה) הדירקטוריון מאשר וממליץ לאסיפה הכללית. לעתים רחוקות אסיפת בעלי המניות תדחה מועמד שעבר את תהליכי האישור של הדירקטוריון.

לבעלי שליטה בחברות ציבוריות יש מטרה בחיזוק עוצמתם בדירקטוריון החברה לכן בחירת דירקטורים חדשים נשקלת מנקודת ראותו של בעל השליטה לחיזוק כוחו בדירקטוריון, ובהמשך השליטה בחברה.

".... בפועל, "בעלי המניות" הממנים את הדירקטורים הם בעלי השליטה. והדירקטורים, נדרשים לא אחת להתחשב במטרותיהם או לקדם את רצונם על פני ולמרות טובת החברה... נתקלנו גם בבעלי שליטה שהכתיבו את זהות המנכ"ל או בעלי תפקיד אחרים...ישנם בעלי שליטה המבקשים להדגיש את חוסר מעורבותם אך בפועל, אף מהלך בחברה לא מבוצע מבלי לקבל את ברכתם ואף יוזמים מהלכים ועסקאות בין החברה לבין חברות אחרות הקשורות בבעל השליטה או בבני משפחתו. מהלכים אלו מבוצעים בסופו של יום על ידי החברות, לבקשת או בהנחיית בעלי השליטה, בהחלטות כשרות של הדירקטוריון"<sup>1</sup>.

המשך התהליך הנוכחי יפגע באופן משמעותי בתיפקודם של דירקטוריונים בחברות עסקיות, בהן קיים בעל שליטה או קבוצת בעלי שליטה.

בחברות בבעלות המדינה – (חברות ממשלתיות) שר האוצר החליט לשנות את הנוהל הקיים במינוי של דירקטורים חדשים, שהיה באחריות השר הממונה על החברה הממשלתית ובאישור שר האוצר. חלק מהדירקטורים נבחרו משיקולים פוליטיים של

1. "למה רק נוחי דנקנר", גלובס 25.12.2012.

השרים הנוגעים בדבר. בסוף 2013 הודיע שר האוצר על הכנת מאגר של דירקטורים לחברות שבבעלות המדינה "רשימת החלומות". בינואר 2014 נענו 13,700 מועמדים למודעות לשכת החברות הממשלתיות והגישו את מועמדותם לאיוש 500 מינויים של דירקטורים בחברות ממשלתיות.<sup>2</sup> המועמדים שהתחרו ועברו סינון נדרשו לעמוד בדרישות הבאות:

- מילוי שאלון אישי ממוחשב;
- השכלה אקדמית, או תעודת הנדסאי;
- מיון ראשוני על ידי חברת השמה;
- סינון המועמדים ל-1100 שיעמדו בדרישות והקריטריונים;

לאחר הסינון הראשוני, עברו המועמדים ראיונות אישיים. ועדות המראיינים כללו שני אנשים:

- עובד חברת השמה (בעל השכלה בפסיכולוגיה)
- עובד רשות החברות הממשלתיות (רפרנטים)

שני המראיינים שאלו את המועמדים שאלות בתחום היכולות האישיות, אתיקה וערכים, מחוייבות והבנה מקצועית ועסקית.<sup>3</sup> המטרה המרכזית בשינוי תהליך האיתור והמיון של דירקטורים לחברות הממשלתיות היתה:

**"הליך המיון עבור נבחרת הדירקטורים נועד לאתר דירקטורים נקיים ובלתי תלויים (ההדגשה שלי ג.ש.)...מבחן התוצאה הוא רשימת הדירקטורים הסופית. אם היא תהיה נבחרת ראויה ואפקטיבית – הרי שהצלחנו".<sup>4</sup>**

בנספח להלן יש פירוט של הדרישות והמבחנים בהם נדרשו המועמדים לעמוד בתהליך המיון והראיונות. עם זאת, ביצוע ראיונות אישיים על ידי ועדה של שניים שאין להם ניסיון עסקי וכישורים ניהוליים עשוי לייצר נזק משמעותי בבחירת הדירקטורים. תהליך המיון והאיתור של דירקטורים אינו מיועד רק לבחור "דירקטורים נקיים ובלתי

---

2. פרופסור רמי פרידמן, ידיעות אחרונות, 6.1.2014.

3. רשות החברות הממשלתיות, נובמבר 2013.

4. אורי יוגב, מנכ"ל רשות החברות הממשלתיות, הארץ 19.1.2014.

תלויים" אלא לבחור דירקטורים בעלי ידע, מיומנות ויכולת ניהולית ועסקית שיבטיחו את מימוש "חובת הנאמנות".

נגיד בנק ישראל שינה את תהליך הבחירה של דירקטורים חיצוניים במערכת הבנקאית. בתחילת 2014, פירסם בנק ישראל נוהל חדש לבחירת דירקטורים בבנקים. בנק ישראל פרסם הזמנת מועמדים לתפקיד דירקטורים בתאגידים בנקאיים<sup>5</sup>. לצורך מיון המועמדים, מינה נגיד בנק ישראל ועדה לאיתור ומיון מועמדים לתפקידי דירקטורים. הרכב הוועדה כלל חמישה חברים: היו"ר – שופט בית המשפט העליון בדימוס; שני חברים שהם אנשי משק וכלכלה או שהם אנשי סגל אקדמי בכיר במוסדות להשכלה גבוהה בתחומים הנוגעים לעניין או מי שהיו אנשי סגל כאמור; שני דירקטורים המכהנים כדירקטורים חיצוניים בבנק שהוועדה דנה בעניינו–לדוגמה בבנק לאומי: אילה פורקציה (שופטת בית המשפט העליון בדימוס) – יו"ר הועדה; חיים אורון (בעבר ראש מפלגת מרצ וחבר כנסת); דרור שטרם (בעבר הממונה על הגבלים עסקיים) ועוד שני דירקטורים מטעם בנק לאומי. הועדות קבלו מאות הצעות ממועמדים. המועמדים נדרשו למלא שאלון עם אישורים ותעודות על סיום הלימודים האקדמיים. לאחר הסינון הראשוני, המועמדים זומנו לראיונות אישיים. הועדה בחרה את המועמדים שיובאו לאישור אסיפת בעלי המניות של הבנק. תהליך המיון והאיתור הראשוני של דירקטורים באמצעות שאלונים מבטיח פסילה של כל אלה שאינם עומדים בתנאי הסף של השכלה ועיסוק.

נגיד בנק ישראל העדיף להעמיד בראש הועדה שופטת בית משפט עליון בדימוס, במקום יו"ר דירקטוריון של בנק שסיים בהצלחה את תפקידו. לשופט בית משפט אין ידע בנקאי עסקי רחב. תהליך קבלת ההחלטות בבתי משפט מתבסס על שני מימדים: התביעה והסניגוריה; במשפט הפלילי תהליך ההחלטות מרביתו בתנאי ודאות (ראיות, עדויות). לשופטי בית המשפט העליון אין מיומנות, ניסיון וידע בבחירת מנהלים מוכשרים לתפקידי דירקטורים. הבחירה שלהם תתמקד באספקט חשוב בתחום ההגנות והיחש. יתרה מזו, מה מידת התרומה של חבר כנסת בדימוס לבחירת דירקטורים למוסד בנקאי? המיומנות של חבר הכנסת בעיקר בניהול והבנה בתהליכים פוליטיים. אין לו ידע ומיומנות בניהול עסקי ובנקאי, אין לחבר כנסת בדימוס יכולת לבחון מועמדים פוטנציאליים בחשיבה אסטרטגית או בניהול סיכונים פיננסיים במערכת הבנקאית. לממונה על

5. בנק ישראל, עדכון נוהל סדרי עבודת הועדה, 10.3.2014.



ההגבלים העסקיים לשעבר אין ניסיון בניהול כללי. יש להניח ששני הדירקטורים מבנק לאומי, חברי הועדה, נתנו עדיפות לחבריהם הדירקטורים שעומדים לבחירה חוזרת. רשימת המועמדים שנבחרה, יש לה עבר נקי, יש לה הוכחות על ההשכלה הפורמלית, יש ספק אם בחירה זו יש בה תוספת תרומה למילוי הפערים בידע או בתחומי ההתמחות הדרושים לדירקטוריון של תאגיד בנקאי בראייה גלובלית.

### שינויים מתחייבים בהערכת רמת הביצוע של הדירקטוריון

רמת הביצוע של הדירקטוריון במילוי ייעודו כאורגן של בעלי המניות, של העובדים, ושל נושי החברה נקבעת במידה רבה על ידי:

- תהליך המיון והבחירה של דירקטורים חדשים;
- הרכב הדירקטוריון (Composition of the Board) – מגוון היכולות והמיומנויות של הדירקטורים.

”Changing the Practices of the Board of Directors, 2010”<sup>6</sup> נכתב:

”רמת הביצוע של הדירקטוריון תלויה במידה רבה בהרכב הדירקטוריון וברמת ההבנה והידע של הדירקטורים בחשיבה אסטרטגית, בהבנת הדוחות הפיננסיים ובעיקר בניהול תזרים המזומנים, בשליטה בכלי בקרה חדשניים להערכת ניהול הסיכונים של החברה בהערכת רמת הביצוע של ההנהלה הבכירה והמנהל הכללי ... מיון ובדיקה של מימניות של מועמדים לתפקיד של דירקטורים מוטלת על הדירקטוריון במינוי

”Compensation and Nomination Committee

עוד נכתב באותו מאמר:

”...ועדת הבחירה של דירקטורים ושל ההנהלה הבכירה תקיים הערכה תקופתית ולפחות אחת לשנה של המיומנויות והידע של הדירקטורים הקיימים ואת הפער והצרכים של הדירקטוריון במיומנויות וידע של

6. “Changing the Practices of the Board of Directors” Quarterly Banking Review, Vol.168 pp.35 Chitayat Gideon, 2010.

דירקטורים חדשים בהתבסס על האסטרטגיה העסקית שאושרה על  
ידם.<sup>7</sup>

למעשה, במרבית הדירקטוריונים לא מתקיים תהליך מחייב של הערכה תקופתית של הדירקטוריון על ביצועיו.

מחובת הדירקטוריון בחברות והתאגידים העסקיים לצרף, יחד עם אישור הדוחות הכספיים על ידי האסיפה השנתית של בעלי המניות, דו"ח שנתי של הדירקטוריון על ביצועיו שיכלול שני חלקים מרכזיים והם:

1. סיכום שנתי של פעילויות הדירקטוריון במגוון הפעילות העסקית של החברה הדו"ח כולל התייחסות מפורטת לנושאים הבאים:
    - האם התקיים דיון אסטרטגי, בנושאי התמודדות עם מתחרים ובתוכנית השקעות רב שנתית?
    - האם התקיים דיון על הערכת הסיכונים העסקיים?
    - האם הדירקטוריון קיים דיון בהערכת רמת הביצוע של המנהל הכללי ושל ההנהלה הבכירה?
    - האם נערכה בחינה של הדירקטוריון לשינויים במבנה ההון; הון עצמי; מבנה החוב לטווח קצר וארוך; חשיפות מטבע?
    - האם התקיים דיון לאיתור בעלי פוטנציאל לתפקידי ההנהלה הבכירה?
    - האם בחן הדירקטוריון שינויים טכנולוגיים בתחום עיסוקה של החברה?
- התרומה המרכזית של דו"ח שנתי של הדירקטוריון היא בתהליך ההכנה של ניירות עמדה על ידי ההנהלה והמנהל הכללי לדיון בדירקטוריון. הכנת ניירות העמדה תחייב את ההנהלה לדון בנושאי מפתח אסטרטגיים.

2. הערכה שנתית של היכולות והידע של חברי הדירקטוריון בראייה כוללת. יושב ראש הדירקטוריון יכין דו"ח שיתבסס על שאלוני ההערכה העצמיים של הדירקטורים. דו"ח של יו"ר הדירקטוריון יובא לאישור ועדת הביקורת של הדירקטוריון ומליאת הדירקטוריון. דוחות אלו יהוו בסיס להערכת הצרכים של הדירקטוריון לגבי

המיומנויות הדרושות מדירקטורים חדשים. הדו"ח השנתי של הדירקטוריון יובא לאישור אסיפת בעלי המניות יחד עם הדוחות הכספיים השנתיים ויהווה חומר רקע לבחירה מחדש של דירקטורים קיימים.

### **שינויים מתחייבים בתהליך בחירת דירקטורים**

המצב הנוכחי בתהליך האיתור והבחירה של דירקטורים חדשים מחייב שינויים מרחיקי לכת, בחוק החברות ובקביעת תקנות חדשות בתהליך הבחירה של דירקטורים. שינויים שיתמקדו בשלושה מימדים מרכזיים והם:

- רישוי תפקיד הדירקטור
- האיתור והבחירה של דירקטורים חדשים על ידי הדירקטוריון
- אישור אסיפת בעלי המניות

**רישוי תפקיד הדירקטור** – המדינה קובעת במגוון רחב של עיסוקים חובה של קבלת רישיון כתנאי לפרט לעסוק בעיסוק נתון, לדוגמה: רופא, אדריכל, יועץ השקעות, סוכן ביטוח, שמאי קרקעות, רואה חשבון, עורך דין, טייס, רב חובל ועוד, נדרשים לעבור בחינות לקבלת רישיון המסמך אותם לעסוק בתחום פעילותם. מטרת הדרישה לרישיון במגוון המקצועות היא להבטיח שיש לפרט ידע נדרש בתחום העיסוק וכן שיש לו את הידע בנושאי הבטיחות ושלום הציבור.

העיסוק של הפרט בתפקיד דירקטור מחייב ידע רחב במספר דיסציפלינות, לימוד והבנת חוק החברות, לימוד סוגיות ייחודיות לענפי תעשייה השונים. בכדי להיבחר על ידי אספת בעלי המניות יידרש מכל מועמד פוטנציאלי להציג רישיון, שיבטיח שרק בעלי הכשרה מתאימה, שעברו את סף הדרישות בהצלחה, הם המועמדים הפוטנציאליים לבחירה על ידי ועדות הבחירה של הדירקטוריון.

דרישות של רישוי תפקיד הדירקטור ייקבעו על ידי ועדה ממלכתית של דירקטורים בעלי ניסיון, מנהלים כלליים ויושבי ראש של דירקטוריונים. בין הדרישות ניתן למנות:

- השכלה אקדמית של תואר ראשון במשפטים, בכלכלה, בניהול עסקים, או במדעי החברה;
- השלמה של קורס פורמלי במסגרת אוניברסיטאית לבעלי השכלה הנדסית מדעי הרוח, הנדסה ומדעים מדויקים;

• ניסיון ניהולי בחברה עסקית של 10 שנים לפחות;  
 • עמידה בהצלחה במבחן ממוחשב – שאלון יורכב על ידי הגורמים הממלכתיים כגון, הפיקוח על הבנקים, המפקח על שוק ההון, דיקן בית ספר למנהל עסקים. על המועמד לעמוד בהצלחה במתן תשובות, כתנאי לקבלת הרישיון. לאלה שייכשלו, תינתן אפשרות למבחן חוזר כעבור ששה חודשים.

הרישיון למלא תפקידי דירקטור יינתן לתקופה מוגבלת (7-5 שנים). דירקטורים מכהנים יידרשו לעבור בהצלחה את המבחן לריענון ידע חדשני בנושאי ממשל תאגידי. בדרך זו ניתן להבטיח שאחת לתקופה יידרש כל דירקטור להכיר את הנושאים החדשניים ואת החקיקה בתחומי ניהול חברות עסקיות.

#### אחריות הדירקטוריון באיתור ובחירה של דירקטורים חדשים

האחריות הכוללת להמליץ לאסיפת בעלי המניות לאישור הבחירה של דירקטורים חדשים מוטלת על דירקטוריון החברה. חברי הדירקטוריון יבחרו מועמדים שתהיה להם תרומה משמעותית לפעילות של הדירקטוריון. תהליך האיתור והבחירה של דירקטורים חדשים יכול שני שלבים: מינוי ועדת משנה לאיתור והבחירה של מועמדים לדירקטוריון החברה; דיון במליאת הדירקטוריון לאישור המלצות ועדת האיתור. רצוי לבסס את הרכב הועדה לאיתור דירקטורים חדשים על דח"צים ודירקטורים בלתי תלויים. הועדה תכלול את חמישה חברים:

• יו"ר ועדת הביקורת ימלא את תפקיד יו"ר הועדה לאיתור ובחירה של מועמדים לדירקטוריון.

• 2 דח"צים ששירתו בדירקטוריונים והם בתקופת צינון.

• 2 דח"צים או דירקטורים בלתי תלויים.

השילוב בין דח"צים בצינון (ניסיון של 6 שנים בדירקטוריון) לבין דח"צים שמשרתים באופן פעיל יבטיח הרכב של ועדה שיש לה ידע וניסיון בעבודת הדירקטוריון ובבחירה נכונה של דירקטורים חדשים.

#### אישור אסיפת בעלי המניות

דירקטוריון החברה יעביר לידיעת אסיפת בעלי המניות את סיכום החלטות של הדירקטוריון על תהליך הבחירה של דירקטור חדש. התנאי להצגת מועמדים חדשים

בפני אסיפת בעלי המניות יהיה "רישיון הדירקטור", דהיינו המועמד עמד בהצלחה בדרישות הרישוי וברשותו רישיון למלא תפקיד דירקטור.

לאסיפת בעלי המניות יש תפקיד מרכזי בתהליך הבחירה ואישור המינוי של דירקטורים קיימים ודירקטורים חדשים המוצעים על ידי הדירקטוריון. בידי אסיפת בעלי המניות הסמכות לאשר או לדחות את המלצות הדירקטוריון. המידע שיובא בפני אסיפת בעלי המניות, הדו"חות השנתיים של הדירקטוריון להערכת רמת הביצוע, יאפשר שיקול דעת והערכה של כל אחד מהדירקטורים לפני אישור מינויו. אכיפת הנוהל של בחירה מחדש של דירקטורים מכהנים, למעט דח"צים שנבחרים לשלוש שנים, יחייב את המצביעים באסיפת בעלי המניות לשקול את התרומה האמתית של כל אחד מחברי הדירקטוריון ואת "חובת הנאמנות" לחברה.

## סיכום

*"Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely"*

Lord Acton, 1887.

מנהלים כלליים ו-CEO צוברים עוצמה (Power) רבה בניהול החברה העסקית, כתוצאה מהשליטה במשאבים וביכולות של החברה הציבורית. בעתיד, לדירקטוריון החברה צפוי תפקיד מכריע באיזון כוחו של המנהל הכללי וה-CEO ושל בעלי השליטה. יכולת הדירקטוריון באיזון העוצמה תלויה במידה רבה ברמת הביצוע של כל אחד מהדירקטורים.

הסיכום השנתי על עבודת הדירקטוריון שיידרש להגיש יחד עם הדוחות הכספיים השנתיים לאסיפת בעלי המניות; איתור והבחירה של דירקטורים חדשים; ובחירה שנתית של דירקטורים קיימים (למעט דח"צים) יחייבו את הדירקטורים למלא את תפקידם בקיום "חובת הנאמנות" של חברי הדירקטוריון לחברה, לבעלי המניות ולמשקיעים באג"חים בחברה. הרישוי של דירקטורים חדשים יתרום בטווח הארוך לקליטת מועמדים חדשים בעלי נתונים מתאימים להם ידע וניסיון. מועמדים המבינים לעומק את תפקידם בדירקטוריון החברה העסקית. ■

**נספח**

**קריטריונים לבחירת דירקטורים לחברות בבעלות המדינה**

**האם הייתם יכולים להיות דירקטורים בחברה ממשלתית?**

**סיכון ראשוני**

תושבי ישראל, בני 25 ומעלה, העומדים באחד משלושת תנאי הסף הללו:

1. בעלי תואר אקדמי באחד מהמקצועות המפורטים\*
2. ניסיון של שנתיים בתחומי ההשכלה או בתחום עיסוק של החברות הממשלתיות
3. ניסיון של חמש שנים לפחות בקריטריונים הבאים:
  - כהונה בתפקיד בכיר בתחום הניהול העסקי של תאגיד גדול
  - תפקיד בכיר בשירות הציבורי בנושאים כלכליים, מסחריים, ניהוליים או משפטיים
  - תפקיד בכיר הנוגע לאחד או יותר מתחומי העיסוק של החברות הממשלתיות
  - תואר שלישי ומעלה

**קריטריונים נוספים - יש לעמוד בשני הקריטריונים גם יחד**

- ניסיון של עשר שנים לפחות בתחום הכשרתו האקדמית
- ניסיון בתפקיד ניהולי בכיר\* : 15 שנים לפחות לגברים ושמונה שנים לפחות לנשים

**מיון מתקדם**

**שלב ראשון:** ניקוד המועמדים לפי חמש קטגוריות:

- ניסיון ניהולי בכיר (מקסימום 30 נקודות)
- הבנה בעסקים (25 נקודות)
- מנזר ציבורי (10 נקודות)
- כהונה בדירקטוריונים (20 נקודות)
- השכלה אקדמית (15 נקודות)

**נשים נדרשו לצבור 36 נקודות, וגברים 58 נקודות**

**שלב שני:** ראיונות שבהם נבדקים כישורים כמו הבנה עסקית, חשיבה אסטרטגית, יכולות בי"אישיות ויכולת ביטוי

\*כלכלה, מינהל עסקים, משפטים, ראיית משפטן, מינהל ציבורי, הנדסה, לימודי עבודה או תואר באחד מתחומי העיסוק של החברות הממשלתיות \*\*ניסיון ניהולי בכיר מוגדר, בין השאר, כדרגה 43 ומעלה בשירות המדינה, מנכ"ל/סמנכ"ל בשירות המדינה, מנזר עסקי או מנזר שלישי, אלפי השנה ומעלה בנה"ל, ראש חוב ומעלה באוניברסיטה

## 87 | 1914-1954 בנק לאומי לישראל ארבעים שנות הנפקת שטרות בארץ ישראל

ד"ר איתן בורשטיין\*

בפרבריה הדרומיים של וינה, בירת אוסטריה, נמצא מוזאון צבאי גדול Heeresgeschichtliche Museum ובקיצור HGM מילולית 'המוזאון להיסטוריה צבאית' שאינו מושך אליו תיירים רבים<sup>1</sup>. הם מחמיצים את אחד המוזאונים המעניינים באירופה הסוקר את ההיסטוריה הארוכה של אוסטריה מנקודת מבט צבאית ומלחמתית. אגף שלם, למשל, מוקדש לפלדמרשל רדצקי שעבורו חיבר יוהאן שטראוס האב<sup>2</sup> את המארש המפורסם (Radetzky-Marsch).

באחד מאגפיו ניתן לראות את הכרכרה שבה ישב יורש העצר האוסטרי, הארכידוכס פרנץ פרדיננד ואשתו סופי מריה ג'וזפינה שהריגתם ב-28.6.1914 בסרייבו, בירת בוסניה הרצגובינה הציתה לפני מאה שנה בדיוק, את מלחמת העולם שנקראה עד לאחר סיום מלחמת העולם השנייה, אחת מתוצאותיה, 'המלחמה הגדולה'. לצד הכרכרה מוצגים מדיו של הארכידוכס נקובי הכדורים שנורו ע"י המתנקש, לְאוֹמָן סרבי בשם גברילו פרינציפ (Gavrilo Princip). הוא מחה על דיכוי ארצו בידי האוסטרים.

רוסיה, מסיבות דתיות והיסטוריות, פטרונית סרביה מולדת המתנקש, לצדן של אנגליה וצרפת נלחמו כנגד האימפריה האוסטרית וגרמניה, אליהן תברה האימפריה העות'מאנית או התורכית שבתחומה שכנה אז ארץ ישראל. המלחמה שהחלה בסרייבו התגלגלה גם לאזורנו.

במאמר זה נסקור את תרומתו של בנק לאומי לישראל שנקרא 'חברת אנגליא פלשתינה' (אפ"ק) עד 1930 ו'בנק אנגלו-פלשתינה' עד 1951, ליישוב בארץ ישראל. תרומה שבאה

\* ד"ר איתן בורשטיין הוא חוקר שתחומי התמחותו הם היסטוריה של הבנקאות בארץ ישראל במאות התשע עשרה והעשרים עם דגש על תולדות התיישבות היהודים ובנק לאומי. עיסוקו השני הוא חקר הנצרות על כל זרמיה. חבר האיגוד הישראלי והבינלאומי של המוזיאונים (ICOM).

1. [www.hgm.or.at](http://www.hgm.or.at)

2. שטראוס דן היה ממוצא יהודי.

לידי ביטוי בייצוב המערכת המונטארית בהנפקת תחליף לכסף התורכי. בכך פתח הבנק עידן בן ארבעים שנה בדיוק של הנפקת כסף זאת למרות שמעולם לא שימש כבנק ממשלתי או מרכזי.

## השיקים הרשומים 1914

בדו"ח העשור לפעילותו של אפ"ק שפורסם במחצית שנת 1913, היו התחזיות לשנה הבאה אופטימיות למדי. הכנות אחרונות נעשו לפתיחת סניף בעזה, שאכן נחנך ב־25.5.1914, כחודש לפני היריות שפילחו את הארכידוכס ואשתו<sup>3</sup>. הבנק שנקרא אז 'חברת אנגליא פלשתינה' ובקיצור בעקבות שמו האנגלי Anglo-Palestine Company (אפ"ק) נקלע למצוקה קיומית. לאומיותו הבריטית הניעה את המפקד הצבאי הידוע לשמצה ג'מאל פאשה, להורות על סגירתו. ראשי הבנק טענו במידה מסוימת של צדק שצעד שכזה יפגע באזרחים עותומאנים, ואכן סניף יפו נסגר רק בשנת 1917 וסניפי ירושלים וחיפה נותרו פתוחים במשך כל המלחמה.

אך בכך לא תמה הסאגה. לא רק שהבנק אִפשר להציל את החקלאות במתן אשראי על חשבון רווח עתידי, הוא גם יזם פעולה שגבלה באי חוקיות ברורה-הזרמת אמצעי תשלום במה שמכונה באנגלית Registered checks (שקים בנקאיים). השיקים שהנפיק הבנק זכו לכינוי 'הרשומים'. אלו הודפסו במקורם עבור הבנק ע"י 'בית הדפוס לספרים "אינדוסטרי" ("Buchdruckerei Industrie") בווינה, אוסטריה ושימשו כשיקים רגילים לפני פרוץ המלחמה. הנייר היה בצבע צהבהב וברקע התנוסס מגן דוד וסביבו הכיתוב Anglo-Palestine Company. בתחתית צדו השמאלי נוספה הערה באנגלית שתרגומה – 'סגור בשבתות ובמעדים' (ראה איור).

בשלהי שנת 1914 כשהתברר לסמנכ"ל הבנק<sup>4</sup>, אליעזר זיגפריד הופיין (Siegfried Hoofien) שאין מספיק אמצעי תשלום הוא החליט להנפיק שיקים בנקאיים בחתימת ליבונטין ובחתימתו (ראה איור) לפקודת מספר לקוחות נבחרים. חתימת אותם לקוחות על גב

3. הסניף נסגר לשבוע בראשית נובמבר באותה שנה וסופית ב־15.1.1915. הוא נפתח מחדש לאחר מבצע קדש, ב־26.11.1956.

4. המנכ"ל, זלמן דוד ליבונטין, שהה במשך רוב המלחמה באלכסנדריה שם הוא הפעיל סניף בנקאי (ראה רבוען לבנקאות מס.167). מפאת נתינותו הרוסית נאסרה עליו הכניסה לא"י.



השק והסבתם הפכה אותם לאמצעי תשלום מוכר ומכובד. מאוחר יותר כאשר אזלו השיקים בחתימת ליבונטין שכאמור שהה במצרים, הונפקו שיקים רשומים שעל כ"א התנוססה חתימתם של הופיין ושל מורשה אחר בבנק. בין המורשים שחתמו היה יהודה גור גרזובסקי, מחבר המילון העברי. במקום שבו נהוג היה לרשום בכתב יד את הסכום לתשלום בוצע הדפס רכב בערכים של חמשה, עשרה, עשרים, חמישים ומאה פרנקים. הסכומים נרשמו בלועזית.

רק בארץ הקודש אפשרי היה אפוא נס רב לאומי. בנק אנגלי מנפיק שטרות כסף במטבע צרפתי שיחליפו את ההילך החוקי (legal tender) העותומאני על שיקים שהודפסו באוסטריה. הופיין עצמו היה נתין הולנדי וחלק מפעילותו נעשה במשרדו המאולתר בקונסוליה הספרדית בירושלים. על ערך הכסף באותה תקופה ניתן ללמוד מתוך רשימה משנת 1912: זוג נעלים עלה עשירית הפרנק, חולצה ומכנסיים ארבעה פרנקים וקילו בשר פחות מפרנק אחד.

בסניף צפת הונפקו השטרות באותם ערכים אלא בעברית. מסדרה זאת לא נותרו עדויות.

לאחר סיום המלחמה הוגשו שיקים אלו ונפרעו במלואם.



## סדרות 1948

ההכרזה על הקמת המדינה בה' באייר תש"ח (14.5.1948) לא לוותה בהכנסת הילך חדש במקום שטרות הכסף המנדטוריים שהונפקו מאז 1927 ע"י מועצת המטבע הארץ ישראלית (Palestine Currency Board) שמושבה היה בלונדון. השטרות המנדטוריים המשיכו להיות בשימוש עד 16.8.1948.

עוד לפני הקמת המדינה, ליתר דיוק, מיד לאחר אישור תכנית חלוקת ארץ ישראל בכ"ט בנובמבר 1947, החלו דיונים בין הסוכנות היהודית, הורתה של הממשלה הזמנית, ובין הנהלת בנק אנגלו-פלשתינה (להלן בא"פ) הופיין ובארט בנושא השטרות העתידיים של המדינה שתקום. היה מקובל על כולם שניסיונו של הבנק והמוניטין שלו היו עדיפים על זה של הסוכנות היהודית שמעמדה המשפטי לא היה נהיר. תכונות ראשיו ובעיקר אלו של אליעזר זיגפריד הופיין וד"ר אהרון בארט, יו"ר מועצת המנהלים והמנכ"ל בהתאמה, הפכו את בא"פ למועמד היחיד המתאים להיות הסוכן הכספי של המדינה לעתיד והאחראי על הנפקת השטרות. הופיין, כנזכר לעיל, יזם את הנפקת השיקים הרשומים שלושים וארבע שנים קודם לכן.

הוויכוח היה על תחולת הזמן שבו ישמש הבנק כסוכן הכספי של המדינה. הבנק סרב לקביעה שרירותית של שנה אחת בלבד שלאחריה תימסר מלאכת ההנפקה וההפצה לגורם אחר. הופיין ובארט נימקו זאת בטענה שהבנק אינו יכול להשלים עם רשות להנפקה שמשכה לא יעלה על שנה. הם סברו שמשך זמן שכזה יגרע מסמכות הבנק המנפיק. "מי ישים את מבטחו בשטרות שתפוגתם נקבעה לשנה בלבד?" טען הופיין. לבסוף נקבע שהאמנה שמכוחה יונפקו השטרות תהיה לשנה ותוארך לאחר מכן באופן כמעט אוטומטי. למעשה היא נותרה בתוקף כשבע שנים עד 1.12.1954 מועד ייסוד 'בנק ישראל'.

ראשי הבנק פנו אל מנהלי 'החברה האמריקאית לשטרות בנק' (American Banknote Company)<sup>5</sup> בתיווכו של היועץ המשפטי של הסוכנות היהודית' בניו יורק מוריס בוקשטיין (Morris Boukstein). באותה עת, בסוף 1947, התברר לכל הצדדים שכדי להנפיק שטרות חדשים המדפיס זקוק לפחות לשנה וחצי כדי לעצב ולהכין את השטרות בלית ברירה וכדי להרוויח

זמן השתמשו בגלופות של סין הרפובליקאית. אלו היו זמינות כיוון שבאותה עת החל מאז צ'ה טונג את מסעו לכיבוש סין והפיכתה לקומוניסטית. הגלופות עם הקישוטים שנראים ברקע (rosettes) שהזמין ממשלו של צ'יאנג קאי שק נותרו ללא דורש וראשי החברה הציעו אותן לראשי בא"פ. הם הסכימו בלית ברירה, אך צצה בעיה חדשה.

'החברה האמריקאית לשטרות' הייתה מורגלת להנפיק שטרות של מדינות וראשי הבנק לא יכלו לענות על השאלה איזו מדינה הם מייצגים. איש לא ידע מתי תיווסד אם בכלל המדינה וההקשר החוקי בין אותה מדינה עתידית ובין בא"פ היה רופף ביותר. בשלב קריטי זה התערב נשיא 'החברה האמריקאית לשטרות', אלברט ל. שומפ (Albert L. Schomp) והודיע להופיין שחברתו מנפיקה שטרות כסף אך ורק למדינות וזאת באישור מחלקת המדינה האמריקאית (משרד החוץ) שאהדתה לרעיון הציוני לא הייתה נלהבת, בלשון המעטה.

הופיין הציע אפוא להשמיט את התוספת 'הילך חוקי' (legal tender) ובכך הפכו השטרות שטרי בנק ולא לכסף. פתרון זה התקבל. המשפט "מטבע חוקית (כך) לתשלום כל סכום שהוא" נוסף בשלב מאוחר יותר. החברה גם לא ציינה את שמה על השטר וזאת בניגוד למקובל.

מעצב האותיות העבריות על השטרות היה גרפיקאי ומאייר בשם נוח בי בירזובסקי (Noah Bee Birsowski). הוא היה יהודי יליד ורשה (1916–1992) שעלה לישראל בשנת 1933 והיגר לארה"ב עשר שנים לאחר מכן. הוא, אגב, קנה את עולמו בעיצוב הקופסה הכחולה המפורסמת של הקרן קיימת! את הניסוח בערבית קבע ועיצב שר החוץ לעתיד, משה שרת (שרתוק) ששהה באותה תקופה בניו יורק. לא כולם ידעו בדיוק את מטרת עבודתם. נוח בי היה סבור שמטרת עמלו הייתה אג"ח של הבנק. הבנק עצמו יצר הפרדה בין עסקיו השוטפים ובין מלאכת ההנפקה וההפצה. הוקמה 'מחלקת ההוצאה' ובראשה עמד ד"ר ארנסט להמן, בנקאי מנוסה שהתמחה עוד בארץ מולדתו גרמניה, בתחום המונטארי<sup>6</sup>. כתב שורות אלו נפגש עם ד"ר להמן ושמע את חוויותיו מתקופה זאת.

ב־17.8.1948 נחתמה אמנה בין ממשלת ישראל ובא"פ שאישרה את מעמדו של הבנק כסוכן הכספי הרשמי של מדינת ישראל. ביו החותמים מטעם הממשלה היו דוד בן

6. התיבה הלטינית moneta (= מטבע) היא מקור המוניטין במחוזותינו. למילה זאת היסטוריה מרתקת. פירוש המילה המקורי בלטינית היה 'המזהירה' מלשון 'אזהרה', השווה עם האנגלית admonish ו־admonitory. זה היה אחד מכינויה של האלה יונו שבמקדשה נשמר אוצר המטבעות של הרומאים. קדושת ההיכל הפכה אותו לבלתי חדיר.

גוריון ואליעזר קפלן, ראש הממשלה ושר האוצר בהתאמה. הדבר התפרסם באותו יום ברשומות (עיתון רשמי מס. 15). למחרת החלה החלפת השטרות המנדטוריים שהוצאו מהמחזור בשטרות בא"פ. על מוניטין הבנק ניתן ללמוד מהעובדה שהרוב המוחלט של השטרות המנדטוריים הוחלפו, לא רק ע"י יהודים אלא גם ע"י ערבים, מוסלמים ונוצרים. המעות, אגב, הונפקו ע"י משרד האוצר.

עוד קודם לכן, ערב הכרזת המדינה, נלקחה ברצינות האפשרות של ביטול חד צדדי של שטרות הכסף המנדטוריים באופן מידי לאחר סיום המנדט ב-14.5.1948 ע"י מועצת המטבע האמורה. צעד שכזה שהיה מביא לכאוס מונטארי לא היה תרחיש דמינוני. שלטונות המנדט הפסיקו למשל את כל שירותי הדואר ערב עזיבתם את הארץ. כדי לקדם אפשרות שכזאת, הוכנה סדרה מקבילה בערכים של 500 מיל, לירה א"י, חמש לא"י, עשר לא"י וחמישים לא"י. היא הודפסה בחודש מארס 1948 בסודיות מוחלטת על נייר ביטחון ובצד אחד בלבד בדפוס 'שושני'<sup>7</sup> בתל אביב. שטרות אלו נשאו את התאריך ז' באייר 16.5.48 כלומר יום ראשון יומיים לאחר הכרזת המדינה ולא את היום העוקב (יום שבת). שטרות אלו נגזזו והושמדו רק לאחר בוא המשלוח הראשון של השטרות שהודפסו בארה"ב. חברת התעופה שביאה את השטרות הייתה ק.ל.מ והמטוס נחת בשה התעופה עין שמר.



מקור: בנק ישראל מחלקת המטבע, השטרות והמטבעות של ישראל 1990. עמ.100

7. אהרון בן סעדיה איתין, יליד בריאנסק (Брянск) ברוסיה, הקים את בית הדפוס העברי הראשון ביפו בשנת 1906. בן אחרות, סעדיה שושני (רוזנרוט) גם הוא יליד בריאנסק הצטרף אליו ערב מלחמת העולם הראשונה. הדפוס שנקרא לאחר מכן ע"ש 'איתין את שושני' ו'שושני', הדפיס כמעט את כל פרסומי הבנק וטפסיו. אגב, המילים 'טופס' ו'דפוס' נגזרו מאותה מילה יוונית τῆπος טיפוס. ומכאן טיפוגרפיה – אמנות וסידור הטקסט לדפוס.

## סדרות 1951/2

בדצמבר 1950 פנה הבנק אל מספר חברות ביחס לעיצוב שטרות הכסף של שנת 1952. במכתב מיום 5.12.1950 ששלחו ראשי חברת תומאס דה לה רי (Thomas de la Rue) להופיין הם הציעו את כישוריהם ושירותיהם להנפקה המתוכננת. מעניין שהמכתב להופיין היה ממוען לכתובת הבנק בלונדון (Gracechurch, 6) כמו בהנפקת 1948 העדיף יו"ר מועצת המנהלים לשהות בקרבת המוסד העשוי להנפיק. כותב שורות אלו גילה את כריכת העור ובה ההצעה והמכתב של דה לה רי, אך ללא השטר שנעלם. הכריכה הוצגה במוזאון הבנק עד שהוא נסגר בשנת 2002. השטר עצמו הופיע מאוחר יותר במכירה פומבית. לפני שנעלם שנית.



מקור: שלמה טפר, שטרי הכסף פלשתינה וישראל שהוכנו ולא הונפקו. ירושלים, 2009.

מסיבות שאיננו יודעים את טיבן הבנק לא קיבל את הצעת דה לה רי ושמר אמונים ל'החברה האמריקאית לשטרות'. אך כפי שניזכר, הקשר עם תומאס דה לה רי לא נותק. שנה בדיוק לאחר מכן יצאו משלוחי הסדרה השנייה מארה"ב לישראל. השטרות שהונפקו ב-23.6.1952 נשאו הפעם את שם הבנק המוכר לנו 'בנק לאומי לישראל'. שתי החתימות נותרו כמקודם, אלו של הופיין ובארט. במועד המרת סדרת 1948 בסדרה זאת הושט על הציבור מלווה חובה בשיעור של 10%.



במקביל הנפיק משרד האוצר בשנים 1952–1953 מעות בערכים שנוו מחמישים ועד 250 פרוטה.

### סדרות 1954/5

בשנת 1954 הבנק פנה אל דה לה רי ועובדיו האלמונים הכינו את המתוות (סקיצות) לשטרות שהיו אמורים לצאת באותה שנה. אין הסבר מדוע זנח הבנק את החברה האמריקאית ייתכן וההסכם שנחתם בין מדינת ישראל ושלטונות בריטניה ופתר את המחלוקות בין שתי המדינות אפשרו לבנק לאומי לחזור למקור מחצבתו – לונדון. ר"ח שלמה טָפֶר מצא את המתוות השונות שהוכנו ע"י דה לה רי. כולן נשאו את השם 'בנק לאומי לישראל'. מתווה השטר בעריך של חמש מאות פרוטה שבו נראה בית הכנסת ברעם שבגליל הייתה כפול. באחת מהן נראה עץ עבות הנעדר מן השנייה. מבנה על גבעה הנראה במתווה השנייה נעדר מן הראשונה ששימשה לבסוף את השטר שהונפק.



גם מיקום חתימותיהם של הופיין אינו זהה. בדומה לסדרה של 1948 ו-1952, גם שטרות אלו היו בעריכים מחמש מאות פרוטה ועד חמישים לירות. הם לא הונפקו מעולם ועצם קיומם היה חסוי.

ההחלטה על הקמת בנק ישראל בשנת 1954 טרפה את הקלפים. השטרות אכן הוכנסו למחזור בחודשים אוגוסט, ספטמבר ואוקטובר של שנת 1955 אך הם נשאו את שמו של הבנק המרכזי, בנק ישראל. חתימת בארט הומרה בזאת של דוד הורביץ נגיד הבנק הראשון.

להלן שטרות בעריך של חמש מאות פרוטה. שני מתוות שהוגשו לבנק לאומי לישראל בשנת 1954 והשטר כפי שהונפק ע"י בנק ישראל ב-4.8.1955.





מקור: השטרות והמטבעות של ישראל. בנק ישראל. ירושלים, 1990.  
מקור: שלמה טפר, שטרי הכסף פלשתינה וישראל שהוכנו ולא הונפקו. ירושלים, 2009.

חתימתו של הופייזן אכן הופיעה על השטרות אך בתפקידו החדש כ"ו"ר המועצה המייעצת' של בנק ישראל. זאת, קצת יותר מארבעים שנה לאחר שהוא חתם במהלך מלחמת העולם הראשונה על השיקים הרשומים שהודפסו בווינה, העיר בה התגורר מייסד הבנק, ד"ר תאודור הרצל. ■



# QUARTERLY BANKING REVIEW

---

## Contents

---

- 07 | **Editorial Comments**  
Dr. Gad Shifron
  
- 09 | **The Israeli Banking System in 2013**  
Dr. Yuval Rabinovitch
  
- 24 | **International Investment Diversification among Institutional Investors: Aspects and Recommendations**  
Lavi Schiffenbauer
  
- 76 | **A Strong Need to Adopt a New Approach to Directors' Nomination**  
Dr. Gideon Chitayat
  
- 87 | **Inaugurating a Centenary of Israeli Banknote Issues -  
The Contribution of Bank Leumi During 1914-1954**  
Dr. Eitan Bursztyn



# QUARTERLY BANKING REVIEW

October 2014

09 | **The Israeli Banking System in 2013**

24 | **International Investment Diversification  
among Institutional Investors:  
Aspects and Recommendations**

76 | **A Strong Need to Adopt a New Approach to  
Directors' Nomination**

87 | **Inaugurating a Centenary of Israeli Banknote Issues -  
The Contribution of Bank Leumi During 1914-1954**