

# הרהורים על הרפורמה בשוק ההון

:: אריה קרמפף

אפיקי ההשקעה המתאימים לו מבלי להיות תלוי בגחמותיהם של הבנקים. "הכלכלה" כגוף כולל, כפי שהיא נמדדת באמצעות התוצר הלאומי הגולמי (תל"ג) תצמח. במונחים של האוצר: "העוגה" תגדל. בהמשך, הצמיחה הכלכלית תחלחל ותשפר את מצבם של כל האזרחים. בכל מקרה, מצבו של איש לא יורע. בפועל, בני האדם הם יצורים "סוציולוגיים" הנבדלים זה מזה בכישוריהם והמאפיינים הסוציולוגיים והפסיכולוגיים שלהם. ככאלה, לא כולם פועלים על פי המודל של האדם הכלכלי. עובדה זו אינה נכנסת לחישובים של רוב הכלכלנים. כאשר מבצעים שינוי מבני במשק, הכלכלנים חוזים מה תהיה ההשפעה הכללית והממוצעת שלו, בהנחה שכל השחקנים הכלכליים זהים ופועלים כמו 'האדם הכלכלי' האידיאלי. אבל לא כל האזרחים הם באמת 'האדם הכלכלי'. בנוסף להשפעה הכללית הממוצעת, לשינוי המבני יש השפעות המשתנות מאזרח לאזרח, בהתאם למאפיינים הכלכליים, הסוציולוגיים והפסיכולוגיים שלו. באופן כללי, תהליך הליברליזציה בכלל והרפורמה בשוק ההון בפרט, גם אם הם מגדילים את "העוגה", משפיעים על חלוקת ההכנסות ועלולים לפגוע במצבם של חלק מן האזרחים. השפעות אלו לא נחקרו ולא נכתב עליהם דבר במסגרת הדיונים ברפורמה הנוכחית.

## השחקן הכלכלי - פעיל וסביב

לצורך העניין ניתן להבחין בין שני טיפוסים של לקוחות בנקאיים: 'הטיפוס הפעיל מבחינה פיננסית' ו'הטיפוס הסביל מבחינה פיננסית'. מיותר לציין שמדובר בהפשטות, אך זה מספיק כדי להדגים את הטענה. לקוח פעיל הוא זה (או זו) שיש לו גישה למידע על מצבו של השוק הפיננסי בפרט והשוק הכלכלי בכלל; יש לו כישורים לפענח את המידע שמגיע אליו; יש לו פנאי ואפשרות להיות בקשר רציף עם



מי שקרא בחודשים האחרונים את המוספים הכלכליים של העיתונים היומיים והקשיב לדבריהם של הכלכלנים קיבל את הרושם שהרפורמה הצפויה בשוק ההון טובה לכולם חוץ מלבנקים הגדולים. בעיתונות ובתקשורת הוצג סיפור של "טובים" (הכלכלנים, המשקיעים המקומיים והזרים, האזרח הקטן, לקוחות הבנקים, החוסכים, אני ואתה) מול "רעים" (בעלי הבנקים ומנהליהם). על פי הצגה זו הרפורמה - הפרדה של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים - תשפר את מבנה שוק ההון הישראלי, ויהיו לה השפעות כלכליות חיוביות מידיות; היא גם תשפר את התחרותיות במערכת הבנקאות. אחת השאלות בה לא עסקו כלי התקשורת כלל היא השפעת הרפורמה על חלוקת ההכנסות והרווחים בחברה, כלומר - ההשפעות החברתיות של הרפורמה.

הניתוח הכלכלי המקובל מניח שהשחקן הכלכלי, זאת אומרת האזרח הממוצע, הוא רציונלי; שלכל השחקנים יש מידע מלא ושווה על מצב השוק ועל התוצאות החזויות של פעולות כלכליות. כמו כן, הוא מניח שהשחקנים הכלכליים הם בעלי כישורים מספיקים לחישוב הפעולה הכלכלית המיטבית מנקודת מבטם, על בסיס המידע שבידיהם. בהנתן הנחות אלה, ניתן לטעון שהרפורמה בשוק ההון תשפר את מצב השחקנים שכן פתיחת שוק ההון לתחרות תאפשר לכל שחקן לבחור בצורה רציונלית את

כאשר מבצעים שינוי מבני במשק, הכלכלנים חוזים מה תהיה ההשפעה הכללית והממוצעת שלו, בהנחה שכל השחקנים הכלכליים זהים ופועלים כמו 'האדם הכלכלי' האידיאלי.

קיימת סביחת רבה שכל שנעלה בעשירונים נמצא רוב מכריע של לקוחות פעילים, בעוד שכל שנחפש בשכבות החלשות מבחינה חברתית-כלכלית נמצא יותר לקוחות סבילים.

ככל שהבנק יפסיד מול לקוחות פעילים, שינהלו את כספיהם בתבונה, הוא ימצא דרכים חדשות ומקוריות להרוויח מול הלקוחות הסבילים.



במילים אחרות, הבנקים הגדולים, לאורך כל שנות קיומה של המדינה, תפקדו למעשה באופן בלתי-פורמלי כחברות ביטוח חובה: המפקדים יתרו על רוחים פיננסיים (ויתור ללא בחירה אישית, כמוכן) וזכו ביציבות ובטחון.

למעשה, בעקבות הרפורמה תיחשף המערכת הבנקאית לתנודות ולסיכונים של שוק ההון והבנקים יאבדו חלק מהכנסותיהם הבטוחות. כפועל יוצא תיאלץ המערכת הבנקאית "לנהל סיכונים" באופן יעיל מבחינתה. משמעות הדבר היא ברירה רבה וזהירה יותר במתן הלוואות וניהול משא ומתן מול כל לקוח בנפרד. מגמה זו תביא לפערים בהתנהלות הבנק מול הלקוחות הפעילים והסבילים. ככל שהבנק יפסיד מול לקוחות פעילים, שינהלו את כספיהם בתבונה, הוא ימצא דרכים חדשות ומקוריות להרוויח מול הלקוחות הסבילים. שבירת האחידות ביחסים בין הבנק והלקוח אמורה לפעול לטובתו של הלקוח משום שהוא יוכל לנהל משא ומתן על חווי ההלוואות, על אחוזי הריבית במשכנתאות וכו', אולם שבירה זו עלולה לפעול לרעת הלקוחות שלא ידעו, או לא יוכלו, לנהל משא ומתן עם פקיד הבנק וישלמו ריבית גבוהה יותר מזו שהיו משלמים בתקופת האחידות (הדבר דומה למנגנון הכלכלי שפעל בשוק הכבלים. כאשר נכנס ערוץ הספורט בתשלום, נטען שהתשלום יאפשר לחברת הכבלים לספק שירותי צפייה טובים יותר למי שמעוניין בכך, אך זה לא יפגע בצופים של ערוץ הספורט המסורתי. בפועל, הצופים שדבקו בערוץ המסורתי נפגעו ונאלצו, בסופו של דבר, לשלם לערוץ בתשלום עבור אותה סחורה). במילים אחרות, שבירת המונופול של הבנקים מצמצמת את מידת הביטחון שהמדינה והחברה הישראלית מספקת לאזרח החלש.

### מונופוליות, שוויון ובטחון

המונופול לכאורה של הבנקים ומתח הרווחים הגבוה שלהם אפשרו להם לתפקד כמעין חברת ביטוח: המפקיד מותר על רווחיות גבוהה אך הוא זוכה ביציבות ובטחון של החיסכון. בטחון זה חשוב בעיקר בחסכונות לטווח ארוך כמו קופות גמל וחסכונות פנסיוניים. עמדה מונופוליסטית זו היא תולדה של מדיניות הממשלה ובנק-ישראל בראשית ימיה של המדינה. הריכוז והמונופול היו ערובה ליציבות ואפשרו ניהול חברתי וכלכלי במידה גדולה של שוויון ובטחון. אומנם, עמדה זו אפשרה לבנקים להגיע לרווחי עתק, אולם רווחיות עודפת זו היא תנאי הכרחי ליצירת אקלים חברתי-כלכלי המצמצם את חוסר-הודאות של הפרט ואת האגרסיביות של התחרות. ברגע שיחשפו הבנקים לתחרות, הם יאלצו להתמודד על לקוחות "טובים" ולהפטר מלקוחות "רעים".

פקידי הבנק; שפתו והתנהגותו מקלים עליו את המגעים עם הפקידים; הוא מודע לזכויותיו כלקוח, יודע לעמוד על שלו, ואינו חושש לדרוש פגישה עם מנהל הסניף; יש לו תקציב פנוי לשכור את שירותיו של יועץ השקעות המלווה את פעולותיו הכלכליות, וסכום ההשקעה שלו מצדיק שכירתו של יעוץ כזה. עבור לקוח פעיל מסוג זה, הרפורמה פותחת מרחב חדש וגמיש של פעילות אותה הוא יוכל לנצל כדי להגדיל את רווחיו העתידיים. במילים אחרות, הרפורמה בשוק ההון והגמישות שתביא יאפשרו לאזרחים הפעילים מבחינה פיננסית לשפר באופן משמעותי את רווחיהם או לצמצם במידה ניכרת את העלויות של ניהול חסכונותיהם.

לעומת זאת, לקוח סביל מבחינה פיננסית מתקשה לנהל משא ומתן עם פקיד הבנק; הוא אינו ערני מבחינה כלכלית; אין לו נגישות למידע הדרוש והוא מתקשה לפענח אותו כאשר מידע כזה מגיע אליו; אין לו זמן חופשי לבקר בבנק לעתים תכופות ולעקוב אחר השינויים המתחוללים במשק; שפתו והתנהגותו הופכים אותו לזר בתוך הבנק; הוא אינו מכיר את השפה והז'רגון הכלכליים והוא מתקשה לתקשר עם הפקידים; היראה בפני סמכותו של מנהל הסניף מונעת ממנו לדרוש פגישה איתו; ללקוח הסביל אין לרוב היסטוריה אשראי מוצלחת. לקוח מסוג זה יתקשה לנצל את האפשרויות שפותחת הרפורמה בשוק ההון. גם מי שמזהה בעצמו רק חלק מהמאפיינים האלה עלול להפגע.

יש להדגיש, שהלקוחות הפעילים והסבילים אינם מפוזרים על-פני האוכלוסייה באופן מקרי ואחיד. קיימת סבירות רבה שככל שנעלה בעשירונים נמצא רוב של לקוחות פעילים, בעוד שבשכבות החלשות חברתית-כלכלית מצויים יותר לקוחות סבילים. במילים אחרות, הפעילות או הסבילות הפיננסית הן תוצאה של הסביבה החברתית והכלכלית של האדם. משום כך, יש ברפורמה פוטנציאל להגברת אי-השוויון הכלכלי-חברתי הקיים. מרחב הפעולה החופשי שנפתח הוא מגרש משחקים נוסף בו הפער הכלכלי יכול לשכפל ולהגביר את עצמו.

קברניטי הרפורמה יטענו שהיא לא תפגע באזרחים סבילים פיננסית. במקרה הגרוע, היא לא תשנה את מצבם. אפיקי השקעה בטוחים בתשואה נמוכה לא ייעלמו. הלקוחות הסבילים תמיד יוכלו לבחור באפיקי השקעה "סבילים". בעוד שחוסכים פעילים יוכלו לשפר את מצבם. ולא רק זאת, אלא שמכיוון שהרפורמה "תגדיל את העוגה", בסופו של דבר, גם "סבילים" ישפרו את מצבם במסגרת אפיקי ההשקעה הבטוחים יותר. טענה זו היא שגויה.

פעולות כדי להגדיל את הרווחים והכוח מול היריבים. קיימים תמריצים הולכים וגדלים לחרוג מחוקי המשחק של "השוק החופשי". ככל שתמריצים אלה גדולים יותר, כך עולה החשיבות של הגופים הרגולטוריים, המרסנים את השוק באמצעות חוקים ותקנות. תפקידם של גופים אלה לשמור על חוקי המשחק. בעידן הליברליזציה, המדינה מתערבת במשק באמצעות רגולציה. רגולציה היא נושא חשוב ומורכב בפני עצמו ולא ארחיב כאן בעניין.

אולם רגולציה אינה מספיקה משום שהיא לעולם מוגבלת ביכולת החדירה לנקודות המגע בין הלקוח והפקיד בבנק. לכן, במקביל לרגולציה, על המדינה לנקוט בפעולות של הסברה ו"חינוך מחדש" לעידן הליברליזציה. על-פי הדעה המקובלת, מדינות "ריכוזיות", "סוציאליסטיות" או "קומוניסטיות", נדרשו לנקוט בשיטות של הסברה וחינוך בניגוד לכאורה למדינות מערביות קפיטליסטיות בהן אין צורך ב"עיצוב האדם" משום שמדובר בשוק חופשי – כל אחד פועל כרצונו. בפועל, הפעילות בתוך "משק חופשי" דורשת גם היא עיצוב של האדם כך שאופן פעילותו יתאים לתנאים באקלים זה. לשאלת עיצוב האדם יש משנה חשיבות במעבר של חברות ממצב בו המדינה לוקחת על עצמה אחריות לחיי האזרח ("התערבות"), למצב בו המדינה נסוגה מאחריות זו. העברת האחריות לחיים מן המדינה אל האזרח, אל המשפחה, דורשת חינוך והבנייה של האדם והאזרח. את התפקיד הזה צריכים למלא גופים מדינתיים, משום שלאף גוף פרטי אין תמריץ לעשות אותן, להפך: המצב בו אזרחים ממשכיכים לפעול כאילו המדינה או "הממסד" דואגים להם משרת גופים פרטיים. את האמון שנותנים אזרחים-עובדים ב"ממסד" יכולים לנצל גופים פרטיים לניצולם של העובדים למשל.

במקרה הישראלי, קשה להאמין שהגופים המדינתיים יירתמו לפעולת הסברה מסוג זה באופן יסודי (למשל, בבתי הספר). בחברה הישראלית קיים ניגוד יסודי בין הניאו-ליברליות המעבירה את האחריות לחיים אל האזרח, ובין האתוס הלאומי-ציוני המדבר על אחריות הדדית וסולידריות. המדינה נדרשת לייצר סולידריות לאומית מול האויב הערבי, ולכן אינה יכולה להרשות לעצמה לנסח במפורש מניפסט קפיטליסטי ניאו-ליברלי מובהק הקורא לכל האזרחים לקחת אחריות על עצמם ולדאוג לרווחתם ולרווחת משפחתם בלבד. דיון זה כבר חרג מנושא הרפורמה בבנקים. ואולי לא.

השוק כולו ייצר פערים גדולים יותר בין הלקוחות בהתאם למאפיינים שונים שלהם. בכך, מעריכי אי-השוויון ישוכפלו.

במילים אחרות, הבנקים הגדולים, לאורך כל שנות קיומה של המדינה, תפקדו למעשה באופן בלתי-פורמלי כחברות ביטוח חובה: המפקידים ויתרו על רווחים פיננסיים (ויתור ללא בחירה אישית, כמובן) וזכו ביציבות ובטחון. המונופול היה המחיר שהמדינה, כקולקטיב, בחרה לשלם תמורת בטחון חברתי ותכנון כלכלי. הסכם דומה ניתן לזהות בתחום השוויון: העמדה המונופוליסטית של הבנקים אפשרה להם לכפות סטנדרטים זהים של שירות ושל מוצרים על כל הלקוחות, מבלי להבחין בין לקוח ללקוח. לכאורה, מצב זה פועל לרעת הלקוחות, משום שהם מאבדים את כוח המיקוח שלהם. בפועל, זו פעולה לטובתם של הלקוחות ה"חלשים" ולרעתם של הלקוחות "החזקים". במצב שיווצר לאחר הרפורמה, מצבם של חלק מן הלקוחות יורע גם אם הממוצע ישפר את מצבו.

בבסיס הדברים, אם כן, הרפורמה היא מהלך נוסף בכיוון של העברת האחריות לחיינו של היחיד מן "המוסד" אל האדם הפרטי ואל המשפחה. זאת מתוך הנחה שלכל אדם יש את הכישורים, היכולות והעמדה האסרטיבית לעמוד באחריות זו; מתוך הנחה שלכל האזרחים יש כישורים ואמצעים שווים לקחת על עצמם את האחריות ולממש אותה; מתוך הנחה שהאזרח צריך להיות אחראי לא רק לחייו, אלא גם לצבירת הכישורים והאמצעים הדרושים כדי להיות אחראי לחייו.

### הסברה ורגולציה

מן הסיבות שתארתי למעלה, ליברליזציה, ולא רק בתחום הבנקאות, מביאה לגידול באי-שוויון על שום ההבדלים הקיימים ביכולתם של האזרחים לדאוג לעצמם. אולם מידת אי-השוויון ניתנת לשליטה. בידי המדינה קיימים אמצעים לצמצום השפעת הליברליזציה על מידת השוויון. אמצעים אלה אינם עומדים בהכרח בניגוד לשיפור הצמיחה ויעילות בהקצאת משאבים, אפילו לשיטת המצדדים ברפורמה וליברליזציה. אני רוצה להצביע על שני אמצעים מרכזיים: רגולציה והסברה. הליברליזציה של שוק ההון (וליברליזציה בכלל) מעודדת גופים כלכליים לפעול ביתר אגרסיביות. לחץ הקיום והתחרות מעודד את ההנהלות לנקוט באמצעים חריפים כדי להתקיים מול מתחרים, והשוק החופשי מציע הרבה יותר אפיקים של

לחץ הקיום והתחרות מעודד את ההנהלות לנקוט באמצעים חריפים כדי להתקיים מול מתחרים, והשוק החופשי מציע הרבה יותר אפיקים של פעולות כדי להגדיל את הרווחים והכוח מול היריבים

העברת האחריות לחיים מן המדינה אל האזרח, אל המשפחה, דורשת חינוך והבנייה של האדם והאזרח

אריה קרמפף הוא תלמיד מחקר במכון כהן להיסטוריה ופילוסופיה של המדעים והרעיונות, אוניברסיטת תל-אביב

www.krampf.info