סדרת מחקרי מדיניות

מחקר מדיניות 16

סדרת מחקרי מדיניות

מחקר מדיניות 16

השפעת הבעלות הממשלתית על ביצועיהן של קבוצות הבנקים הגדולות בישראל

עמנואל ברנע

חטיבת המחקר, בנק ישראל

התוכנית לכלכלה וחברה

במכון ון ליר בירושלים

מכון ון ליר בירושלים

THE VAN LEER JERUSALEM INSTITUTE

معهد فان لير في القدس

Policy Studies

No. 16

The Impact of Government Ownership on Risks, Efficiency and Performance in Israeli Banking Industry

Emanuel Barnea

עורכת לשון: לילך צ׳לנוב
מפיקה: יונה רצון

הדעות המובאות בסדרת מחקרי המדיניות משקפות את דעתם של הכותבים
ולאו דווקא את עמדתה של התוכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים

© תשע״ה – 2014, מכון ון ליר בירושלים
סדר וגרפיקה: נדב שטכמן פולישוק
נדפס בדפוס ״גרפית״, ירושלים

התוכנית לכלכלה וחברה

התוכנית לכלכלה וחברה במכון ון ליר בירושלים הוקמה לנוכח המשימה שהמכון קיבל על עצמו לזהות את הפערים המתרחבים בחברה בישראל, לנתח אותם ולהציע דרכי פעולה מעשיות לצמצומם. מטרת התוכנית ליצור כלים שיאפשרו לציבור להשתתף בשיח הכלכלי־חברתי ולהשפיע על המדיניות הכלכלית־חברתית בישראל, מתוך התמקדות בשאלות מרכזיות העומדות על סדר היום, בין השאר בתחומי חלוקת ההכנסות, שוק העבודה והכלכלה הציבורית.

משתתפי התוכנית הם כלכלנים מוכרים באקדמיה ובמשק הישראלי וחוקרים ממדעי החברה, ובמסגרתה נכתבים ניירות עמדה ונעשים מחקרים שנעזרים בשיטות כלכליות מקובלות. התוכנית מציגה חלופות מקצועיות למדיניות הכלכלית הנהוגה, בשאיפה לקדם צמיחה בת קיימא המתבססת על טובת כל האזרחים ועל הקטנת האי־שוויון בחברה.

התוכנית מבטאת קול ייחודי בשיח הציבורי בישראל, והיא שואפת לתרום לשינוי התפיסה הרווחת בשאלות כלכלה וחברה בשתי דרכים מרכזיות: הראשונה, פיתוח ראייה ביקורתית המבוססת על הבנה יסודית של תיאוריות ושל מונחים כלכליים המשמשים בשיח הציבורי. השנייה, הענקת כלים להתמודדות עם טיעוניהם של מייצגי התפיסות הכלכליות השמרניות – כלים שאינם מפותחים דיים כיום – מתוך הישענות על נתונים המעובדים בשיטות מקובלות כדי להציגם לפני הציבור, אמצעי התקשורת וקובעי המדיניות. הדבר יאפשר התערבות בזמן אמת בדיון בסוגיות המעסיקות את הציבור והשפעה על תהליך קביעת המדיניות הכלכלית־חברתית.

פרסומי התוכנית

- מחקרי מדיניות
- ניירות עמדה
- מחלוקות בכלכלה
- נקודה למחשבה

פעילות לציבור

- ערבי דיון וימי עיון
- סדנאות ודיוני שולחן עגול בהשתתפות קובעי מדיניות
- כינוסים שנתיים

פרסומי התוכנית לכלכלה וחברה ומידע על פעילותה נמצאים באתר האינטרנט של מכון ון ליר בירושלים, www.vanleer.org.il/economics

תוכן העניינים

תקציר 9

א. הקדמה 11

ב. הבעלות והשליטה בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל, והשינויים בהן 13

ג. בעלות ממשלתית על הבנקים: סקירת ספרות 15

ד. ממשל הפירמה: המסגרת העיונית וסקירת ספרות 18

1. ניהול, לקיחת סיכונים ובעלות על הפירמה 19
2. הפרדה בין מחזיק המניות לבין השליטה במועצת המנהלים ואיושה 19
3. משמעת השוק אצל המנהלים ולחצים משוק העבודה 21
4. פעילות אקטיבית של בעלי המניות 22
5. בעלי מניות, ניהול סיכונים ומנהלים: יתרונות הגודל 23
6. סיכום המסגרת העיונית 23

ה. הנתונים, הניתוח האמפירי והתוצאות 25

1. מהות הנתונים והמתודולוגיה הסטטיסטית 25
2. ממצאים: תיאור הנתונים בתרשימים ותוצאות הרגרסיות 29

א. השפעת הבעלות הממשלתית על הרווחיות 32

ב. השפעת הבעלות הממשלתית על המינוף ועל הרווח מפעולות מימון 39

ג. השפעת הבעלות הממשלתית על החשיפה לסיכונים 44

ד. השפעת הבעלות הממשלתית על ההכנסות התפעוליות 48

ה. השפעת הבעלות הממשלתית על היעילות התפעולית 53

ו. השפעת הבעלות הממשלתית על יחס הכיסוי 58

ז. השפעת הבעלות הממשלתית על פריון העבודה 62

ח. השפעת הבעלות הממשלתית על הלימות ההון 64

ט. השפעת הבעלות הממשלתית על הפעילות הנובעת ממניעים חברתיים 66

ו. סיכום 68

רשימת המקורות 70

נספח א: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בחמש קבוצות הבנקים 73

נספח ב: תוצאות הרגרסיות 76

תקציר

במחקר זה נבחנות השפעותיה של הבעלות הממשלתית על ביצועיהן של קבוצות הבנקים הגדולות בישראל בהשוואה להשפעותיה של בעלות פרטית. המחקר מתמקד בהשפעות בעלות זו על רווחיות קבוצות הבנקים, על היעילות התפעולית שלהן,[1] על חשיפתן לסיכונים ועל הלימות ההון בהן.

על פי התיאוריות הקיימות, אפשר לצפות לרווחיות נמוכה יותר בקבוצות הבנקים שבבעלות ממשלתית, שכן הן אינן שואפות בהכרח להשיא את רווחיהן, וייתכן אף שהן פועלות ממניעים חברתיים, ובמסגרת זו הן ממקסמות את תפוקתן דווקא. כמו כן, בקבוצות הבנקים שבבעלות ממשלתית אפשר לצפות ליעילות תפעולית נמוכה יותר (על כל המשתמע מכך באשר לתגמולי המנהלים והעובדים), וכן לחשיפה גבוהה יותר לסיכונים, בין השאר משום שצפוי שהממשלה תתמוך בבנקים שבבעלותה בעת התממשותם של סיכונים למיניהם.

על פי תוצאות מחקר זה השפעות הבעלות הממשלתית על הביצועים נחלקות לשתי קבוצות: השפעות ישירות והשפעות עקיפות – כלומר השפעות על הגמישויות שנאמדו במשוואות הביצועים למיניהם. באשר להשפעות הישירות, במרבית המבחנים נמצאה רווחיות נמוכה יותר בקבוצת הבנקים שבבעלות ממשלתית. יוצאים מכלל זה הם מגזר משקי הבית ומגזר הלקוחות הפרטיים – בשני המגזרים האלה נמצאה רווחיות גבוהה יותר בקבוצות בנקים שבבעלות ממשלתית. במסגרת ההשפעות העקיפות נמצא כי גודל (היקף הנכסים) מצמצם את הרווחיות ואת הרווח המימוני בכל הבנקים, ושהשפעה זו גבוהה יותר בקבוצות בנקים שבבעלות ממשלתית; נמצא שיעילות תפעולית במגזר משקי הבית גורמת להקטנת הרווחיות והרווח המימוני, אך הקטנה זו פחותה בבנקים בבעלות ממשלתית.

---

* הדעות המובעות במחקר זה אינן משקפות את עמדתם של בנק ישראל ושל הפיקוח על הבנקים בסוגיות הנדונות. כל הנתונים המשמשים בו נלקחו מהדוחות הכספיים של הבנקים לציבור.

1 במחקר זה לא נבחנה במלואה השפעת הבעלות הממשלתית על היעילות בבחירת הרכב התיווך הפיננסי, כגון מידת החשיפה לסיכונים של הבנק לעומת רווחיות ההון שלו. לעומת זאת, היעילות הכרוכה בתפעול הבנק המסחרי, שנמדדה בעזרת בדיקת היחס בין ההוצאות התפעוליות לבין סך הנכסים, נבחנה ביסודיות.

סיכון מעלה את הרווחיות, אך בבנקים האלה – במידה פחותה. כן נמצא כי הבעלות הממשלתית מעצימה את ההשפעה החיובית של המינוף על היעילות התפעולית בבנקים.

בפעילות במגזר משקי הבית נמצאה עדות להשפעה של מניעים חברתיים (כגון תמיכה במשקי בית מול כוח השוק של הבנקים) על פעילות הבנקים בבעלות ממשלתית. כן נמצאה עדות לכך שהיעילות התפעולית ויחס הכיסוי בפעילות במגזר משקי הבית נמוכים יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. מהממצאים מתקבלות עדויות להשפעות מנוגדות במגוון מגזרי הפעילות של הבנקים, אך בדרך כלל ההשפעה של הבעלות הממשלתית על אומדנים אלה עקבית. למשל, בפעילות במגזר משקי הבית נמצא שהשפעת הגודל על היעילות היא חיובית, ממצא המתיישב עם ההערכה שבפעילות במגזר זה גלומים יתרונות לגודל. בפעילות במגזר הבנקאות המסחרית (שבה יתרונות הגודל בולטים פחות) השפעת הגודל על היעילות אינה מובהקת, אך בשני המדגמים הבעלות הממשלתית מצמצמת את עוצמת ההשפעות האלה.

גם בניהול מדיניות הסיכונים ניכרת השפעתה של הבעלות הממשלתית. נמצא כי הבעלות הממשלתית העלתה את החשיפה לסיכונים במרבית מגזרי הפעילות. יוצאת מן הכלל היא החשיפה לסיכונים בפעילות במגזר הלווים הגדולים – בפעילות זו הבעלות הממשלתית צמצמה דווקא את החשיפה לסיכונים. עוד נמצא שהבעלות הממשלתית פעלה לצמצום המינוף ויחס ההון.

לסיכום, ההשפעה השלילית של הבעלות הממשלתית על הרווחיות מתיישבת עם הטענה שהבנקים בבעלות ממשלתית אינם פועלים למקסום רווחיהם. תמיכה לטענה זו מתקבלת גם מהממצא שההשפעה החיובית של הסיכון על הרווחיות נמוכה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. ייתכן גם שההשפעה השלילית הרבה יותר של הגודל על הרווחיות בבנקים בבעלות ממשלתית מעידה שבנקים בבעלות ממשלתית מדגישים פחות את הרווחיות ויותר את היקף התיווך הפיננסי. בכל הרגרסיות נמצא שההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על החשיפה לסיכונים היא השפעה חיובית. נוסיף גם כי התוצאות שהתקבלו מחזקות את האפשרות שבנקים בבעלות ממשלתית מנצלים פחות את כוח השוק שלהם כלפי משקי הבית.

א. הקדמה

בשנים 1983–2012 עברו רוב קבוצות הבנקים הגדולות בישראל מבעלות ממשלתית לבעלות פרטית. בעקבות משבר ויסות מניות הבנקים ב־1983 נהפכה הממשלה לבעלת המניות של קבוצות אלה מתוך כוונה שבתוך מספר מוגבל של שנים תמכור הממשלה את הבעלות על הבנקים לגרעיני שליטה או לציבור בשוק המניות. לכן, בין 1983 ל־2012 פעלו בישראל קבוצות בנקים בבעלות ממשלתית לצד קבוצות בנקים בבעלות פרטית.

בעקבות משבר ויסות מניות הבנקים, שהגיע לשיאו באוקטובר 1983, הגיעה הממשלה להסדר עם מרבית הבנקים הגדולים בישראל, ובמסגרתו רכשה הממשלה מהציבור את מניות הבנקים שנכנסו להסדר. לפי הסדר זה, בתמורה למניות הבנקים הנפיקה הממשלה לציבור איגרות חוב ממשלתיות לתקופה קצובה, בעלות תשואה הצמודה לשער החליפין. מרבית איגרות החוב האלה לא היו סחירות קודם לכן. הערכת הממשלה הייתה שבתוך תקופה סבירה (שש עד עשר שנים) היא תמכור את מניות הבנקים שברשותה לבעלים פרטיים (גרעין שליטה) ולציבור, ותקבולי המכירה יאפשרו לה לעמוד בהתחייבויותיה בגין איגרות החוב שהונפקו בהסדר המניות. למעשה, תהליך המכירה נמשך שנים רבות יותר, ובנק לאומי עדיין נמצא בבעלות הממשלה. הבנקים האחרים נמכרו במהלך השנים לבעלים פרטיים, והם גרעיני השליטה בבנקים. בשנות בעלותה על הבנקים הכריזה הממשלה שהיא אינה מתערבת בהחלטות העסקיות שלהם (לרבות סוגיית איוש המנהלים), ופותחה צורת שליטה באמצעות ועדות מומחים שמינו דירקטורים, כלומר דגם של "שליטה ללא התערבות".

דפוס זה של מעבר לבעלות ממשלתית במסגרת הפתרון למשבר בבנקאות הישראלית ב־1983 חזר על עצמו במשבר הפיננסי הגלובלי של 2008. בנקים אירופיים רבים עברו לבעלות ממשלתית חלקית או מלאה בעקבות התערבות הממשלות בבנקים שפשטו רגל, בהם קבוצות בנקים גדולות כגון Royal Bank of Scotland ו־Lloyds TSB במלכה המאוחדת; Allied Irish Bank באירלנד; Dexia בבלגיה; ובנק ABN Amro בהולנד.

נוצר אפוא "ניסוי טבעי" היכול להאיר סוגיות מעניינות הקשורות בממשל תאגידי ובהשפעתו על ביצועי פירמות (בנקים במקרה שלפנינו). במיוחד אפשר לערוך השוואת ביצועים בין בנקים שהשליטה בהם היא של בעלי מניות לבין בנקים שמנהליהם שולטים בהם – סוגיה שמחקרים רבים בארגון תעשייתי עוסקים בה בכל הנוגע לממשל תאגידי. אפשר לשאול, למשל, אם כאשר הבעלות האפקטיבית הייתה של מנהלים במסגרת "שליטה ללא התערבות", מדיניות הבנקים הושפעה

יותר משיקולים קצרי טווח ופחות משיקולי ארוכי טווח. אפשר גם לבחון באיזו מידה הושפעו מדיניות הסיכונים ומדיניות תמחור התיווך הבנקאי מהבעלות הממשלתית. כמו כן, אפשר לבחון את השינויים ביעילות התפעולית בפעילות הבנקים בישראל (ובהם השינויים במדיניות השכר). למשל, האם הימצאותם של בעלי מניות פרטיים מרסנת את מדיניות התגמולים בבנקים? האם (כפי שנטען אצל Demirgüç-Kunt and Detragiache 2002) בנקים בבעלות ממשלתית נהנים מסובסידיה ממשלתית ולכן חושפים את עצמם לסיכונים גבוהים יותר? סובסידיה זו פוגעת בתחרותיות בענף ומפריעה לתפקוד החשוב של משמעת השוק בבנקאות. אמנם מערכת הבנקאות כולה נהנית ממידה כלשהי של הגנה ממשלתית (באמצעות הפיקוח על הבנקים), אך אפשר להעריך שבנקים בבעלות ממשלתית ייהנו מהגנה מקיפה יותר מאחרים. עדות תואמת להערכה זו מובאת אצל מארה פאצ'ו ועמיתיה (Faccio *et al*. 2006), והיא מתבססת בין השאר על הסבירות שהממשלה תתערב ותגן בראש ובראשונה על הפירמות שבבעלותה שנפילתן תגרום לה הפסדים (הוצאות) ישירים, ובכללן הבנקים.

בפרק ב מובא תיאור של השינויים בבעלות חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל; סקירת הספרות הקשורה בבעלות ממשלתית מובאת בפרק ג; סקירת הספרות והמסגרת העיונית הקשורות במבנה השליטה בפירמה בכלל ובבנקאות בפרט מפורטות בפרק ד; מהות הנתונים, הניתוח האמפירי ותוצאותיו מובאים בפרק ה; סיכום קצר של הממצאים מובא בפרק ו. בנספחים שבסוף המסמך מובאים לוחות ותרשימים ובהם גם התוצאות המפורטות של הרגרסיות.

ב. הבעלות והשליטה בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל, והשינויים בהן

חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל הן בנק לאומי, בנק הפועלים, בנק דיסקונט, בנק מזרחי־טפחות והבנק הבינלאומי. בלוח 1 שלהלן מפורטים השינויים בבעלות ובשליטה בחמש קבוצות הבנקים הגדולות מאז 1995 בהקשר של הבעלות הממשלתית.

לוח 1: שינויים בבעלות ובשליטה בחמש קבוצות הבנקים הגדולות בהקשר של הבעלות הממשלתית, 1995–2014

הקבוצה הבנקאית	שנת שינוי הבעלות	פירוט
לאומי	-	בעלות ממשלתית – 6.03% ממניות הבנק; שלמה אליהו מחזיק ב-2.78% והשאר בבעלות הציבור.
הפועלים	1996	גרעין השליטה בבנק נמכר לקבוצת אריסון־דנקנר.
	2000	המדינה מכרה את יתרת ההחזקות שלה בבנק.
דיסקונט	2006–2005	קבוצת ברונפמן־שארן קנתה 26% מהמניות.
	2010	עד 2010 החזיקה המדינה ב-25% מהמניות; ב־2010 החל והסתיים תהליך הפרטתן.
מזרחי־טפחות	1995	החלה הפרטת הבנק לקבוצת עופר־ורטהיימר. הקבוצה רכשה את גרעין השליטה בבנק – 26% מהמניות.
	1997	קבוצת עופר־ורטהיימר הגדילה את אחזקותיה ל־51%.
	1998	המדינה מכרה את יתרת החזקותיה לעובדי הבנק.
הבינלאומי	1978	בבעלות פרטית.

מקור: אתרי האינטרנט של הבנקים.

מפירוט זה של השינויים בבעלות בקבוצות הבנקים עולה שכדי לבחון את השפעת הבעלות הממשלתית אפשר לערוך שתי השוואות בלבד: בקבוצות הבנקים הגדולות אפשר להשוות את קבוצת לאומי (שבבעלות ממשלתית), לקבוצת הפועלים (שבתקופת המדגם, 1995–2014, הייתה בבעלות פרטית); ובקבוצות הבנקים הבינוניות אפשר להשוות את קבוצת דיסקונט (שעד 2005 הייתה בבעלות ממשלתית), לקבוצות בנקים בינוניות אחרות שבבעלות פרטית, וגם לקבוצת דיסקונט עצמה אחרי שעברה לבעלות פרטית (בשנת 2006).

אצל ג'ורג' קלארק ועמיתיו (Clarke *et al*. 2005) מצוינים התנאים הנחוצים כדי להפיק את המרב מהפרטת הבנקים, ובהם התנאים האלה: הממשלה צריכה להסיר לגמרי את שליטתה בבנק; הבעלות על הבנק צריכה לעבור למשקיע המונע משיקולים כלכליים ועסקיים בלבד; יש לאפשר בעלות זרה על הבנק; ועל הממשלה להימנע מהגבלת התחרותיות. אפשר לקבוע שתנאים אלו אכן נתקיימו בישראל במידה רבה בעת תהליך מכירת הבנקים, אולי למעט הדרישה שגרעין השליטה ישרת את הממשלה במדיניות הפיקוח וההסדרה של המערכת הבנקאית (הדרישה לגרעין שליטה).

ג. בעלות ממשלתית על הבנקים: סקירת ספרות

הספרות הרלוונטית לנושא מחקר זה שייכת לגישה המניחה סטיות מההנחות בתיאוריה של מודיליאני ומילר בדבר יעילות השווקים וקיומו של מידע מלא (Modigliani and Miller 1958). סטיות אלה מאפשרות למבנה השליטה והניהול בפירמה, הכולל את בעלי המניות, את המנהלים ואת הדירקטוריון, להשפיע על תפקודה של הפירמה. במסגרת זו אפשר אפוא לבחון כמה מבני שליטה, ובהם בעלות ממשלתית, ולהשוות ביניהם. לדוגמה, חדווה בר (1996) בחנה במסגרת זו את סוגיית הצורך בגרעיני שליטה בפירמות בישראל כדי לבנות מערכת יעילה של איזונים ובקרות בפעילות הפירמות, מערכת הנשענת על קשרי הגומלין בין בעלי המניות, הדירקטוריון, מנהלי הפירמה והמפקחים החיצוניים (אם ישנם). מממצאיה אפשר להסיק שבפעילות הקבוצות הבנקאיות בבעלות ממשלתית (בלי גרעין שליטה) יש בקרות ואיזונים טובים או יעילים פחות מבקבוצות בנקאיות בעלות גרעין שליטה.

בספרות נזכרות שתי גישות לבעלות ממשלתית על הבנקים:

1. גישת כשלי השוק: לפי גישה זו, בנקים בבעלות ממשלתית קיימים כדי לאפשר לפרטים החלשים יותר במשק להשתמש בתיווך פיננסי, שכן בלי ההתערבות הממשלתית לא היה התיווך נגיש להם. יוצא אפוא שהממשלה מתערבת בפעילות הבנקים במצבים של כשלי שוק, למשל כאשר יש מחסור בהיצע האשראי הכולל (credit crunch), או כאשר יש מחסור חמור בהיצע האשראי ללווים קטנים.
2. גישת הכלכלה הפוליטית: גישה זו מניחה שהבעלות הממשלתית על הבנקים נועדה לקדם קבוצות במשק ממניעים חברתיים, ושהיא עושה זאת באמצעות תיווך פיננסי אטרקטיבי יותר – כמובן, על חשבון היעילות בהקצאת המקורות במשק.

גישות אלה תתבטאנה בהערכה דיפרנציאלית של הבנקים את לקוחותיהם, בין השאר על פי היותם משקי בית או פירמות, לווים קטנים או לקוחות פרטיים בעלי תיק השקעה, חברות גדולות או חברות מסחריות בינוניות, וכיוצא באלה.

אשר לגישת הכלכלה הפוליטית הפועלת ממניעים חברתיים, ראוי לציין כי הבעלות הממשלתית על קבוצות הבנקים בישראל לא התהוותה בעקבות החלטתה של הממשלה, אלא הייתה פתרון למשבר הבנקים ב־1983. אמנם לימים החליטה הממשלה איזו קבוצה בנקאית להעמיד למכירה בכל נקודת זמן, אך ספק אם ההחלטה על סדר המכירה נבעה משיקולים חברתיים. יתרה מזו, כאמור, קבוצת בנק

לאומי עדיין נמצאת בבעלות ממשלתית וכבר עברה ניסיון הפרטה שלא הצליח. מכאן שבמחקר זה יהיה קשה לערוך בחינה אמפירית של המניעים החברתיים לבעלות הממשלתית בישראל.

במחקרים בתחום הבעלות הממשלתית על הבנקים נבחנה ההשפעה המקרו־כלכלית של מערכת הבנקאות, בכלל זה בעלות ממשלתית, במידות משתנות, וגם ההשפעה המיקרו־כלכלית של הבעלות הממשלתית על ביצועיו של כל בנק ובנק. עם המחקרים שבחנו את ההשפעה המקרו־כלכלית של הבעלות הממשלתית אפשר למנות את רפאל לה־פורטה ועמיתיו ואת ג׳יימס בארת׳ ועמיתיו (Barth *et al*. 2001; La Porta *et al*. 2002). מחקרים אלו מצאו כי בעלות ממשלתית פועלת לצמצום הביצועים המקרו־כלכליים של המשק, ובמיוחד מאֵטה את הצמיחה הכלכלית. ת׳ורסטן בק ורוס לוין (Beck and Levine 2002) לא הצליחו להצביע על השפעה חיובית כלשהי של הבעלות הממשלתית על ביצועי המשק המקרו־כלכליים. לעומת זאת, סווטלנה אנדריאנובה ועמיתיה (Andrianova *et al*. 2010) מראים שכלכלות שיש בהן בעלות ממשלתית נרחבת צמחו מהר יותר מהאחרות.

המחקר שלפנינו עוסק בסוגיות המיקרו־כלכליות. על פי הספרות, סוגיות אלו נחלקות לשני תחומים:

1. השוואת ביצועי הבנקים בבעלות ממשלתית לביצועי בנקים אחרים (מבחינת היעילות, הרווחיות והסיכונים).
2. בחינה של הסיבות לקיומה של הבעלות הממשלתית.

מחקרים רבים מצאו כי ביצועי הבנקים בבעלות ממשלתית טובים פחות.[2] במחקרים שבחנו את הסיבות לקיומה של בעלות ממשלתית נמצאה עדות למניעים הקשורים בכשלי שוק וגם למניעים פוליטיים. כך, למשל, פאולה ספיאנזה (Sapienza 2004) מצאה שבנקים בבעלות ממשלתית באיטליה מעדיפים העדפה בולטת לווים מאזורים נחשלים (התערבות בכשלי שוק). היא מצאה גם שבבנקים בבעלות ממשלתית הריבית על ההלוואות נמוכה יותר, ובנקים אלה מעדיפים את הלווים הגדולים (קרוב לוודאי ממניעים חברתיים). סרדר דינץ׳ (Dinç 2005) מצא עדות לכך שבמדינות מחוץ לארצות הברית הגדילו בנקים בבעלות ממשלתית את ההלוואות שלהם (בכ־11% בממוצע) בשנות בחירות (כלומר, מניע פוליטי).

לבחינת הביצועים של הבנקים אנו מאמצים את ההבחנה שהבחינו ג׳וליאנו יאנוטה ועמיתיו (Iannotta *et al*. 2013) בין סיכון של הבנקים לפשיטת רגל

2 ראו למשל Barth *et al*. 2001; La Porta *et al*. 2002; Beck *et al*. 2004; Berger *et al*. 2004; 2005; Micco *et al*. 2007; Iannotta *et al*. 2007

(default risk) לבין חשיפתם לסיכונים (exposure to risk), שכן מטריית ההגנה הממשלתית מונעת לעתים את פשיטת הרגל של הבנק למרות חשיפתו הגדולה לסיכונים. אפשר אפוא לצפות שההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על פשיטת הרגל תהיה שלילית, כלומר שבבנקים בבעלות ממשלתית שיעור פשיטות הרגל יהיה נמוך יותר, כפי שאכן נמצא אצל קרייג בראון וסרדר דינץ׳ (Brown and Dinç 2011). גם יאנוטה ועמיתיו (Iannotta *et al*. 2013) מצאו עדות אמפירית שלפיה בבנקים בבעלות ממשלתית הסיכון לפשיטת רגל נמוך יותר, אך החשיפה לסיכונים גבוהה יותר, כצפוי. הם גם הראו שבעתות של בחירות עלתה החשיפה לסיכונים בבנקים בבעלות ממשלתית ועלתה גם ההגנה הממשלתית (מניע פוליטי).

השפעת הבעלות הממשלתית על חשיפת הבנקים לסיכונים מורכבת יותר. בדרך כלל, משיקולים של סיכון מוסרי (moral hazard), מטריית ההגנה הממשלתית גורמת לבנקים שבבעלות ממשלתית להיחשף יותר לסיכונים. אולם אם הממשלה מביאה בחשבון את ההשפעה הזאת על מדיניות הסיכונים של הבנקים ועל שיעור פשיטת הרגל, היא תפעל באמצעות נציגיה למתן את החשיפה מראש (ex ante) לסיכונים. יוצא אפוא שמידת ההשפעה של הבעלות הממשלתית על מדיניות הסיכונים של הבנקים היא בסופו של דבר סוגיה אמפירית, ובעבודה זו נבחן את הסוגיה הזאת בחינה אמפירית.

ד. ממשל הפירמה: המסגרת העיונית וסקירת ספרות

כדי למקד את ההשערות הנבחנות במחקר זה בדרך קוהרנטית ועל פי המסגרות התיאוריות המקובלות, מובאת להלן מסגרת עיונית ובה דיון במהות הפירמה, בתפקידים שממלאים הפרטים המרכיבים את הפירמה, וכן בקשרי הגומלין שבין הפרטים האלה לבין שוקי העבודה וההון – והכול מתוך הדגשת הספרות הרלוונטית לפירמה הבנקאית. כאמור, פעולתם של בנקים בבעלות ממשלתית מושפעת משיקולים אחרים מאלה המנחים בעלי מניות רגילים בפירמה ומנהליהם (בעלי מניות רגילים שואפים, כמובן, למקסם את רווחיהם). לכן, ההתמקדות במסגרת העיונית היא במתח שבין בעלי המניות למנהלי הפירמה ובשאלה כיצד מושפע המתח הזה מהבעלות הממשלתית.

זה שנים רבות מתלבטים הכלכלנים בסוגיית התמריצים, סוגיה העולה כאשר מקבלי ההחלטות העסקיות אינם בעלי המניות בחברה, כפי שקורה בבנקים שבבעלות ממשלתית בישראל. בתחילה פותחו תיאוריות התנהגותיות חדשות שהחליפו את המודלים הקלאסיים, שבהם מבנה השליטה בפירמה אינו משפיע על ביצועיה. על פי תיאוריות אלה, היזם או המנכ"ל הוא גם בעל השליטה דה־פקטו, והוא פועל לבדו למקסום רווחי הפירמה. התיאוריות החדשות שפותחו התמקדו ביצירת תמריצים למנהל שאינו בעל המניות לפעול מתוך התחשבות בשיקוליו של בעל המניות.[3] דוגמה לתמריצים מסוג זה היא תגמול המנהלים המותנה בביצועים לטווח ארוך יותר, למשל אופציות להמרה למניות בעתיד ובונוסים אחרים המותנים בביצועי הפירמה.

כמה שנים אחר כך פותחו תיאוריות שבהן הפירמה נחשבת לקבוצה של חוזים־הסכמים בין גורמי הייצור, וכל גורם ייצור פועל למקסום התועלת שלו.[4] כיוון שהחוזים התמקדו בהבטחת זכויות גורמי הייצור בפירמה, ספרות זו עסקה בזכויות הקניין (property rights; ראו למשל Alchian and Demsetz 1972; Jensen and Meckling 1976). למעשה, בתיאוריות האלה כל פרט בתוך הקבוצה התנהג לפי התועלת שלו, אך התחשב גם בצורך לשמור על קיומה של הקבוצה כולה כדי שיזכה בתועלת שלו. בתיאוריות האלה עדיין יש יזם (או מעסיק) שהוא גם בעל המניות וגם המנהל, והן לא סיפקו הסבר לקיומן של פירמות קונצרניות שמונהגות בידי מנהלים שאינם בעלי המניות.

3 ראו למשל Baumol 1959; Cyert and March 1963; Williamson 1964

4 כפי שיוסבר בהמשך, גם מנהל הוא גורם ייצור.

1. ניהול, לקיחת סיכונים ובעלות על הפירמה

יוג'ין פמה (Fama 1980) מגדיר ניהול ונושאי סיכון בפירמה כך: ניהול הוא גורם ייצור עבודה, שתפקידו לתאם את פעילות גורמי הייצור האחרים ולעקוב אחר מילוי החוזים־הסכמים. בהנחה שגורמי הייצור (הוצאות הייצור) גויסו בתחילת תקופת הייצור והתקבולים התקבלו בסופה של התקופה, נושאי הסיכון הם הפרטים המקבלים על עצמם את אי־הוודאות ואת הפער השלילי בין ההכנסות להוצאות העלול להיווצר בסוף תקופת הייצור במסגרת החוזים. נושאי הסיכון מבטיחים את חלקם בחוזים על ידי מקורות עצמיים שהם מביאים מראש (ex ante) ושבאמצעותם נרכשים ההון וטכנולוגיית הייצור. כך משתלבת נשיאת הסיכון עם הבעלות על הפירמה. תפקיד כפול זה – ההסתכנות והבעלות על הפירמה – יכול להיות מאורגן מחדש בכמה צורות ולהימכר בשוק בדרך של גיוס הון נרחב יותר באמצעות איגרות חוב לעומת גיוס באמצעות מניות.

שוקי ההון עומדים לשירותם של נושאי הסיכון, ועל פי התיאוריות של בניית תיק נכסים הם מאפשרים לנושאי הסיכון לפזר את הונם בין פירמות בעלות הוצאות עסקה נמוכות, לצד ההשקעה בפירמה עצמה. פיזור הסיכונים מאפשר להם להקטין את חשיפתם לסיכון פשיטת הרגל של הפירמה הזאת. הקצאה יעילה זו בבניית תיקי הנכסים ופיזור השקעות ההון על פני פירמות רבות גורמת לפער ניכר בין החזקותיהם של נושאי הסיכון במניות הפירמה לבין שליטתם (האופרטיבית) בה.

הצלחה או כישלון של הפירמה משפיעים על הכנסותיו של המנהל בתקופת כהונתו (השפעה ישירה או עקיפה, באמצעות שוק העבודה), ולכן יש לו תמריץ להשיג תועלות מהפירמה כבר בטווח הקצר. בעל המניות של הפירמה מעוניין יותר בערך הנוכחי של זרמי הדיווידנדים העתידיים (לאורך כל חיי הפירמה), ופחות בפיקוח על המנהלים בפירמה הנדונה, שכן הוא מחזיק מניות של חברות רבות ומגוונות. עם זאת, חשוב לו ששוק ההון יתמחר נכונה את הסיכון ואת הביצועים של הפירמה הנדונה (לרבות השיקולים ארוכי הטווח) כדי שייווצרו האיזונים והבקרות החשובים לפעילות הפירמה, וכן כדי שיוכל להיעזר בשוק ההון בעת הצורך.

2. הפרדה בין מחזיק המניות לבין השליטה במועצת המנהלים ואיושה

כדי להבין את מבנה הפירמה חשוב להפריד בין שני תפקידיו של היזם: תפקיד המנהל ותפקיד נושא הסיכון. בהיותו מנהל, היזם הוא צד בכל החוזים עם כלל גורמי הייצור, וכן יש לו הזכות לשאת ולתת מחדש עם כל אחד מהגורמים. בהיותו נושא הסיכון, הוא מחזיק בזכויות לשארית התביעות מגורמי הייצור, וכן יש לו הזכות למכור את הסטטוס החוזי של שארית הזכויות שלו בפירמה. על פי תיאוריה

זו, כל גורם ייצור (לרבות ההון) שייך למישהו המשכיר אותו לפירמה לצורכי הייצור. אם הממשלה היא הבעלים של הפירמה, את תפקיד נשיאת הסיכון חייבים למלא אחרים (המנהלים), ולכן אין הפרדה בין שני התפקידים. פיזור הסיכונים כדי להקטין את החשיפה לסיכונים ייפול על כתפיהם של המנהלים, וכיוון שיכולתם לפזר סיכונים מוגבלת, ייתכן שמנהלי הבנקים בבעלות ממשלתית ייטו להסתכן פחות (לצמצם את חשיפתם). היבט זה פועל גם בכיוון ההפוך לגישה הרווחת, שלפיה חשיפתם של מנהלי בנקים בבעלות ממשלתית לסיכונים תגבר בשל מטריית ההגנה הממשלתית.

מנקודת מבט של פירמה שהיא קבוצת חוזים, פמה (שם) מביא תזה שלפיה ההפרדה בין מחזיקי המניות לבין המנהלים היא תוצאה של ארגון תעשייתי בעל מבנה יעיל. שני התפקידים שהפירמה זקוקה להם הם הניהול ונשיאת הסיכונים, והם פועלים בנפרד זה מזה. המנהלים ונושאי הסיכון בפירמה עומדים בפני הזדמנויות בשווקים (שוקי העבודה וההון), והם יוצרים בשבילם תמריצים המשפיעים על החלטותיהם – לצד היבטים אחרים של משמעת השווקים, שאף הם משפיעים על הניהול (ראו גם Holmstrom and Tirole 1993). אם הממשלה היא הבעלים של הפירמה, והיא אינה מתערבת בהחלטות העסקיות שלה (לרבות באיוש המנהלים), היא אינה יכולה ליצור תמריצים למנהלים כדי שיביאו בחשבון גם שיקולים של הטווח הארוך, וכדי למנוע מהם להגדיל את צריכתם בהווה על חשבון התגמולים בעתיד. הממשלה גם עלולה לשבש את קשרי הגומלין החשובים בין שוקי העבודה וההון לבין החלטות המנהלים בפירמה.

שוק העבודה לוחץ על הפירמה לבחור מנהלים על פי ביצועיהם ולתגמל אותם על כך, וכאשר הפירמה אינה עושה כן היא מפסידה מנהלים טובים. אמנם בעלות ממשלתית אינה מחייבת ויתור על מינויים של מנהלים טובים, אך השאלה היא מה יהיו התמריצים למינויים כאלה, שכן הממשלה אינה שואפת בהכרח למקסם את הערך הנוכחי של זרם תקבולי הדיווידנדים העתידיים. לכל מנהל חשוב להעריך את המנהלים שמעליו ואת המנהלים שמתחתיו ולעקוב אחר ביצועיהם, כיוון שהתפוקה השולית שלו (שכרו) תלויה בתפוקות שלהם. למנהלים שמתחת למנכ"ל יש אינטרס שהמנכ"ל יעביר מסרים חיוביים עליהם לשוק העבודה. בדרך כלל מידע זה עובר לשוק דרך מועצת המנהלים, ומכאן חשיבותו של הרכב המועצה. בהקשר זה נציין את ההסדר עם הממשלה בהיותה בעלים של הבנקים בישראל, שלפיו ועדות מומחים מטעם הממשלה מינו את הדירקטורים בקבוצות הבנקאיות שבבעלות הממשלה. מועצת מנהלים הבנויה ממחזיקי מניות רבים אינה ממלאת היטב את תפקיד העברת המידע החיובי על המנהלים לשוק העבודה, שכן עניינם של מחזיקי המניות הוא בעיקר פיזור הסיכונים, ולכן דעתם מוסחת מביצועי הפירמה המסוימת.

מבחינת איוש מועצת המנהלים, המצב הטוב ביותר הוא תחרות עזה בין המנהלים בדרג הגבוה על התפקידים הבכירים בפירמה. במקרה כזה רצוי שיושב ראש מועצת המנהלים יהיה אחד המנהלים בדרג הגבוה. כמו כן, כדי למנוע שיתוף פעולה בין המנהלים במטרה להקטין את התחרות ביניהם, רצוי שבמועצת המנהלים יהיה דירקטור חיצוני. קרוב לוודאי שדירקטור חיצוני זה יפעל כשופט מקצועי שמטרתו לשמר את התחרות בין המנהלים הבכירים. אפשר לומר כי מנגנונים זולים של מעקב אחר ביצועי הפירמה ישרדו בסביבה תחרותית. במקרה זה תפקיד מועצת המנהלים הוא לספק מנגנונים זולים יחסית להחלפת מנהלים, למשל מינוי מנהלים של חברות המנסות להשתלט על הפירמה מבחוץ.[5] לשם כך זקוקה מועצת המנהלים למידע על מנהלים בכוח משוקי העבודה וההון. עולה אפוא שמהיבט זה של הרכב מועצת המנהלים, לבעלות הממשלתית אין השפעה שלילית של ממש.

3. משמעת השוק אצל המנהלים ולחצים משוק העבודה

משמעת השוק עוזרת לפתור, לפחות בחלקה, את בעיית התמריצים הנוצרת כאשר יש הפרדה בין מחזיקי המניות לבין המנהלים בפירמה. אם המנהל אינו בעל המניות ואין הסדר בין המנהלים לבעלי המניות בעניין הביצועים למעשה (ex post), למנהל יש תמריץ לצרוך יותר בזמן כהונתו ולסטות מהחוזים שהוסכם עליהם על פי ההערכות (ex ante).[6] משחק הוגן על בסיס הערכות אינו דומה למשחק שיש בו גם הסכמים על פי ביצועים. כאן חסרה ההפרדה החשובה בין מחזיקי המניות לבין בעלי השליטה על ביצועי הפירמה (המנהלים). במצבים שבהם הסכמים תלויי ביצועים אינם מקיפים את כל האפשרויות (מצבי העולם), וכאשר התשלום על הצריכה נעשה על פי הערכות, המנהל (השונא סיכון) נדחף לצרוך יותר ממה שהוא רוצה.

5 הגישה הזאת בספרות על זכויות קניין מיוצגת במאמריו של הנרי מאנה (Manne 1965; 1967), שלפיהם הביקורת של מנהלי הפירמה והמעקב אחריהם מסתמכים בעיקר על מנגנון יקר של ניסיונות השתלטות חיצוניים (למשל, משוק ההון). לעומתו, פמה (Fama 1980) סבור שכאשר החזקת המניות מפוזרת על פני פירמות רבות, הביקורת של המנהלים והמעקב אחריהם צריכים לבוא בראש וראשונה משוק העבודה ומתוך הפירמה, ואילו השימוש במידע שמקורו ניסיונות ההשתלטות מבחוץ צריך להיות המוצא האחרון בלבד.

6 לא מן ההכרח שהמנהל יצרוך יותר על חשבון האחרים, שכן להתנהגות כזאת תהיה השפעה על תגובתם ועל תגובת שוק העבודה.

עם זאת, תנאים מסוימים מבטיחים שמעקב שוטף אחר התקבולים של המנהלים בשוק העבודה יספיק להשגת הסכם תלוי ביצועים מלא, הנדרש לפתרון בעיית התמריצים (ראו Fama 1980). התנאים לכך הם אלה:

א. כישרונו של המנהל והעדפות הצריכה שלו אינם ידועים בוודאות מלאה, והם עשויים להשתנות במהלך הזמן. נדרש אפוא מידע עדכני על המנהל משוק העבודה.

ב. שוק העבודה צריך להיות יעיל ורציונלי, כלומר לעשות שימוש יעיל בכל המידע הרלוונטי.

ג. השינוי הפוטנציאלי בשכר המנהל בשוק העבודה בגין הפרת החוזים או ההסכמים שנחתמו על פי הערכות חייב להיות משמעותי ואפקטיבי. לדוגמה, מנהל שתקופת התכנון שלו היא רב־שנתית צריך להביא בחשבון שהתועלת שיפיק מהסטייה מההסכמים בפירמה תהיה קטנה מהירידה שתחול בערך הנוכחי של זרם שכרו העתידי בעקבות הסטייה, או שווה לה, וכך ידבק בהסכמים.

תנאים אלה יכולים להתקיים גם במערכת שבה חלק מהבנקים הם בבעלות ממשלתית.

4. פעילות אקטיבית של בעלי המניות

התמריץ לבעלי המניות להיות אקטיביים במעקב אחר ביצועי המנהלים והפירמות תלוי בתחלופה בין עלויות המעקב הפרטיות של בעל המניות לבין התועלת החברתית הנובעת ממעקב זה, תועלת המתחלקת בין כל בעלי המניות (ראו Grossman and Hart 1980; Shleifer and Vishny 1986). לאור תובנה זו אמד ניקולאי גנצ׳ב (Gantchev 2013) את עלויות המעקב של בעלי המניות האקטיביים בקרנות גידור בשנים 2000–2007. לצורך אומדן זה הוא הגדיר פעילות אקטיבית של בעלי המניות כתהליך של קבלת החלטות סדרתית ודינמית, שבו שלושה שלבים עוקבים: משא ומתן, ייצוג מועצת המנהלים ותחרות על בא כוח. הוא מצא שעלויות המעקב מורידות את ההכנסה של בעלי המניות האקטיביים בכשני שלישים – שיעור שבמצבים רבים היה קרוב לוודאי פרוהיביטיבי, כלומר מונע את האקטיביות שבמעקב של בעלי המניות אחר ביצועי הפירמות. נראה שבבנקים בבעלות ממשלתית שיקול זה בהחלטה להיות בעל מניות אקטיבי, שיקול המתבסס על עלויות המעקב הפרטיות של בעל המניות, אינו רלוונטי. קרוב לוודאי שהחלטה כזאת בבנק בבעלות ממשלתית לא תהיה תלויה בעלויות המעקב.

5. בעלי מניות, ניהול סיכונים ומנהלים: יתרונות הגודל

השאת הרווחים בפירמה מחייבת בדרך כלל לנצל את יתרונות הגודל שלה בייצור, אם הם גלומים בפעילותה. אולם גם נושאי הסיכונים יעדיפו לשכור גורמי ייצור המתמחים בתחום ניהול הסיכונים כדי לנצל את יתרונות הגודל והמגוון בתחום זה. בלי התמריצים המתאימים להשגת יעדי בעלי המניות, יעדיפו המנהלים לצרוך כמה שיותר בטווח הקצר, ולשם כך קרוב לוודאי שיבחרו להגדיל את פעילות הפירמה ולהרחיבה אף מעבר למידה המביאה לניצול מרבי של יתרונות הגודל. בעלות ממשלתית שאינה מונעת מהשאיפה למקסום רווחים, אלא למשל משיקולים פוליטיים, תעדיף למקסם את התפוקה של הפירמה. במצב זה ייפגעו יעילות הייצור בפירמה וגם מדיניות הסיכונים שלה.

6. סיכום המסגרת העיונית

מן הדיון העיוני עולות כמה תובנות באשר להתנהגות של בנק בבעלות ממשלתית:

- בנקים בבעלות ממשלתית אינם ממקסמים בהכרח את רווחיהם, ולנוכח התחרות בשוק העבודה ניכר אצלם תגמול גבוה יותר לגורמי הייצור בכלל ולמנהלים בפרט. בעקבות זאת, היעילות התפעולית בבנקים אלה ורווחיותם תהיינה נמוכות יותר מאשר בבנקים בבעלות פרטית.
- בהשוואה לבנקים פרטיים, מדיניות הבנקים בבעלות ממשלתית מושפעת פחות משיקולים ארוכי טווח, משום שהשליטה האפקטיבית בהם היא של המנהלים. עם השיקולים לטווח הארוך נמנים בין השאר השיקולים האלה: הפרשה גלובלית לחובות מסופקים שאינה תלויה בהרעה במצבו של לווה מסוים אלא בהערכת הבנק אשר להתפתחויות הצפויות ביכולת ההחזר של לווים השייכים לקבוצה כלשהי (ענף, אזור גאוגרפי וכו׳); שינוי אסטרטגי בהרכב הלווים של הבנק, למשל הגדלת חלקם של משקי הבית או של קבוצות לווים אחרות בתיק האשראי של הבנק; והגדלת חלקה של הנפקת המניות בהשוואה להנפקת חוב.
- משני הסעיפים הנ״ל עולה שבנקים בבעלות ממשלתית יפעלו בתפוקות שאינן מתיישבות בהכרח עם ניצול של יתרונות הגודל והמגוון בתחום מדיניות התיווך הפיננסי ומדיניות הסיכונים.
- כדי לתמוך בפעילות המשקית משיקולים פוליטיים או חברתיים ייטו הבנקים שבבעלות ממשלתית להגדיל את היצע האשראי (לצד פעולות אחרות הקשורות בתיווך הפיננסי) מעבר לרמה המאפשרת את מקסום רווחי הבנק. עולה אפוא שנגישות הציבור לאשראי גבוהה יותר בבנקים שבבעלות ממשלתית (למשל, יש בהם פחות מגבלות נזילות). עם זאת, בנקים בבעלות ממשלתית עשויים

לשנות את מדיניותם בתקופות של בחירות או לתת אשראי לקבוצות לווים מטעמים פוליטיים או מטעמים זרים אחרים.

- המנהלים בבנקים בבעלות ממשלתית הם גם נושאי הסיכונים, אך אין הם מסכנים את הונם, שכן הם אינם בעלי המניות. מצב זה הוא תמריץ למנהלים לחשוף את הבנק לסיכונים רבים יותר. סיבה נוספת לרדיפה אחר תשואות, וממילא גם אחר סיכונים, במצב זה היא שאמנם יש בהסכמי התגמולים למנהלים בין הבעלים (הממשלה) לבין המנהלים מרכיבים תלויי ביצועים (ex post), אך הם אינם כוללים את כל המצבים האפשריים (מצבי העולם), ולכן הם דוחפים את המנהל לצרוך יותר בטווח הקצר.
- אם הממשלה ערה לתמריץ המוזכר בסעיף הקודם, היא עשויה להקשות על המנהלים לממש אותו כדי למנוע חשיפת יתר לסיכונים.

ה. הנתונים, הניתוח האמפירי והתוצאות

1. מהות הנתונים והמתודולוגיה הסטטיסטית

לצורכי המחקר הזה נעשה שימוש במאגר של נתונים ממערכת הבנקאות בישראל. מגוון הנתונים על חמש הקבוצות הבנקאיות כולל נתונים שנתיים מתוך מאזני הבנקים ודוחות הרווח וההפסד שלהם. המחקר משתמש בסדרות עתיות על רווחיות הבנקים ביחס להונם, וביחס לתשואה על ההון (ROE) ועל סך נכסיהם (ROA); על רווחי הבנקים מפעולות מימון (מפער הריביות) ביחס לסך הנכסים (FIN PROFIT); על סך נכסיהם (במונחי לוג, LSIZE); על המינוף שלהם (אשראי לסך נכסים, LEV);[7] על חשיפתם לסיכונים בכלל, ועל שיעור החובות המסופקים מסך נכסי הסיכון בפרט (RISK), ושיעור ההפרשה להפסדי אשראי מסך האשראי (RISK);[8] על הוצאותיהם התפעוליות ביחס לסך הנכסים (EFF);[9] על הכנסותיהם התפעוליות (לרבות הכנסות מעמלות) ביחס לסך הנכסים (OPR INC); על יחס הכיסוי – סך ההכנסות התפעוליות ביחס לסך ההוצאות התפעוליות (COV RATIO); על פריון העבודה כפי שנמדד על פי סך הנכסים למשרה בקבוצות הבנקים הגדולות (TECH); וכן על יחסי ההון אצלם (CAP). הסיכום הסטטיסטי של המשתנים העיקריים מוצגים להלן בלוחות 2 ו־3.

כמו כן, המחקר משתמש בנתוני דוחות רווח והפסד ובנתוני יתרות ממוצעות לפי מגזרי פעילות, המתפרסמים לציבור, הכוללים את חמש הקטגוריות האלה:[10] **המגזר העסקי,** j=1 – חברות גדולות, לרבות גופים הקשורים להן, וכן גופים עסקיים ומוסדיים גדולים הפעילים בשוקי ההון והכספים; **מגזר הבנקאות המסחרית,** j=2 – לקוחות בסדר גודל בינוני המשתמשים בין השאר באשראי מסחרי; **מגזר העסקים הקטנים,** j=3 – לרבות חברות ועסקים בהיקפי חבות

7 בספרות המקצועית המינוף (leverage) נמדד בדרך כלל באמצעות יחס ההון לסך הנכסים. במחקר זה העדפתי למדוד את המינוף באמצעות יחס סך האשראי לסך הנכסים, שכן הוא מבטא באופן ישיר יותר את חשיפת הבנק לסיכון האשראי.

8 מתן סימון זהה, RISK, לשני האינדיקטורים לסיכון אשראי התאפשר מכיוון ששני האינדיקטורים האלה אינם תלויים זה בזה.

9 נשים לב כי על פי ההגדרה EFF משקף חוסר יעילות. ככל שיחס זה גבוה יותר, כך הוא מבטא יעילות נמוכה יותר.

10 ההגדרות של מגזרי הפעילות שונות מעט מקבוצת בנקים אחת לאחרת, אך אין בכך פגיעה של ממש ביכולת השימוש בנתוני מגזרים אלה לצורכי בדיקת ההשערות בעבודת מחקר זו. עוד נציין כי סכום הפעילות במגזרים אינו מסתכם בהכרח בסך פעילות הקבוצה הבנקאית, שכן המגזרים "הניהול הפיננסי" ו"האחר" אינם נכללים בניתוח.

נמוכים; **מגזר משקי הבית**, j=4 – לרבות לקוחות פרטיים שהם חלק מהבנקאות האישית בבנק ואינם כלולים בבנקאות הפרטית; **מגזר הבנקאות הפרטית**, j=5 – לקוחות פרטיים שמרביתם בעלי תיק השקעות בבנק.

בנספח א מובא הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות. מהתרשימים בנספח עולה שעיקר הפעילות היא במגזר העסקי (חברות גדולות) ובמגזר משקי הבית. בכמה מהקבוצות גם חלקו של המגזר המסחרי אינו מבוטל. לעומת זאת, חלקם של מגזר העסקים הקטנים ושל מגזר הבנקאות הפרטית בסך הנכסים קטן למדי בכל קבוצות הבנקים. עוד מעידים הנתונים שבכמה מקבוצות הבנקים גדל חלקם של משקי הבית על חשבון חלקם של החברות הגדולות.

לוח 2: סיכום סטטיסטי של האינדיקטורים לביצועי קבוצות הבנקים בישראל בכלל פעילותן, 1995–2011 (נתונים שנתיים יחסיים)

משתנה	ממוצע	סטיית התקן	ערך מקסימלי	ערך מינימלי	Skewness	מספר התצפיות
רווחיות להון, ROE	0.089	0.049	0.202	-0.048	-0.548	75
חשיפה לסיכונים, RISK	0.043	0.015	0.096	0.015	0.570	80
מינוף, LEV	0.665	0.077	0.834	0.533	0.182	85
יעילות, EFF	0.024	0.004	0.031	0.016	0.109	85
פריון העבודה, TECH	215.500	63.410	389.000	99.250	-0.035	80
יחס ההון, CAP	7.673	1.149	11.850	5.600	0.964	85
סך הנכסים (לוג), LSIZE	18.690	0.643	19.720	17.020	-0.306	85

מקור: דוחות כספיים שנתיים לציבור של חמש קבוצות הבנקים הגדולות בישראל, 1995–2011.

בכל אחד מהמגזרים נעשה שימוש ביחסים הפיננסיים המצוינים לעיל. נתונים אלה מאפשרים לבחון באילו ממגזרי הפעילות בתיווך הבנקאי הייתה ההשפעה של הבעלות הממשלתית מובהקת וחד־משמעית יותר, ובאילו מגזרים לא ניכרה ההשפעה כלל אף שבבחינה מצרפית ייתכן שנמצאה השפעה מובהקת דווקא.

כדי לאמוד את השפעת הבעלות הממשלתית בהשוואה להשפעת הבעלות הפרטית, מחקר זה משתמש במשתני הדמי האלה: משתנה המקבל את הערך 1 כאשר הוא מציין קבוצה בנקאית בבעלות ממשלתית ואת הערך 0 כאשר הוא מציין קבוצה אחרת בתקופת הזמן t (להלן: DUM_t); משתנה המקבל את הערך

1 כאשר הוא מציין את קבוצת דיסקונט בתקופת היותה בבעלות ממשלתית, ואת הערך 0 כאשר הוא מציין את קבוצת דיסקונט בתקופת היותה בבעלות פרטית (להלן: d_{11}). משתנה זה אינו מקבל כל ערך בעבור תצפיות המציינות קבוצות בנקים שאינן דיסקונט; משתנה המקבל את הערך 1 כאשר הוא מציין בעלות ממשלתית במגזר הפעילות j, ואת הערך 0 כאשר הוא מציין בעלות פרטית במגזר הפעילות j (להלן: d_j; $j=1,2,\ldots,5$). גם משתנים אלה אינם מקבלים כל ערך כאשר הם מציינים מגזרי פעילות שונים מהמגזר שמשתנה הדמי מציין אותו. לדוגמה, השימוש במשתנה הדמי d_2 נעשה רק במבחנים העוסקים בנתוני מגזר הבנקאות המסחרית; וכן משתנה דמי המקבל את הערך 1 בעבור בעלות ממשלתית בשלושת מגזרי הפעילות של הלווים: העסקי, המסחרי והלווים הקטנים, ואת הערך 0 בעבור בעלות אחרת (להלן: d_{123}). נשים לב שבמסגרת האומדן, הכללה של שניים או יותר משתני דמי מסוג d_j בעת ובעונה אחת יוצרת קבוצה ריקה.[11]

לוח 3: סיכום סטטיסטי של האינדיקטורים לביצועי קבוצות הבנקים בישראל, 2004–2011 (נתונים שנתיים יחסיים)

משתנה	ממוצע	סטיית התקן	ערך מקסימלי	ערך מינימלי	Skewness	מספר התצפיות
רווחיות לנכסים, ROA	0.010	0.009	0.046	-0.047	-0.193	200
רווח מימוני לנכסים, FIN PROFIT	0.045	0.028	0.211	0.011	2.855	200
חשיפה לסיכונים, RISK	0.006	0.006	0.042	-0.003	2.011	200
יעילות, EFF	0.056	0.056	0.378	0.005	3.010	200
הוצאה תפעולית לנכסים, AC	0.056	0.056	0.377	0.005	3.010	200
הכנסה תפעולית לנכסים, OPR INC	0.031	0.032	0.201	0.002	2.469	200
יחס כיסוי, COV RATIO	0.561	0.187	1.750	0.134	2.200	200
סך הנכסים (לוג), LSIZE	9.585	1.263	11.590	5.610	-0.939	200

מקור: דוחות כספיים שנתיים לציבור של חמש קבוצות הבנקים הגדולות בישראל, 2004–2011.

11 לא כולל משתני הדמי d_{11} ו־d_{123}.

בסך הכול מחקר זה משתמש בשני מדגמים: במדגם הראשון 75 תצפיות שנלקחו מחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות לאורך 15 שנים (1997–2011). במדגם השני נבנה פאנל של 175 תצפיות שנלקחו מחמשת מגזרי הפעילות בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות לאורך שבע שנים. מעצם ההגדרה, כאשר נעשה שימוש במשתני העזר dj ו־d_{11} צומצם מדגם התצפיות ל־35 בלבד, שכן כאמור משתנה dj מציין מגזר פעילות אחד בלבד. המחקר משתמש ברגרסיות פאנל מסוג OLS עם Fixed Effect.

משוואות הרגרסיות נאמדו בנפרד זו מזו, והן מתבססות על הקשרים המבוטאים במשוואת ה־VAR הזאת:

$$X_{it} = c_{1i} + c_2 D_i + c_3 X_{it-1+} c_4 D_i X_{it-1} + c_5 Z_{it-1} + c_6 d_i Z_{it-1} + u_t$$

X_{it} הוא מטריצה של משתני פאנל בחמש קבוצות הבנקים הגדולות, ובהם הרווחיות, החשיפה לסיכונים, היעילות התפעולית וההכנסות התפעוליות, יחס הכיסוי, המינוף ויחס ההון; Z_{it} הוא וקטור ובו שני משתנים: משתנה גודל, המבטא את היקפו של התיווך הפיננסי בקבוצות הבנקים הגדולות, ומשתנה טכנולוגיה בייצור התיווך הפיננסי, הנמדד על ידי היחס של סך נכסים למשרה בקבוצות הבנקים הגדולות; D_i היא מטריצה של משתני דמי; d_i הוא אלמנט (וקטור) במטריצת משתני הדמי D_i; u_t הוא בבחינת משתנה (שארית) מקרי המתפלג נורמלי עם ממוצע אפס ושונות סופית וקבועה. המקדמים במשוואה הם $c_1,....c_6$ והם האומדנים של גמישויות המשתנה המוסבר ביחס למשתנים המסבירים. מחקר זה מתעניין בשלושת המקדמים c_2, c_4 ו־c_6. הראשון, c_2, הוא אומדן **להשפעה הישירה** של הבעלות הממשלתית על המשתנה המוסבר, והשניים האחרים, c_4 ו־c_6, הם אומדנים **להשפעה העקיפה** של הבעלות הממשלתית על המשתנה המוסבר באמצעות ההשפעות של הבעלות הממשלתית על גמישויות אחרות ברגרסיה.

כמה בעיות הקשורות בתוצאות המבחנים האמפיריים אותרו כמפורט להלן:

א. כמה מההשערות הנבחנות במחקר זה מתבססות על הנחות בדבר מאפייני ההיצע והביקוש של מגזרי האוכלוסייה למיניהם ביחס לשירותי התיווך הפיננסי. למשל, החלטות הבנקים בדבר התמחור הדיפרנציאלי של לקוחותיהם תלויות בגמישויות הביקוש של הלקוחות האלה. מכאן שהפרשנות הניתנת במחקר לממצאים הסטטיסטיים יכולה להשתנות אם נמצא כי מאפייני הביקוש או ההיצע שונים מהמאפיינים שהונחו מראש. נוסף על כך, גם הפרשנות הניתנת במחקר לתוצאות בדבר היעילות התפעולית מתבססת על הנחות בדבר חסרונות הגודל ויתרונותיו. מובן שאם אין לגודל חסרונות או יתרונות, פרשנות

התוצאות משתנה. באותו הקשר נציין גם כי במקרים מסוימים אפשר לפרש את התוצאות הסטטיסטיות פרשנות חלופית, ובמיוחד את השפעות הבעלות הממשלתית על מאפייני התיווך הפיננסי. במחקר זה דבקנו בגישות המקובלות בניתוח המיקרו־בנקאי.

ב. הבעיה השנייה היא האנדוגניות בקשרים הנבחנים, שכן מקורות הנתונים האלה הם דוחות שנתיים של הבנקים, ודוחות רווח והפסד שלהם. כדי להתמודד עם בעיה זו, ולו בחלקה, נעשה שימוש גורף במשתנים מסבירים בפיגור של שנה אחת.

ג. הבעיה השלישית היא בעיית המולטיקולינאריות (מתאם גבוה בין משתנים מסבירים) שנמצאה בנתונים המסבירים ברגרסיות השונות. כיוון שמטרת המחקר והמבחנים שבו היא לאתר את ההשפעות המובהקות של הבעלות הממשלתית על ביצועי הבנקים, מולטיקוליניאריות בין משתנים מסבירים (המופיעים ברגרסיה) שאינם מתואמים עם משתני הדמי או מוכפלים בהם, אינה יוצרת כל בעיה למרות ההטיה הגלומה בהם. רגרסיות העושות שימוש במשתנים מסבירים שנמצאו מתואמים עם משתני הדמי הוצאו מהמחקר (הוצאו 12 מתוך 52 רגרסיות).

ד. ולבסוף, השימוש במשתני הדמי נעשה הן עבור השפעתה הישירה של הבעלות הממשלתית על החותך ברגרסיה והן כמכפלה עם אחד מהמשתנים המסבירים. הבעיה היא שמכיוון שנמצא מתאם גבוה בין משתנה הדמי לחותך לבין המכפלה (עם הדמי), לא היה אפשר להשתמש בשניהם בעת ובעונה אחת. לפיכך, המחקר משתמש בתוצאות הרגרסיות באשר לכל אחת מדרכי הכללתו של משתנה הדמי בנפרד. כל הגמישויות המובהקות שנמצאו מוצגות בסעיף הבא (למעט 12 הרגרסיות שהוצאו).

2. ממצאים: תיאור הנתונים בתרשימים ותוצאות הרגרסיות

בסעיף זה מוצגים הנתונים שבתרשימים ביחס לכל אחד מהמשתנים המוסברים. הנתונים מציגים את מידת ההשפעה של הבעלות הממשלתית על ביצועי הבנקים. כמו כן מוצגים לוחות המסכמים את תוצאות הרגרסיות של המשוואה שלעיל. התרשימים בכל קבוצה בנויים מסדרות עתיות של נתוני בנקים בבעלות פרטית לעומת נתוני בנקים בבעלות ממשלתית, הן בשתי קבוצות הבנקים הגדולות – לאומי ופועלים, הן בשלוש הקבוצות הבנקאיות הבינוניות – דיסקונט, מזרחי־טפחות והבינלאומי. בנק לאומי הוא בבעלות ממשלתית, ובנק הפועלים עבר אמנם מבעלות ממשלתית לפרטית, אך בתקופת המדגם היה בבעלות פרטית. בתקופת המדגם היה בנק דיסקונט כמה שנים בבעלות ממשלתית וכמה שנים בבעלות

פרטית, ולכן אפשר להשוות את ביצועיו בשתי התקופות. בנק מזרחי־טפחות והבנק הבינלאומי היו בבעלות פרטית לאורך כל תקופת המדגם.

בלוחות 4–6 להלן מוצגות תוצאות הרגרסיות כך: כל שורה בלוחות מבטאת רגרסיה מהסוג של המשוואה שלעיל.[12] בלוח 4 מוצגות תוצאות הרגרסיות שכללו דמי לחותך בלבד (ההשפעה הישירה). בטור 1 בלוח מצוינים המשתנים שהופיעו ברגרסיה אך רק כמשתנים מפוקחים, בלי מכפלה עם משתנה הדמי. בטור 2 מצוין מגזר הפעילות שבו הייתה ההשפעה של הבעלות הממשלתית. בטור 3 באותו לוח מצוין כיוון ההשפעה של הבעלות הממשלתית על החותך שנמצאה בעלת מובהקות של 10% לפחות (הסימן [+] מבטא עלייה בחותך והסימן [–] מבטא ירידה בחותך), ובטור 4 מצוין המשתנה המוסבר.

לוח 4: אומדני הרגרסיות להשפעה הישירה

4	3	2	1
המשתנה המוסבר	כיוון ההשפעה	מגזר הפעילות הבנקאית	המשתנים המפוקחים
ROE	–	Dum	סיכון וגודל
ROA	–	d_{123}	יעילות וגודל
	–	d_4	יעילות, גודל וסיכון
רווח מימוני	–	d_4	יעילות, גודל וסיכון
	+	d_5	יעילות
סיכון	+	Dum	גודל ורווחיות
	+	d_1	הכנסה תפעולית וגודל
	+	d_{11}	גודל, הכנסה תפעולית ורווח מימוני
יעילות	–	d_4	סיכון וגודל
הכנסה תפעולית	–	d_4	יעילות, סיכון וגודל
	+	d_5	סיכון
יחס הכיסוי	–	d_3	גודל
	–	d_4	גודל
מינוף	–	Dum	יעילות וסיכון
CAP	–	Dum	יעילות, סיכון וגודל

12 תוצאות מפורטות יותר של הרגרסיות מופיעות בנספח ב.

בלוחות 5 ו־6 להלן מוצגות תוצאות הרגרסיות שכללו משתני דמי כמכפלה עם המשתנים המסבירים בלבד ועם המשתנים שנמצאו בעלי מובהקות של 10% לפחות. בטור 1 בלוחות 5 ו־6 מפורטים המשתנים המפוקחים. בטור 2 בלוח 5 ובטור 3 בלוח 6 מופיעים גם כיוון ההשפעה המקורית של המשתנה המוכפל וגם השינוי במידת ההשפעה. הסימן (+) מציין עלייה במידת ההשפעה, והסימן (-) מציין ירידה במידת ההשפעה. לדוגמה, הסימן (-/+) מראה שההשפעה של המשתנה המסביר על המשתנה המוסבר הייתה חיובית ושהבעלות הממשלתית מיתנה את ההשפעה הזאת. טור 2 בלוח 6 מציין את מגזר הפעילות שבו נמצאה ההשפעה. בטור 3 בלוח 5 ובטור 4 בלוח 6 מצוינים המשתנים שהופיעו כמכפלה עם משתנה הדמי ושהשפעתם על המשתנה המוסבר הושפעה מהבעלות הממשלתית. בטור 4 בלוח 5 ובטור 5 בלוח 6 מפורט המשתנה המוסבר.

לוח 5: אומדני הרגרסיות להשפעה העקיפה

1	2	3	4
המשתנים המפוקחים	**ההשפעה המקורית וכיוון השינוי בה**	**המשתנה שהשפעתו השתנתה**	**המשתנה המוסבר**
גודל	-/+	סיכון	ROE
סיכון	+/-	גודל	
רווחיות	+/+	גודל	סיכון
גודל וטכנולוגיה	+/+	מינוף	יעילות
סיכון	+/+	יעילות	מינוף
יעילות וסיכון	-/+	גודל	CAP
גודל וסיכון	-/-	יעילות	
גודל ויעילות	+/-	סיכון	

ניתוח ההשפעות הישירות והעקיפות של הבעלות הממשלתית על פי התרשימים ותוצאות הרגרסיות מוצג להלן לפי הסדר הזה: ההשפעה על הרווחיות של קבוצות הבנקים הגדולות; ההשפעה על המינוף ועל רווחיהם מפעולות מימון; ההשפעה על החשיפה לסיכונים; ההשפעה על ההכנסות התפעוליות; ההשפעה על היעילות התפעולית; ההשפעה על יחס הכיסוי; ההשפעה על פריון העבודה; וההשפעה על הלימות ההון. לבסוף, תיבחן ההשפעה של הבעלות הממשלתית על פעילות הנובעת ממניעים חברתיים.

לוח 6: אומדני הרגרסיות להשפעה העקיפה (המשך)

5	4	3	2	1
המשתנה המוסבר	המשתנה שהשפעתו השתנתה	ההשפעה המקורית וכיוון השינוי בה	מגזר הפעילות הבנקאית	המשתנים המפוקחים
ROA	גודל	-/+	d_{123}	יעילות
		-/+	d_4	יעילות
	סיכון	-/+	d_{11}	גודל
	יעילות	-/-	d_4	גודל
רווח מימוני	יעילות	-/-	d_3	סיכון וגודל
		-/+	d_5	
	גודל	-/+	d_4	יעילות וסיכון
סיכון	גודל	+/+	d_1	הכנסה תפעולית
	רווח מימוני	-/-	d_{11}	גודל והכנסה תפעולית
	גודל	+/+	d_{11}	הכנסה תפעולית ורווח מימוני
יעילות	גודל	-/+	d_2	סיכון
	סיכון	+/-	d_4	סיכון
	גודל	+/-	d_4	גודל
הכנסה תפעולית	סיכון	+/+	d_2	יעילות וסיכון
		-/+	d_4	יעילות וסיכון
		-/-	d_{123}	גודל ויעילות
יחס הכיסוי	גודל	-/+	d_2	סיכון

א. השפעת הבעלות הממשלתית על הרווחיות

1. התמונה העולה מהתרשימים

נתוני רווחיות הבנקים מוצגים בתרשים 1 (להלן עמ' 35–38), והם מתבטאים בתשואה להון ברמת הקבוצה הבנקאית, ובתשואה לנכסים במגזרי הפעילות (המפורטים לעיל). הסיבה לשימוש גם בתשואה ביחס להון וגם בתשואה ביחס

לנכסים היא שהקצאת ההון למגזרי הפעילות השונים מורכבת והמרכיב השרירותי בה גבוה,[13] ואילו הקצאת הנכסים לפי מגזרי פעילות מהימנה יותר.

בחלק א של תרשים 1 מתוארת התשואה להון בשתי קבוצות הבנקים הגדולות, אחת בבעלות פרטית והשנייה בבעלות ממשלתית. בתרשים לא ניכר הבדל מובהק בין שתי הקבוצות הגדולות בתקופת המדגם, 1997–2013, מבחינת התשואה להון. בחלק ב של התרשים מתוארת התשואה להון בשתי קבוצות הבנקים הבינוניות.[14] במיוחד יש מקום להשוואה בין קבוצת דיסקונט שהייתה בבעלות ממשלתית, לבין קבוצה זו לאחר ההפרטה (ב־2006). מחלק זה של התרשים ניכר שיחס התשואה על ההון (ROE) בקבוצת מזרחי־טפחות, שבבעלות פרטית, גבוה בשיעור ניכר מיחס התשואה על ההון בקבוצת דיסקונט בתקופת היותה בבעלות ממשלתית. לאחר ההפרטה ניכרת עלייה ביחס התשואה על ההון בקבוצת דיסקונט, אם כי היא עדיין נמוכה מעט מהרווחיות של קבוצת מזרחי־טפחות. אם כן, ממצאים אלה תומכים בהשערה שהרווחיות בקבוצות הבנקים הבינוניות שבבעלות פרטית גבוהה יותר, ושקבוצות בבעלות ממשלתית אינן פועלות בהכרח למקסום רווחיהן.

יחס התשואה על הנכסים (ROA) מושפע בין השאר מיכולתו של הבנק לנצל את יתרונות הגודל והמגוון העומדים לרשותו, הן בתחום העמדת שירותי התיווך הפיננסי לציבור, הן בתחום מדיניות הסיכונים שלו. בהקשר זה נבדקה ההשערה שקבוצות הבנקים בבעלות ממשלתית פועלות למקסם את היקף פעילותם, בין השאר כדי להיענות לצורכי הממשלה בעניין כשלי השוק בהעמדת מימון הולם לצורכי המשק (social view). אשר לגישה הפוליטית, הגדלת היקף התיווך הפיננסי של הקבוצה הבנקאית מעבר לנדרש למיצוי יתרונות הגודל עלולה להסתכם בירידה ביחס התשואה לנכסים. לפיכך, כדי לבחון השערה זו אפשר להשתמש בהשוואת יחס התשואה על הנכסים במגוון מגזרי הפעילות בין הקבוצה הבנקאית שבבעלות ממשלתית לבין הקבוצה שבבעלות פרטית.

בחלקים ג–ז של תרשים 1 מופיעה השוואה של יחס התשואה על הנכסים במגזרי הפעילות השונים בשתי קבוצות הבנקים הגדולות (לאומי – בבעלות ממשלתית, והפועלים – בבעלות פרטית) בשנים 2004–2012. מחלקים אלו עולה שעד 2008, ברוב המגזרים, להוציא את הבנקאות הפרטית ואת מגזר העסקים הקטנים (המצומצמים יחסית בהיקפם), יחס התשואה לנכסים בבנקים בבעלות הממשלתית

13 הערה זו נכונה במידה מסוימת גם ביחס למשתנים אחרים, כגון הוצאות תפעוליות. אולם להערכת המחקר הזה, טעות המדידה הנובעת מהצורך בחלוקת ההון למגזרים השונים גדולה במידה ניכרת בחלוקת ההון מאשר במשתנים האחרים.

14 היחס ROA בקבוצת הבינלאומי הוצא מהתרשים, משום שלא הוסיף מידע רלוונטי והשארתו בתרשים הקשתה את קריאתו.

גבוה יותר מיחס זה בבנקים בבעלות הפרטית. כלומר, ממצאים אלה תומכים בטענה שהקבוצה הבנקאית בבעלות פרטית היא שלא מיצתה עד תום את יתרונות הגודל והמגוון במגזרי הפעילות השונים, או שהגדילה את היקף פעילותה במגזרים אלה מעבר להיקף המאפשר מיצוי מלא של יתרונות הגודל. בבנקאות הפרטית עיקר הפעילות קשורה בלקוחות הצורכים שירותים למסחר בשוקי ההון – פעילות שיתרונות הגודל והמגוון בה גדולים למדי, ולכן סבירה התוצאה שיחס התשואה לנכסים בבנקאות הפרטית גבוה מיחס זה בבנקאות שבבעלות ממשלתית. לאחר 2008 מצטמצם מאוד ההבדל בין שתי קבוצות הבנקים במגזרים השונים, וייתכן שהדבר נעוץ במשבר הפיננסי הגלובלי שהחל באותה השנה ובהתנהלות הבנקים במשבר זה. ואולם היבט זה הוא מעבר לתחום הסוגיות הנידונות במחקר זה.

2. תוצאות הרגרסיות[15]

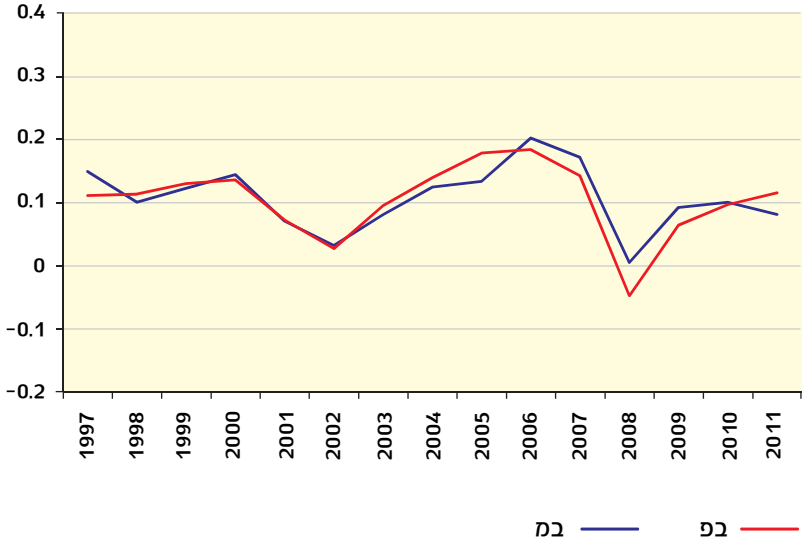
בכל הרגרסיות שנמצאה בהן השפעה ישירה מובהקת – ובתנאי שמפקחים בהן על השפעות היקף התיווך הפיננסי, על החשיפה לסיכונים ועל היעילות – נמצא שההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על הרווחיות היא השפעה שלילית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30), כפי שאמנם עולה מן הניתוח העיוני. עוד נמצא כי ההשפעה השלילית של הגודל על הרווחיות גבוהה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 5, לעיל עמ׳ 31),[16] גם כאשר בוחנים את הנתונים לפי מגזרי הפעילות (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32). ייתכן שהשפעה עקיפה זו מעידה שבהשוואה לבנקים בבעלות פרטית, בבנקים בבעלות ממשלתית מוענק משקל נמוך יותר לרווחיות ומשקל רב יותר להיקף התיווך הפיננסי. נמצא גם כי למעט בבנק דיסקונט, ההשפעה החיובית של החשיפה לסיכונים על הרווחיות נחלשת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). גם תוצאה זו מתאימה להתנהגות בעלי הפירמה בקשר לפיזור הסיכונים, המפורטת במסגרת העיונית, ואין לצפות להתנהגות כזאת בבנקים בבעלות ממשלתית.

15 פירוט רב יותר של תוצאות הרגרסיות מופיע בלוחות שבנספח ב.

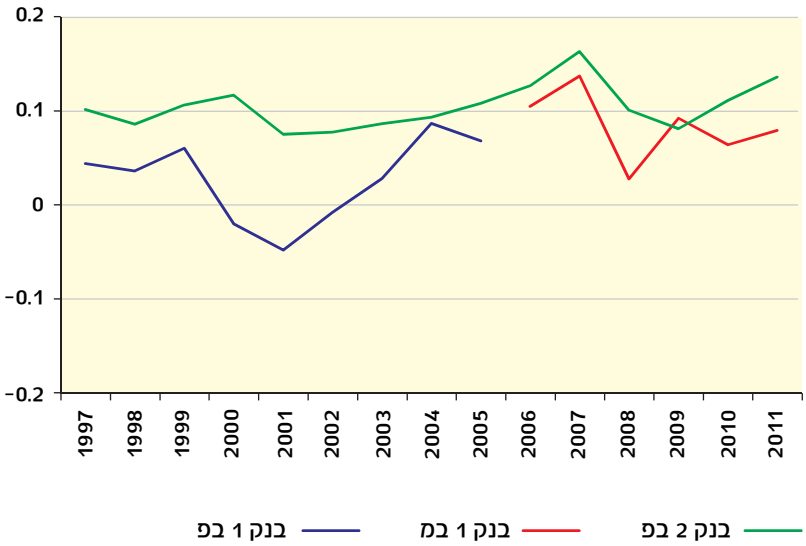
16 ההשפעה השלילית של הגודל על הרווחיות יכולה לנבוע מפעילות הבנקים בתחום המאופיין בחסרונות לגודל.

תרשים 1: יחס התשואה על ההון (ROE) בחמש הקבוצות הבנקאיות, ויחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזרי הפעילות שבהן, 1997–2011*

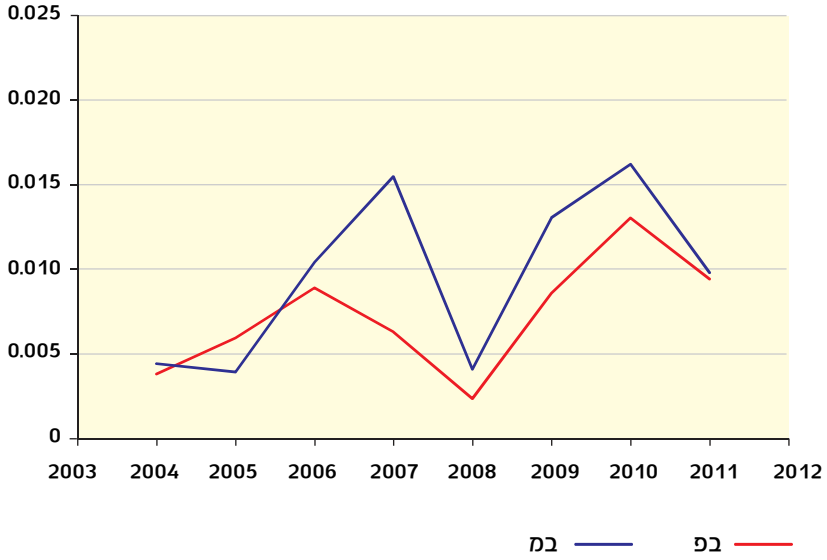
א. יחס התשואה על ההון (ROE) בבנקים הגדולים



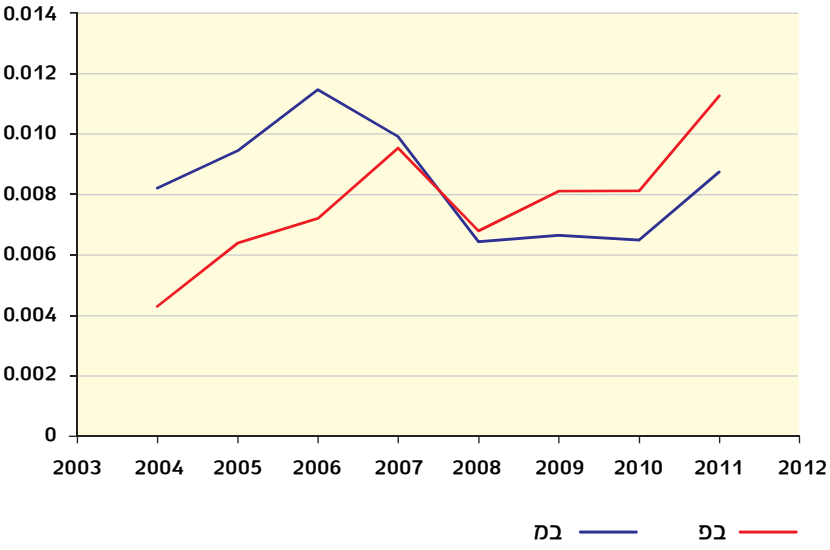
ב. יחס התשואה על ההון (ROE) בבנקים הבינוניים



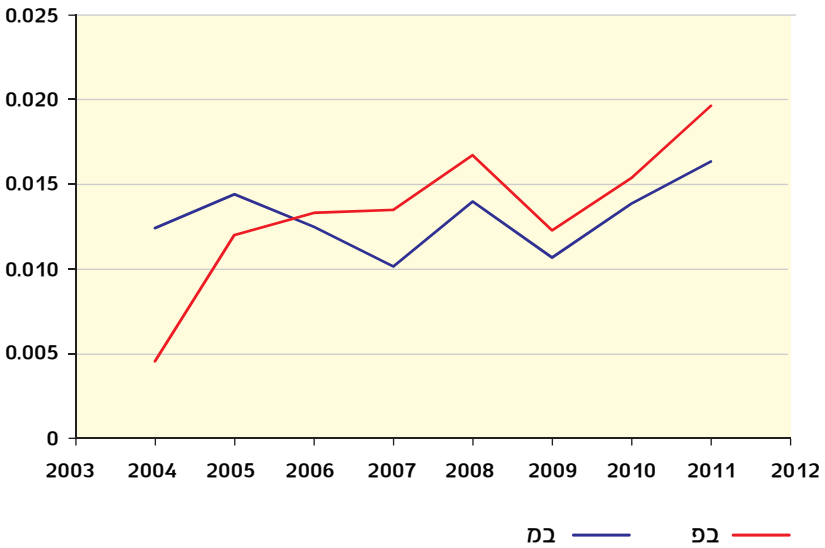
ג. יחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזר העסקי



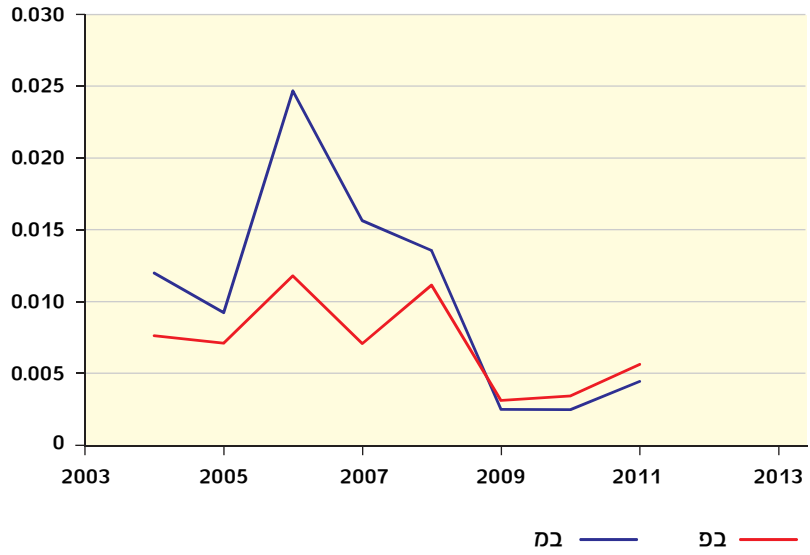
ד. יחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזר המסחרי



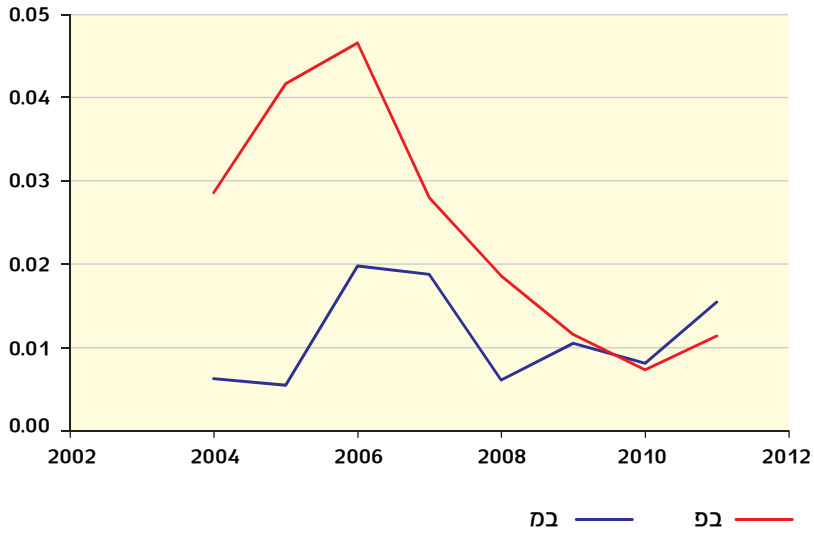
ה. יחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזר העסקים הקטנים



ו. יחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזר משקי הבית



ז. יחס התשואה על הנכסים (ROA) במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות. היחס ROA בקבוצת הבינלאומי הוצא מהתרשים משום שלא הוסיף מידע רלוונטי והקשה את קריאתו.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

ולבסוף, תוצאות הרגרסיות מראות השפעה שלילית של היעילות על הרווחיות; ואולם, במגזר משקי הבית ההשפעה השלילית הזאת מתמתנת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32). ההשפעה השלילית של היעילות על הרווחיות אינה עולה בקנה אחד עם מערכת בנקים הנמצאת בתחרות משוכללת. אולם כיוון שלמערכת הבנקאות הישראלית יש כוח שוק והתחרות בה אינה משוכללת, מחיר התפוקה גבוה מההוצאות הממוצעות, ולכן נקודת היעילות הנמדדת על ידי מינימום ההוצאות הממוצעות אינה באותה רמת תפוקה הממקסמת את רווחי הבנק. נמצא אפוא שבנק הפועל להגברת היעילות במגזר משקי הבית מצמצם את רווחיו. עוד עולה שבנקים בבעלות ממשלתית מנצלים כנראה פחות את כוח השוק שלהם, וייתכן שבשל כך התקבלה התוצאה האמפירית המוצגת לעיל.

ב. השפעת הבעלות הממשלתית על המינוף ועל הרווח מפעולות מימון

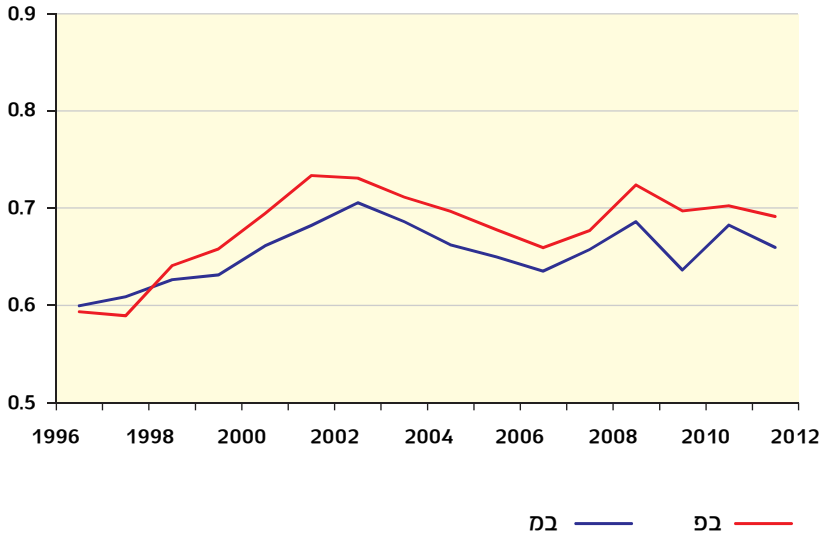
1. התמונה העולה מהתרשימים

המינוף (שיעור האשראי בסך נכסי הקבוצה הבנקאית) הוא משתנה אסטרטגי. מצד אחד הוא משפיע על רווחי המימון של הבנק, ומצד שני הוא משפיע על החשיפה לסיכונים, ובמיוחד על סיכוני האשראי. ככל שהמינוף גבוה יותר כך עולים רווחי המימון ועולה החשיפה לסיכונים. הספרות שנסקרה לעיל תומכת הן בכך שבנקים בבעלות ממשלתית ייטו להסתכן יותר, הן בכך שהממשלה בהיותה בעל הבנק עשויה להביא בחשבון נטייה זו של מנהלי הבנקים שבבעלותה ותפעל לצמצם את החשיפה לסיכונים ככל האפשר.

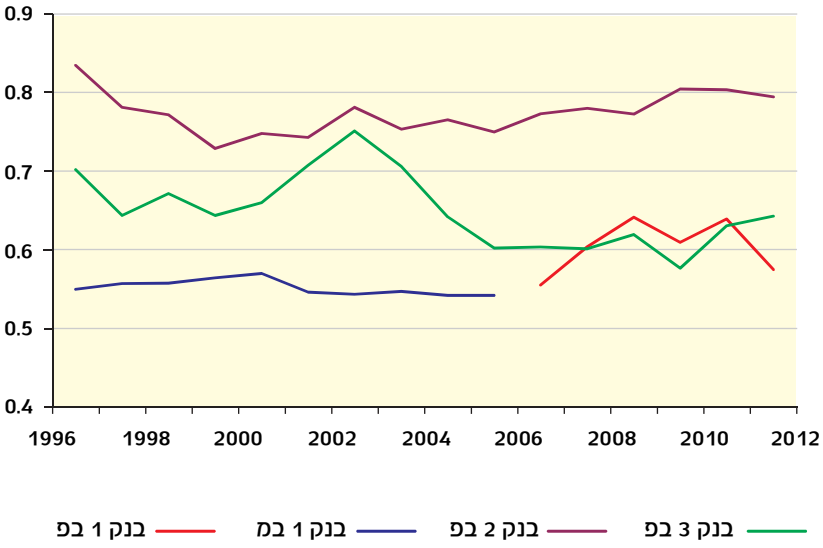
בתרשים 2 להלן מתוארים יחס האשראי לציבור (המינוף) והרווח מפעולות מימון (לפני הפרשה לחובות מסופקים) לסך הנכסים בקבוצות הבנקים הגדולות והבינוניות, כמו המבנה שבתרשים 1. בחלקים א ו־ב של התרשים מתואר המינוף בשתי קבוצות הבנקים הגדולות ובשלוש הקבוצות הבנקאיות הבינוניות.

תרשים 2: מינוף ורווח מפעולות מימון בחמש הקבוצות הבנקאיות*

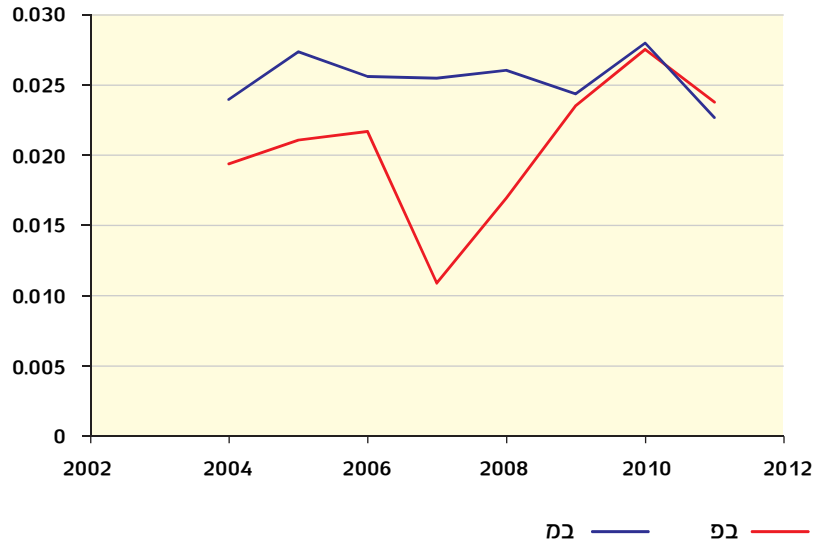
א. יחס האשראי לציבור לסך הנכסים בבנקים הגדולים



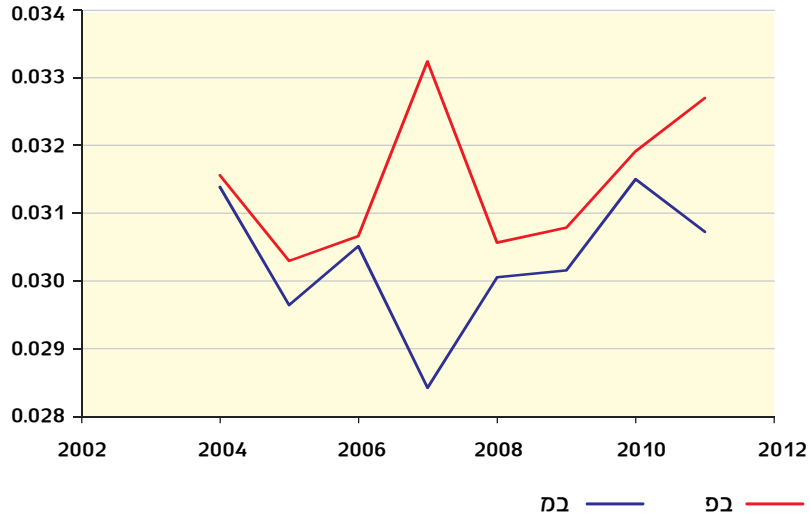
ב. יחס האשראי לציבור לסך הנכסים בבנקים הבינוניים



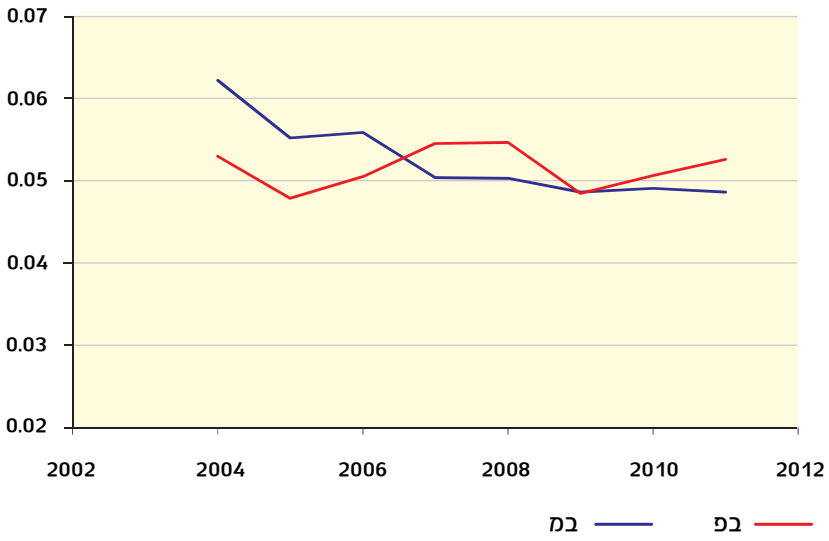
ג. יחס הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגזר העסקי



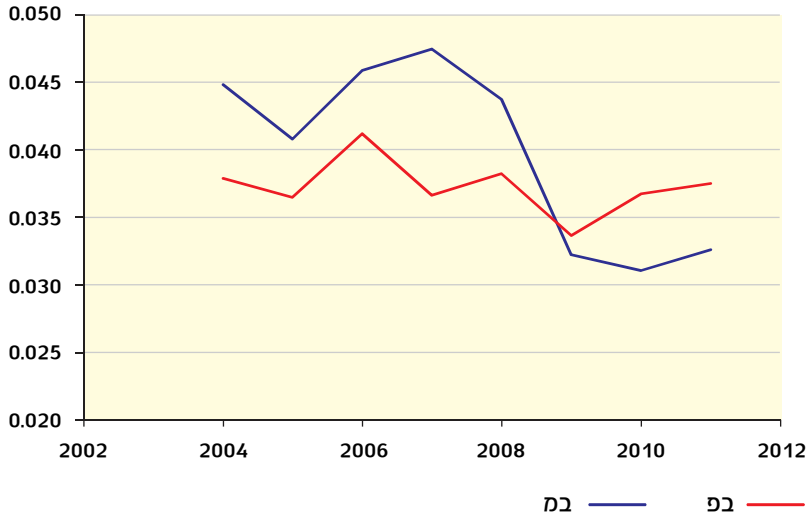
ד. יחס הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגזר המסחרי



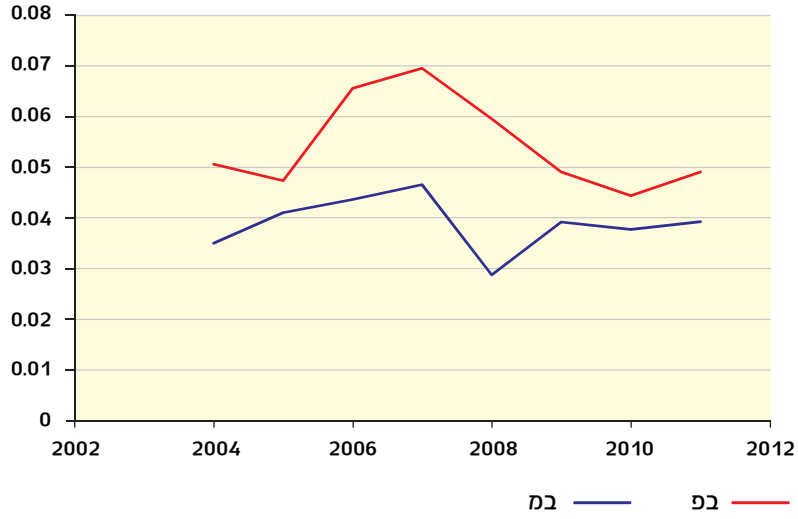
ה. יחס הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגזר העסקים הקטנים



ו. יחס הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגזר משקי הבית



ז. יחס הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, בם – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות, ובנק 3 הוא קבוצת הבנק הבינלאומי.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

מהתרשימים נראה כי המינוף בקבוצה הבנקאית הגדולה בבעלות פרטית גבוה מזה שבבנקים שבבעלות ממשלתית. כך, בשנים שבהן קבוצת דיסקונט הייתה בבעלות ממשלתית שיעור המינוף בה היה נמוך מזה שבשתי הקבוצות הבנקאיות הבינוניות שבבעלות פרטית. כמו כן, לאחר ההפרטה (ב־2006) עלה המינוף בקבוצת דיסקונט בהשוואה למינוף שהיה לפני ההפרטה והתייצב בשיעור המינוף של קבוצת הבינלאומי (שבבעלות פרטית). כלומר, ממצאים אלה תומכים בגישה השנייה, שלפיה הבעלות הממשלתית מרסנת את החשיפה לסיכונים. גישה זו מתיישבת עם העובדה שהמנהלים בבנקים שבבעלות ממשלתית הם נושאי הסיכון (ולא בעלי המניות).

בעניין הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים במגוון מגזרי הפעילות (חלקים ג–ז של התרשים) הממצאים אינם חד־משמעיים: במגזר העסקי ובמגזר משקי הבית רווחי המימון לסך הנכסים בקבוצת הבנק בבעלות ממשלתית היו גבוהים יותר עד 2008, למרות המינוף הנמוך יותר במגזרים אלה בקבוצת בנק זו שבבעלות ממשלתית. במגזר הבנקאות הפרטית, שבו יש כאמור יתרונות ברורים לגודל ולמגוון, הרווח מפעולות מימון לסך הנכסים היה גבוה יותר בקבוצת הבנקים שבבעלות פרטית בהשוואה לזו שבבעלות ממשלתית.

2. תוצאות הרגרסיות

כמו התמונה העולה מתרשים 2, ההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית היא מינוף נמוך יותר (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). כן התקבל כי ההשפעה החיובית של היעילות על המינוף מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 5, לעיל עמ׳ 31). תוצאה זו תומכת בטענה שבנקים בבעלות ממשלתית ממקסמים את תפוקתם (יעילות נמוכה) ומרסנים את חשיפתם לסיכון על ידי הגבלת המינוף.

בניגוד לממצאים בתרשים 2, נמצא ברגרסיה שבמגזר משקי הבית הרווח מפעולות מימון נמוך יותר בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). נראה שהבנקים בבעלות פרטית מנצלים יותר את כוח השוק כלפי משקי הבית. במגזר הבנקאות הפרטית נמצא כי הרווח מפעולות מימון בבנקים בבעלות ממשלתית גבוה יותר דווקא (גם במקרה זה בניגוד לעולה מתרשים 2, וראו שם). נראה שהסיבה לכך היא שבניגוד למשקי הבית, הלקוחות בבנקאות הפרטית משתמשים פחות באשראי, שכן הם בעלי מקורות המימון, ולכן לבנקים בבעלות פרטית אין כוח שוק רב במגזר פעילות זה. עוד נמצא כי במשקי הבית ההשפעה השלילית של הגודל על הרווח מפעולות מימון מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32). במגזר העסקים הקטנים נמצאה השפעה שלילית מובהקת של היעילות על הרווח מפעולות מימון, אך בעוצמה נמוכה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. ואילו במגזר הבנקאות הפרטית ההשפעה השלילית דווקא מתחזקת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו שם).

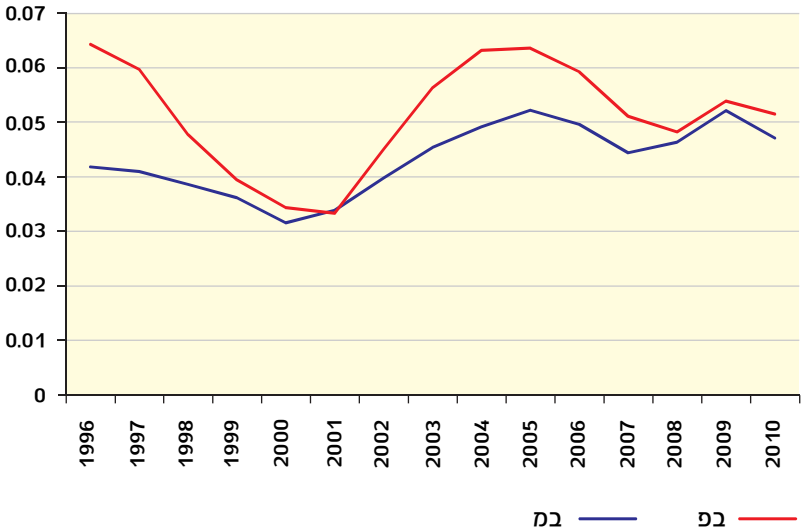
ג. השפעת הבעלות הממשלתית על החשיפה לסיכונים

1. התמונה העולה מהתרשימים

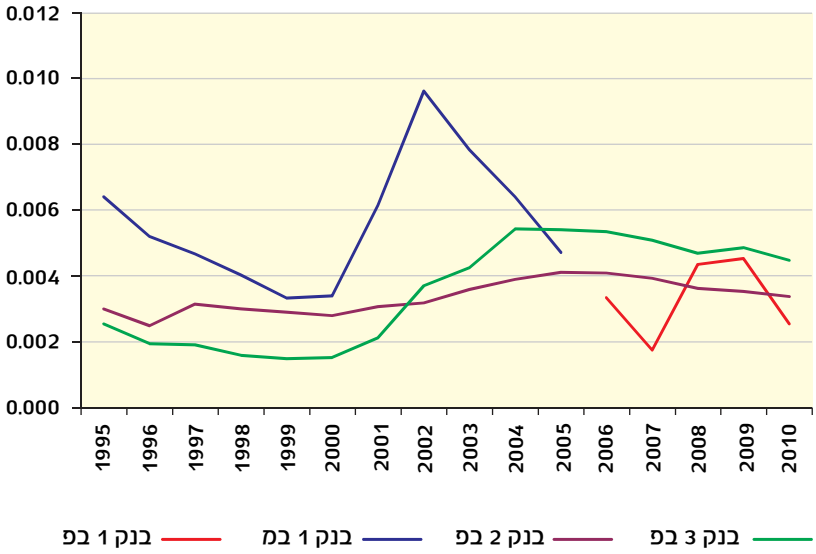
ההשערה המרכזית הנבחנת במחקר זה היא שבנק בבעלות ממשלתית מגדיל את חשיפתו לסיכונים בהשוואה לבנק בבעלות פרטית מהסיבות שנמנו בדיון במסגרת העיונית לעיל, וכפי שנמצא אצל יאנוטה ועמיתיו (Iannotta *et al.* 2013). לכן, תרשים 3 להלן מתמקד בחשיפה של הקבוצות הבנקאיות לסיכונים, ובעיקר בחשיפה לסיכון אשראי, אגב שימוש בשיעור ההפרשה להפסדי אשראי מסך האשראי בקבוצות הבנקאיות הגדולות (חלקים א ו־ב של התרשים) ובשיעור ההפרשה לחובות מסופקים מסך נכסי הסיכון לפי מגזרי פעילות בשתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות (חלקים ג–ז של התרשים).

תרשים 3: סיכוני האשראי בקבוצות הבנקאיות ובמגזרי הפעילות שבהן*

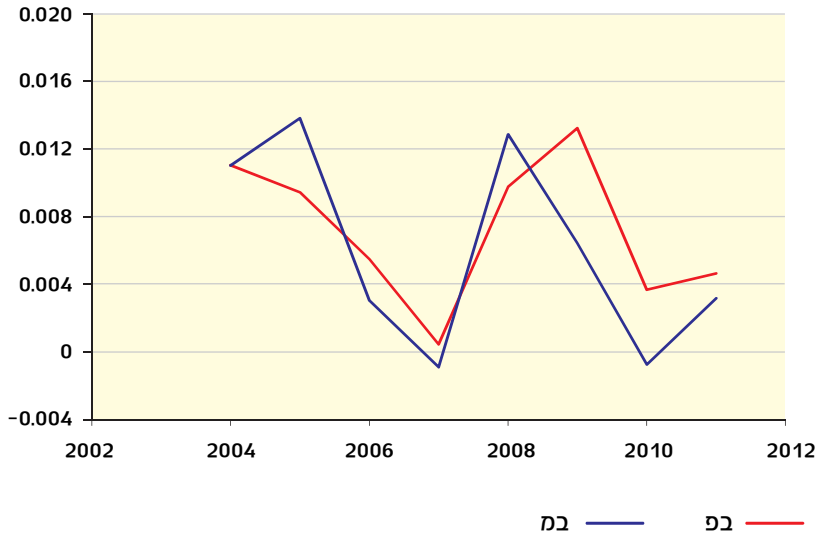
א. יחס ההפרשה להפסדי אשראי מסך האשראי בבנקים הגדולים



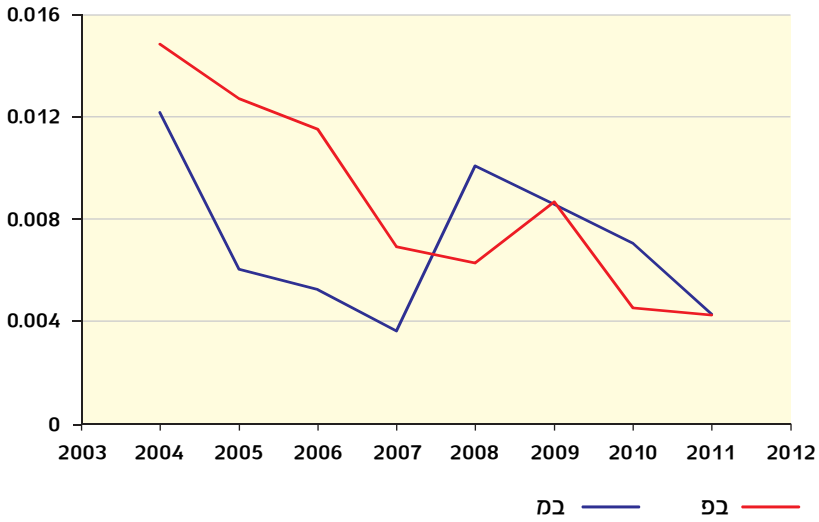
ב. יחס ההפרשה להפסדי אשראי מסך האשראי בבנקים הבינוניים



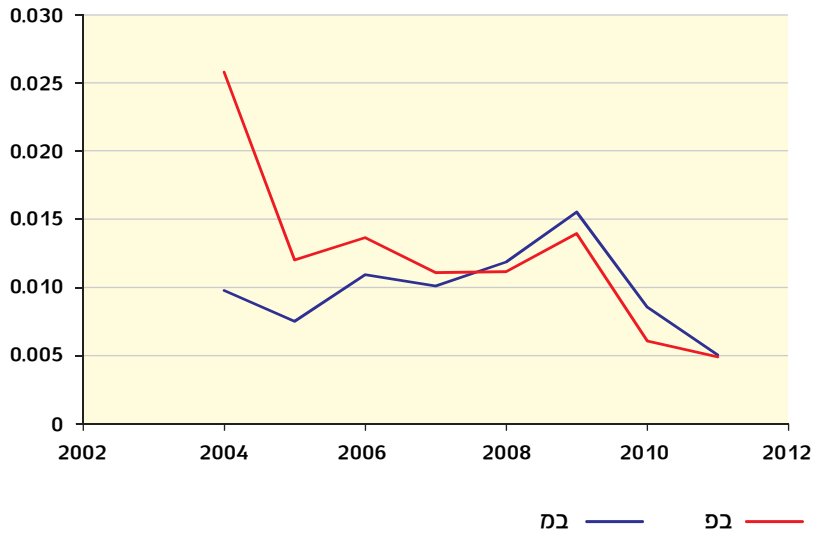
ג. יחס ההפרשה לחומ"ס לנכסי סיכון במגזר העסקי



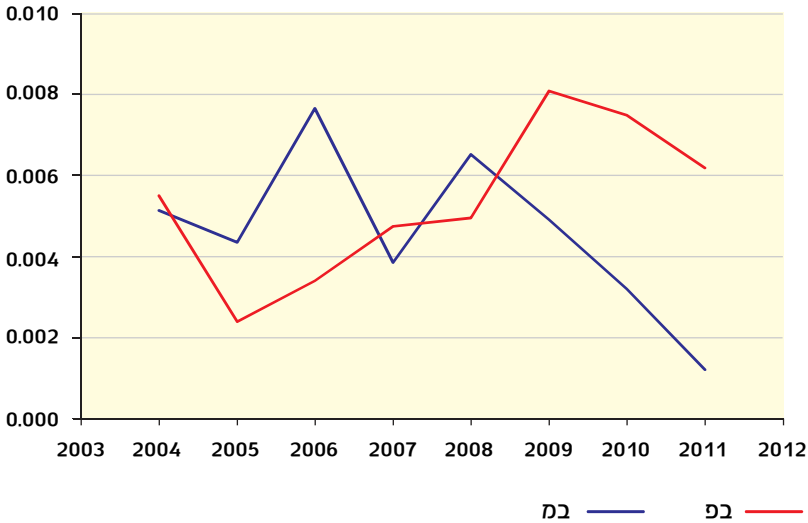
ד. יחס ההפרשה לחומ"ס לנכסי סיכון במגזר המסחרי



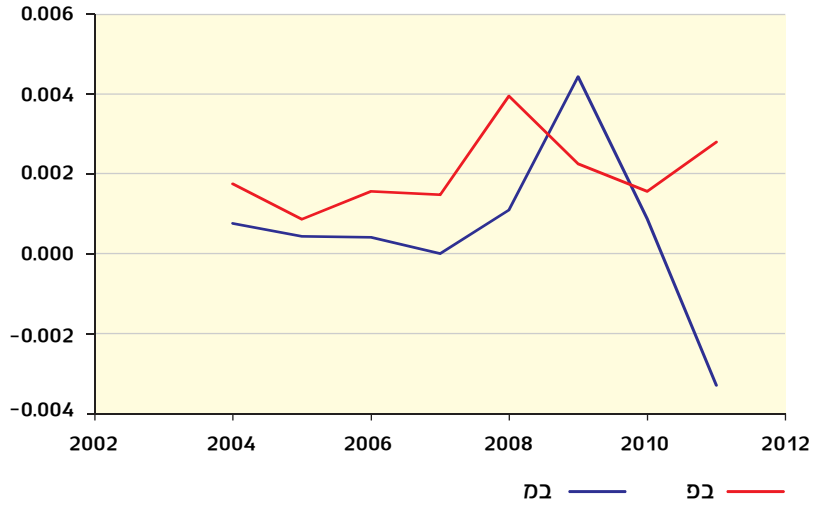
ה. יחס ההפרשה לחומ"ס לנכסי סיכון במגזר העסקים הקטנים



ו. יחס ההפרשה לחומ"ס לנכסי סיכון במגזר משקי הבית



ז. יחס ההפרשה לחומ"ס לנכסי סיכון במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות, ובנק 3 הוא קבוצת הבנק הבינלאומי; חומ"ס – חובות מסופקים.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

גם במקרה זה הממצאים העולים מהתרשימים אינם חד־משמעיים: מצד אחד, בהשוואה בין שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות נמצא כי שיעור החשיפה לסיכונים נמוך יותר בקבוצה שבבעלות ממשלתית (חלק א של התרשים). לעומת זאת, בהשוואה בין הקבוצות הבנקאיות הבינוניות נמצא כי החשיפה של בנק דיסקונט בתקופת היותו בבעלות ממשלתית הייתה גבוהה יותר מזו של הבנקים האחרים שבבעלות פרטית, וכן שחשיפה זו ירדה אחרי שקבוצה בנקאית זו הופרטה. מנתוני מגזרי הפעילות (חלקים ג–ז של התרשים) לא התקבל ממצא ברור וחד־משמעי. למשל, במגזר משקי הבית עד 2008 הקבוצה הבנקאית שבבעלות ממשלתית הייתה חשופה יותר לסיכונים, אך התמונה התהפכה לאחר פרוץ המשבר הפיננסי הגלובלי, ואילו במגזר המסחרי מתקבלת תמונה הפוכה.

2. תוצאות הרגרסיות

בכל הרגרסיות שבהן נמצאה השפעה ישירה מובהקת של הבעלות הממשלתית על החשיפה לסיכונים, היא הייתה השפעה חיובית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30), אם מפקחים ברגרסיה על הגודל, על הרווחיות ועל ההכנסה התפעולית. כלומר, בניגוד לממצא בתרשימים, בנקים בבעלות ממשלתית נחשפים יותר לסיכונים.

בבנקים בבעלות ממשלתית נמצאה השפעה חיובית גדולה יותר של הגודל על החשיפה לסיכונים (ראו לוח 5, לעיל עמ׳ 31). נמצא כי ההשפעה השלילית של הרווח מפעולות מימון על החשיפה לסיכונים נחלשה בבנקים בבעלות ממשלתית, ואילו ההשפעה החיובית של ההכנסה התפעולית על הסיכון התעצמה בבנקים בבעלות הממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32).

ד. השפעת הבעלות הממשלתית על ההכנסות התפעוליות

1. התמונה העולה מהתרשימים

ההכנסות התפעוליות (שלא מריביות) לסך הנכסים, ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים ויחס הכיסוי (היחס בין ההכנסות התפעוליות להוצאות התפעוליות) – אלה משקפים בצוותא את היעילות התפעולית, את מדיניות התמחור של הפעילות התפעולית, ואת מידת ההסתמכות של הבנקים על העמלות ועל פער הריביות למימון ההוצאות התפעוליות. התובנה היא שהסיכונים צריכים להיות מתומחרים על ידי פער הריביות – כלומר הפרמיה הגלומה בהם; ואילו ההוצאות התפעוליות צריכות להיות מתומחרות על ידי ההכנסות התפעוליות – כלומר יחס הכיסוי צריך להיות 1. הסעיפים שלהלן דנים בסוגיות אלה ובסוגיות נוספות במערכת הבנקאות בישראל.

כאמור, לצד הרווח מפעולות מימון נהנים הבנקים גם מהכנסות תפעוליות (בעיקר מעמלות). הספרות עוסקת בקשר בין שני מקורות ההכנסה האלה של הבנק. למשל, נשמעת הטענה שיש סבסוד צולב בין שני מקורות ההכנסה,[17] והוא בא לידי ביטוי בכך שההחלטה באשר להרכב ההכנסות האלה היא החלטה אסטרטגית בקבוצה הבנקאית. לכן, תמחור השירות הבנקאי מביא בחשבון גם את פער הריביות וגם את העמלות. קרוב לוודאי שפירמה בנקאית השואפת למקסם את רווחיה תתבסס יותר על הכנסותיה מפער הריביות כאשר גמישות הביקוש של לקוחותיה ביחס לפער הריביות נמוכה ביחס לגמישות הביקוש של לקוחותיה ביחס לעמלות, וגם ההפך נכון.

האם יש הבדל בתמחור שירותי התיווך הפיננסי באשר להרכב שני המקורות האלה, בין קבוצה בנקאית שהיא בבעלות ממשלתית לבין קבוצה בנקאית שהיא בבעלות פרטית? השימוש בעמלות לתמחור הפעילות הבנקאית יכול לשמש גם את הממשלה לפי גישת הכלכלה הפוליטית ולפי גישת ההתערבות בכשלי שוק (ראו הדיון במסגרת העיונית). במקרים אלו הממשלה תפעל להוזלת העמלות (ובעקבות זאת לפגיעה ברווחי הבנק) משיקולים פוליטיים או לשם טיפול בכשלי השוק, למרות היותה הבעלים של חלק מהקבוצות הבנקאיות.

בתרשים 4 להלן מתוארות ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים בשתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות במגזרי הפעילות השונים. אפשר לראות שההכנסות התפעולית לנכס במגזר העסקי ובמגזר המסחרי נמוכות לעומת ההכנסות התפעולית לנכס בשאר המגזרים – משקי בית, בנקאות פרטית ועסקים קטנים. ייתכן שהממצא הזה מצביע על הגמישות הגבוהה למדי של הביקוש לשירותי בנקאות במגזר העסקי ובמגזר המסחרי, ועל ניצול הגמישות הנמוכה למדי בשאר המגזרים (בעיקר של משקי הבית). אגב, תמונה דומה של התפלגות גובה ההכנסות לנכס פעילות לפי מגזרי הפעילות מצטיירת גם באשר לרווח מפעולות מימון לסך נכסים (ראו תרשים 2, לעיל עמ' 39–42).

ביחס לטענה בדבר הסבסוד הצולב בין שני מקורות ההכנסה שנזכרו לעיל, תרשים 2 (שם) ותרשים 4 להלן מראים שרק במגזר המסחרי (לווים בינוניים) אפשר למצוא מידה מסוימת של עקביות בהתפתחות הפעילות לאורך תקופת המדגם (2004–2011) עם הפעלתה של מדיניות הסבסוד הצולב. זאת משום שבהכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר המסחרי בקבוצה הבנקאית בבעלות ממשלתית אפשר לזהות מגמת קלה של ירידה בתקופת המדגם (ראו להלן תרשים 4), ואילו ברווח מפעולות מימון לסך הנכסים באותו מגזר ובאותה קבוצה בנקאית הסתמנה

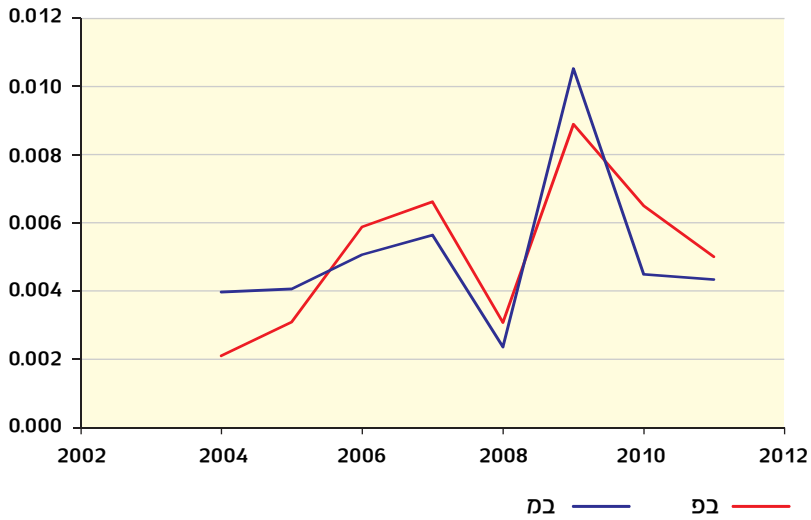
17 סבסוד צולב הוא מצב שבו פירמה המייצרת מגוון של מוצרים מממנת הוצאות ייצור של מוצר אחד (או חלק מהן) באמצעות תקבולי המכירות של מוצר אחר.

מגמת עלייה (מאז 2005; ראו תרשים 2, לעיל עמ' 39–42). בשאר המגזרים אין ניכרת הלימה למדיניות הסבסוד הצולב.

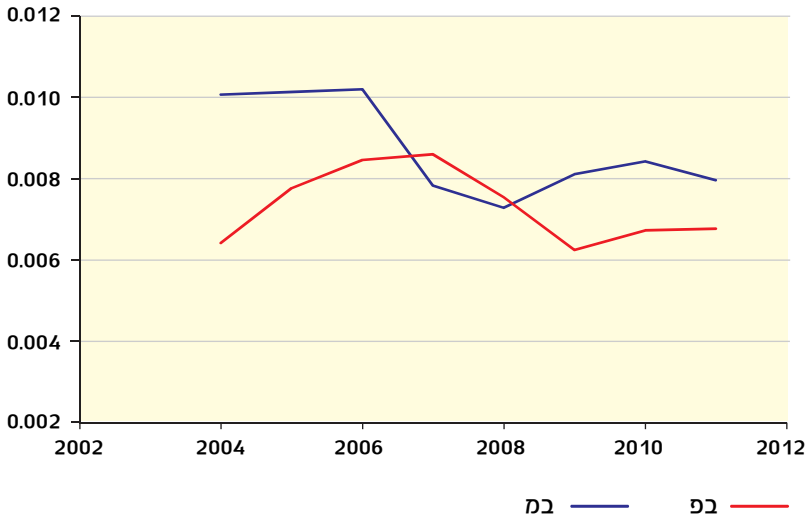
צפוי שגישת הכלכלה הפוליטית וגישת ההתערבות בכשלי השוק ישתקפו בפעילות משקי הבית והעסקים הקטנים בקבוצה הבנקאית שבבעלות ממשלתית. אפשר לראות שההכנסות התפעוליות לסך הנכסים בקבוצה הבנקאית בבעלות ממשלתית במגזר משקי הבית דווקא גבוהות יותר (חלק ד של תרשים 4 להלן), אך במגזר פעילות העסקים הקטנים הן אכן נמוכות יותר במרבית תקופת המדגם (חלק ג של התרשים). תוצאה זו בעסקים הקטנים מתיישבת עם קיומו, למשל, של כשל שוק בפעילות העסקים הקטנים, המביא להתערבות הממשלתית באמצעות הקבוצה הבנקאית שבבעלותה.

תרשים 4: ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים בקבוצות הבנקאיות ובמגזרי הפעילות שבהן*

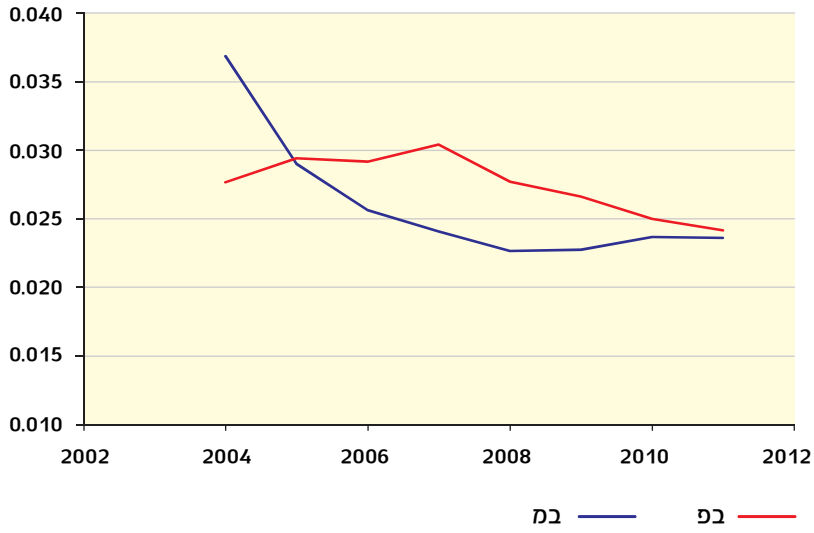
א. יחס ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר העסקי



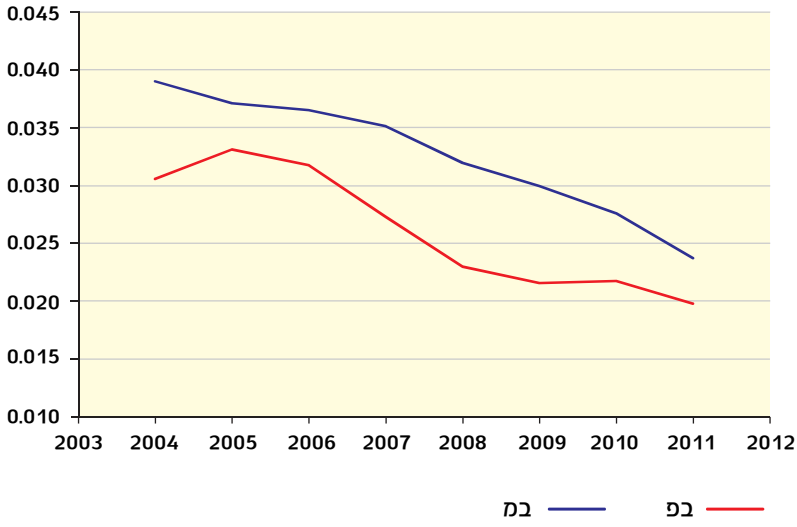
ב. יחס ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר המסחרי



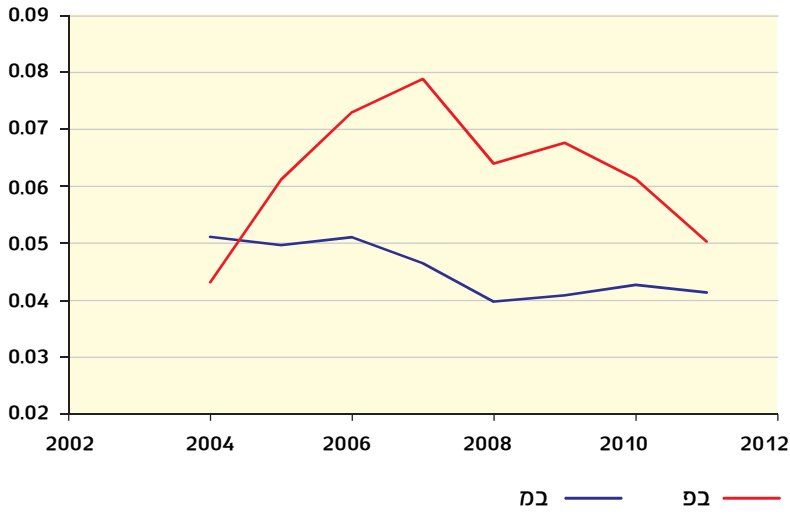
ג. יחס ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר העסקים הקטנים



ד. יחס ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר משקי הבית



ה. יחס ההכנסות התפעוליות לסך הנכסים במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

2. תוצאות הרגרסיות

כמו הרווח מפעולות מימון, במגזר משקי הבית הרגרסיות מראות שההכנסות התפעוליות נמוכות יותר בבנקים בבעלות ממשלתית (שלא כמו שעולה מתרשים 4 לעיל), ואילו במגזר הבנקאות הפרטית – שלכאורה הוא בעל גמישות גבוהה יותר לתיווך הפיננסי – ההכנסה התפעולית גבוהה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30).[18] בהנחה שגמישות הביקוש לשירותים פיננסיים של משקי הבית נמוכה מזו של הבנקאות הפרטית, תוצאות אלה מתיישבות עם אי־מקסום הרווחים בבנקים בבעלות הממשלתית ועם המניע הפוליטי של עזרה למשקי הבית החלשים יותר.

במגזר משקי הבית (כמו ברווח מפעולות מימון) ההשפעה השלילית של הגודל על ההכנסה התפעולית מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32). לעומת זאת, במגזר הבנקאות המסחרית נמצאה השפעה חיובית של הגודל על ההכנסה התפעולית, והשפעה זו מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו שם). במגזרי כלל הלווים (j=1,2,3) ההשפעה השלילית של הסיכון על ההכנסה התפעולית נחלשת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו שם).

ה. השפעת הבעלות הממשלתית על היעילות התפעולית

1. התמונה העולה מהתרשימים

היעילות התפעולית נבחנת באמצעות מדידת יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים. סוגיית ההוצאות התפעוליות בבנקים, ובמיוחד הוצאות השכר הגבוהות וה״גלגול״ שלהן לפערי הריביות ולעמלות, עולה מדי פעם בפעם לסדר היום הציבורי. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים מצביע גם על יעילותה של הקבוצה הבנקאית וגם על מידת הניצול שלה את יתרונות הגודל והמגוון.[19] בהנחה שבנקים בבעלות ממשלתית אינם פועלים למקסום הערך הנוכחי של זרמי הדיווידנדים, ובהיעדר השפעות חיצוניות, אפשר לצפות שבנקים בבעלות פרטית יהיו יעילים יותר.

בתרשים 5 להלן מוצג יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים בקבוצה הבנקאית במבנה דומה לזה שבשאר התרשימים. מההשוואה בין שתי הקבוצות

18 ייתכן, כמובן, שתוצאה זו קשורה בהבדלים בין המגזרים בצורכי התיווך הפיננסי.

19 לעניין זה קשורה גם סוגיית שכר המנהלים הגבוה בבנקים והאופן שבו בעלי המניות מתמרצים את מנהלי הבנקים להביא בחשבון את האינטרסים של בעלי המניות. בתוך כך מובאים בחשבון שיקולים לטווח הארוך ושאלת קיומו של שוק עבודה הקושר בין שכר המנהל בקבוצה הבנקאית בבעלות פרטית לבין שכר המנהל בקבוצה שבבעלות ממשלתית.

הבנקאיות הגדולות (חלק א של התרשים) עולה שמאז שנת 2000 הקבוצה הבנקאית הגדולה בבעלות ממשלתית יעילה יותר מהקבוצה שבבעלות פרטית.[20] לעומת זאת, בהשוואה בין הקבוצות הבנקאיות הבינוניות (חלק ב של התרשים) מתקבלת תמונה הפוכה, ולפיה בנק דיסקונט בתקופת היותו בבעלות ממשלתית היה יעיל פחות משני הבנקים האחרים שבבעלות פרטית. עם זאת, מעניין שהיעילות התפעולית לא השתפרה לאחר שבנק דיסקונט עבר לבעלות פרטית ב־2006. כלומר, מקרה זה מחזק את הטענה שסוג הבעלות לא השפיע על היעילות התפעולית.

בחלקים ג–ז של התרשים מובאת השוואה בין היעילות התפעולית של שתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות לפי מגזרי הפעילות. נמצא שברוב מגזרי הפעילות, למעט במגזרי הבנקאות הפרטית ובעסקים הקטנים, הקבוצה הבנקאית בבעלות פרטית יעילה לפחות כמו הקבוצה בבעלות ממשלתית, ובתקופות רבות היא אף יעילה ממנה. מצד אחד, ממצא זה מתיישב עם ההשערה שבהיותה בבעלות ממשלתית הקבוצה הבנקאית אינה פועלת למקסום הערך הנוכחי של זרמי הדיווידנדים ולכן אינה יעילה. מצד שני, תוצאה זו במגזרים השונים אינה מתיישבת עם הממצא האגרגטיבי שנזכר לעיל באשר לשתי הקבוצות הבנקאיות הגדולות.

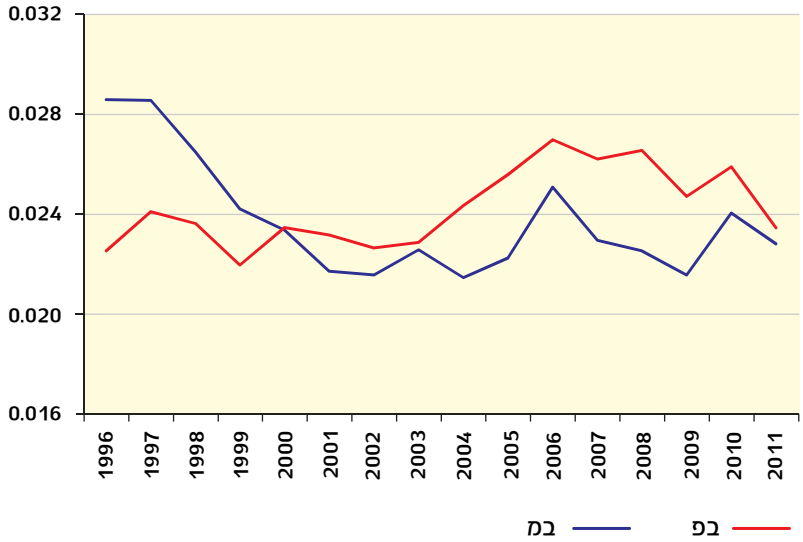
2. תוצאות הרגרסיות

במגזר משקי הבית נמצא כי בנקים בבעלות ממשלתית יעילים פחות (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). עוד נמצא כי ההשפעה החיובית של המינוף על היעילות מתחזקת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 5, לעיל עמ׳ 31). בבנקאות המסחרית, ההשפעה השלילית של הגודל על היעילות חזקה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32), ואילו במגזר משקי הבית נמצאה השפעה חיובית מובהקת של הגודל על היעילות, והיא נחלשת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו שם). תמונה זו באשר למיצוי היתרונות לגודל בשני המגזרים מעלה את האפשרות שבמגזר הבנקאות המסחרית היתרונות לגודל מוצו מיצוי מלא, ולכן נמצאה השפעה שלילית של הגודל על היעילות. לעומת זאת, במגזר משקי הבית יתרונות הגודל עדיין לא מוצו, ולכן נמצאה השפעה חיובית של הגודל על היעילות. הירידה בהשפעה החיובית של הגודל על היעילות במגזר משקי הבית בבנקים בבעלות ממשלתית תומכת בטענה שבנקים בבעלות ממשלתית אינם יעילים ואינם פועלים למקסום תפוקתם. כמו כן נמצא שבמגזר משקי הבית החשיפה לסיכון משפיעה השפעה חיובית על היעילות, והשפעה זו פוחתת בבנקים בעלות ממשלתית (ראו שם).

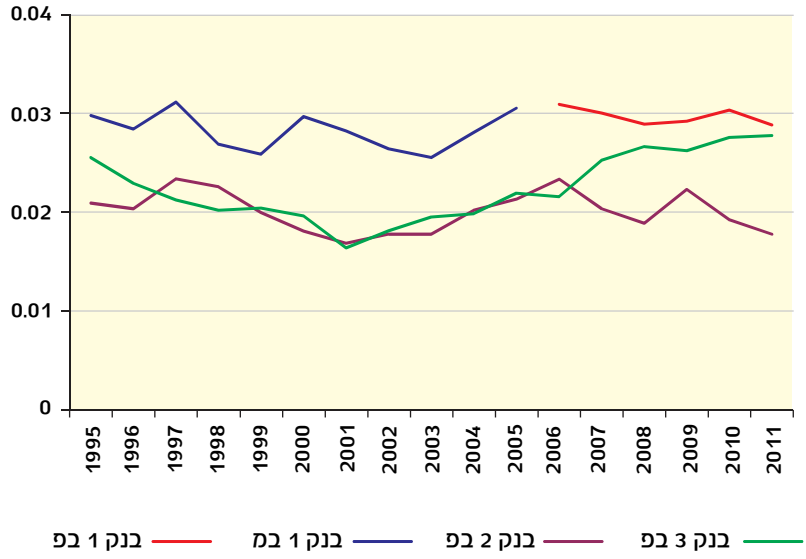
20 נשים לב כי ככל שההוצאות התפעוליות גבוהות יותר ביחס לנכסים, היעילות התפעולית יורדת.

תרשים 5: היעילות התפעולית בחמש הקבוצות הבנקאיות ובמגזרי הפעילות שלהן*

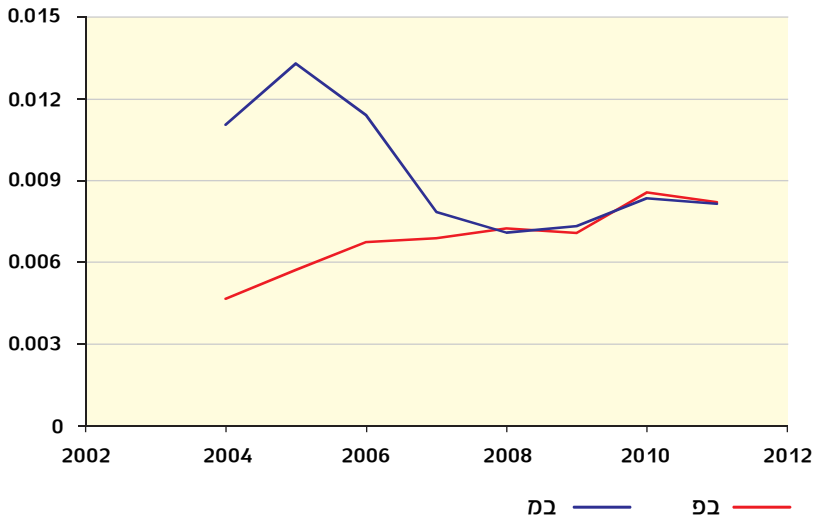
א. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים בבנקים הגדולים



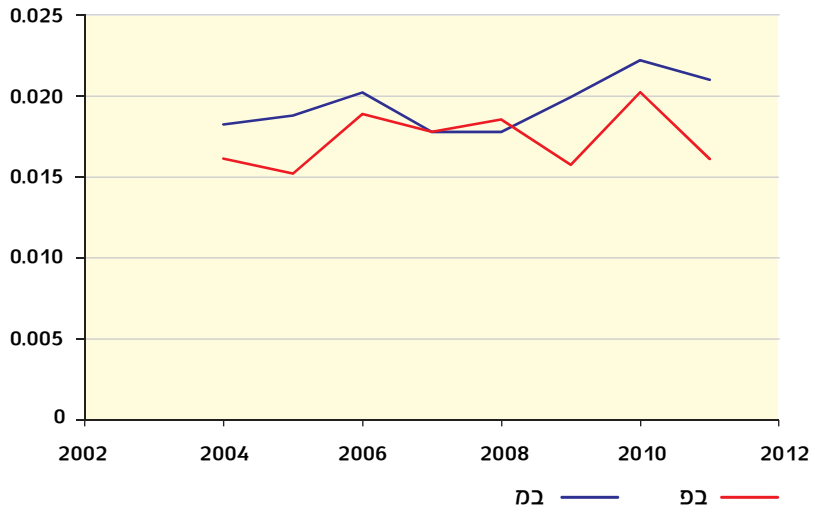
ב. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים בבנקים הבינוניים



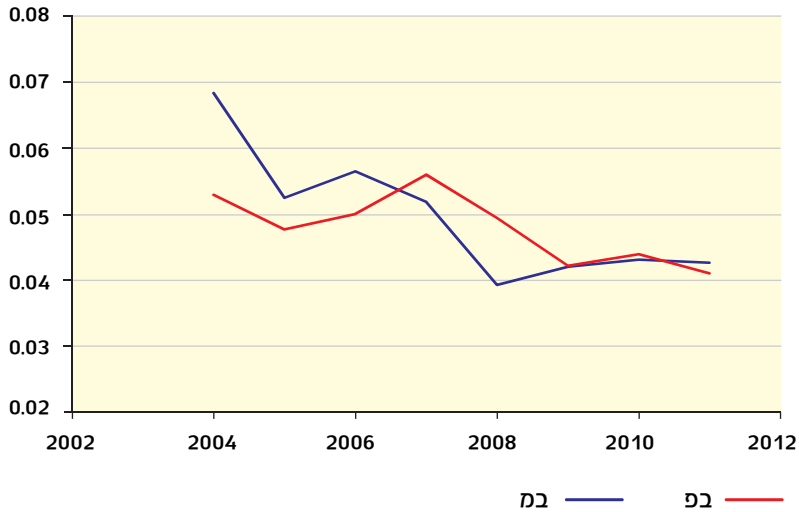
ג. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים במגזר העסקי



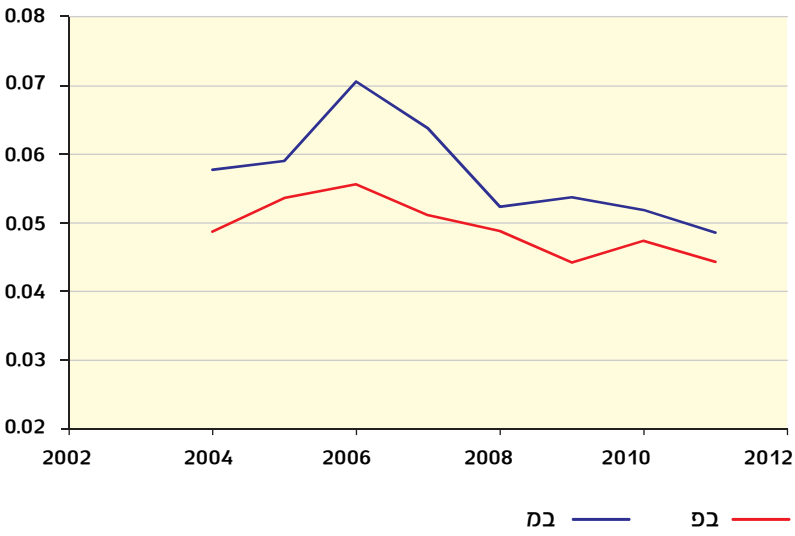
ד. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים במגזר המסחרי



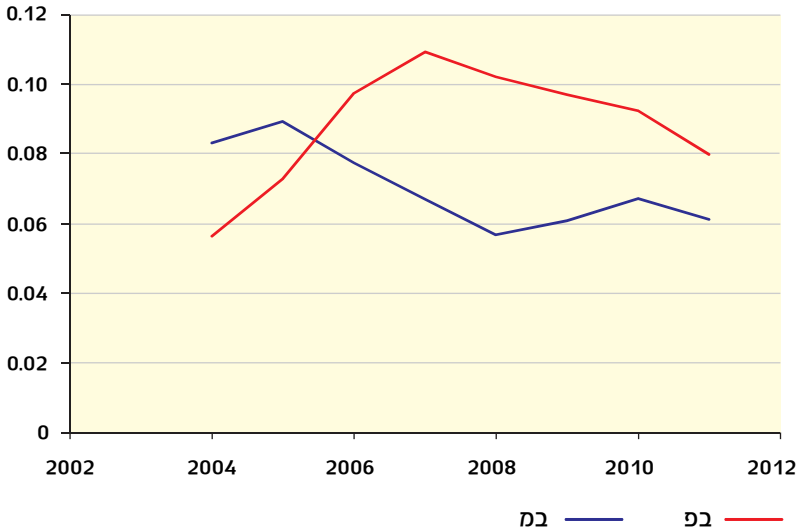
ה. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים במגזר העסקים הקטנים



ו. יחס ההוצאות התפעוליות לסך הנכסים במגזר משקי הבית



ז. יחס הוצאות התפעוליות לסך הנכסים במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות, ובנק 3 הוא קבוצת הבנק הבינלאומי.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

ו. השפעת הבעלות הממשלתית על יחס הכיסוי

1. התמונה העולה מהתרשימים

יחס הכיסוי מודד את מרכיב הכיסוי של ההוצאות התפעוליות (הכוללות בין השאר את הוצאות השכר) ביחס להכנסות התפעוליות (הכוללות בין השאר את ההכנסות מעמלות). ככל שהיחס הזה גבוה יותר, כך כדי לתמחר את הוצאותיו השוטפות נשען הבנק פחות על הרווח מפעולות מימון, ויותר על ההכנסות מפער הריביות. היות שפער הריביות מבטא את הפרמיה בגין הסיכונים שהבנק נחשף אליהם בהעמדת המימון ללקוחותיו, משיקולי יעילות עדיף יחס כיסוי גבוה, הקרוב לערך 1, שכן העמסת מימון ההוצאות התפעוליות על פער הריביות עלולה לערב שיקול זר בהחלטות על ההשקעות (המושפעות במידה רבה מרמתה של ריבית החובה) – שיקול ההוצאות התפעוליות.

יש ניגוד עניינים בין בעלי המניות ונושאי הסיכונים לבין המנהלים בבנקים ביחס לגובה ההוצאות התפעוליות. בעלי המניות מעוניינים להשיא את זרמי הדיווידנדים, ואילו המנהלים מעוניינים להשיא את הערך הנוכחי של הכנסותיהם משכר וממקורות אחרים. מגבלה שתעמיד חסם תחתון אפקטיבי ליחס הכיסוי, ותמנע ככל האפשר את השימוש בהכנסות מפער הריביות למימון ההוצאות התפעוליות, תפעל להגברת היעילות בפעילות הבנקים. מגבלה כזאת תיטיב עם בעלי המניות ועם נושאי הסיכונים בכך שתיצור קשר הדוק יותר בין פער הריביות לבין החשיפה לסיכונים; וכן בין הכנסות המנהלים למשתני מחזור העסקים הכלכלי המשפיעים על ההכנסות מעמלות בבנקים (למשל, בשפל ובגאות). סביר אפוא להניח שבבנקים בבעלות ממשלתית לא תימצא מגבלה כזאת ויחס הכיסוי בהם יהיה נמוך יותר (כלומר פער הריביות יממן חלק גדול יותר מההוצאות התפעוליות).

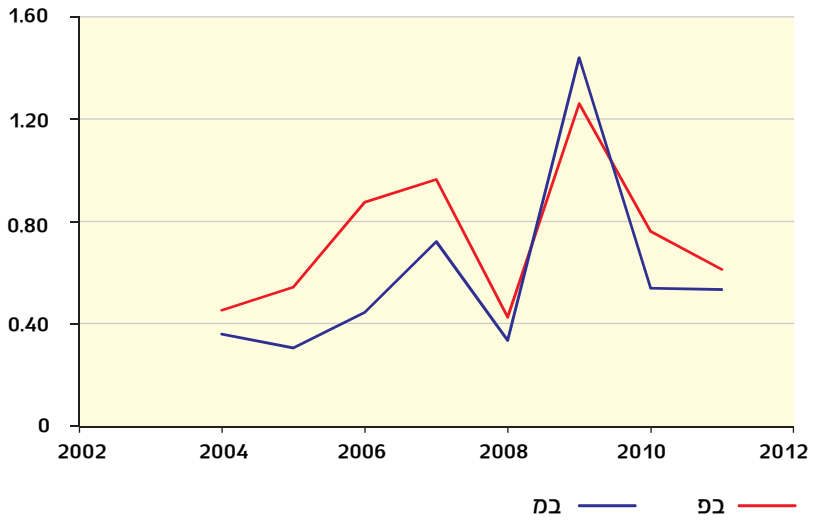
בתרשים 6 להלן מתואר יחס הכיסוי בשני הבנקים הגדולים בחמשת מגזרי הפעילות. התרשים מראה כי עד 2008, במגזר הפעילות העסקי, במגזר העסקים הקטנים ובמגזר הבנקאות הפרטית יחס הכיסוי בבנקים בבעלות ממשלתית היה אכן נמוך יותר. לאחר 2008 לא ניכר עוד הבדל בין הבנקים, להוציא במגזר משקי הבית, שבו נפער בשנה זו פער, ודווקא בבנק בבעלות ממשלתית יחס הכיסוי גבוה יותר.

2. תוצאות הרגרסיות

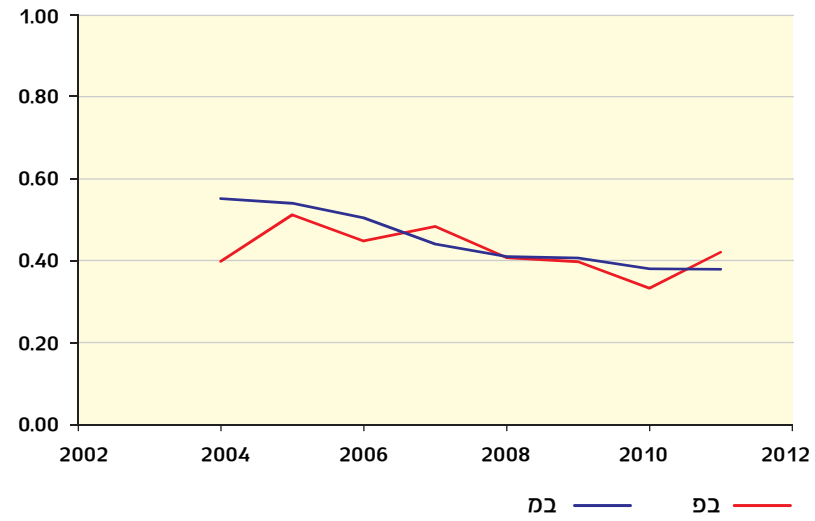
בשני מגזרי פעילות – משקי בית ולווים קטנים – נמצא שהבעלות ממשלתית הורידה את יחס הכיסוי בקבוצה הבנקאית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). על פי האומדן להשפעה העקיפה, נמצא כי במגזר הבנקאות המסחרית ההשפעה השלילית של הגודל על יחס הכיסוי מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית (ראו לוח 6, לעיל עמ׳ 32). ממצאים אלה עולים בקנה אחד עם הגישה הפוליטית של הממשלה, שלפיה יש לצמצם את התמחור באמצעות העמלות כדי להיטיב עם מגזרים מסוימים, למשל עם מגזר משקי הבית.

תרשים 6: יחס הכיסוי במגזרי הפעילות בשני הבנקים הגדולים*

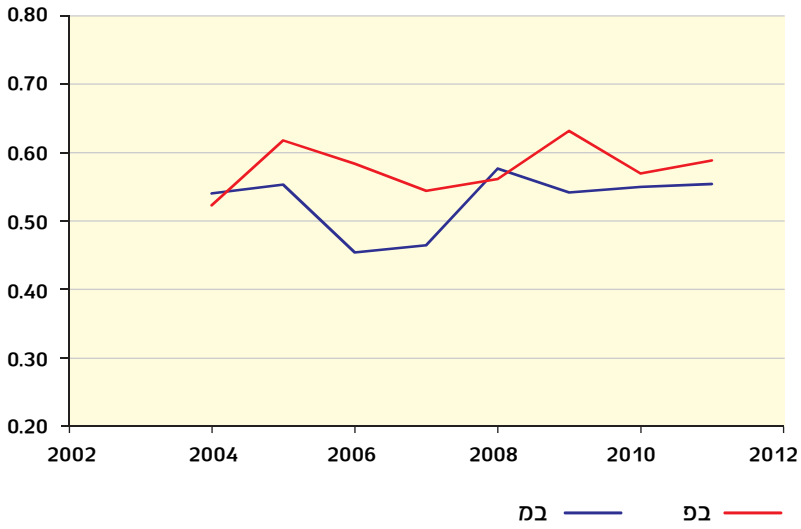
א. יחס הכיסוי במגזר העסקי



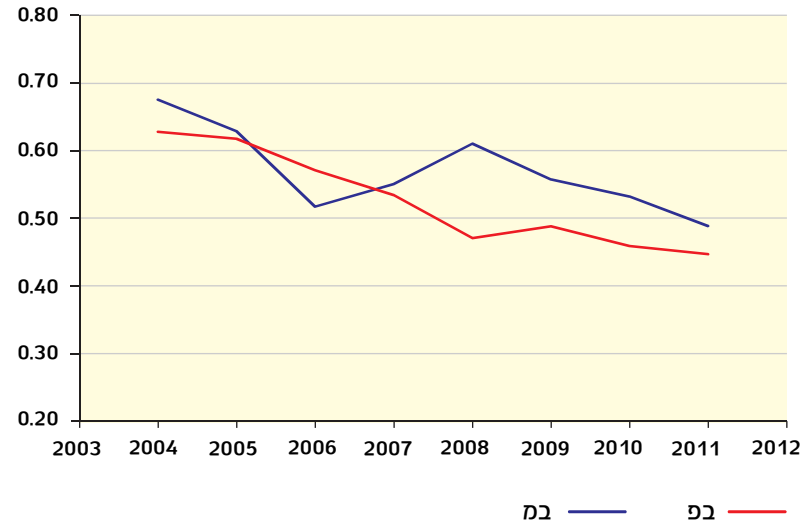
ב. יחס הכיסוי במגזר המסחרי



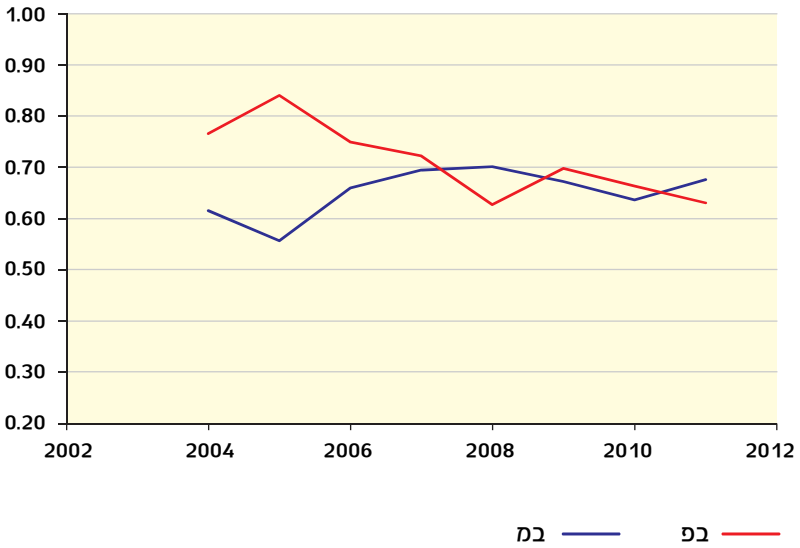
ג. יחס הכיסוי במגזר העסקים הקטנים



ד. יחס הכיסוי במגזר משקי הבית



ה. יחסי הכיסוי במגזר הבנקאות הפרטית



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

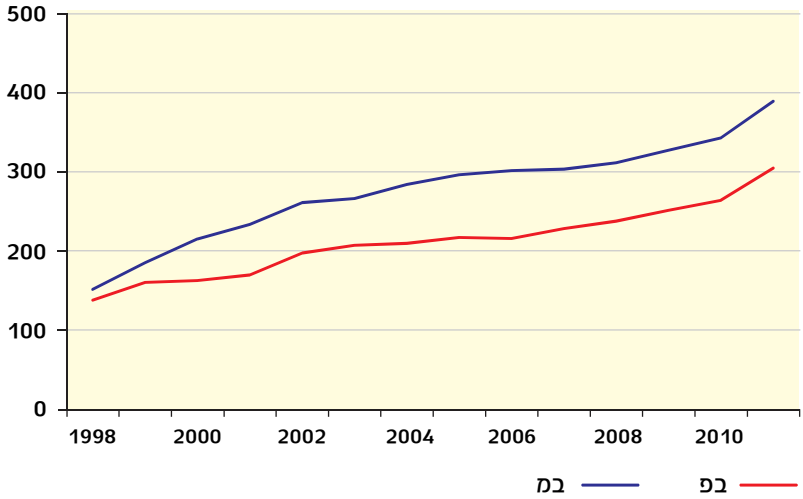
ז. השפעת הבעלות הממשלתית על פריון העבודה

1. התמונה העולה מהתרשימים

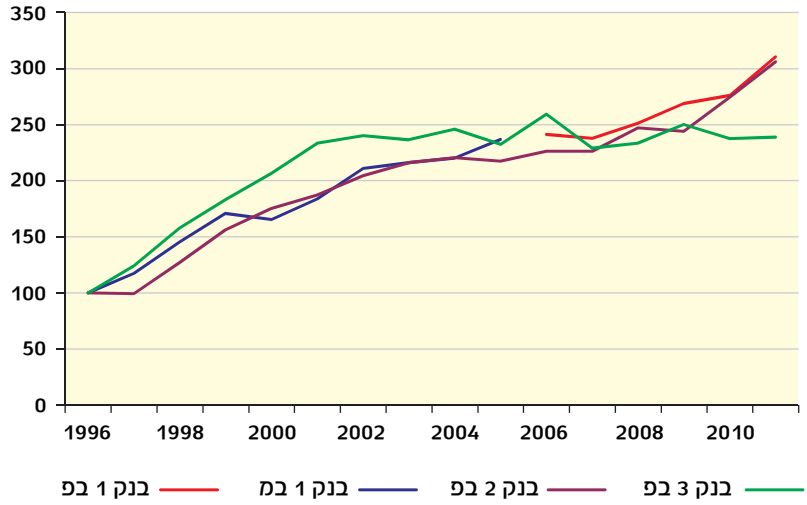
בתרשים 7 להלן מוצג מדד הנכסים למשרת שכיר (מדד לפריון העבודה) בכל אחת מחמש הקבוצות הבנקאיות. אפשר להבחין שעל פי אינדיקטור זה פריון העבודה בקבוצה הבנקאית הגדולה שבבעלות הממשלתית גבוה בהשוואה לפריון העבודה בקבוצה שבבעלות הפרטית. תוצאה זו מעניינת, בין השאר משום שהענקת תמריצים בפירמה להגברת פריון העבודה היא בדרך כלל שיקול לטווח בינוני וארוך שמביאים בחשבון בעלי המניות דווקא, ולא המנהלים. לכן, בפירמה בבעלות ממשלתית, שאין בה בעלי מניות פרטיים, נצפה לפריון עבודה נמוך יותר. בקבוצות הבנקאיות הבינוניות לא נמצאו הבדלים ניכרים בפריון העבודה, ובבנק דיסקונט נמצא שוויון בפריון גם בהשוואה בין התקופה שהבנק היה בבעלות ממשלתית לבין התקופה שלאחר ההפרטה. כלומר, לשינוי הבעלות בקבוצת דיסקונט לא הייתה השפעה של ממש על פריון העבודה. ברגרסיות לא נמצאה השפעה מובהקת של הבעלות הממשלתית על פריון העבודה.

תרשים 7: פריון העבודה בחמש הקבוצות הבנקאיות*

א. מדד הנכסים למשרת שכיר בבנקים הגדולים



ב. מדד הנכסים למשרת שכיר בבנקים הבינוניים



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות, ובנק 3 הוא קבוצת הבנק הבינלאומי; שנת ההתייחסות: 1996.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

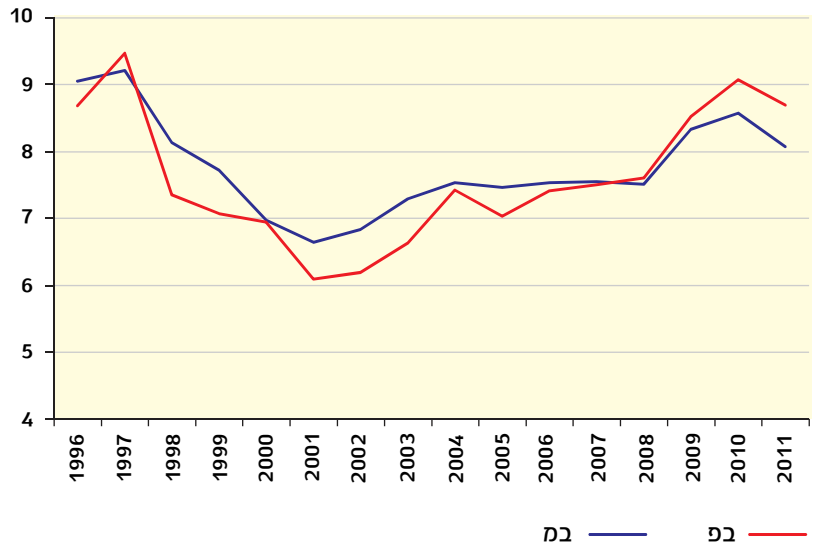
ח. השפעת הבעלות הממשלתית על הלימות ההון

1. התמונה העולה מהתרשימים

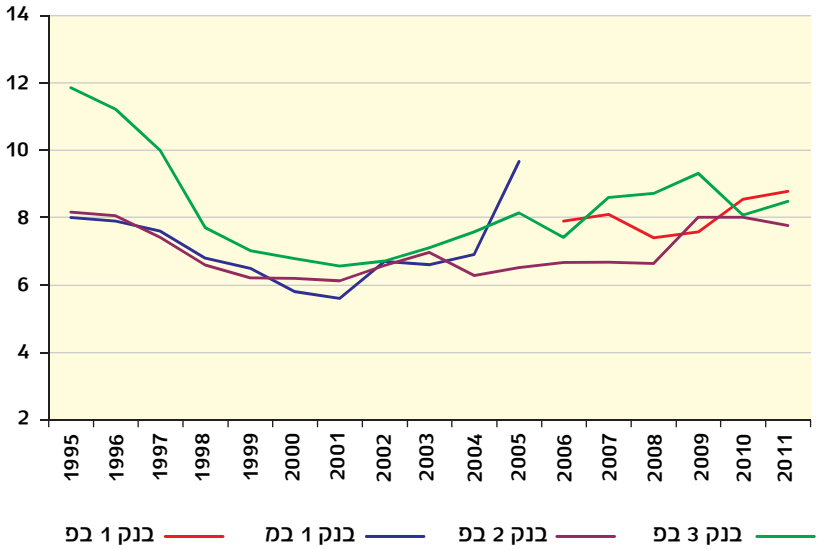
היחס בין ההון לבין נכסי הסיכון בקבוצות הבנקאיות משקף את מדיניות הסיכונים של הקבוצה הבנקאית ואת מדיניותה ביחס למלאי ההון, ובו בזמן את דרישות ההון מצד הפיקוח על הבנקים. בהנחה שבאשר לדרישות ההון של הרגולטור אין הבדל בין קבוצות בנקאיות בבעלות ממשלתית לבין הקבוצות שבבעלות פרטית, הבדלים בין סוגי הבעלויות, אם קיימים, ינבעו ממדיניות הסיכונים ומשיקולים אחרים של הבנקים המשפיעים על בחירת מלאי ההון העצמי הרצוי. תרשים 8 להלן מציג את הלימות ההון בחמש הקבוצות הבנקאיות.

תרשים 8: הלימות ההון בחמש הקבוצות הבנקאיות*

א. יחס ההון רובד 1 לנכסי סיכון בבנקים הגדולים



ב. יחס ההון רובד 1 לנכסי סיכון בבנקים הבינוניים



* בפ – בעלות פרטית, במ – בעלות ממשלתית; בנק 1 הוא קבוצת בנק דיסקונט, בנק 2 הוא קבוצת בנק מזרחי־טפחות, ובנק 3 הוא קבוצת הבנק הבינלאומי; רובד 1 – ההון החשבונאי של הפירמה.

מקור: הדוחות הכספיים לציבור.

נראה שקבוצה בנקאית בבעלות ממשלתית לא תביא בחשבון שיקולים ארוכי טווח ביחס להחזקת ההון בהתוויית מדיניות ההון שלה. אולם מן התרשים ניכר שבמערכת הבנקאות הישראלית אין הבדל מהותי בין הקבוצות הבנקאיות בבעלות ממשלתית לבין הקבוצות בבעלות פרטית מבחינת הדינמיקה של הצבר ההון הפיננסי שלהן.

2. תוצאות הרגרסיות

בבנקים בבעלות ממשלתית נמצא יחס הון נמוך ביותר (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). נמצאו שלוש השפעות עקיפות על יחס ההון: ההשפעה השלילית של הגודל על יחס ההון מתעצמת בבנקים בבעלות ממשלתית; ההשפעה השלילית של היעילות על יחס ההון פוחתת בבנקים בבעלות ממשלתית; וההשפעה החיובית של החשיפה לסיכונים על יחס ההון מתמתנת בבנקים בבעלות ממשלתית. הממצא האחרון מתיישב עם הטענה שבנקים בבעלות ממשלתית נזקקים פחות להון בגלל ההגנה הממשלתית המוענקת להם.

ט. השפעת הבעלות הממשלתית על הפעילות הנובעת ממניעים חברתיים

בסעיף זה מובאת עדות אמפירית לפעילות הנובעת ממניעים חברתיים של הבנקים בבעלות ממשלתית. העדות מתבססת על תוצאות הרגרסיות. מניעים אלו כוללים כשלי שוק המחייבים התערבות ממשלתית כדי להשיג חלוקת משאבים רצויה, וכן מניעים פוליטיים אחרים שמטרתם להשיג שינוי בחלוקת ההכנסות במשק, אך אינם נובעים מכשלי שוק.

לשם ניתוח זה השתמשנו בממצאי הרגרסיות לפי מגזר הפעילות. הסיבה לכך היא שקרוב לוודאי שפעילות ממשלתית באמצעות הבנקים שבבעלותה המונעת משיקולים חברתיים תזוהה יותר בנתוני מגזר פעילות אחד, ופחות בנתוני סך הפעילות. הממצאים חולקו לממצאים הנוגעים להשפעה ישירה ולממצאים הנוגעים להשפעה עקיפה.

1. ההשפעות הישירות

מאומדני הרגרסיות עולה כי במגזר משקי הבית, שבו לבנקים כוח שוק עודף, הרווח המימוני וההכנסה התפעולית נמוכים יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. כלומר, באמצעות הבנקים שברשותה הממשלה מונעת מהבנקים, ולו במקצת, את ניצול כוח השוק שלהם כנגד משקי הבית (ראו לוח 4, לעיל עמ׳ 30). לעומת זאת, במגזר הלקוחות הפרטיים, שצורכי המימון שלהם נמוכים יותר וכוח השוק של הבנקים נגדם, אם ישנו, קטן יותר, נמצא שהרווח המימוני וההכנסה התפעולית גבוהים יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. תמיכה לתוצאה זו התקבלה גם בממצא שיחס הכיסוי נמוך יותר בבנקים בבעלות ממשלתית במגזרי הפעילות של משקי הבית והעסקים הקטנים – מגזרים בעלי ביקוש לאשראי עם גמישות נמוכה (ראו שם).

הממצא שהראה שרק במגזר משקי הבית היעילות התפעולית נמוכה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית, בתנאי שהמשתנים המפוקחים באותה רגרסיה היו הגודל והסיכון (ראו שם), הוא רמז לפעילות הנובעת ממניעים חברתיים בבנקים בבעלות ממשלתית. לנוכח הכללת המשתנים המפוקחים האלה – שנטרלו במידה מסוימת את ההשפעות של מיצוי היתרונות לגודל ולמגוון (בתחום החשיפה לסיכונים) – נראה שהירידה ביעילות התפעולית שנמצאה בבנקים בבעלות ממשלתית לא נבעה מניצול היתרונות האלה אלא משיקולים אחרים, ובהם קרוב לוודאי גם שיקולים חברתיים, כגון מדיניות שכר סתגלנית ונוחה יותר.

2. ההשפעות העקיפות

נמצא שהשפעת היעילות התפעולית על הרווח המימוני בשני מגזרי הפעילות – העסקים הקטנים והלקוחות הפרטיים, המגזרים הקטנים יחסית (ראו התרשימים בנספח א) – היא השפעה שלילית, אך בבנקים בבעלות ממשלתית השפעה זו

נחלשת במגזר העסקים הקטנים ומתעצמת במגזר הלקוחות הפרטיים. הסבר אפשרי לשוני זה בין שני מגזרי הפעילות הוא השיקולים החברתיים, המניעים את הבנקים בבעלות ממשלתית לתמוך בעסקים הקטנים (למשל, בעזרת ערבות ממשלתית). אם כן, ההשפעה השלילית של היעילות התפעולית על הרווח המימוני במגזר העסקים הקטנים נחלשת בבנקים בבעלות ממשלתית בעקבות התמיכה הממשלתית. אך במגזר הלקוחות הפרטיים, שאינם זוכים לתמיכה ממשלתית, ההשפעה השלילית רבה יותר (ראו לוח 6, לעיל עמ' 32).

עוד ממצא המרמז על השיקולים החברתיים המניעים את הבנקים בבעלות ממשלתית נמצא ברגרסיות הבוחנות את השפעת הגודל על היעילות התפעולית. בפעילות במגזר משקי הבית, שהוא מגזר גדול יחסית (ראו התרשימים בנספח א) קשה יותר למצות את יתרונות הגודל, ולכן ההשפעה של הגודל על היעילות בהם היא חיובית. לעומת זאת, במגזר הבנקאות המסחרית, הקטן יותר, ייתכן שהבנקים מיצו את יתרונות הגודל, ולכן ההשפעה של הגודל על היעילות שלילית דווקא. נמצא אפוא שהמעורבות הממשלתית שמטרתה להיטיב עם משקי הבית מחלישה את קשר החיובי בין הגודל ליעילות התפעולית, משום שהיעילות התפעולית אינה בהכרח מטרה של מדיניות ממשלתית זו. לעומת זאת, במגזר הבנקאות המסחרית, שבו כבר מוצו היתרונות לגודל, ההתערבות הממשלתית – שנמצאה הולמת את השאיפה למקסם את הפעילות (ולא את הרווח) – מעצימה את הקשר השלילי בין הגודל ליעילות התפעולית שנמצא במגזר זה.

ו. סיכום

מחקר זה דן בסוגיית הבעלות הממשלתית על בנקים בכלל, ועל בנקים בישראל בפרט. הובאו בו מגוון האפשרויות התיאורטיות להשפעת הבעלות הממשלתית על בנקים, והן נידונו במסגרת העיונית בפרק ד. כמו כן נבחנה השפעת הבעלות הממשלתית ביצועי הבנקים בחינה אמפירית בתחומי הרווחיות, הסיכונים, היעילות התפעולית והלימות ההון בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל. לשם כך שימשו תרשימים המציגים את הנתונים מ־1997 ועד 2011, וכן רגרסיות פאנל שנועדו לאמוד את הגמישויות השוליות בקשרים שבין משתני הביצועים בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות בישראל.

אם מפקחים על ההשפעות של היקף התיווך הפיננסי, של החשיפה לסיכונים ושל היעילות, בכל המדגמים נמצא שההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על הרווחיות היא השפעה שלילית. כמו כן, ההשפעה החיובית של הסיכון על הרווחיות נמוכה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית, כפי שעולה גם מן הדיון במסגרת העיונית. עוד נמצא שההשפעה השלילית של הגודל על הרווחיות גבוהה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית. ייתכן שהשפעה עקיפה זו משקפת את העובדה שבהשוואה לבעלות הפרטית, הבעלות הממשלתית מדגישה פחות את הרווחיות ויותר את גודלו של היקף התיווך הפיננסי. גם האפשרות שבנקים בבעלות ממשלתית מנצלים פחות את כוח השוק שלהם כלפי משקי הבית נתמכת על ידי הממצאים האמפיריים: במגזר משקי הבית ההשפעה השלילית של היעילות על הרווחיות מתמתנת בבנקים בבעלות ממשלתית; וכמו כן, במגזר זה הרווח מפעולות מימון נמצא נמוך יותר בבנקים בבעלות ממשלתית.

בנושא החשיפה לסיכונים, אמנם נמצא שהמינוף בבנקים בבעלות ממשלתית נמוך יותר – תוצאה המתיישבת עם הטענה שבנקים בבעלות ממשלתית מביאים בחשבון בבחירה העסקית גם שיקולים הקשורים בהעדפות הממשלה; עם זאת, בכל המדגמים נמצא שההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על החשיפה לכלל הסיכונים היא השפעה חיובית מובהקת. ממצא זה עולה בקנה אחד עם הסקירה העיונית, שלפיה בבנקים בבעלות ממשלתית המנהלים הם נושאי הסיכון, וכדי להשיג תשואה גבוהה הם יגדילו את חשיפתם לסיכונים יותר ממנהלים בבנקים בבעלות פרטית. התוצאה הזאת תומכת גם בטענה בדבר ההישענות של בנקים בבעלות ממשלתית על הממשלה במצבים של התממשות הסיכונים.

כמו הרווח מפעולות מימון, במגזר משקי הבית ההכנסות התפעוליות נמוכות יותר בבנקים בבעלות ממשלתית, ואילו במגזר הבנקאות הפרטית ההכנסה התפעולית גבוהה יותר בבנקים בבעלות ממשלתית דווקא. בהנחה שגמישות

הביקוש לשירותים פיננסיים במשקי הבית נמוכה מהגמישות של הבנקאות הפרטית, תוצאות אלו מתיישבות עם אי־מקסום הרווחים בבנקים בבעלות ממשלתית, ועם המניע הפוליטי של עזרה למשקי הבית החלשים יותר. לבסוף, נציין גם כי נמצא שבמגזר משקי הבית בבנקים בבעלות ממשלתית היעילות נמוכה יותר; ושבבנקים בבעלות ממשלתית יחס ההון נמוך יותר.

כיווני מחקר נוספים, או הרחבות של הסוגיות הנדונות בעבודה זו, מתוך שימוש בנתוני מגזרי הפעילות של חמש קבוצות הבנקים בישראל, כרוכים בניתוח מודלים מורכבים יותר, למשל מודלים מסוג Data Envelopment Analysis לבחינת יעילותם של הבנקים והשפעת הבעלות הממשלתית על יעילות זו. אפשר להשתמש בניתוחים אלה גם לבחינת זמינות האשראי לעסקים קטנים, ולבחינת כושר פירעון האשראי שלהם בהשוואה למגזרי פעילות אחרים.

רשימת המקורות

בר, חדוה, 1996. "הצורך בגרעין שליטה בבנקים והחשיבות של בעלי מניות גדולים", מאמרים לדיון מס' 96.02, בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, יחידת המחקר.

Andrianova, Svetlana, Panicos O. Demetriades and Anja Shortland, 2010. "There Should be No Rush to Privatize Government Owned Banks," VOX (online).

Alchian, Armen A., and Harold Demsetz, 1972. "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review* 62, pp. 777–795.

Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine, 2001. "Banking Systems Around the Globe: Do Regulations and Ownership Affect Performance and Stability?" in Frederic Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, Chicago: The University of Chicago Press.

——, 2004. "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?" *Journal of Financial Intermediation* 13 (2), pp. 205–248.

Baumol, William J., 1959. *Business Behavior, Value and Growth*, New York: Macmillan.

Beck, Thorsten, and Ross Levine, 2002. "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?" *Journal of Financial Economics* 64 (2), pp. 147–180.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic, 2004. "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence," *Journal of Money, Credit, and Banking* 36, pp. 627–648.

Berger, Allen N., Iftekhar Hasan, and Leora F. Klapper, 2004. "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance," *Journal of Financial Services Research* 25 (2), pp. 169–202.

Berger, Allen N., George R. G. Clarke, Robert Cull, Leora F. Klapper, and Gregory F. Udell, 2005. "Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership," *Journal of Banking and Finance* 29 (8–9), pp. 2179–2221.

Brown, Craig O., and I. Serdar Dinç, 2011. "Too Many to Fail? Evidence of Regulatory Forbearance when the Banking Sector is Weak," *Review of Financial Studies* 24 (4), pp. 1378–1405.

Clarke R. G. George, Robert Cull, and Mary M. Shirley, 2005. "Bank Privatization in Developing Countries: A Summary of Lessons and Findings," *Journal of Banking and Finance* 29, pp. 1905–1930.

Cyert, Richard M., and James G. March, 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Demirgüç-Kunt Asli, and Enrica Detragiache, 2002. "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation," *Journal of Monetary Economics* 49 (7), pp. 1373–1406.

Dinç, I. Serdar, 2005. "Politicians and Banks: Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Markets," *Journal of Financial Economics* 77 (2), pp. 453–479.

Faccio, Mara, Ronald, W. Masulis, and John J. McConnell, 2006. "Political Connections and Corporate Bailouts," *Journal of Finance* 61 (6), pp. 2597–2635.

Fama, Eugene F., 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy* 88 (2), pp. 288–307.

Gantchev, Nickolay, 2013. "The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model," *Journal of Financial Economics* 107, pp. 610–631.

Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1980. "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics* 11, pp. 42–64.

Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole, 1993. "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy* 101 (4), pp. 678–709.

Iannotta, Giuliano, Giacomo Nocera, and Andrea Sironi, 2007. "Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry," *Journal of Banking and Finance* 31 (7), pp. 2127–2149.

——, 2013. "The Impact of Government Ownership on Bank Risk," *Journal of Financial Intermediation* 22, pp. 152–176.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305–360.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2002. "Government Ownership of Banks," *Journal of Finance* 57 (1), pp. 265–301.

Manne, Henry G., 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy* 73 (2), pp. 110–120.

——, 1967. "Our Two Corporate Systems: Law and Economics," *Virginia Law Review* 53, pp. 259–285.

Micco, Alejandro, Ugo Panizza, and Monica Yanez, 2007. "Bank Ownership and Performance: Does Politics Matter?" *Journal of Banking and Finance* 31 (1), pp. 219–241.

Modigliani, Franco, and Merton Miller, 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48 (3), pp. 261–297.

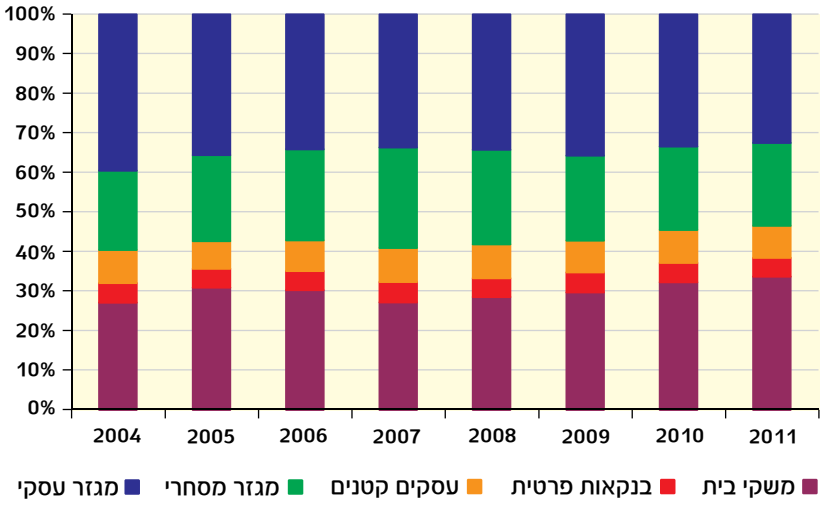
Sapienza, Paola, 2004. "The Effect of Government Ownership on Bank Lending," *Journal of Financial Economics* 72 (2), pp. 357–384.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1986. "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, pp. 461–488.

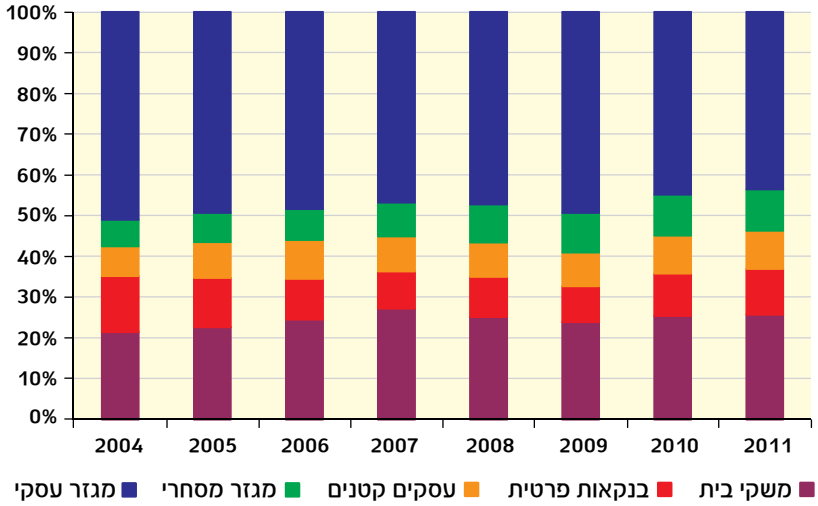
Williamson, Oliver E., 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

נספח א: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בחמש קבוצות הבנקים

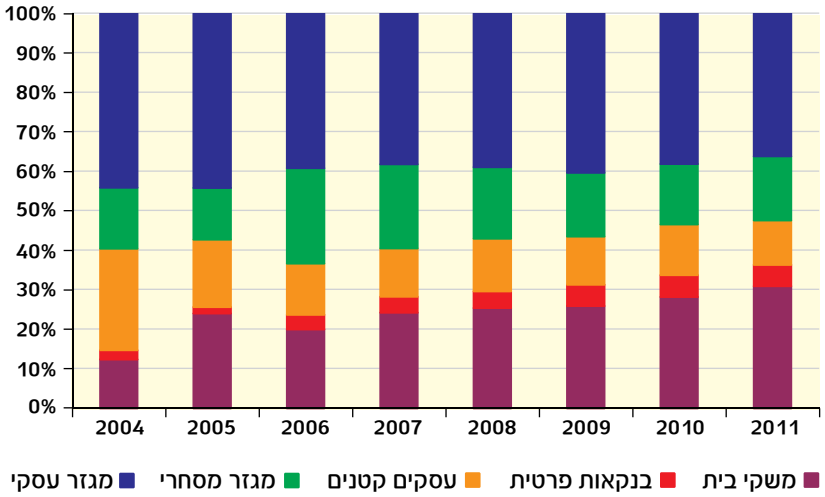
תרשים נ1: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בקבוצת לאומי



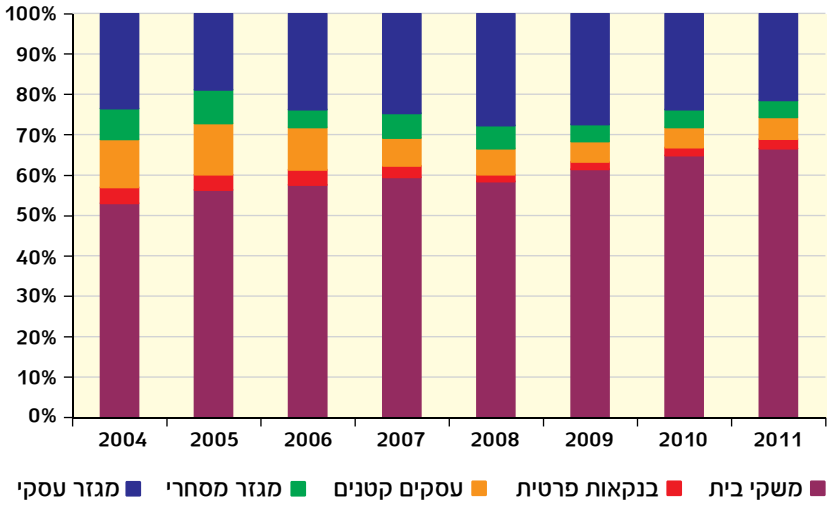
תרשים נ2: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בקבוצת הפועלים



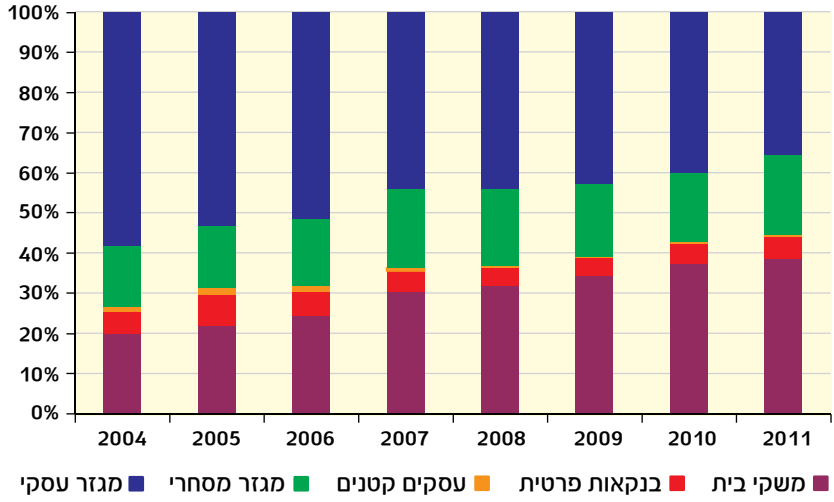
תרשים נ3: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בקבוצת דיסקונט



תרשים נ4: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בקבוצת מזרחי־טפחות



תרשים נ5: הרכב מגזרי הפעילות לפי סך הנכסים בקבוצת הבינלאומי



נספח ב: תוצאות הרגרסיות

לוח נ1: ההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על הרווחיות ועל הרווח המימוני

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	ROE	ROA	ROA	רווח מימוני	רווח מימוני
C	0.86*	0.04	0.07	0.09*	0.03*
DUM	-0.11*				
d_{123}		-0.01**			
d_4			-0.04*	-0.02**	
d_5					0.05*
RISK(-1)	1.80*		-0.08	-0.07	
LSIZE			-0.01**		
LSIZE(-1)	-0.04*	-0.002		0.01*	
EFF(-1)		-0.11*	0.28*	0.24*	0.16*
R^2	0.41	0.45	0.54	0.92	0.67
$AdjR^2$	0.35	0.34	0.39	0.89	0.59
D.W.	1.71	1.99	2.48	1.82	1.95
N	75	105	35	35	35

לוח נ2: ההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על החשיפה לסיכונים

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	סיכון	סיכון	סיכון	מינוף	CAP
C	-0.45*	-0.06	-0.03*	0.82*	15.4*
DUM	0.03*			-0.03**	-1.90*
d_1		0.01**			
d_{11}			0.01*		
RISK(-1)				-1.32*	29.8*
LSIZE(-1)	0.03*	0.01	0.004*		-0.64*
EFF(-1)				-3.88*	148.3*
ROE(-1)	-0.06*				
OPR INC(-1)		-0.47**	0.12*		
FIN PROFIT(-1)			-0.04**		
R^2	0.52	0.22	0.54	0.85	0.44
$AdjR^2$	0.46	0.02	0.39	0.84	0.38
D.W.	0.92	2.14	2.48	1.00	1.22
N	65	35	35	80	80

לוח נ3: ההשפעה הישירה של הבעלות הממשלתית על ההוצאות וההכנסות התפעוליות

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	יעילות תפעולית	הכנסה תפעולית	הכנסה תפעולית	יחס כיסוי	יחס כיסוי
C	0.24*	0.13*	0.05*	0.44*	1.54*
d_3				-0.04*	
d_4	0.02**	-0.02**			-0.17*
d_5			0.03*		
RISK(-1)	-2.09*	-0.46	-2.27		
LSIZE					-0.09**
LSIZE(-1)	-0.02*	-0.01*		0.01*	
EFF(-1)		0.32*			
R^2	0.93	0.98	0.84	0.24	0.34
$AdjR^2$	0.92	0.97	0.81	0.19	0.22
D.W.	1.69	1.45	1.78	1.61	2.08
N	35	35	35	35	40

לוח נ4: ההשפעה העקיפה של הבעלות הממשלתית על הרווחיות

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	ROE	ROE	ROA	ROA	ROA	ROA
C	0.66**	0.84*	0.04	0.07**	0.08*	0.06
RISK(-1)	2.22*	1.81*			-0.51	
DUM*RISK(-1)	-1.69*					
d_{11}*RISK(-1)					-0.62*	
LSIZE(-1)	-0.03**	-0.04*	-0.002	-0.01**	-0.01*	-0.01**
DUM*LSIZE(-1)		-0.01*				
d_{123}*LSIZE(-1)			-0.001**			
d_4*LSIZE(-1)				-0.01*		
EFF(-1)			-0.11*	0.29*		0.26*
d_4*EFF(-1)						-0.19*
R^2	0.36	0.41	0.45	0.56	0.49	0.49
$AdjR^2$	0.30	0.35	0.34	0.44	0.36	0.36
D.W.	1.59	1.72	1.98	2.67	2.71	2.21
N	75	75	105	35	35	35

לוח נ5: ההשפעה העקיפה של הבעלות הממשלתית על הרווח המימוני ועל הסיכונים

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	רווח מימוני	רווח מימוני	רווח מימוני	סיכון	סיכון	סיכון	סיכון	מינוף
C	0.46*	0.04*	0.09*	-0.44*	-0.06	-0.03**	-0.01	0.82*
RISK(-1)	-1.03*		-0.01					-1.31*
LSIZE(-1)			-0.01**	0.03*	0.01	0.003*	0.002	
DUM*LSIZE(-1)				0.002*				
d_1*LSIZE(-1)					0.001**			
d_{11}*LSIZE(-1)						0.001*		
d_4*LSIZE(-1)			-0.003*					
EFF(-1)	0.15*	0.12	0.26*					-3.54*
DUM*EFF(-1)								-1.25*
d_3*EFF(-1)	-0.38**							
LSIZE	-0.04**							
d_5*EFF(-1)		0.62*						
ROE(-1)				-0.06*				
OPR_INC(-1)					-0.47**	0.10*	0.18*	
FIN_PROF(-1)						-0.04**	-0.16*	
d_{11}*FIN_PROF(-1)							0.10*	
R^2	0.73	0.64	0.92	0.52	0.22	0.85	0.82	0.85
AdjR^2	0.69	0.57	0.90	0.46	0.02	0.80	0.78	0.84
D.W.	0.85	1.70	1.95	0.92	2.12	1.99	1.82	1.02
N	75	35	35	65	35	35	35	80

לוח נ6: ההשפעה העקיפה של הבעלות הממשלתית על היעילות התפעולית, על ההכנסה התפעולית ועל יחס הכיסוי

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	יעילות	יעילות	יעילות	יעילות	הכנסה תפעולית	הכנסה תפעולית	הכנסה תפעולית	יחס כיסוי
C	-0.11*	0.01	0.24*	0.23*	-0.01	-0.02	0.13*	1.84*
RISK(-1)		-0.16	-2.06*	-2.59*	0.17	-0.45*	-0.44	2.44
d_4*RISK(-1)				2.06*				
d_{123}*RISK(-1)						0.56**		
LSIZE(-1)	0.01*	0.001	-0.02*	-0.02*	0.001	0.002	-0.01*	-0.15*
d_2*LSIZE(-1)		0.002*			0.001*			-0.01*
d_4*LSIZE(-1)			0.002**				-0.002*	
EFF(-1)					0.16*	0.51*	0.33*	
TECH(-1)	0.00004*							
LEV(-1)	-0.02*							
DUM*LEV(-1)	-0.004**							
R^2	0.94	0.90	0.93	0.94	0.92	0.96	0.98	0.55
AdjR^2	0.92	0.88	0.92	0.93	0.89	0.95	0.97	0.44
D.W.	2.17	1.11	1.63	1.84	1.52	1.96	1.50	1.99
N	35	35	35	35	35	105	35	35

לוח נ7: ההשפעה העקיפה של הבעלות הממשלתית על יחס ההון

משתנה מוסבר / משתנים מסבירים	CAP	CAP	CAP
C	14.90*	16.46*	12.25**
RISK(-1)	29.68*	29.19*	34.61*
DUM*RISK(-1)			-25.33*
LSIZE(-1)	-0.61**	-0.73*	-0.50
DUM*LSIZE(-1)	-0.10*		
EFF(-1)	145.9*	169.5*	148.3*
DUM*EFF(-1)		-67.18*	
R^2	0.44	0.44	0.39
AdjR^2	0.37	0.38	0.33
D.W.	1.21	1.24	1.05
N	80	80	80

* מובהקות קטנה מ-10%.

** מובהקות קטנה מ-5%.

הופיעו בסדרת מחקרי מדיניות

1. האיגוד המקצועי וגידול אי־השוויון הכלכלי בישראל 1970–2003
מאת: טלי קריסטל ינון כהן גיא מונדלק

2. אי־השוויון בחלוקת ההכנסות של משקי הבית של השכירים בישראל 1967–2003
מאת: יצחק ספורטא סאלם אבו זאיד דותן לשם

3. האבטלה בישראל: מבט ארוך טווח וצעדי מדיניות אפשריים
מאת: נטליה פרסמן אריה ארנון

4. העוני וההתנהגות בשוק העבודה בחברה החרדית
מאת: דניאל גוטליב

5. עולם הפנסיה החדש: אחרי המפץ של 2003
מאת: רמי יוסף אביה ספיבק

6. עוני, חינוך ותעסוקה בחברה הערבית־בדואית: מבט השוואתי
מאת: סלימאן אבו־בדר דניאל גוטליב

7. מקורות ההכנסה של עובדים שכירים בישראל
מאת: טלי קריסטל ינון כהן גיא מונדלק

8. מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש־עשרה שנות רפורמה
מאת: לאה אחדות אביה ספיבק

9. הדינמיקה של אוכלוסיית מקבלי גמלת הבטחת הכנסה ותיקים 1986–2002
מאת: אריה שרמן ליאון זולוטוי

10. האם מצטמצמים הפערים בחינוך?
מאת: יעקב גלבוע

11. כיצד הצמיחה והשינוי באי־שוויון משפיעים על העניים: ישראל בין 1990 ל־2006
מאת: יוסף דויטש ז׳ק סילבר

12. מענק האיזון של משרד הפנים: האם הוא מצמצם את הפערים בין הרשויות המקומיות?
מאת: טל שחור

13. תקציב הממשלה החדשה, הצעת התוכנית לכלכלה וחברה
מאת: לאה אחדות מישל סטרבצ׳ינסקי אביה ספיבק

14. שיקולים פוליטיים בהקצאת מענקים לרשויות המקומיות בישראל
מאת: עמיר שוסטר

15. מבט אל המשבר הכלכלי: פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית
מאת: לאה אחדות אריה ארנון מישל סטרבצ׳ינסקי אביה ספיבק