חסכון והשקעה באמצעות קופות הגמל בישראל

מרשל סרנת

המכון למחקר כלכלי בישראל על־שם מוריס פאלק

המכון למחקר כלכלי בישראל על־שם מוריס פאלק, שעל־יד בית הספר קפלן לכלכלה ולמדעי החברה באוניברסיטה העברית בירושלים, הוא מוסד בלתי תלוי שלא למטרות רווח.

על המחבר

ד״ר מרשל סרנת, בוגר האוניברסיטה העברית בירושלים, קיבל את תוארו באוניברסיטת נורתווסטרן (ארצות הב־רית). הוא חבר המחלקה למינהל עסקים באוניברסיטה העברית מאז 1959. עבודתו המחקרית מתרכזת בבעיות של תיקצוב הון ובמבנה שוק ההון והמוסדות הפי־ננסיים והתפתחותם, פרסומיו כוללים ספר על התפתחות השוק לניירות־ערך בישר־אל, ומאמרים שונים על השוק להנפקות חדשות ועל הקשר בין התפתחות שוק ההון והצמיחה הכלכלית.

חסכון והשקעה באמצעות קופות הגמל בישראל

חסכון והשקעה באמצעות קופות הגמל בישראל

מרשל סרנת

המכון למחקר כלכלי בישראל על־שם מוריס פאלק

ירושלים, ניסן תשכ"ו-אפריל 1966

נדפס בעברית ובאנגלית

Printed in Israel

נדפס בישראל
בדפוס ג׳רוסלם פוסט, ירושלים

ההפצה הראשית
מחלקת ההספקה על יד ספרית פועלים
רח׳ אלנבי 73, תל־אביב

כתובת המכון
רח׳ קרן היסוד 17, ירושלים

המכון למחקר כלכלי בישראל על־שם מוריס פאלק

המכון למחקר כלכלי בישראל על־שם מוריס פאלק הינו מוסד בלתי־תלוי שלא למטרת רווח, שהוקם לשם עידוד מחקר כלכלי, תוך תשומת־לב מיוחדת למשק הישראלי. המכון נוסד בינואר 1964, כממשיכו של מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל. האחריות לניהולו הכללי של המכון מוטלת על חבר נאמנים, שהרכבו הראשון נקבע על־ידי האוניברסיטה העברית בירושלים, בהתייעצות עם קרן מוריס ולאורה פאלק מפיטסבורג, פנסילבניה. החלטתו של חבר הנאמנים לפרסם מחקר משקפת את הערכתו, שהמחקר עונה על הדרישות של עבודה מדעית. אולם פירוש העובדות, וכן מסקנות המחקר, מייצגים את דעתם של המחבר או המחברים, ואינם משקפים בהכרח את דעותיהם של עובדי המכון האחרים או של חבר הנאמנים.

חבר הנאמנים

ארנסט להמן — יושב ראש
שמואל נ. אייזנשטדט
יעקב ארנון
רוברטו בקי
חיים ברקאי
אריה ל. געתון
דוד הורוביץ
חיים הלפרין
דן טולקובסקי
יעקב כץ
יצחק עילם
דן פטינקין
סימון קוזנץ
נתן רוטנשטרייך

מנהל החקר: דן פטינקין

המזכירה: חסידה ניצן. העורכים: יעקב קופ, שושנה פרוינד

תוכן העניינים

הקדמה

פרק א מבוא 11
1. חסכון כפוי ואינפלציה 11
2. תכנית המחקר 12

פרק ב קווי האופי העיקריים של קופות הגמל בישראל 13
1. הקדמה 13
2. היקף המחקר 13
3. ייסוד וניהול קופות גמל 14
4. קביעת צורת תשלומי הגמל 16
5. הטבות נלוות 19
6. שמירת הזכויות 20

פרק ג צמיחת קופות הגמל בישראל 21
1. הופעתן של קופות תגמולים 21
2. השפעתה הממריצה של מלחמת העולם השנייה 21
3. התפתחות הקופות לאחר קום המדינה 22
4. מיזוג וייסוד קרנות הביטוח 23
5. ריכוז תפקיד ההשקעה 24
6. המעבר לגימלאות 26
7. הערכה אקטוארית 26

פרק ד הסדרי מס הכנסה ופיקוח ציבורי על קופות הגמל 28
1. הקדמה 28
2. הפרשות המעביד 28
3. השתתפות העובד 29
4. תשלומי הטבות 29
5. הכנסה מהשקעות 30
6. תנאי האישור שהיו נהוגים לפני 1957 30
7. תקנות 1957 — התנאים לקבלת אישור 31
8. תקנות 1957 — הפיקוח על ההשקעות 32
9. הערכת מדיניות המיסוי של הממשלה 34

תוכן העניינים

פרק ה גודל קופות הגמל ומבנהן 37
1. הקדמה 37
2. אוכלוסיית המחקר 37
3. מספר החברים 38
4. היקף הנכסים 42
5. ההשתייכות לסקטורים 44
6. ההתפלגות לפי ענפים 45

פרק ו זרמי הכספים דרך קופות הגמל 47
1. הקדמה 47
2. שיעורי ההפרשות לקופות 47
3. הפרשות לקופות גמל 51
4. תשלומי הגמל 53
5. זרמי הכספים 54
6. קופות הגמל ביחס לביטוח הלאומי 58

פרק ז חסכון באמצעות קופות הגמל 60
1. הקדמה 60
2. גישות אלטרנטיביות למושג חסכון 60
3. חסכון ואינפלציה 62
4. החסכון באמצעות קופות הגמל, 1952 עד 1961 63
5. הרכב חסכונות הגמל 67

פרק ח השקעות קופות הגמל 69
1. עקרונות ההשקעה של קופות הגמל 69
2. השקעות קופות הגמל 1953 עד 1961 70
3. התפתחות שוק ההון 76
4. קופות הגמל ושוק ההון 83
5. השקעות קופות הגמל, לפי הייעוד 87

פרק ט שיעור התשואה על השקעות קופות הגמל 91
1. הקדמה 91
2. מדידת שיעור התשואה 91
3. שיעור התשואה של נכסי קופות הגמל 1953 עד 1960 93
4. מדיניות ההשקעות ושיעור התשואה 97
5. שיעור התשואה על השקעות אלטרנטיביות 100

פרק י סיכום ומסקנות 104
1. מבנה קופות הגמל 104
2. זרמי הכספים 105

תוכן העניינים

3. החסכונות בקופות הגמל והאינפלציה 105
4. שיעור התשואה והשקעות קופות הגמל 106
5. הפיקוח הממשלתי 108

נספח מקורות ושיטות 111
1. מקורות 111
2. קביעת התאריך 111
3. הלוואות לחברים 111
4. חובות מעבידים 112
5. התקבולים והתשלומים 112
6. זרמי הכספים 112
7. סיווג ענפי 113
8. סיווג לסקטורים 113
9. מספר החברים 113

ביבליוגרפיה 125

מפתח העניינים 129

רשימת הלוחות

פרק ב

ב־1. התפלגות קופות הגמל לפי אירגון הניהול : 1961 15

פרק ג

ג־1. תיק ההשקעות של "גמול" — חברה להשקעות : 31 בדצמבר 1961 25

פרק ה

ה־1. מספר הקופות ומספר החברים : 1952, 1957 ו־1961 38

ה־2. התפלגות קופות הגמל והחברים בהן, לפי סוג ההטבות, שנים נבחרות : 1952–1961 39

ה־3. החברים בקופות גמל, והמועסקים בכוח העבודה האזרחי : 1952, 1957 ו־1961 40

ה־4. התפלגות קופות התגמולים והפנסיה והחברים בהן, לפי גודל הקופות ומספר החברים : 1952, 1957 ו־1961 41

ה־5. התפלגות קופות הגמל ונכסיהן, לפי סוג הקופה : 1952, 1957 ו־1961 43

ה־6. התפלגות קופות התגמולים וקרנות הפנסיה ונכסיהן בסוף השנה לפי גודל הקופות והנכסים : 1952, 1957 ו־1961 44

ה־7. התפלגות קופות הגמל, מספר החברים והנכסים, לפי הסקטורים : 1953, 1957 ו־1961 45

ה־8. התפלגות קופות התגמולים וקרנות הפנסיה, ומספר החברים לפי ענפים עיקריים : 1953–1957 46

פרק ו

ו־1. התפלגות קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור הפרשות החברים והמעבידים : 1952 ו־1961 48

ו־2. התפלגות קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור ההפרשה הכללי (הפרשות העובדים בצירוף הפרשות המעבידים) : 1952 ו־1961 49

ו־3. שיעורי הפרשות אופייניים לקרנות הביטוח : 1962 49

ו־4. התחלקות קופות גמל לפי סוג ההפרשות : 1957 ו־1961 50

ו־5. הפרשות המעבידים והעובדים לקופות הגמל : 1952, 1957 ו־1961 51

ו־6. חלקם של החברים ושל המעבידים בסך־כל ההפרשות לקופות תגמולים ופנסיה ב־5 מדינות נבחרות 53

ו־7. תשלומי הגמל של קופות הגמל : 1952, 1957 ו־1961 54

ו־8. זרמי הכספים דרך קופות הגמל : 1952, 1957 ו־1961 55

ו־9. זרמי התשלומים והתקבולים בקרנות הגמל לפי סוג הקופה : 1952, 1957 ו־1961 57

ו־10. הפרשות ותשלומי גמל של קופות הגמל והמוסד לביטוח לאומי : 1957 ו־1960 58

פרק ז

ז־1. החסכון ברוטו, החסכון נטו והחסכון הניתן להעברה באמצעות קופות תגמולים ופנסיה וקרנות הביטוח : 1952–1961 63

ז־2. החסכון באמצעות קופות הגמל והיווי ההון המקומי הגולמי : 1952, 1957 ו־1961 64

ז־3. החסכון ברוטו, החסכון נטו והחסכון נטו הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל : 1952 עד 1961 (תקופות נבחרות) 65

ז־4. החסכון נטו, והחסכון נטו הניתן להעברה של קופות הגמל, והשינוי השנתי במדד המחירים לצרכן : 1952–1962 66

רשימת הלוחות

ז־5. הצבירה נטו בחשבונות האישיים בקרנות עזר הדדיות ובקרנות שמורות כלליות : סוף 1952 סוף 1961 67

פרק ח

ח־1. הרכב נכסי קופות הגמל בסוף 1952, 1954, 1957 ו־1961 70
ח־2. השינויים בנכסי קרנות הגמל בשנים 54–1953, 57–1955, 61–1958 72
ח־3. שינויים בנכסי קופות הגמל הוותיקות, לפי ההשתייכות הסקטורלית של הקופות : סוף 1953 עד סוף 1957 74
ח־4. הנפקות מקומיות ברוטו של איגרות חוב ואיגרות חוב צמודות : 1955–1961 80
ח־5. מספרן והיקפן של ההנפקות הציבוריות המקומיות של מניות רגילות : 1959–1963 81
ח־6. הנפקות נטו של ניירות ערך והיווי הון קבוע מקומי גולמי, במחירים שוטפים : 1950–1963 82
ח־7. הרכב תיק ניירות הערך של קופות הגמל, בסוף 1953, 1957 ו־1960 83
ח־8. השינוי נטו באיגרות החוב, שבידי קופות הגמל, תקופות נבחרות : 1953–1960 84
ח־9. השינוי נטו בניירות הערך, שבידי קופות הגמל ; והנפקות חדשות של ניירות ערך, תקופות נבחרות : 1953–1960 85
ח־10. השקעות נבחרות של קופות הגמל לפי ענפי משק עיקריים : 1953 ו־1957 88
ח־11. השקעות נבחרות של קופות הגמל לפי סקטור וייעוד, תקופות נבחרות : 1953–1960 89

פרק ט

ט־1. שיעור התשואה על סך הנכסים בממוצע : 1952, 1957 ו־1960 94
ט־2. התפלגות קופות התגמולים והפנסיה, סך כל הנכסים, והחברים לפי שיעור התשואה : 1953, 1957, 1961 95
ט־3. הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור התשואה : 1953 97
ט־4. הרכב ההכנסה מהשקעות של קופות התגמולים והפנסיה לפי קבוצות שיעור התשואה : 1953 98
ט־5. הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה, לפי קבוצות שיעור התשואה : 1957 99
ט־6. הרכב ההכנסות מהשקעות של קופות התגמולים והפנסיה לפי שיעור תשואה : 1957 100
ט־7. שיעורי תשואה נומינליים של מניות רגילות וטבי דולר : 1952 עד 1957 101
ט־8. שיעורי תשואה כוללים נומינליים וריאליים של מניות רגילות, אגרות־חוב צמודות דולר ואגרות־חוב צמודות מדד : 1958 עד 1962 102

לוחות־נספחים

1. הרכב נכסי קופות הגמל : 1952–1961 114
2. הרכב נכסי קרנות הביטוח : 1952–1961 115
3. הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה : 1952–1961 116
4. חשבונות הון והתחייבויות מאוחדים של קופות הגמל, שנים נבחרות : 1952–1961 117
5. חשבונות הון והתחייבויות מאוחדים של קרנות הביטוח : 1952–1961 118
6. חשבונות והתחייבויות מאוחדים של קופות התגמולים והפנסיה, שנים נבחרות : 1952–1961 119
7. תקבולים ותשלומים של קופות הגמל : 1952, 1957 ו־1961 120
8. החסכון הגולמי, החסכון נטו והחסכון הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל : 1952 עד 1961 121
9. החסכון הגולמי, החסכון נטו הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל : 1952 עד 1961 122
10. תיק ניירות הערך המאוחד של קופות הגמל : 1953, 1957 ו־1960 123

הקדמה

המחקר מתבסס בעיקר על נתונים שנלקחו מרשות החסכון במשרד האוצר; מרשם האגודות השיתופיות, במשרד העבודה; ומרשם החברות במשרד המשפטים. חובה נעימה לי להודות למוסדות אלה על שיתוף הפעולה ההדוק, וכן למחלקת המחקר של בנק ישראל, שהעמידה לרשותי את גליונות העבודה שלה. אודה גם למוסדות הסתדרות העובדים הכללית ולהנהלות קרנות הביטוח וקופות התגמולים אשר נענו ברצון לפניותינו הנישנות וסיפקו את הנתונים הדרושים להשלמת המחקר.

תודתי לישראל גל־עד, אשר בעת כהונתו כסגן נציב מס הכנסה הבהיר לי את מהות הפיקוח על קופות הגמל שהיה קיים בתקופה שלפני התקנת תקנות מס הכנסה ב־1957.

כתיבת עבודה במסגרת מכון פאלק נעשית תוך שיתוף פעולה מצד כל העובדים. ברצוני להביע את הערכתי לכל האנשים אשר היוו את צוות המכון בשנות הכנת המחקר, ובמיוחד נתונה תודתי למנהלי החקר: דניאל קרימר, הרולד לובל ודן פטינקין, אשר כיוונו את המחקר; לסימון קוזנץ וארנסט להמן על שקראו את טיוטת העבודה ועל הערותיהם המאלפות; להרולד זליגמן שעיצב את דמות המחקר וריכז אותו בשלביו הראשונים; ולנדב הלוי ששימש מקור מתמיד של השראה ועידוד. תרומתם משתקפת היטב בעבודה ותרמה רבות לשיפורה.

טיוטה קודמת של עבודה זו הוגשה כעבודת דוקטורט לאוניברסיטה נורתווסטרן בארצות־הברית. הנני מודה לקורליס אנדרסון, פרנק גיין ודן ג׳ייקובס שנמנו על ועדת הדוקטורט ותרמו להשלמת העבודה.

לחיים לוי שנשא ביעילות בעול העיבודים הסטטיסטיים המרובים והכנת הלוחות — תודתי.

ירושלים.

מ. ס.

פרק א

מבוא

הגדלת החסכון בארצות מתפתחות נתקלה בקשיים רציניים, שהגבירו את חשיבותו של החסכון החוזי והכפוי, ובמיוחד של תכניות גמל. אינפלציה חמורה הינה גורם עיקרי המעכב בעד חסכון רצוני במשקים מתפתחים רבים; ומאחר שהתשלומים לתכניות הגמל קשורים, לעתים קרובות, לשכר, מביאה האינפלציה לגידול בחסכון הגמל הגולמי בד בבד עם הגידול במשכורות הנומינליות.

על רקע זה מנתח המחקר את התפתחות קופות הגמל בישראל [1]. הבחירה בתחום מיוחד זה של חסכון מוסדי, כנושא למחקר, נתמכה על ידי ההוכחה המוקדמת שהראתה, שהשתתפויות המעביד והעובד בקופות הגמל מהוות את המקור העיקרי לחסכון האישי ולקרנות הניתנות להלוואה בישראל. ההחלטה אף משקפת את התופעה המיוחדת של חסכון כפוי והשפעתו במשך תקופה שאופיינה על ידי לחצים אינפלציוניים חמורים.

מחקר זה נועד, בעיקר, לנתח את דפוסי החסכון וההשקעה באמצעות קופות הגמל בישראל, על רקע אינפלציה ממושכת ושוק הון בלתי מפותח, יחסית. הואיל והתפתחות הקופות עוצבה, באופן הולך וגדל, על ידי תקנות ממשלתיות, מנסה המחקר לבדוק ולהעריך — על סמך נתונים אמפיריים — גם את מדיניות הממשלה לגבי הקופות. הערכה זו תשמש להלן לצורך הצעת שינויים במדיניות, המתבקשים מתוך נסיון העבר, שינויים שבכוחם לייעל את הקופות כמוסדות ביניים פיננסיים.

התקופה הנסקרת במחקר מקיפה עשר שנים — 1952 עד 1961. למרות הזמן הקצר, יחסית, מתאימה תקופה זו במיוחד למטרותינו. היא כוללת תקופת התחלה המאופיינת בדרגות שונות של אינפלציה וחופש יחסי מפיקוח ממשלתי, ונמשכת בשנים של יציבות מחירים יחסית, המלווה במידה הולכת וגדלה של התערבות ממשלתית קפדנית. כתוצאה מכך מתאפשרת חקירת השינויים בדפוסי החסכון וההשקעה שנגרמו על ידי לחצים אינפלציוניים וכן בדיקת יעילותם של נסיונות הממשלה לכוון את ההשקעה של הקופות.

1. חסכון כפוי ואינפלציה

האינפלציה מקטינה, לעיתים קרובות, את הרצון לחסוך. ברם, הואיל וקיים מתאם חיובי בין זרמי הכספים לקופות הגמל לבין השכר, והואיל והאחרון נוטה לעלות יחד עם עליית המחירים, עולים, למעשה, סכומי החסכון ברוטו בתכניות הגמל בתקופות של אינפלציה. עם זאת, מעמידה האינפלציה את קופות הגמל בפני שתי בעיות מיוחדות: (א) כיוון שהחברים יכולים למשוך חלק מחסכונם המצטבר בצורת הלוואות מקופות הגמל שלהם, נוצרת

[1] המחקר עוסק בשאלות הסוציאליות המונחות ביסוד קיום קופות הגמל רק בדרך אגב. גם הטיפול בבעיות הכלליות של הביטוח הסוציאלי, הינו חלקי ונועד רק לאפשר ניתוח מימצאי המחקר בפרספקטיבה רחבה יותר.

"דליפה" מתוך החסכון הגולמי; ומכיוון שהמעבידים גם הם יכולים ללוות מן הקופות, באורח בלתי ישיר, על ידי דחיית תשלומיהם לקופות, שוב נוצרת דליפה.

(ב) בעיה שנייה היא, מציאת סוגי השקעות בעלי תשואה נאותה [2]. כאשר האינפלציה כרוכה בשוק הון בלתי מפותח היא מביאה להגבלת אפשרויות ההשקעה שניתן לצפות מהן לתשואה ריאלית חיובית.

המחקר מנסה לקבוע את מידת ההשפעה של אינפלציה ממושכת וחמורה, בתנאי שוק הון בלתי מפותח [3], על חסכון הגמל. הגישה שננקטה במחקר היא כדלהלן: תחילה נאמדו, לגבי כל שנה ושנה, החסכון הגולמי וה"דליפות" הישירות מחסכון זה, בהסתמך על נתונים מתוך הדו"חות הפיננסיים של קופות הגמל. בעזרת התוצאות הושוו תקופות שונות, שבהן שררה אינפלציה בדרגות שונות, ואופיינו ברמות התפתחות שונות של שוק ההון. המעלה העיקרית של גישה זו נובעת מהיותה ניתנת לביצוע. המגרעת העיקרית שלה נובעת מכך, שהיא שופכת אור מועט על שאלת קיומם של קיזוזים עקיפים בחסכון הגמל [4].

2. תכנית המחקר

פרק ב מציג את קווי האופי העיקריים של קופות הגמל ובפרק ג ניתנת סקירה קצרה של התפתחותן בישראל. בפרק ד נבחנה ההשפעה של מדיניות המיסוי והפיקוח הממשלתי על הפעילות הכספית של הקופות.

גודל קופות הגמל והמבנה שלהן, מבחינת מספר החברים, סך הנכסים, ההשתייכות הסקטורלית והתחלקותן בין ענפי התעשייה נבדקים בפרק ה. בפרק ו מוצגים אומדנים של זרמי הכספים העוברים דרך קופות הגמל. נתונים אלה משמשים, בפרק ז, בסיס למדידת החסכון בקופות הגמל וה"דליפות" מחסכון זה במשך העשור הנסקר.

בפרק ח מובא ניתוח של מגמות השינוי בדפוסי ההשקעה של קופות הגמל לאור צמיחתו של שוק ניירות־הערך; בפרק ט הוערך שיעור התשואה של נכסי קופות הגמל. פרק י מסיים את המחקר בסיכום הממצאים העיקריים והמסקנות.

[2] שתי הבעיות קשורות, כמובן, אהדדי: חוסר היכולת להשיג תשואה נאותה על השקעות תומך בביקוש החברים להלוואות.

[3] העדר שוק ניירות ערך יעיל ממלא תפקיד מכריע, כיוון שאין שום סיבה, אפריורי, שלחץ אינפלציוני יקטין את התמריץ לחסכון. זה יקרה רק כאשר שוק ההון ו/או המשקיעים נכשלים בהתאמת עצמם למחירים העולים, כך שמורגשת מלוא ההשפעה השלילית של האינפלציה על הערך הריאלי של החסכונות.

[4] שיטה אלטרנטיבית יכולה להיות מבוססת על השוואות, לגבי תקופה ארוכה, בין הצריכה והחסכון של חברי קופות הגמל לבין הצריכה והחסכון של אלה שאינם חברים, בתנאים משתנים של אינפלציה. ייתרונה של שיטה זו הוא בכך, שהיא מאפשרת להעריך באיזו מידה הגידול בחסכונות בקופות הגמל מייצג תוספת, נטו, לסך החסכון האישי. גישה זו דורשת נתונים על התנהגות החוסכים. נתונים כאלה אינם בנמצא.

פרק ב

קווי האופי העיקריים של קופות הגמל בישראל

1. הקדמה

קו האופי הבולט ביחסי עבודה בישראל, כמבקומות אחרים, היה המאבק הקשה והמתמיד בשאלת אי הבטחון הכלכלי, הבא עם סיום העסקתו של העובד. קופות הגמל הינן רק אחד מגילויי השאיפה המתמדת לבטחון כלכלי, בגיל זיקנה. באופן כללי ניתן לומר, כי הדרישה להקמת קופות גמל נובעת מהתיאוריה החברתית [1], שלפיה צריכים המעבידים ליטול חלק באחריות לגורלם הכלכלי של עובדיהם לאחר פרישתם. קופות אלה שונות, באופן ברור, מנסיונות אחרים לפתור את הבעיה, כגון: פעולה ממשלתית או חסכון פרטי, בכך שהן נתמכות בכוח מיקוח של ארגוני עובדים.

קופות הגמל מהוות נסיון מאורגן למצוא פתרון מתקבל על הדעת לשאלה חברתית בסיסית, אך להתפתחותן יש משמעות חשובה לא רק מבחינת העובדים המבוטחים אלא גם מבחינת המשק כולו. כיוון שמחקר זה דן בהשפעה הכלכלית והפיננסית של ההפרשות לקופות הגמל, יותר מאשר בהשפעה החברתית שלהן, רוכזה תשומת הלב לאותן תכניות גמל, אשר יש להן אופי של קרן המקיימת צבירת כספים לכיסוי התחייבויות צפויות בעתיד. רק תכניות כאלה מקדישות אמצעים להשקעה שוטפת בנכסים פיננסיים. מבין צורות חסכון הגמל בישראל, משקלן של קופות צוברות הוא כיום (וישאר גם בעתיד) הגבוה ביותר.

2. היקף המחקר

קופות הגמל בישראל אינן מהוות אוכלוסייה הומוגנית. במחקר זה ננקטה גישה פרגמטית, ובמסגרת קופות הגמל נכלל כל ארגון, שנרשם ככזה בתיקי משרד העבודה, משרד המשפטים או משרד האוצר. קופת גמל מוגדרת, כארגון לסיוע כספי, אשר לו ארבע התכונות הבאות:

1. לקופה יש מעמד משפטי פורמלי, שהינו נפרד מהחברה המעסיקה.

[1] בעוד שההצדקה החברתית לתכניות הגמל מתקבלת, לעיתים קרובות, ללא עוררין, העלה מילטון פרידמן, לא מכבר, את הדעה שהרפורמות שנועדו להגדיל את הרווחה, שמקורן בליברליזם של המאה ה־19, הן עצמן מהוות הפרה של חופש הפרט, ראה:

Milton Friedman, *Capitalism and Freedom* (Chicago, The University of Chicago Press, 1962), Chs. 1 and 9.

פרידמן מעיר ש"האזרח...., אשר מחוייב על פי החוק להקדיש אחוז מהכנסתו לשם רכישת סוג מיוחד של חוזה גמל, המנוהל על ידי הממשלה, נשלל ממנו חלק זה של החופש האישי שלו" (ש ם, עמ' 8). המחבר דן אמנם בראש ובראשונה, בתוכניות ממשלתיות אך נימוקיו כוחם יפה, ללא ספק, גם לתוכניות החסכון, שאותן כופים האיגודים המקצועיים על העובדים ועל מעבידיהם. מן הראוי להדגיש, כי פרידמן אומר במפורש, שמספר האנשים, הרואים בביטוח חובה לעת זיקנה שלילת חופש, הוא כנראה קטן.

2. ההשתתפות בקופה היא סדירה. כלומר, המעבידים והעובדים מסכימים על השתתפות קבועה עוד לפני שנוצרו התחייבויות הגמל.
3. לכל חבר יש חשבון פרטי, אשר בו נזקפים בקביעות הסכומים שהוא עצמו מפריש וכן חלק מהשתתפות המעביד, המתייחס אליו.
4. קיימת התחייבות חוזית באשר לצורת תשלומי הגמל. בדרך כלל נעשים תשלומים אלה בדרך של תשלום חד פעמי, או תשלום רב שנתי (פנסיה) המוענק לחבר עם הפסקת עבודתו.

בהגדרה רחבה זו [2], נכללות גם קופות שהעובד מפריש להן תשלום קבוע — כגון: קרנות פנסיה, קרנות ביטוח, קופות תגמולים — וגם קופות שהעובד אינו מפריש להן תשלום — אלו הן קרנות לפיצויי פיטורין. כיוון שעובדים "עצמאיים" זכו בהנחת מס מוגבלת [3]: ניכוי דמי ההפרשות שלהם לתכניות גמל מוכרות אשר ממלאות אחר ארבע הדרישות דלעיל, נכללות גם קופות הגמל לעצמאיים באוכלוסיית המחקר. מצד שני, לא נכללו במסגרת מחקר זה קיצבות זקנה המשולמות על פי חוק הביטוח הלאומי, קרנות הסעד ההדדי של ההסתדרות הכללית של העובדים, כגון "מציב" ו"דור־לדור" וגמלאות שאותן משלמים המעבידים מרצונם הטוב. כמו כן לא נכללו תכניות חסכון, גימלאות או פיצויי פיטורין הנעשות בדרך של קניית פוליסות מחברות ביטוח. מאחר שעובדי המדינה ואנשי הצבא מקבלים גימלאות מתוך התקציב השוטף, הוצאו גם תכניות גמל אשר נוסדו עבורם מתחום המחקר.

3. ייסוד וניהול קופות גמל

קופות גמל הינן, בעצם מהותן, מוסד בו מופקד החסכון לזמן ארוך של החברים. בישראל, הבטחת השתתפות העובדים בתכניות חסכון היתה, בעיקר, עניינה של תנועת האיגודים המקצועיים [4]. ייסוד קופת גמל בודדת הינו, בדרך כלל, תוצאה של משא ומתן קולקטיבי בין ההנהלה והעובדים, המיוצגים על ידי ההסתדרות. לאחר שמושג הסכם מלא ביחס לסכומי ההפרשות, קביעת צורת תשלומי הגמל וכיוצא בזה, מנסחים תקנון ותקנות (לעיתים קרובות, בעזרת אחת מבריתות הפקוח שהוקמו למטרה זו) והקופה החדשה נרשמת כאגודה שיתופית, או כחברה בערבות מוגבלת [5].

על מעבידים פרטיים נאסר, על פי החוק, להצטרף כחברים לקופות גמל של מפעליהם [6], אך הם נוטלים חלק, לעיתים, בניהול הקרנות, והם מיוצגים באסיפות הקרן ועוזרים בקביעת

[2] להגדרה שונה במקצת של קופות גמל וגימלאות ראה:
Report of the The Committee on the Taxation Treatment of Provisions for Retirement Cmd. 9063 (London: Her Majesty's Stationary Office).
במיוחד עמ' 33–34 (להלן יקרא דו"ח טאקר).

[3] ראה להלן, בפרק ד.

[4] כדברי המזכיר הכללי הנוכחי של ההסתדרות "היתה זו תמיד מדיניות ההסתדרות להגן על חבריה מפני הסבל הנובע ממחלה, נכות או זקנה, בנוסף לתשלומי קיצבת־זקנה, דמי לידה וצורות אחרות של ביטוח לאומי המובטחים לכל העובדים ע"י המדינה". ראה: אהרן בקר,
The Work of the General Federation of Labour in Israel, *International Labour Review,* Vol LXXXI, No. 5 (May 1960), p. 445.

[5] לפני 1957, היה מספר ניכר של קופות גמל, כולל כמה מהקרנות הגדולות ביותר, משולל מעמד משפטי נפרד.

[6] חריגים מכלל זה הם, לדוגמא, חברים באגודות שיתופיות ומחזיקי מניות קטנים, המועסקים בחברה ונחשבים לעובדים, לצורך ביטוח בקופות גמל.

מדיניות ההשקעות. את תפקידי הניהול השוטף ממלאים חברי הקופה העושים עבודתם בדרך כלל, בהתנדבות, ללא תשלום. קופות גדולות מתנהלות על ידי צוות משרדי בתשלום. משכורות ושאר הוצאות מינהליות משולמות, בדרך כלל, מתוך ההכנסות מההש־קעות, אך בכמה מהקרנות הוטל מס מיוחד על החברים ו/או על המעבידים כדי לעזור בתשלום ההוצאות השוטפות או לשם כיסוי גרעונות.

בקרנות הביטוח הגדולות, בכמה מקרנות הפנסיה, בקרנות לפיצוי פיטורין וכן בקרנות של עצמאיים, שונה שיטת הניהול, באורח ניכר. שלוש קרנות הביטוח וארבע קרנות הפנסיה המרכזיות נוסדו על ידי ההסתדרות, והן מסונפות למדור לפנסיה של הוועד הפועל של ההסתדרות. באשר לקרנות לפיצויי פיטורין, אם אינן כלולות כחלק של קופות התגמולים, הן מנוהלות על ידי בנקים, הפועלים כנאמנים, או על ידי המעבידים עצמם, ואילו קופות התגמולים לעובדים עצמאיים מנוהלות, בדרך כלל, על ידי בנקים מסוימים או על ידי חברות ביטוח.

בלוח ב־1 מוצגת התפלגות קופות הגמל, לפי צורת הארגון שלהן בסוף שנת 1961. רובן של קופות הגמל — 89 אחוז — נוהל בידי החברים עצמם, אם כי, בדרך כלל, לקחו המעבידים חלק בתפקידי הניהול. 6 אחוזים מכלל הקופות נוהלו בידי בנקים, או חברות ביטוח, 3 אחוזים היו מנוהלים על ידי המעבידים, 2 האחוזים הנותרים, שהם 7 קרנות ביטוח ופנסיה גדולות, היו מנוהלים על ידי המדור לפנסיה של ההסתדרות.

לוח ב־1: התפלגות קופות הגמל לפי אירגון הניהול: 1961

מנהל הקופה	מספר הקופות	אחוזים
בנקים [1]	24	6
האיגוד המקצועי	7	2
מעבידים	11	3
חברים	346	89
סך־הכל	**388**	**100**

[1] כולל חברות ביטוח.
מקור: עובד לפי "רשימת קופות הגמל (תגמולים, פיצויים ופנסיה) ל־31 בדצמבר 1961" (משוכפל) (ירושלים, רשות החסכון, משרד האוצר).

בעוד שקופות התגמולים ופיצויי הפיטורין משרתות, בדרך כלל, עובדים של מקום עבודה אחד [7] יש וחברה בודדת יש לה שתי קופות גמל או יותר (כגון קופה אחת לעובדי הניהול והמשרד, ושנייה לפועלי המפעל). אם מקום העבודה הוא אגודה שיתופית, מקובל לייסד קופה אחת לחברי האגודה וקופה נפרדת לעובדים השכירים.

אף כי כמה מוסדות גדולים, דוגמת האוניברסיטה העברית, "הדסה" ו"אגד" יסדו קרנות פנסיה נפרדות, נשאר, בדרך כלל, ייסוד תכניות פנסיה בתחום המדור לפנסיה של ההסתדרות. שבע הקרנות המרכזיות של ההסתדרות פועלות בכל רחבי הארץ ומאגדות את

[7] בעצם טיבם, מאגדים הבנקים, המנהלים קרנות פיצויי פיטורין וקופות תגמולים לעצמאים, מספר חברים רב.

העובדים בענפים מסוימים. הן מקיפות את עובדי המפעלים והמוסדות ההסתדרותיים וכמו כן עובדים אחרים בחקלאות, בנייה תעשייה ושירותים.

4. קביעת צורת תשלומי הגמל

אף שמטרתן הראשונית של כל קופות הגמל היא להבטיח לחבריהן חסכון לזמן ארוך, צורת תשלומי הגמל שונה, באופן ניכר, בסוגים השונים של התכניות. הבחנה שימושית יכולה להיעשות בין תכניות תגמולים חד־פעמיים (שאותן מקיימות הן קופות תגמולים והן קרנות פיצויים) ותכניות המבטיחות תגמולים בצורת קיצבה שנתית.

א. תגמולים חד־פעמיים

עם הפסקת עבודתו, מקבל חבר קופת תגמולים את דמי ההשתתפות והריבית שהצטברו בחשבונו, במשך השנים שבהן עבד. בהתאם לתקנות מס ההכנסה, חבר המוצא מקום עבודה חדש, תוך שישה חודשים, מעבירים את הסכום שהצטבר לזכותו לקופת הגמל הקשורה למקום עבודתו החדש [8]. אם החבר מוצא תעסוקה בחברה שאין לה קופת גמל הוא מקבל את חסכונותיו בבת אחת או במספר תשלומים, במזומן.

ההרכב המדוייק של תשלומי התגמולים תלוי בנוסחת התגמולים הנוהגת בכל קרן וקרן. עובד הפורש מעבודתו בגלל זקנה, בריאות לקויה, נכות או פיטורין, זכאי, בדרך כלל, לקבל את מלוא הסכום שנזקף לזכותו בקופת התגמולים (כלומר הצטברות תשלומי המעביד, תשלומיו הוא וריבית מצטברת). במות החבר, מקבלים יורשיו את מלוא הסכום שהצטבר לזכותו.

כאשר חבר פורש מעבודתו מרצונו, זכותו לקבל את תשלומי המעביד ואת הריבית שהצטברה תלויה בנוהג זכויות הגמל שקבעה הקופה לעצמה. הקופה יכולה לקבוע, למשל, שכאשר מועסק מפסיק את עבודתו מרצונו, הוא יקבל 20 אחוז מתשלומי המעביד שנצטברו לזכותו עבור כל שנה משנות שירותו; והנותר (אם יש כזה), יוחזר למעביד, או יופרש לקרן שמורה כללית של הקופה. אולם בכל מקרה מקבל החבר את מלוא הסכום ששילם כדמי השתתפות בקרן מבלי להתחשב בנסיבות עזיבתו.

למרות השוני הרב בפרטי הזכויות, מהוות קופות התגמולים, מבחינה מושגית, תכנית גמל פשוטה. עד ל־1962 [9] נקבעו תביעות החברים בהתאם לסכומים הנומינליים שנזקפו לזכותם בקופה; להוציא מקרים, שבהם אירעו הפסדי הון גדולים, היו התחייבויות הגמל מכוסות במלואן במשך כל הזמן. מתכונת הקופות ברור, שבעיות אקטואריות לא היו קיימות. הואיל והקופות השקיעו סכומים ניכרים בהשקעות צמודות [10], והואיל ותשלומי התגמו־לים היו קבועים במונחים נומינליים [11], צברו הקופות קרנות, שעלו על התחייבויותיהן לחברים.

מן הבחינה הכספית גרידא, יש יתרון בהתחייבויות המוגדרות וקבועות במונחים נומינ־

[8] קשה לעיתים לעקוב אחר המקרים הבודדים, וכמה חברים הצליחו אולי, לקבל את דמי חסכונותיהם במזומנים, למרות העסקתם מחדש בחברות שיש להן קופות גמל משלהן.

[9] לאחר הפיחות בפברואר 1962 הורה האוצר לשערך את נכסי קופות הגמל.

[10] ראה להלן פרק ח.

[11] בעוד שכמה קופות חילקו לחבריהן רווחי הצמדה שמומשו, נמצאה במסגרת המחקר רק קופה אחת, אשר זיכתה את חשבונות החברים בהפרשי הצמדה שטרם מומשו.

ליים. ברם, התחייבויות כאלה טומנות בחובן חיסרון גדול בתקופות עליית מחירים. בישראל, בה היתה עליית המחירים חמורה דייה לערער את ערך המטבע כאמצעי המתאים לתשלומים דחויים[12], היתה חמורה במיוחד בעיית תשלומי תגמולים שוטפים, אשר היקפם שיקף רמות שכר ומחירים נמוכות יותר. יתר על כן, הנוהג המקובל, להצמיד חלק מהשקעות הקופה בעוד שתשלום התגמולים נשאר קבוע במונחים נומינליים, הביא לעיוותים.

חבר שפרש מחמת גיל או עזב את מקום עבודתו בגלל סיבה אחרת, הפסיד את זכותו לקבל את חלקו בהפרשי ההצמדה הבלתי מחולקים של הקופה. כתוצאה מכך, חלה, בעשור הנידון, העברה של מקורות שהיתה בלתי מכוונת, כפי שאפשר להניח, מאלה שהפסיקו את חברותם בקופות לחברים הנשארים. אפילו באותן קופות אשר זיכו את חשבונות החברים ברווחי הצמדה שמומשו, איבדו החברים העוזבים את חלקם בעליית הערך של הנכסים הצמודים שטרם מומשו.

בכמה קופות גמל הפרישו המעבידים, בנוסף על השתתפותם בתגמולים, גם לקרן לפיצויי פיטורין, בעוד שבמקרים אחרים נוסדו קרנות פיצויים מיוחדות. בקרנות לפיצויי פיטורין אין העובדים מפרישים בעצמם, במקביל להפרשות המעבידים. קבלת דמי הפיצויים (בתוספת ריבית מצטברת) מותנית בפיטורין ממקום העבודה או בפרישה מחמת הגיל. באופן תאורטי, אין המועסק זכאי לקבל פיצויי פיטורין אם הוא עוזב מרצונו, אך בנסיבות הקיימות בארץ קשה לעתים להבחין בין פרישה מרצון ופיטורין.

הכלל, שלפיו תביעות חבר קופות התגמולים משולמות בערכים נומינליים, כוחו יפה לסכומים שהצטברו לזכותו בתורת פיצויי פיטורין, אבל המעביד חייב, בדרך כלל, לשלם למפוטר את דמי הפיצויים על בסיס משכורתו האחרונה. בהיעדר מימון שוטף להפרש, שנוצר כתוצאה מעליית השכר ומן המעבר לתפקידים שבהם משתלם שכר רב יותר, אין הסכומים המצטברים לטובת העובד בקרן הפיצויים מספיקים לכסות את מלוא ההתחייבות של המעביד. במקרים אלה משלם המעביד את הגרעון מתוך תקציבו השוטף.

ב. תשלומי פנסיה

קיימים גוונים רבים לתכניות תשלומי הפנסיה הנוהגות בארץ. אך בקרנות הפנסיה המסוגפות להסתדרות הונהגו שתי תכניות אלטרנטיביות: פנסיה "בסיסית" ופנסיה "מקיפה". קווי האופי של תכניות אלה יכולים לשמש אמצעי מדידה להערכת זכויות הפנסיה בישראל. להלן נתעלם מן ההבדלים בין שתי התכניות, המתייחסים, בעיקרם, להיקפן וגודלן של זכויות הפנסיה המשולמות לנכים ולשאירי החברים[13], כדי להתרכז בגורמים המשותפים אשר קובעים את הקו הכללי בהסדרי הפנסיה, בסקטור ההסתדרותי והלא־הסתדרותי כאחד.

גודל הפנסיה נוטה להשתנות בהתאם לוותק של החבר. דמי הגימלה השנתיים נעים בין 35 ל־70 אחוז מהמשכורת הסופית — בהתאם למספר השנים, שבהם הפרישו העובד ומעבידו לקרן הפנסיה. השיעור המירבי מושג, בדרך כלל, לאחר 35 שנות חברות, אך עשר שנים כבר מקנות לעובד מינימום "סוציאלי" שנתי[14]. ב־1962 היתה הגימלה החוד־

[12] השימוש הנרחב בסעיפי הצמדה בחוזי הלוואות הינו, כשלעצמו, סימן היכר לתופעה זו.

[13] מאחר שתוכניות הגימלאות המקיפות מעניקות תשלומים גבוהים יותר, שיעורי ההפרשות בתכניות אלה גבוהים מאלה שבתכניות הגימלאות הבסיסיות.

[14] ב־1963 הורדה תקופת החברות המינימלית מעשר לחמש שנים.

שית המינימלית 50 אחוז מהמשכורת הסופית או 143 ל״י לזוג — לפי הנמוך שביניהם. בקרנות ההסתדרותיות שיעורי הגימלאות, הן המינימליים והן המכסימליים, כללו את הגימלאות שהפורש מקבל מאת הביטוח הלאומי. כמה קרנות מחוץ לסקטור ההסתדרותי קבעו את תקרת הגימלה ל־70 אחוז אך כללו בגימלה רק 50 אחוז מהגימלה המתקבלת מהביטוח הלאומי.

גודל הגימלה נקבע כאחוז מהשכר הגולמי. אם נחשב את הגימלה כאחוז מהשכר נטו הרי שיעור הגימלה המכסימלי שאותו יכול פורש לקבל גבוה באופן ניכר מ־70 אחוז, כיוון שהחבר הפורש אינו חייב עוד בדמי השתתפות לקופות הפנסיה ולמוסד לביטוח לאומי. תשלומים אלה, יחד, מגיעים, בדרך כלל, ל־6 אחוזים מהשכר הגולמי. יתרה מזו, תושב המגיע לגיל 65 זכאי לניכוי נוסף בסך 600 ל״י בעת חישוב מס ההכנסה. מכאן שנטל המיסים המוטל על הגימלאות הנמוכות הוא קטן יותר מזה המוטל על מלוא השכר הגולמי. גורמים אלה מאפשרים לגימלאות להגיע, במקרים מסויימים, לשיעור 80 עד 90 אחוז מההכנסה הפנויה, נטו, לפני הפרישה לגימלאות.

קו האופי הבולט של תשלומי הפנסיה בישראל אינו האחוז שהם מהווים מהשכר, אלא העובדה שהאחוז מתיחס למשכורת האחרונה של הפורש, ואינו נקבע על פי שכרו הממוצע [15], בתיקון ריבית מצטברת. מכאן, ששני עובדים, הדומים בכל ענייני השכר שלהם, פרט לעיתוי ההעלאות בדרגה שלהם, זכאים לשיעור גימלה שווה, אף כי ייתכן שהסכומים שהופרשו בפועל למימון גימלתם היו שונים באופן ניכר. כיוון שדמי ההשתתפות, הן של המעביד והן של העובד, נקבעים כאחוז מהשכר, די במקרה שתואר, שעובד אחד קיבל את ההעלאה האחרונה שלו בדרגה (המלווה בהעלאת שכר) בתקופה הסמוכה לזמן פרישתו.

יתר על כן, אם עולה, לאחר פרישתו, שכר היסוד בדרגת התפקיד שאותו מילא הפורש לגימלאות סמוך לפרישתו, נוהגות קרנות הפנסיה להגדיל בהתאם לכך את דמי הגימלה המשתלמים לו. ברור אפוא, שהקשר בין הסכומים שהצטברו לשם מימון דמי הגימלאות, לבין הסכומים שהקרן חייבת בפועל לחבריה שפרשו, הינו קשר רופף: בעוד שהצבירה תלויה בדפוסי שכר החברים ובתשואה נטו מהשקעות הקרן, תלוי גודלם של תשלומי הגימלאות במשכורת האחרונה של החבר שפרש, תוך התאמה לשינויים בסולמות השכר במשך התקופה שבה משלמים לו גימלאות [16].

כיוון שבישראל צמוד השכר למדד המחירים לצרכן, והגימלאות מחושבות כאחוז מתוך השכר הגולמי, בניכוי תוספת יוקר, נהוג להצמיד את תשלומי הגימלאות למדד. הפורש לגימלאות מקבל, באורח שוטף, חלק משכר היסוד וכן תוספת יוקר בהתאם לחלק זה של שכר היסוד. בדומה לשכר היסוד — ההצמדה למדד נמשכת בתקופה שבה משולמות הגימלאות; אם עולה שיעור תוספת היוקר לאחר פרישת החבר, עולים תשלומי הגימלה

[15] כזה הוא המצב השורר בצרפת, ב״הסכם העבודה הקיבוצי״ לעובדי המינהל. שם מחושבות הגימלאות כאחוז מהשכר שקיבל המבוטח במשך תקופת שירותו, בעוד שההשתתפות מבוססת על המשכורת הממשית. ההתאמה של הגימלאות לעליית השכר, מזמן לזמן, הביאה לקשיים חמורים בהבטחת הגימלאות שישולמו בעתיד. ראה:

"Supplementary Pension Schemes in France" Report and Inquiries *International Labour Review,* Vol. LXXVI, 1957, pp. 384–399.

[16] עובדה זו נכונה גם במקרים שבהם כלולות בגימלאות קצבות הביטוח הלאומי. אך כל עלייה בגימלאות אלה, כשיתר התנאים שווים, תקטין את ההתחייבות הממשית של הקרנות.

השוטפים בהתאם. מכאן שבישראל מהוות הגימלאות, אחוז קבוע מתוך השכר הריאלי ולא מן השכר הנומינלי.

בעית ירידת ערכן הריאלי של גימלאות, הקבועות בערכים נומינליים, בתקופות עליית מחירים, זכתה לעיון נרחב. נסיון ראשון להבטיח את ערכם הריאלי של תגמולי הביטוח הסוציאלי נעשה, כנראה, בדנמרק, כבר ב־1933 [17], והחל ב־1948 אמצו כמה ארצות, כגון: צרפת, בלגיה, הרפובליקה הפדרלית של גרמניה והולנד, את שיטת ההצמדה למדד, כדי להבטיח את ערכם הריאלי של תשלומי הביטוח הסוציאלי [18]. המעבר לתשלומי גימלאות צמודי מדד לא היה בבחינת שינוי מהפכני בגישה לתשלומים שלאחר הפרישה. תשלומי גמל הותאמו תמיד, במוקדם או במאוחר, בכל ארץ, שנתנסתה בירידה ניכרת בכוח־הקנייה של המטבע שלה [19].

קו אופי חשוב של תכניות הגימלאות הנוספות בישראל מתבטא בכך, שאין הן מבטיחות למעשה רק את הערך הריאלי של הגימלאות; יתרה מזו, מאחר שהגימלאות צמודות הן לשכר היסוד והן למדד המחירים לצרכן, הרי שיש בתכניות גימלאות אלה משום נסיון לשמור על חלקו של סוג נתון של הכנסה — במקרה זה הכנסת הפורש לגימלאות — בתפוקה הלאומית. שיטה זו מבטיחה למקבל הגימלאות מעין "חלק שווה" בהכנסה (מקביל להסדרים דומים שנעשו בחקלאות). העובדה שתשלומי הגימלאות נקבעים על סמך משכורתו האחרונה של העובד — בדרך כלל, המשכורת הגבוהה ביותר — יש בה כדי להעיד על החשיבות החברתית הרבה שייחסו המוסדות המעניקים גימלאות לצריכה, ובמיוחד לתפקיד המכריע שיש לשיא הקודם של רמת הצריכה על הצריכה השוטפת [20]. הגימלאות הנוספות בישראל אינן מכוונות רק להגן על העובד הפורש ממחסור בגיל זקנה אלא לשמור על הכנסתו (וכפי שניתן לשער גם על מעמדו החברתי היחסי, במידה שהוא נקבע על סמך ההכנסה), לאחר פרישתו.

5. הטבות נלוות

בנוסף לתפקידן העיקרי של הקופות, הבטחת חסכון הגמל, מספקות רבות מהן גם ביטוח חיים וביטוח נכות לחבריהן. קופות אחדות אף רוכשות פוליסות ביטוח חיים גם לנשות החברים. רוב החברים בקופות הגמל בישראל מבוטחים בתכנית ביטוח הדדי, המנוהלת במחלקה מיוחדת בחברת הביטוח "הסנה", אף כי קרנות גדולות יצרו לעצמן רזרבות פנימיות לשם ביטוח חיים. בתכנית הביטוח ההדדי אין מביאים בחשבון את הגיל והמצב הרפואי של המבוטח, ועל החברים מוטלת פרמיה אחידה.

תכנית הביטוח ההדדי החלה עם מלחמת השחרור, כאשר הוחלט לבטח את החברים בקופות התגמולים ובקרנות הביטוח, למשך שנה אחת, על בסיס קולקטיבי ורצוני, הואיל וחברות הביטוח הפרטיות לא הגנו על מחזיקי הפוליסות מפני סיכוני מלחמה. כיוון

17 Elizabeth Liefman-Keil "Index-based Adjustments for Social Security Benefits *International Labour Review,* Vol. LXXIX, No. 5 (May 1959) p. 487.

18 שם, עמ' 497–498.

19 כך קרה כנראה בארצות הברית, שם הצמדה למדד היא כמעט בלתי ידועה. דמי הביטוח הסוציאלי והגימלאות הפרטיות הועלו שם מזמן לזמן, במשך שני העשורים האחרונים. ניתן אם כן להניח, שלפחות חלק מהעלאה זו בגימלאות משקפת את השפעת הגידול החוזר ברמת המחירים.

20 Cf. J. Duesenberry, *Income Saving and the Theory of Consumer Behavior* (Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1949).

שהתברר, שצורה זו של ביטוח תהיה זולה יחסית גם בשנים רגילות[21], הוחלט להמשיך בתכנית זו, דרך קבע.

נוסף על הבטחת תגמולים, מקבלות קרנות הביטוח ההסתדרותיות הפרשות ממעבידים עבור הטבות נלוות, כגון: דמי מחלה, חגים, הבראה ושיקום. הפרשות נוספות אלה נזקפות בחשבונות משותפים, והחברים מקבלים את ההטבות בהתאם לנוסחה הנוהגת בכל קרן וקרן. קרנות הביטוח אף משמשות כסוכנים בגביית דמי ההשתתפות של המעבידים לקופת חולים (מס מקביל) ולקרנות החופשה השנתית, שנוסדו על פי "חוק חופשה שנתית 1951".

6. שמירת הזכויות

בעיית שמירת הזכויות מתייחסת לזכותו של המועסק לקבל את כל הסכומים שהפריש המעביד לזכותו, לקופת הגמל, או את חלקם, אפילו במקרים שהמועסק הפסיק את חברותו לפני הגיעו לגיל הפרישה המקובל[22]. הבעייה קיימת רק לגבי הפרשות המעביד, כיוון שדמי השתתפותו של העובד עצמו מוחזרים לו בלי להתחשב בנסיבות פרישתו. זכויות אלה מייצגות, ביסודן, את "בעלותו" של החבר על דמי השתתפות המעביד בתכנית הגמל.

פרט לפיצויי פיטורין, שקבלתם תלויה להלכה, אם לא למעשה, באופי הפרישה, יש לעובדים, בכל תכניות התגמולים החד־פעמיים בישראל, זכויות בעלות חלקיות. כאמור לעיל, תלוי היקף הזכויות, בדרך כלל, בוותק. בסקטור ההסתדרותי, רשאים החברים, אם חל שינוי במקום העבודה שלהם, להעביר את זכויותיהם מקרן לקרן. אם אין במקום העבודה החדש תכנית גימלאות, ניתנת לחבר הברירה בין המשך חברותו בקרן הקודמת, המלווה בתשלום דמי השתתפותו עד לפרישה, לבין קבלת הערך המהוון של זכויות הגימלאות שלו. כאשר חבר מפסיק את חברותו, מבלי שמילא אחר הדרישות המזכות אותו בקבלת גימלאות, הוא מקבל סכום חד־פעמי, דומה לזה שמשלמות קופות התגמולים[23].

[21] על השוואת עלות הביטוח ההדדי עם עלות הביטוח הפרטי ראה: לביטוב, "ביטוח ויעילות משקית" רבעון לכלכלה (ינואר 1954) עמ' 222–225.

[22] על הסדרי שמירת זכויות בתכניות גימלאות בארה"ב ראה:
Charles T. Dearing, *Industrial Pensions* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1959 Chapter 5, and Paul P. Harbrecht S.J., *Pension Funds and Economic Power* (New York: The Twentieth Century Fund, 1959) Chapter 3.

[23] יש לציין, שבמות החבר שמירת הזכויות היא שלמה, ויורשי החבר זכאים לקבל את מלוא סכום השתתפותו של המעביד, אשר בו זוכה החבר.

פרק ג

צמיחת קופות הגמל בישראל

1. הופעתן של קופות תגמולים

קופת הגמל הראשונה [1] נוסדה אמנם בארץ ישראל לפני מלחמת העולם הראשונה, אולם רק לאחר כינונו של השלטון המנדטורי הבריטי, רוכזו מאמצים כדי להבטיח תגמולים לציבור העובדים [2]. במשך תקופת המנדט, שררה אי שביעות רצון בקרב האוכלוסיה היהודית בא״י בשל העדר תחיקה סוציאלית נאותה; עובדה, שהמריצה לנקוט באמצעים אשר יהוו פתרון ביניים, עד לבוא הזמן, שבו תיטול ממשלה מרכזית את חלקה באחריות לגורלם של העובדים שהגיעו לגיל הפרישה.

בארץ, שבה תנועת העבודה הינה חזקה ובעלת השפעה, אין זה מפתיע, שההסתדרות מילאה תפקיד מרכזי בסתימת הפירצה, בכך שנשאה ונתנה עם המעבידים, כדי להבטיח תגמולים לחבריה. במשך שנות העשרים, ובמיוחד במשך שנות השלושים, היו מפעלי הסקטור ההסתדרותי וכן האגודות השיתופיות חלוצים בייסוד תכניות חסכון לתגמולים לעובדיהם. תכניות אלו לבשו, כמעט ללא יוצא מן הכלל, צורה של קופות תגמולים, שאליהן הפרישו הן העובדים והן המעבידים 3 עד 5 אחוזים מהשכר.

2. השפעתה הממריצה של מלחמת העולם השנייה

התעצמותו חסרת התקדים של המשק הארץ־ישראלי בזמן מלחמת העולם השנייה, היוותה תמריץ להתרחבות תכניות החסכון מן הסוג האמור, וב־1947 פעלו יותר מ־300 קופות תגמולים בסקטור היהודי של המשק [3]. קופות אלה איגדו כ־40,000 עובדים, ובסוף 1947, הצטברו בהן למעלה מ־5 מיליון לא״י. הצבירה השנתית, נטו, הסתכמה במיליון ל״י בקירוב [4].

התפתחות נוספת, במשך תקופה זו, חלה בשנת 1945, עם ייסוד ״ברית פיקוח לקופות תגמולים ופנסיה״. תפקידו העיקרי של מוסד זה היה לייעץ לקופות הקשורות בו, בדבר הכנת מאזניהן וכן לבקר את חשבונותיהן. בנוסף לכך, ייעצה ברית הפיקוח לקופות, בבעיות

[1] המדובר הוא בקופת התגמולים של בנק לאומי (מקודם בנק אנגלו־פלשתינה).

[2] ראה:
The Central Pension Funds of the Histadrut—the Jewish Federation of Labour, Tel-Aviv: Department of Pensions—Executive Committee, Sept. 1962, p. 5.

[3] הנתון אינו כולל כשלושים קופות בענף ליטוש היהלומים, אשר חוסלו לאחר מכן, בגלל סגירת המפעלים, לאחר המלחמה.

[4] ראה: קופות תגמולים ופנסיה בישראל (תל־אביב, ברית הפיקוח לקופות התגמולים והפנסיה בישראל בע״מ, 1948).

שונות, הנוגעות למינהל, ביטוח והשקעות[5]. קופות חדשות, שקשרו עצמן לברית הפיקוח, נעזרו בה לצורך ניסוח ההסכמים והתקנות שלהן ולצורך רישומן כאגודות שיתופיות.

הגידול המהיר בקופות התגמולים במשך מלחמת העולם השנייה ולאחריה (כפי שמוכח מגידול מספר החברים ונכסי הקופות) לא היה מתוכנן מראש. קופות חדשות הוקמו כאשר ההסתדרות הצליחה במשא־ומתן עם מעבידים. התנאים הכלכליים הטובים, ששררו במשך תקופה זו, הקלו בהשגת הסכמתם של המעבידים, בהשוואה למצב ששרר במשך שנות הדפלציה שלפני המלחמה.

מאידך, תהליך עליית המחירים, שנגרם כתוצאה ממלחמת העולם השנייה, העמיד בפני ההסתדרות כמה בעיות מיוחדות. העובדים חשו בעליל, שהערך הריאלי של חסכונותיהם בקופות התגמולים הועמד בסכנה, מחמת העלייה הממושכת ברמת המחירים הכללית. מסיבה זאת עמדה ההסתדרות, לעתים תכופות, בפני אדישות, אם לא התנגדות פעילה, מצד העובדים, למאמציה ליסד קופות חדשות. בדרך כלל, העדיף העובד להתמקח על העלאת שכר ישירה מאשר על דרישת תוספת הטבות סוציאליות[6].

גישתם של עובדים בודדים לא השפיעה באורח ניכר על דפוסי התפתחות הקופות. ההסתדרות קיבלה על עצמה את האחריות להקמת קופות התגמולים. אם כי החברות בקופות התגמולים היתה "רצונית", הותנה דרך קבע, בהסכמי העבודה הקיבוציים, שהמעבידים והעובדים חייבים להפריש לקופת התגמולים[7].

3. התפתחות הקופות לאחר קום המדינה

מלחמת השחרור בלמה, לזמן מה, את גידולן של קופות הגמל. כמה מפעלים נסגרו וחדשים צצו במקומם; ואלפי עובדים, שהיו מאוגדים בקופות קיימות, עזבו את מקום עבודתם על מנת לשרת בצה"ל. ברם, הגורם המכריע, לגבי התפתחות הקופות, היה גל העלייה ההמונית, שהגיע לישראל במשך השנים 1948 עד 1951. הקצב הגובר של העלייה, שאליו נתלווה גידול רב בהיקפן של תכניות ההשקעה, הביא להתרחבות מהירה של המשק הישראלי ושל כוח העבודה. במקביל לכך, נוצרו לחצים אינפלציוניים חזקים, שהתבטאו בעלייה של השכר והמחירים, עד שב־1952 היתה השפעת הגומלין, שבין השכר והמחירים, מעוררת דאגה.

הגידול במספר הקופות, מספר החברים שלהן ונכסיהן, במשך השנים הראשונות שלאחר הקמת המדינה, משקף בעיקרו את התרחבות המשק ואת העלייה בשכר הנומינלי במשך התקופה. בסוף 1951 היו בישראל 426 קופות גמל, אשר איגדו 160,000 עובדים[8]. במשך שנת 1951 הסתכמו ההפרשות, ברוטו, לקופות, מצד העובדים והמעבידים כאחד, ב־14 מיליון ל"י; ובסוף אותה שנה הגיעו נכסיהן לסך 30 מיליון ל"י.

[5] שתי בריתות פיקוח אחרות סיפקו שירותים דומים למספר קופות תגמולים, שהיו מסונפות לקואופרציה היצרנית, השרותית והאשראית.

[6] שם, עמ' 5.

[7] The *Central Pension Funds of the Histadrut, op. cit.*, p. 9

[8] מתוכם 95 אלף חברי ארבע קרנות הביטוח (על פי אומדן של משרד העבודה). ב־1951 נמנו למעשה, בארבע הקרנות, למעלה מ־150,000 חשבונות פרטיים; אך יש לציין, שהנתון האחרון כולל מספר ניכר של חשבונות כפולים, מאחר שבמספר רב של מקרים נפתחו, לאותו אדם, שני חשבונות או יותר. ראה "קופות תגמולים וקרנות ביטוח", ירחון העבודה (מרץ 1953), עמ' 6.

4. מיזוג וייסוד קרנות הביטוח

ההתרחבות המהירה של קופות הגמל, לאחר מלחמת העולם השנייה ובשנותיה הראשונות של מדינת ישראל, נתאפיינה בהקמת מספר גדול של קופות קטנות, אשר כל אחת מהן היתה קשורה למקום עבודה אחד. לפיכך השתדלה ההסתדרות למזג את הקופות הקטנות ליחידות גדולות יותר. לאור מגמה זו נוסדה ב־1945 קופת תגמולים מרכזית של עובדי "לשכת המס", ושנה לאחר מכן, נוסדה קופה מרכזית אחרת, עבור עובדי הקואופרציה הצרכנית. במשך אותה תקופה, נוסדו קופות מרכזיות למורים, עובדי דפוס ועובדי "תנובה".

המעבר לקופות תגמולים מרכזיות נסתייע, במידה מרובה, על ידי מאמציה של ההסתדרות, בשנים שלאחר המלחמה, להשיג תנאים סוציאליים לעובדים, שלא היה להם מקום עבודה קבוע. לאחר משא ומתן ממושך נוסדו ארבע קרנות ביטוח, אשר איגדו פועלים בענפי הבנייה והחקלאות, וכן עובדים ארעיים בענפי התעשייה והמסחר. קרנות הביטוח אורגנו מראשיתן על בסיס ארצי.

כיוון שחברי קרנות הביטוח כמעט שלא נהנו מהתנאים הסוציאליים, המקובלים בישראל לגבי פקידים ועובדי תעשייה קבועים, נעשו נסיונות להשיג מן המעבידים מתן הטבות סוציאליות נוסף על תגמולים. לגבי קרנות הביטוח לא היו הטבות אלה התחייבויות גרידא, מצד המעבידים לעובדיהם, אלא הפרשה סדירה לקרנות. למעשה היוו ארבע קרנות אלה צורה מיוחדת של קופות תגמולים, כיוון שהן הוקמו על מנת לצבור את הפרשות העובדים והמעבידים כחסכון לתגמולים, וכנהוג בקופות התגמולים, זיכו קרנות הביטוח את חשבונו של כל חבר וחבר בהפרשות אלה.

ארבע הקרנות, לפי סדר הקמתן, הן כדלהלן:

1. קרן ביטוח לפועלי בניין;
2. קרן ביטוח לפועלים שכירים בחקלאות;
3. קרן ביטוח לעובדי אריזה;
4. מבטחים.

"קרן ביטוח לפועלי בניין" נוסדה ב־1945 כדי לארגן את עובדי הבניין המפוזרים על פני הארץ. היה זה מאמץ חלוצי לשם השגת תנאים סוציאליים ממעבידים, אשר ברובם פיגרו אחרי ענפים אחרים של המשק במתן תנאים כאלה לעובדיהם. החברה הקבלנית הכללית של ההסתדרות, "סולל בונה", סייעה בייסוד הקרן, בהיותה המעביד הראשון אשר מילא אחר החלטת האיגוד המקצועי, בדבר הבטחת תגמולים ושאר תנאים סוציאליים[9] לעובדי הבניין.

הגיאות בענף הבנייה, שהחלה בשנת 1949, מלאה תפקיד חשוב בהתרחבות המהירה של הקרן; וב־1951 עלה מספר חבריה על 43,000, ונכסיה הסתכמו בסכום העולה על 6 מיליון ל"י. בסוף 1961, נמנו על הקרן 60,000 פועלי בניין, וסך נכסיה עלה על 81 מיליון ל"י. קרן ביטוח לפועלי בניין היא כיום קופת הגמל השלישית בגודלה בישראל, הן מבחינת מספר חברים והן מבחינת סך הנכסים.

"קרן ביטוח לפועלים שכירים בחקלאות" התחילה לפעול ב־1948. בקרן זאת מאוגדים עובדים המועסקים בענפים שונים של החקלאות, כולל מטעי ההדרים ומפעלים חקלאיים

[9] האיגוד המקצועי של פועלי הבניין בישראל (תל־אביב, האיגוד הארצי של פועלי הבניין, ההסתדרות הכללית של העובדים העבריים בישראל (ללא תאריך), עמ' 14.

של הממשלה, רשות הפיתוח, הסוכנות היהודית והקרן הקיימת לישראל. לייסוד הקרן נלוו קשיים מרובים, שכן המעבידים והעובדים, כאחד, גילו רצון מועט לשלם דמי ההשתתפות [10], אף כי שיעורי ההפרשה היו בתחילה נמוכים בהרבה מאשר התשלומים לקרנות אחרות. ב־1951 היו לקרן 8,000 חבר וסך נכסיה הסתכם ב־700 אלף ל״י בלבד, אולם בסוף 1961 הגיע מספר החברים ל־27,000 והנכסים הסתכמו ב־36 מיליון ל״י.

״קרן ביטוח לעובדי אריזה״ נוסדה ב־1949. הואיל והענף הינו עונתי, והעובדים מועסקים רק במשך חודשי החורף, הופעלה גם הקרן על בסיס עונתי. ב־1951 היו בקרן 3,000 חבר וסך נכסיה הגיע ל־100 אלף ל״י. ב־1958 התמזגה הקרן בקרן ביטוח לפועלים שכירים בחקלאות.

האחרונה בארבע הקרנות — ״מבטחים״ — נוסדה בסוף שנת 1949. בראשונה, נועדה קרן זו לעובדים ארעיים בתעשייה ובמלאכה; כיום, מקיפה קרן זו עובדי תעשיות שונות ועובדים ארעיים בממשלה ובצבא. ב־1950 הרחיבה הקרן את פעילותה, והחלה מאגדת בתוכה עובדים קבועים במפעלי תעשייה קטנים. קופות קטנות רבות נבלעו ב״מבטחים״ במשך העשור האחרון. ב־1951 הגיע סך נכסי הקרן ל־2.9 מיליון ל״י והיא איגדה ארבעים אלף חבר. בסוף 1961 היתה ״מבטחים״ לקופת הגמל הגדולה בישראל. נכסיה הסתכמו באותה שנה בלמעלה מ־110 מיליון ל״י, ומספר חברי הקרן נאמד ב־60 עד 100 אלף [11].

5. ריכוז תפקיד ההשקעה

למרות מגמת הריכוז שבמבנה הקופות, המשיכו לפעול, במשך העשור שלאחר הקמת המדינה, למעלה משלוש מאות קופות תגמולים הקשורות למקומות עבודה בודדים. הורגש, שרבות מהקופות הקטנות לא היו יעילות די הצורך בניהול חסכונות חבריהן, במיוחד בבחירת ההשקעות המתאימות. לפיכך החליטה ההסתדרות, ב־1950, לפעול למען תיאום פעולת ההשקעות לזמן ארוך של אמצעיהן הגדולים של קופות התגמולים. ההסתדרות קיוותה, שריכוז ההשקעות בידי גוף אחד, יאפשר לגוון את תיק ההשקעות, כדי להקטין עד למינימום את הסיכון הכרוך בהפסד מחמת אי־פרעון תשלומים [12]. הטענה היתה, שמנהלי קופות התגמולים הקטנות היו חסרים את הידע הטכני הנדרש לשם קביעת מדיניות השקעות יעילה וביצועה.

המניע העיקרי לנסיון זה היה הצורך למצוא דרך לשמור על הערך הריאלי של השקעות הקופות. בעשור שלאחר פרוץ מלחמת העולם השנייה עלתה רמת המחירים הכללית פי שלושה [13]. עלייה זו, נוסף על התשואה הנמוכה שנשאו השקעותיהן של הקופות באותה תקופה, הביאה לירידה תלולה בערך הריאלי של הסכומים שהצטברו בקופות. הלחצים, שנגרמו על ידי האינפלציה הכבושה במשך השנים 1949–1950, אשר באו לביטוי בהיווצרות שוק שחור וירידה ממושכת של הערך החיצוני של הלירה, גרמו לציפייה לגל

[10] קרנות הביטוח (תל־אביב, הוועד הפועל של ההסתדרות הכללית של העובדים העבריים בא״י 1951), עמ׳ 19.

[11] ראה להלן פרק ה.

[12] ראה: קופות תגמולים ופנסיה בישראל, 1949–1950, תל־אביב, ברית פיקוח לקופות תגמולים ופנסיה בישראל, 1951.

[13] See Robert R. Nathan, Oscar Gass, and Daniel Creamer, *Palestine: Problem and Promise* (Washington D.C. Public Affairs Press, 1946 p. 595).

וכן דן פטינקין, המשק הישראלי בעשור הראשון (ירושלים, מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל, דצמבר 1960), פרק 4.

נוסף של עליית מחירים. התשואה הריאלית הנמוכה מן ההשקעות, שנעשו במשך העשור הקודם, חיזקה את הדרישה להשקעות שיהיו צמודות בצורה כלשהי למדד, אשר ישקף את השינויים החמורים בכוח הקנייה של הלירה.

כיוון שהורגש, כי קופה המשקיעה באופן עצמאי תתקשה בהשגת תנאי ההצמדה הדרושים, הוקמה, סמוך לסוף שנת 1950, "גמול" — חברה להשקעות. הון המניות הראשוני הסתכם ב־200 אלף ל"י. על המניות חתמו, שווה בשווה, קופות גמל שונות ובנק הפועלים. ב־23 באוקטובר 1950, נרשמה "גמול" כחברה בערבון מוגבל, ובדצמבר אותה שנה, נתן לה רשם החברות רשות להתחיל בעסקיה. בהתאם לתקנות מס הכנסה מ־1957, קיבלה "גמול" אישור כ־"קרן השקעות מרכזית"; וככזאת, הורשתה לקבל את כספיה מהקופות המסונפות לה בלבד, וחויבה לחלק לקופות אלו לפחות 85 אחוז מרווחיה השנתיים.

הצלחתה של "גמול" היתה יוצאת מן הכלל אפילו בתנאיה של ישראל — ארץ שבה גידול מהיר הינו חיזיון נפרץ. בסוף 1961 היו 168 קופות גמל (לרבות שלוש קרנות הביטוח), מסונפות ל"גמול". באותה שנה הסתכמו נכסי החברה ב־107 מיליון ל"י [14], וההכנסה ברוטו, מריבית, הגיעה ל־7.5 מיליון ל"י.

בלוח ג־1 מוצג תיק ההשקעות של "גמול" לסוף שנת 1961. בהתאם למטרה, שלשמה נוסדה, דאגת החברה להצמדת מרבית נכסיה: למעלה מ־92 אחוז מההלוואות ואיגרות־החוב, שהיו ברשותה, היו מוצמדות לשער החליפין של הדולר או למדד מחירים כלשהו (הרוב הגדול, למדד המחירים לצרכן). שיעורן הנמוך של איגרות חוב בתיק ההשקעות משקף את העובדה, שהשקעות "גמול" היו מכוונות, ברובן הגדול, לסקטור ההסתדרותי, ונטו לקבל צורת הלוואה ישירה, יותר מאשר איגרות חוב סחירות.

לוח ג־1: תיק ההשקעות של "גמול" — חברה להשקעות:
31 בדצמבר 1961

	מיליוני ל"י	אחוזים
הלוואות צמודות לדולר	17.1	16.6
הלוואות צמודות למדד	66.3	64.2
הלוואות אחרות	4.3	4.2
סך־כל ההלוואות	*87.7*	*85.0*
איגרות חוב צמודות	12.0	11.6
ניירות־ערך אחרים	3.5	3.4
סך־כל ניירות הערך	*15.5*	*15.0*
סך־כל ההשקעות	**103.2**	**100.0**

מקור: גמול — חברה להשקעות בע"מ, דו"ח שנתי, 1961.

השתתפות קופות הגמל ב"גמול" נעשתה בדרך של הפקדת סכומים בחברה, או קנייה (מאז 1960) של איגרות חוב, שהנפיקה "גמול" למטרה זו. הצמדת ההשקעות אפשרה ל"גמול" להציע תנאי הצמדה דומים לקופות, ובסוף 1961 היו 94 אחוז מאיגרות החוב והפקדונות שב"גמול" צמודים, ומאלה היו 75 אחוז צמודים למדדי מחירים ו־19 אחוז — לדולר [15].

[14] גמול חברה להשקעות בע"מ, דו"ח שנתי, 1961.
[15] שם. בדבר פרטים נוספים על התפקיד שמלאו ההשקעות הצמודות ראה פרק ח להלן.

6. המעבר לגימלאות

למרות שקרן פנסיה מרכזית "מגן", המאגדת את חברי הקואופרטיבים היצרניים והשירותיים, נוסדה כבר ב־1950 הומרו התגמולים החד־פעמיים — בהיקף ניכר — לתשלומי גימלאות רק ב־1954. ב־1954, השנה שבה פורסם חוק הביטוח הלאומי, איחדה ההסתדרות את קופות התגמולים של מוסדות הסקטור ההסתדרותי לקרן פנסיה אחת ("קרן הגימלאות המרכזית") ובעת ובעונה אחת הפכה את קופת התגמולים המרכזית "לפקיד" לקרן פנסיה. בין 1955 ל־1957 הפכו שלוש קרנות הביטוח: "מבטחים" "פועלי בניין" ו"פועלים שכירים בחקלאות" גם הן, לקרנות פנסיה [16]. בשנה שלאחר מכן, מוזגו גם קופות התגמולים של עובדי מפעלי ההסתדרות, לקרן פנסיה מרכזית ("נתיב").

כך ייסדה ההסתדרות, במשך שנות החמישים, שבע קרנות פנסיה מרכזיות. הואיל ומדור הפנסיה של ההסתדרות הוסמך לפעול, לגבי קרנות אלה, בעניינים "הנוגעים לתקנות הקרנות, הערכה אקטוארית והשיטות הטכניות והאדמיניסטרטיביות של ניהול הקרנות [17], גדולה דרגת הריכוזיות אף יותר מאשר נראה ממבט ראשון.

המעבר לגימלאות קיבל עידוד בעיקר מן ההכרה בעובדה, שלעתים קרובות אין בתגמול חד־פעמי כדי לפרנס את העובד הפורש ומשפחתו, במשך תקופת הפרישה. יתרה מזו, תהליך עליית רמת המחירים הכללית, שקיבל ממדים רציניים במשך המחצית הראשונה של שנות החמישים, היווה תמריץ לייסוד קרנות פנסיה מרכזיות גדולות במקום הפיכת קופות התגמולים הקשורות במקומות עבודה בודדים, לקרנות פנסיה עצמאיות. הירידה הממושכת בערך הריאלי של חסכונות הגמל המצטברים, הצביעה על הצורך להבטיח למקבל הגימלאות הכנסה אשר תתחשב בשינויים ביוקר המחיה. הובן, שהמטרה, לספק גימלאות אשר תבטחנה לפורש הכנסה ריאלית קבועה, מצריכה ייסוד קופות מרכזיות, שתאגדנה מקומות עבודה רבים, "מאחר ששום פירמה בודדת לא תוכל ליסד קופת גימלאות לעצמה לאור המספר הבלתי מספיק של החברים בקופה" [18].

במשך אותה תקופה ייסדו מפעלים גדולים ומוסדות רבים, שאינם מסונפים ישירות למדור הפנסיה של ההסתדרות, גם הם, קרנות פנסיה לעובדיהם. בנוסף לכך, זכאים 80,000 מועסקים אחרים (כגון עובדי הממשלה, הרשויות המקומיות והמוסדות הלאומיים) לגימלאות מתקציב מעבידם [19]. לצורך גימלאות אלה לא נעשות הפרשות שוטפות לשם צבירת קרנות, והן משולמות מתוך תקציבו השוטף של המעביד.

7. הערכה אקטוארית

בעיית הבטחת זכויות הגימלאות הנה חמורה ביותר לגבי תכניות גימלה, הממומנות מתקציב המעביד. בישראל הוקלה בעיה זו, במידה רבה, הודות לאופי הציבורי של רוב

[16] המעבר היה חלקי בלבד, ובקרנות הביטוח נתערבבו תכניות גימלה ותגמולים, כשחלק מהחברים נהנים מתשלומים שנתיים קבועים, בעוד שאחרים רשומים עדיין בתכנית לתגמול חד־פעמי.

[17] מצוטט מתוך: *The Central Pension Funds of the Histadrut*, שם, עמ' 7.

[18] פרופסור מ. בנסון, מצוטט "במגן", קופת הפנסיה לקואופרציה יצרנית ושירותית, (תל־אביב 1954), עמ' 4.

[19] האומדנים מבוססים על *The Central Pension Funds of the Histadrut* שם, עמ' 13.
רוב עובדי הרשויות המקומיות והמוסדות הלאומיים חברים גם בקופות תגמולים, בנוסף לזכותם ליהנות מפנסיה תקציבית.

רובם של המוסדות, המבטיחים הטבות אלה. באשר לגימלאות המשולמות מקרנות, תלויה, בסופו של דבר, היכולת למלא את ההתחייבויות לגימלאות בעתיד, בהצטברות קרנות מספיקות (היינו, סכום ההפרשות של העובד והמעביד בתוספת ההכנסות מן ההשקעות) במשך שנות עבודתו של המועסק. כפי שצוין, יצרה הצמדתם של תשלומי הגימלאות הן לדרגות שכר היסוד והן לתשלומי תוספת היוקר, קשיים חמורים, לא רק לגבי שאלת התשלום, אלא אף לגבי חישוב התחייבויות קופות הגימלאות, הצפויות בעתיד.

כמה מקופות הגימלאות המסונפות למוסד מסויים (לדוגמא: האוניברסיטה העברית) מצאו פתרון מעשי, אם כי חלקי, לבעיה, בכך, שקיבלו מהמעבידים ערבויות מפורשות בדבר כיסוי גרעונות בעתיד. הווה אומר: אם הקרנות המצטברות במשך השנים, שבהן הועסק העובד, לא יספיקו לכיסוי מלוא ההתחייבות לגימלאות — ישלם המעביד, לאחר שהקרנות המצטברות מוצו, את מלוא סכום הגימלה מתוך תקציבו השוטף.

הבעיה הנה שונה במקצת, באשר לשבע קרנות הפנסיה והביטוח המרכזיות, המסונפות, באורח ישיר, להסתדרות. קרנות אלה מבוססות על עקרון "האחריות הקולקטיבית", היינו, גובה הגימלאות המשולמות נקבע לפי הערך הכללי של דמי ההשתתפות והרזרבות המצטברות [20]. דמי הגימלאות המגיעים לחבר מחושבים לפי תקן אחיד, אם כי התקן עצמו גם הוא נקבע על ידי משכורתו האחרונה של החבר לפני הפרישה, ושנות השירות הקודמות.

מדור הפנסיה אומנם מחשב ומפרסם, בכל שנה, את הערך הנוכחי של הגימלאות, המשתלמות באופן שוטף [21], אך לאחרונה הועלתה לדיון בעיית ההערכה האקטוארית המלאה של הקרנות המרכזיות. מדור הפנסיה מינה ועדה מייעצת לאקטואריה. ועדה זו נטלה על עצמה לפתח בסיס טכני להערכה האקטוארית של הקרנות [22]. בדו"ח הוועדה, כשיפורסם, יופיע דיון בהשפעת גורמים שונים, כגון: הפנסיה הסוציאלית, הביטוח הלאומי, מספרם ומבנה גילם של החברים החדשים, וכושר הפרעון האקטוארי של שבע הקרנות.

[20] ראה, קרנות הפנסיה (ירושלים, ההסתדרות הכללית של העובדים בשיתוף עם המועצה הלאומית לחסכון, ספטמבר 1963), עמ' 9.

[21] *The Central Pension Funds of the Histadrut*, שם, עמ' 17.

[22] שם, עמ' 16. אם כי ממצאי הוועדה טרם פורסמו, ההגיון מחייב הצטברות גרעון אקטוארי גדול בקרנות על "בסיס סטטי" היינו, בהנחה, שבעתיד לא יחול גידול במספר החברים ובהטבות הניתנות מן הביטוח הלאומי.

פרק ד

הסדרי מס ההכנסה ופיקוח ציבורי על קופות הגמל

1. הקדמה

בעוד שייסוד קופות תגמולים וקרנות פנסיה היה, בעיקרו, תוצר לוואי של המשא והמתן הקולקטיבי בין ההסתדרות לבין המעבידים, הרי בשנים האחרונות הלכה וגדלה השפעת הממשלה על עיצוב מבנה הקופות ועל מדיניותן. חלק גדול מהשפעה זו אפשר למצוא בפקודת מס ההכנסה ובתקנות, המתייחסות לקופות הגמל.

בהתחשב בשיעורי מס ההכנסה הגבוהים הנוהגים בארץ, יש למעמדן של הקופות לצורכי מס חשיבות מכרעת. הואיל והקלות המס הניתנות לקופות, על פי פקודת מס־הכנסה, מותנות באישורן של הקופות בידי נציב מס ההכנסה, מהווים התנאים הדרושים לצורך אישור כזה את הגורם החשוב ביותר המשפיע על מבנהן ופעולותיהן של קופות הגמל.

בישראל, אין חקיקת מיסוי נפרדת לעניין קופות הגמל. לצורך הבנה נכונה של מצב הקופות יש הכרח לשים לב לפקודת מס ההכנסה [1] ולתקנות מס הכנסה הרלבנטיות [2].

פקודת מס הכנסה מעניקה הקלות מס בדרגות שונות לקופות גמל מאושרות [3]. ההקלות נוגעות בתחומים הבאים.

(א) הפרשות המעביד ; (ב) הפרשות העובד ; (ג) תשלומי ההטבות ; (ד) ההכנסות מהשקעות.

2. הפרשות המעביד

התשלום החודשי הרגיל, שהמעביד מפריש לקופת גמל מאושרת, מוכר כהוצאה עסקית. ניכוי ההפרשות מן ההכנסה החייבת במס מוגבל להפרשות לתגמולים שאינן עולות על 5 אחוזים מהשכר ועוד $8\frac{1}{3}$ אחוזים כהפרשה לפיצויי פיטורין, כולל דמי השתתפות לביטוח הלאומי [4] הנדרשים מהמעביד עבור המועסק. אשר להפרשות העולות על שיעורים אלה או לתשלומי הון (כגון תשלום חד פעמי מצד המעביד בעת ייסוד תכנית גמל), את אלה מאשר נציב מס ההכנסה כהוצאה מוכרת, בהתאם לשיקול דעתו. הוצאות הון כאלה, הנוגעות לעבר, מאושרות לצורכי מס כל עוד אינן עולות על $13\frac{1}{3}$ אחוז מהשכר, בכל שנה מהשנים שבהן מדובר [5]. נציב מס ההכנסה רשאי לחלק את הפטור ממס על פני תקופה של כמה

[1] פקודת מס הכנסה — נוסח חדש, חוקי מדינת ישראל, 25 באפריל 1961 (להלן — "הפקודה").

[2] תקנות מס הכנסה — כללים לאישור קופות גמל, גימלאות פיצויים וחופשה שנתית 1957 (להלן — "התקנות").

[3] על התנאים הדרושים לקבלת אישור, ראה עמודים 30–32 להלן.

[4] הפקודה סעיף 17 (5) והתקנות סעיף 11.

[5] אם התשלומים מתייחסים לשנות העסקה לפני 1941, אין מכירים בהוצאה, מאחר שבארץ ישראל לא היה קיים מס הכנסה לפני אותה שנה. לתשלומים המתייחסים לשנים מאוחרות יותר ניתנת הקלה בהתאם לשיעורי המס שהיו נהוגים באותן שנים.

שנים. הנציב נוהג לאשר גם תשלום חד־פעמי מיוחד, המיועד לכסות את ההפרש, שבין סכום הפיצויים שהופרש למעשה לבין הסכום הניתן למועסק על בסיס משכורתו הסופית.

בעוד שההפרשות של המעביד לקופות גמל מאושרות ניתנות לניכוי מהכנסתו החייבת במס כהוצאות עסקיות, צורה זו של ניכוי פתוחה תמיד בפני המעבידים. שלטונות המס רואים כהוצאה הטבות המשולמות באורח ישיר ממקורותיו העסקיים של המעביד, ומאחר שניתן להניח שהמעביד אדיש לצורת השכר, הוא תמיד יכול להוסיף את הפרשותיו לקופת הגמל לתשלומי השכר הישיר (המנוכים בלאו הכי מהכנסותיו)[6]. אבל ניכוי מסוג זה ייחשב כחלק מהכנסתו החייבת במס של המועסק לשנה השוטפת. סעיף 17 (5) של פקודת מס הכנסה פוטר באופן מיוחד את המועסק ממס על הפרשות המעביד לקופת גמל מאושרת[7]. לצורכי חישוב הכנסת העובד החייבת במס אין מביאים בחשבון את הפרשות המעביד לקופת גמל מאושרת.

3. השתתפות העובד

סעיף 45 (א) של פקודת מס הכנסה מעניק הקלת מס על הפרשות העובד לקופת גמל מאושרת, בצורת זיכוי מס בשיעור 25 אחוז[8]. זיכוי זה נכלל בזיכוי הרגיל הניתן לפרמיות ביטוח חיים, ביטוח רפואי, הוצאות רפואיות, תרומות למוסדות ציבוריים ותשלומים לביטוח הלאומי. הזיכוי הכולל על הפרשות העובד ועל פרמיות ביטוח חיים, מוגבל לסכום שאינו עולה על 20 אחוז מההכנסה החייבת במס, או 1,200 ל״י — לפי הנמוך בין השניים; הזיכוי עבור הוצאות רפואיות, תרומות וכיוצא באלה מוגבל ל־12.5 אחוז מן ההכנסה החייבת במס, או 600 ל״י — לפי הנמוך בין השניים. על כן, אם לעובד הוצאות רפואיות גדולות, או אם הוא משלם פרמיות ביטוח חיים גבוהות וכו׳ ייתכן שהוא לא ייהנה מזיכוי כלשהו על הפרשותיו לקופת הגמל.

4. תשלומי הטבות

הטבות המשתלמות לחברים בדרך של גימלאות או תשלומים שוטפים אחרים, בין שהינן בהתאם לחוזה ובין שהן משולמות מרצונו הטוב של המעביד, חייבות בתשלום מס[9]. תשלומים חד־פעמיים המתקבלים בעת הפרישה מהעבודה (בין אם הם מורכבים מתגמולים או מדמי פיצויים, או משניהם יחד) פטורים ממס, בתנאי שהנציב יאשר שאין הם מופרזים[10]. אך יש לציין שסעיף 87 של הפקודה מעניק לשר האוצר סמוכת נרחבת (כפוף

[6] במידה שהמעביד יכול לדחות את המימון הממשי של הפרשותיו לקופה, יש להסתייג מהמשפט דלעיל. דחייה כזאת מהווה מעין הלוואה כפויה (לעתים קרובות ללא ריבית) מתוך השכר. לאור תנאי האשראי החמורים ושיעורי הריבית הגבוהים ששררו בשוק הכספים בישראל בשנים האחרונות, היכולת לדחות את תשלומי ההפרשות הינה בעלת חשיבות לא מבוטלת.

[7] עוד לפני חקיקת סעיף 17 (5) נהג הנציב לנכות את הפרשות המעביד, בעת חישוב הכנסתו החייבת במס של העובד.

[8] סעיף 47 (א) מעניק ניכוי מס על ההפרשות לקופות תגמולים של עובדים עצמאיים. ניכוי זה מוגבל למכסימום של 5 אחוזים מן ההכנסה החייבת במס, או 600 ל״י — לפי הסכום הנמוך יותר, אם כי לשר האוצר יש סמכות להעלות את השיעור (כפוף לאישור ועדת הכספים של הכנסת) לסוגים מסוימים של אנשים.

[9] הפקודה, סעיף 2 (ה). יש כמה יוצאים מכלל זה, המתייחסים לגימלאות המשולמות לנכי מלחמה או לשאירים של חיילים שנהרגו וכו׳ — ראה סעיף 9 (ו).

[10] שם, סעיף 9 (ז).

לאישור ועדת הכספים של הכנסת) לחייב במס כל תשלום גמל המתקבל מן הקופות, שאינו בהתאם לחוקי המס [11].

5. הכנסה מהשקעות

נוסף להקלה במס הניתנת על הפרשותיהם של המעביד והעובד ועל הטבות חד־פעמיות, יש בקופות הגמל המאושרות ייתרון נוסף: הפטור על רווחי הקרן. בהתאם לסעיף 9 (ב) של הפקודה, פטורה הכנסתה של קופת הגמל המאושרת ממס. (חריג מכלל זה הם רווחים הנובעים מהפעלת מפעל עסקי או מהשליטה עליו). בהכנסה, לצורך סעיף זה, נכללים רווחי הון שמומשו וכן ריבית, דיבידנדות או דמי שכירות, שמקורם בהשקעות הקופה.

באשר לתשלומים חד־פעמיים, (תגמולים ופיצויי פיטורין) שהקופות משלמות, יוצא שפקודת מס הכנסה פוטרת אחת ולתמיד, את הרווחים ממס. אשר לקרנות הפנסיה, דוחה סעיף 9 (ב), למעשה, את תשלום המס על הרווחים עד לזמן תשלום הגימלאות.

6. תנאי האישור שהיו נהוגים לפני 1957

כדי לזכות בהקלות, שנקבעו בפקודת מס ההכנסה, חייבת הקופה לקבל את אישורו של נציב מס הכנסה. עד 1957, לא הגדירו שלטונות המס במפורש את התנאים הדרושים לצורך קבלת אישור כזה, אך במשך הזמן התפתחה, בצורה בלתי פורמלית, מערכת של תנאים שמילויים היה הכרחי לשם קבלת מעמד מאושר. תנאים אלה לא פורסמו, עד 1957, השנה בה פורסמו תקנות מס מיוחדות, המתייחסות לקופות גמל.

בין 1941 ל־1957, העניק הנציב מעמד מאושר לקופות גמל — מעמד שהקנה לקופות את הקלות המס, כאמור לעיל [12] — אם מילאה הקופה אחר מספר תנאים המתייחסים לארגון הפנימי והניהול, החברות, ההפרשות והשימוש בנכסים.

רק קופות אשר היה להן מעמד פיננסי עצמאי דהיינו, קופות שאינן תחת הפיקוח הבלעדי של המעביד, היו זכאיות לקבל אישור. כמו כן, נאסר על המעביד להיות חבר בעל זכויות הטבה בקופה הקשורה לחברתו. הנציב הגדיר מעביד כיחיד, המחזיק בבעלותו יותר מ־10 אחוז ממניות החברה. אגודה שיתופית, שיש בה פחות מ־10 חברים לא היתה יכולה, על־פי הגדרה זו, לייסד קופה מאושרת אלא לעובדיה השכירים. אך, לעתים קרובות, ויתר הנציב על כלל זה, והתיר לכמה אגודות שיתופיות, שאיגדו פחות מ־10 חברים לייסד קופת גמל מאושרת.

עוד תנאי לקבלת אישור, היה הגשת דינים־וחשבונות כספיים מבוקרים על ידי רואה־חשבון לנציב. לא ניתנו הוראות באשר לצורתם של הדינים־והחשבונות, אך ברוב המקרים הוכנו מאזן, חשבון רווח־והפסד וכמה נספחים.

השיעור המכסימלי של הפרשות המעבידים לתגמולים ופיצויי הפיטורין נקבע כ־$13\frac{1}{3}$ אחוז מהשכר ברוטו, והיה צורך להעביר הפרשות אלה לקופה תוך תקופת זמן סבירה. הנציב פירש, בדרך כלל, תקופת זמן "סבירה" כשישה חודשים מיום תשלום השכר. תנאי זה התבסס על העיקרון הכללי, שלפיו מעניקים הקלה במס רק על הוצאות בפועל ולא על העברות חשבוניות [13].

[11] שלטונות המס לא ניצלו את הסמכויות, הניתנות בסעיף 87.

[12] פרט לזיכוי על הפרשות העובד (אשר היה קטן יותר בעבר) לא חלו שינויים יסודיים במיסוי קופות הגמל, במשך התקופה הנידונה במחקר.

[13] למעשה, הגיע הפיגור בהעברת ההפרשות לכדי שנה.

לבסוף, האישור הותנה גם בהגבלות על השימוש בנכסים: קופת הגמל לא הורשתה להשקיע בחברה המעבידה או בחברת־בת שלה, או לתת הלוואות (ישירות או עקיפות) למעבידים [14]. נוסף על כך, הורשתה הקופה להלוות לחבריה רק לשם רכישת דיור או לשם ייסוד משק חקלאי. גודלה של הלוואה כזו הוגבל והועמד על הסכום שהצטבר בחשבון ההפרשות של החבר. פרט לשני כללים אלה, הורשו הקופות להשקיע, בהתאם לשיקול דעתן של הנהלותיהן.

להלכה, היה הנציב אחראי — מאז 1941, השנה שבה הוחק חוק מס הכנסה בארץ — לפיקוח על קופות הגמל, בהתאם לעקרונות שהותוו לעיל. אך למעשה עיכב מחסור בכוח אדם מאומן פיקוח מסוג זה, הואיל והוא היה כרוך במאמץ מיוחד. למעשה היה הפיקוח בלתי־יעיל. לעתים קרובות, הוענקו אישורים לקופות, אשר לא מילאו אחר כל הדרישות האמורות ובמקרים רבים העניקו פקידי השומה האיזוריים, באורח ישיר, הקלות במס לקופות אשר לא קיבלו אישור מהנציב.

חובותיו האחרים של הנציב לא איפשרו לו לעמוד מקרוב על כל מקרה ומקרה. הנתונים הסטטיסטיים [15] מראים שהקופות, אם לראותן כיחידה אחת, לא פעלו בהתאם לתנאי האישור בדבר העברת ההפרשות, הלוואות למעבידים והגשת דינים־וחשבונות כספיים. כמו כן ניתן להטיל ספק בכך, שההלוואות לחברים הוגבלו אך לשיכון.

מן הראוי להדגיש, שהנציב לא היה ממונה על הניהול והפיקוח על קופות הגמל, ככאלה. צדדים רבים של פעולת הקופות — לדוגמא, מדיניות ההשקעות — לא היו בפיקוח שלטונות המס, וסעיפי פקודת מס הכנסה הנוגעים לקופות הגמל היו מכוונים, בראש ובראשונה, למנוע שימוש לרעה בהקלות המס שהוענקו להן.

7. תקנות 1957: התנאים לקבלת אישור

בחודש אוגוסט 1957 חל מפנה בפיקוח הציבורי על קופות הגמל. באותו חודש פירסם משרד האוצר תקנות מקיפות, המתייחסות במיוחד לאישור קופות גמל למטרות מס. באותו זמן, גם הועבר חלק גדול מסמכות הפיקוח על פעולות הקופות מנציב מס הכנסה לרשות החסכון (אשר נוסדה זמן מה לפני כן). כיוון שההקלות המופיעות בפקודת מס הכנסה הותנו באישור מוקדם של הקופה, יש לייחס חשיבות מיוחדת לדרישות, המהוות תנאי לקבלת האישור, כפי שנוסחו בתקנות שפורסמו ב־1957.

בתקנות החדשות יש משום מתן גושפנקא רשמית והרחבה של התקדימים שהתפתחו במשך השנים שקדמו. בהתאם לתקנות (אשר עדיין הינן בתוקף), ניתנה לנציב [16] סמכות לאשר קופת גמל אשר ממלאת אחר התנאים דלהלן:

(א) הקופה חייבת להיות מאורגנת ורשומה כאגודה שיתופית או כחברה בע"מ [17].

(ב) תקנות הקופה חייבות לאסור העברת זכויות הטבה מחבר אחד למשנהו [18].

(ג) הקופה חייבת להיות כפופה לפיקוחו של גוף מבקר, שקיבל אישור למטרה זאת מאת הנציב [19].

[14] פרט להיתר, שניתן, בדרך כלל, לקופות, לשם קניית מניות של חברת המעביד או איגרות חוב שלה, אם היו רשומות בבורסה לניירות־הערך בתל אביב.

[15] ראה פרק ח. [16] התקנות, סעיף 6. [17] ש ם, סעיף 1. [18] ש ם, סעיף 8 (א).

[19] ש ם, סעיף 9 (א). באשר לקופות הרשומות כאגודות שיתופיות, יכולה ברית פיקוח (כפי שהיא מוגדרת בפקודת האגודות השיתופיות) לשמש כגוף המבקר. קופות הרשומות כחברות בע"מ יכולות לעשות שימוש בשירותים של ברית פיקוח או של חברות נאמנות.

(ד) ההגבלות הקודמות, באשר להפרשות של העובד והמעביד, לא שונו[20]. התקנות עומדות על כך, שהפרשות העובד ינוכו במקור וישולמו לקרן במזומן[21], בעוד שאת ההפרשות של המעביד יש להעביר לקרן לא יאוחר מ־42 יום לאחר תשלום השכר[22].

(ה) הגבלה נוספת מתייחסת לתשלומי הגמל. סעיף 24 של התקנות קובע, שתשלומים אלה ישולמו לחבר רק עם פרישתו מהעבודה, או לשאיריו, עם מותו. במקרה שהעובד עוזב את מקום עבודתו מרצונו, או שהוא מפוטר, יש לשלם את דמי הפיצויים במזומן, בעוד שחסכון הגמל ממשיך להיות מושקע בקרן למשך שישה חדשים. אם במשך התקופה הנזכרת, משיג העובד מקום עבודה חדש בחברה הקשורה לקופת גמל אחרת, יש להעביר לחשבונו בקופה החדשה את חסכון הגמל שהצטבר לזכותו[23].

(ו) בנוסף לכך, הוחמרו הדרישות ביחס להגשת דינים־וחשבונות כספיים. בהתאם לתקנות הקיימות, חייבת כל קופה מאושרת להגיש לממשלה[24] דין־וחשבון שנתי מבוקר וכן דינים־וחשבונות רבע־שנתיים. יתר על כן, סעיף 26 של התקנות נותן סמכות מיוחדת לנציב, לקבוע את צורת הדינים־והחשבונות השונים שיש להגיש. דרישה זו הביאה לשיפור בניהול חשבונות הקופות.

(ז) ולבסוף, על הקופות להשקיע את מקורותיהן, בהתאם לכללי ההשקעה שנקבעו בתקנות.

8. תקנות 1957 — הפיקוח על ההשקעות

לשום הוראה אחרת של התקנות לא היתה השפעה כה מרחיקת לכת על פעולות הקופות, ושום הוראה לא עוררה יותר חילוקי דעות, מזו שקבעה עקרונות לפיקוח על מדיניות ההשקעה של קופות מאושרות[25]. עד שנת 1957, היתה להנהלות הקופות סמכות כמעט מלאה להשקיע לפי שיקול דעתן. אך משנה זו ואילך, היו הקופות נתונות למידה גדלה והולכת של השגחה ופיקוח מטעם הממשלה. התקנות העניקו לממשלה סמכות רחבה, להטיל הגבלות כמותיות ואיכותיות על השימוש שיעשו הקופות המאושרות בקרנותיהן (בנוסף לאיסור השקעה בחברה המעסיקה)[26], והממשלה לא התמהמהה בהוצאת סמכויות אלה אל הפועל.

התקנות קובעות שתי קבוצות רחבות של השקעה: השקעה "מוכרת" והשקעה לפי שיקול דעת. בסעיף 17 ו־18 של התקנות המקוריות נקבע, שכל מקורות הקופות[27] יופנו להשקעות

[20] ראה עמ' 28 לעיל. [21] שם, סעיף 14.

[22] שם, סעיף 13, כפי שתוקן בפברואר 1961. התקנות קבעו בתחילה שיש להעביר את התשלום לקופה, תוך 90 יום.

[23] שם, סעיף 24. סעיף זה תוקן ב־1961, כדי להרשות לחבר להשאיר את חסכונו בקופה הקודמת, בתנאי שזכויות ההטבה תשמרנה.

[24] שם, סעיף 27, ו־28. הדינים־והחשבונות מוגשים לרשות החסכון במשרד האוצר.

[25] שם, סעיפים 16–23. הגדרות השקעה "מוכרת" וניירות־ערך "מאושרים" מופיעות בסעיף 1.

[26] סעיף 22 מתיר להפקיד כסף בחברה המעבידה, אם היא בנק או מוסד כספי, ולהשקיע בחברה המעבידה ובחברות הבת שלה, אם השקעה כזאת כלולה ברשימת ניירות־הערך המאושרים, המתפרסמת על ידי האוצר.

[27] סעיף 1 של התקנות מגדיר מקורות הניתנים להשקעה כסך הכספים המתקבלים בתורת הפרשות מהעובדים ומהמעבידים, בתוספת התשואה על ההשקעות, מאז התחלת פעולות הקרן, בניכוי תשלומים לחברים, הוצאות מינהליות, העברות לקופות גמל מאושרות וההוצאות לקרנות עזר (האחרונות מותרות בשיעור שאינו עולה על 15 אחוז מההכנסה הנקייה של הקופה). במטרה למנוע הוצאות יתרות עם חיסול ההשקעות וכדי להבטיח מעבר סדיר, אושרו השקעות בנכסי דלא־ניידי, מניות ואיגרות חוב, שנעשו לפני פרסום התקנות החדשות, כהשקעות "מוכרות".

"מוכרות", פרט לשני חריגים: א) הלוואות לחברים; בתנאי שסכומן לא יעלה על 25 אחוז מן המקורות הניתנים להשקעה. ב) הותר ביטוח חיים לחברים או כל השקעה אחרת המתייש־בת עם התקנון של כל קופה בפני עצמה, בהיקף שלא יעלה על 10 אחוזים מן המקורות הניתנים להשקעה.

בספטמבר 1960, שונו התקנות[28]: אחוז המקורות המינימלי שהיה על הקופות להשקיע בהשקעות מוכרות הועלה מ־65 ל־75 אחוז[29]; ובהתאמה הוקטן אחוז המקורות הניתן להשקעה לפי שיקול דעת ההנהלות; כלומר, הלוואות לחברים, ביטוח והשקעות אחרות הועמדו על 25 אחוז לכל היותר. ההגבלות על הלוואות לחברים הוחמרו: ניתנה רשות לתת הלוואות אלה רק למטרות שיכון או התיישבות, ונקבעה ריבית מינימלית בשיעור של 6 אחוזים להלוואות ישירות ו־5 אחוזים להלוואות באמצעות מוסדות כספיים[30]. ב־1961 שונו התקנות פעם נוספת: ניתנה רשות לתת הלוואות לחברים "למטרות קונסטרוקטיביות אחרות", כפוף לאישור הגוף המפקח על הקופה[31].

תוצאתן העיקרית של התקנות היתה להקטין עד למינימום את סמכותן של ההנהלות לקבוע, על פי שיקול דעתן, את השקעות קופות הגמל. כיוון שרוב ההשקעות של קופות הגמל מכוונות עתה להשקעות "מוכרות", יש צורך להכיר את הרכבן של ההשקעות הללו, כדי להעריך נכונה את השפעת התקנות.

ההשקעות המוכרות היו מחולקות, מלכתחילה, לשני סוגים: "ניירות־ערך מאושרים" ו"פקדונות מיוחדים"[32]. בפברואר 1961, בוטלו האחרונים ומאז מהווה רשימת ניירות־הערך המאושרים, את כל ההשקעות "המוכרות", כפי שהוגדרו בתקנות.

רשימת ניירות־הערך המאושרים היתה בתחילה מורכבת מניירות־ערך של מדינת ישראל, ניירות־ערך בערבות הממשלה וניירות־ערך שהועונקו להם הנחות ממס, בהתאם לחוק לעידוד החסכון, כפוף לתנאי, שניירות־הערך שנימנו יירכשו במקור, בעת הנפקתם. בשנים מאוחרות יותר הורחבה הרשימה והיא כוללת מניות רגילות ומבוכרות, שאותן אישר, למטרה זו, שר האוצר[33], וכן מניות שנתקבלו מפדיון איגרות חוב מאושרות שניתנו להמרה. מאידך, כמה הנפקות של איגרות חוב, לרבות כל איגרות החוב הממשלתיות הנושאות פרסים, הוצאו מרשימת ניירות־הערך המאושרים.

בנוסף להגדלת הרשימה שונה, ב־1960, התנאי, שלפיו יש לרכוש את ניירות־הערך במקור. צעד זה נעשה כדי לאפשר קנייה, בהיקף קטן, של ניירות־ערך מאושרים בשוק

28 "כללים לאישור קופות תגמולים, פנסיה, פיצויים וחופשה שנ־תית" (תיקון מס' 2), קובץ התקנות, 1050 (ירושלים, המדפיס הממשלתי, 15 לספטמבר 1960).

29 חלקן המינימלי של השקעות מאושרות בסך מקורות הקרן הניתנים להשקעה הועלה אחר כך והועמד על 80 אחוז.

30 התקנות, סעיף 20. כמה תנאים נוספים המתייחסים למועד הפרעון של ההלוואות, צורת הפרעון וכיו"ב כלולים גם הם בסעיף 20.

31 "כללים לאישור קופות תגמולים, פנסיה, פיצויים וחופשה שנ־תית (תיקון)" קובץ התקנות 1110, (ירושלים, המדפיס הממשלתי, 23 לפברואר 1961). מאחר שהתיקון אינו מגדיר השקעות "קונסטרוקטיביות" ניתן להניח שהקופות רשאיות להלוות לחברים לכל מטרה, שאינה נוגדת, באופן ישיר, את תקנון הקופה.

32 פקדונות במוסדות בנקאיים (לרבות פקדונות ב"גמול"), שחתמו על הסכמים עם האוצר בעניין השקעת דמי הפקדונות הללו. על פי ההסכמים, יש להשקיע את הפקדונות בניירות־ערך מאושרים או בהלוואות פיתוח באישור האוצר. דיון מפורט יותר בתפקיד שמילאו הפקדונות המיוחדים ראה בפרק ח להלן.

33 בסוף שנת 1961 נכללו ברשימת ניירות־הערך המאושרים רק ארבע הנפקות של מניות. ביניהן: ההפצה הממשלתית של מניות "חברת החשמל" ו"מפעלי ים המלח".

המשני. כיום, קופה המוכרת בשוק ניירות־ערך מאושרים (שניקנו קודם לכן במקור) יכולה לקנות בבורסה, באותו סכום, ניירות־ערך מאושרים, והם נחשבים לה כהשקעה מוכרת.

9. הערכת מדיניות המיסוי של הממשלה

העיקרון הכללי המונח ביסוד מיסוי קרנות הפנסיה בישראל הינו כזה: הואיל ותשלומי הגימלאות חייבים במס אפשר לפטור ממס את כל תקבולי הקרן.

כיוון שכל תקבולי הקרנות חייבים, בסופו של דבר, במס, נקל להבין, שבעצם, היתרון הנובע מההקלות במס, המוענקות לקרנות פנסיה מאושרות, תלוי בעיתוי. במילים אחרות: העובדים יכולים לדחות את תשלום המס על חלק מהכנסתם השוטפת עד צאתם לגימלאות, ואז, כפי שניתן להניח, יהיו חייבים בשיעורי מס נמוכים יותר[34]. אבל מאחר שהערך הנוכחי של זרם החסכון במס שהיה חל על התשלום השוטף להבטחת הגימלאות הינו גדול (בכל שער ריבית חיובי) מאשר הערך הנוכחי של זרם זהה של תשלומי מס המוטלים על תשלומי הגימלאות בעתיד, יש בעצם דחיית תשלום המסים ייתרון לחברים. האפשרות, שעם הגידול בפטור האישי והקטנת ההכנסות לאחר הפרישה יוטלו על הגימלאות מסים בשיעור נמוך יותר, מביאה רק להגדלתו של יתרון זה.

עיקרון זה אינו חל על קופות המשלמות תגמולים או פיצויים חד־פעמיים. קופות אלה נהנות, אמנם, מהקלות מקבילות במסים על ההפרשות וההכנסות, ברם גם תשלומי הגמל לעובד הפורש פטורים מתשלום מס. מכאן: חברי קופות הגמל המאושרות אינם שווים ביניהם, מבחינת המס המוטל עליהם. הואיל והעובדים המקבלים תגמול חד־פעמי נהנים מיתרון ניכר במיסוי, בהשוואה לאלה החברים בתכניות גימלאות, מביא הדבר למצב בלתי רצוי, שבו ניתנות הקלות מס גבוהות יותר לקופות המספקות הטבות נחותות יותר[35].

אי־השוויון הזה, הטמון בחוק מס ההכנסה, הוכר זה מכבר, וכמה פעמים הציעו שלטונות המס לחייב לפחות את תשלומי הפיצויים במס, כדי לספק פתרון חלקי לבעיה. אך כל ההצעות הללו נתקבלו בהתנגדות חזקה ומאורגנת של העובדים וההסתדרות[36].

כיוון שעובדים כה רבים יכולים לקבל את הטבות הגמל כתשלום חד־פעמי פטור ממס, יהיה זה מן התבונה לשקול את האפשרות להרחיב את היקפו של עיקרון זה, (כפוף להגבלות) גם לקרנות הפנסיה המשלמות את הטבותיהן בצורת גימלאות[37]. אם יוגבל

[34] ראה גם Paul P. Harbrecht שם, עמ׳ 130. הרברכט מרחיב את "תחולת" היתרון גם למעבידים, מאחר שיש להם "היתרון לשלם את עלות הגימלאות העתידות מתוך ההכנסה אשר אחרת היתה חייבת במיסוי בהתאם לשיעורים הנוכחיים...", אך הרחבה זו אינה תופסת.
בעוד שנכון הדבר כי מתוך הכנסה נתונה החיוב במס יהיה גדול יותר בהעדר ניכויים עבור ההפרשות השוטפות, הדבר מתקזז ב"חסכון" המעביד בתשלום דמי ההפרשות עצמן. האלטרנטיבה הרלבנטית העומדת בפני המעביד היא לשלם גימלאות ישירות מתקציבו השוטף, בעתיד. מאחר שהערך הנוכחי של זרם "החסכונות" כתשלום דמי ההפרשות (על בסיס לאחר מס) הינו גדול יותר מהערך הנוכחי של זרם תשלומי הטבות שווה בעתיד (על בסיס לאחר מס), הרי "יתרונות" המס הניתנים למעביד הינם מטעים (אפשר להרחיב את הדיון בנקל למקרים בהם דמי ההשתתפות צוברים ריבית, אבל מאחר שמחיר ההון האופייני של הפירמה הינו גבוה בהרבה מאשר שיעור התשואה של השקעות קופות פנסיה, המסקנה נשארת ללא שינוי). העדר רווח כלכלי אמיתי למעביד מהווה חלק מההסבר לעובדה שהעובדים ואיגודיהם המקצועיים, ולא המעבידים, הם התובעים תכניות גמל באמצעות קרנות גימלאות.

[35] ראה גם דו"ח טאקר, שם.

[36] תשלומי פיצויי פיטורים על אותו חלק של המשכורת החודשית, שמעל 1,500 ל"י, חייבים במס.

[37] המלצות בקווים דומים ניתנו באנגליה בדו"ח טאקר משנת 1954. אך ההמלצות לא אומצו. ראה: Gordon A. Hosking, *Pension Schemes and Retirement Benefits*, Second Edition, (London, Sweet and Maxwell, Limited, 1960), P. 194.

הפטור לתכניות גימלאות המבוססות על עיקרון ההפרשה מראש, יקל המעבר מקופות תגמולים חד־פעמיים לתכניות המעניקות גימלאות. עם זאת, ימריץ צעד זה עובדים הנהנים מתכניות גימלאות תקציביות ללחוץ למעבר לתכניות גימלאות המבוססות על צבירת קרן מראש. הוויתור על תקבולי מס שוטפים יהווה, אולי, מחיר לא יקר עבור הגדלת החסכון האישי השוטף, אשר יתהווה באמצעות צעד זה [38].

מדיניות מיסוי אשר יש בה מתן הקלות ממס להפרשות ולהכנסות של קופות גמל, והתניית קבלת ההקלה באישור שלטונות המס, אינה יוצאת דופן. הגישה הנהוגה בישראל במיסוי הקופות המאושרות שונה רק בכמה פרטים מהגישות המקובלות בארצות מערביות רבות [39]. גם המניעים שביסוד מדיניות זו: עידוד החסכון והגנה על האינטרסים של החברים, אינם בלעדיים לישראל; הבטחת גימלאות נאותות נחשבת כמטרה נכספת ברוב המדינות.

כיוון שבישראל חל, בעשור האחרון, תהליך צמיחה, שלווה בלחצים אינפלציוניים חזקים, קל להבין את היווצרותה של מדיניות המכוונת במיוחד לעודד ולתמוך בחסכון הגמל [40]. למעשה, הרצון והצורך לעודד את החסכון האישי הם המסבירים את קיומו של חלק ניכר ממדיניות המיסוי הממשלתית ביחס לקופות.

ברם, החל ב־1957 היה ברור, שהממשלה לא היתה מוכנה להסתפק בעידוד החסכון בלבד, אלא רצתה גם לכוון את השימוש באמצעים המצטברים בקופות. את קביעת רשימת ההשקעות המאושרות הדריך רצונה של הממשלה לזכות בשליטה על חלק גדל והולך מזרם ההשקעות, לצורך מימון העניינים שנראו לה. דבר זה עולה בצורה ברורה מהרכב רשימת ניירות־הערך המאושרים (בעיקר איגרות חוב של הממשלה או בערבותה), וכן מהסכמים ספציפיים שחתמה עם בנקים ומוסדות כספיים של ההסתדרות [41].

הגבלת השקעות קופות הגמל והעמדתן על רשימה צרה למדי של ניירות־ערך, עומדת בניגוד מוחלט למקובל בארצות מפותחות ביותר, כגון אנגליה וארצות־הברית. בארצות אלו קיימים אמנם חוקים המגבילים את השקעותיהן של חברות נאמנות ומעמידים אותן על רשימת ניירות־ערך מאושרת (הנקראת "רשימה חוקית"), אך בדרך כלל, אין חוקים אלה מתייחסים לקרנות נאמנות לגימלאות, אם תקנון הקרן מתיר השקעות מחוץ לרשימה המותרת. באשר לאנגליה, מצבן של קרנות הגימלאות סוכם בקצרה בדו"ח רדקליף: "קרנות הגימלאות לא חויבו בכל דרישה באשר לניצול המקורות העומדים לרשותן, והן לא ביקשו ולא הוצעה להן כל הדרכה באשר לכוונות השלטונות" [42]. בארצות־הברית מעיד הגידול

[38] כמה קופות מצאו פיתרון מעשי לבעית אפלית המס בין גימלאות לבין תגמולים חד־פעמיים: עובד הפורש מקבל עם צאתו לגימלאות את כל הסכום שהצטבר לזכותו (או את חלקו), בצורת תשלום חד־פעמי (ולכן פטור ממס). בנוסף לכך הוא נהנה מגימלה חייבת במס, מתוך תקציבו השוטף של המעביד, ובכך מפיק העובד את התועלת הרבה ביותר משתי השיטות כאחד.

[39] חוק מס הכנסה בישראל בכלל, והתקנות לגבי קופות הגמל בפרט, נוסחו כנראה בהשפעת הנסיון הבריטי. ראה: Hosking שם, ובמיוחד פרק 18 ו־19. גישת המיסוי לקרנות גימלאות בארה"ב גם היא דומה, באורח כללי, לזו הנהוגה בישראל, ראה:
James A. Hamilton and Dorrance C. Bronston, *Pensions* (New York, McGraw Hill Company, Inc. 1958) ch. 5 and Harbrect, op. cit. ch. 5.

[40] יש לציין, שהנוהג הקיים, בדבר מתן הלוואות לחברים, מהווה סטייה מהמדיניות של מתן הקלת מס לחסכון גמל. הודות להתפשטות הלוואות אלה, ניתנת למעשה הקלה חלקית לחסכון, שנועד להשקעה בשיכון ואולי אף לצריכה. ראה להלן פרק ח.

[41] ראה להלן פרק ח.

[42] *Report of the Committee on the working of the Monetary System* (London, H.M.S.O. 1959), p. 91.

במספר ניירות־הערך, שנועדו להשקעות של קרנות הנאמנות לגימלאות, על מרחב הפעולה, שממנו נהנו מנהלי ההשקעה [43].

יש לציין הגבלה מיוחדת הקיימת בישראל. הכוונה לדרישה המופיעה בתקנות, שלפיה יש לרכוש את ניירות־הערך, הכלולים ברשימה המאושרת, במקור. לשון אחרת: נאסר על הקופות, המהוות את הגורם הראשון במעלה בהשקעה בניירות־ערך בישראל, לקנות ניירות־ערך בבורסה. מאידך, לא נאסרה, על פי התקנות, מכירת ניירות־ערך באותו שוק. כך היה המצב עד 1960, ובין 1957 ל־1960 ניתן לקופות הגמל להגדיל את היצע ניירות־הערך בבורסה (המדובר בהשקעות מאושרות), אך נאסר עליהן לקנות ניירות־ערך באותו שוק. הדבר עזר להחלשה נוספת של הבורסה בארץ, והביא להופעתם של הבדלים ניכרים בין התשואה על איגרות חוב בבורסה לבין התשואה על איגרות החוב בשוק להנפקות חדשות [44].

הפתרון הבלתי מושלם וחסר הטעם לבעיה זו, שלפיו הורשו הקופות, המוכרות ניירות־ערך מאושרים בבורסה, לרכוש ניירות־ערך בסכום זהה בבורסה, מדגיש את חוסר היכולת של הממשלה (או את אי־רצונה) להכיר בקשר הכלכלי ההכרחי, הקיים בין ההנפקות החדשות של ניירות־הערך לבין הבורסה. בולטת במיוחד העובדה, שביסוד התקנות הונח היעדר השפעת גומלין בין שני השווקים. הווה אומר: גידול בביקוש (ובמחיר) לניירות־ערך בבורסה אין לו — על פי המונח בתקנות — השפעה על תנאי המכירה של הנפקות חדשות.

מכיוון שמאמצי הממשלה נועדו, בעיקרם, להשפיע על הכוונת השקעות קופות הגמל, אין זה מפתיע שלא ניתנה תשומת לב מספיקה למצב של החבר כפרט. נכון הדבר, שהתקנות תיקנו פגמים רבים, בפרט באשר לטיפול בהפרשות המעביד, הגשת דינים־וחשבונות כספיים נאותים ותשלום הטבות לפני פרישתו הממשית של העובד. מצד שני, רק בקיץ 1962 (חמש שנים לאחר פרסום התקנות) נעשה מאמץ לחייב הצמדה כלשהי של התגמולים החד־פעמיים.

נוכח רווח ההון הגדול, אשר התווסף לקופות (מניירות־ערך צמודים לדולר) עם פיחות הלירה בפברואר 1962, הורתה הממשלה לקופות לשערך את נכסיהם ולחלק את רווחי ההון לחשבונות החברים, או להצמיד את תשלומי התגמולים החד־פעמיים למדד המחירים לצרכן [45]. הואיל ודרישה כזאת לא היתה קיימת בעבר, התווספו סכומים גדולים — שמקורם בהפרשי ההצמדה מניירות־הערך המאושרים — אשר נזקפו לקרנות הכלליות של הקופות, במקום שיוקצו לחשבונות האישיים של החברים. בעיה זו היתה, כמובן, חמורה במיוחד בכמה מהקופות הגדולות ביותר, שבהן היתה הפרדה כמעט מלאה בין המנהלים המקצועיים לבין חברי הקופות. קשה להימנע מהמסקנה, ש"מכירת" איגרות חוב ממשלתיות צמודות היוותה, לגבי השלטונות, סיום מוצלח של תפקידם, ורווחי ההון של הקופות נועדו להמתיק את הגלולה שניתנה להן בצורת כמה הגבלות שנכללו בתקנות.

[43] ראה:

Eugene Miller, "Trends in Private Pension Funds" *The Journal of Finance,* vol. XVI, No. 2 (May 1961).

[44] סירובה של הממשלה להתיר פדיון איגרות חוב, בדרך של רכישה בשוק, היה צעד נוסף שהחליש את השוק המשני לאיגרות חוב. ועדת ניירות־הערך שבמשרד האוצר אישרה כמה פעמים הנפקות, בתנאי שאיגרות החוב תפדינה סדרות סדרות או כפרסים, אך לא בדרך של רכישה בשוק. ראה ד"ר א. להמן, "בעיות הבורסה", נאום שנישא באסיפה השנתית של הבורסה לניירות־ערך בתל־אביב ב־28 בדצמבר, 1964.

[45] ראה חוזר מס. 32 והנספחים לו, (ירושלים, רשות החסכון, משרד האוצר, 13 ביולי 1962). ההצמדה עומדת בהתאמה לאחוז ההשקעה המוכרת שנדרש בעבר.

פרק ה

גודל קופות הגמל ומבנהן

1. הקדמה

מחקר זה מקיף את העשור שבין תחילת 1952 לבין סוף 1961. התקופה מתחילה ערב פיחות המטבע (בפברואר 1952), פיחות שלווה בהכרזה על "מדיניות כלכלית חדשה" ובעלייה מהירה בשכר ובמחירים; והיא מסתיימת ערב פיחות אחר (בפברואר 1962) אשר גם אליו נתלוותה הכרזת מדיניות כלכלית חדשה ועלייה — אמנם מתונה יותר — בשכר ובמחירים. מבחינות רבות, היתה תקופה זו בעלת חשיבות מכרעת להתפתחות תכניות חסכון מוסדיות בכלל ולקופות הגמל בפרט. בראשית התקופה שרר חופש פעולה יחסי, והתערבות ופיקוח ממשלתיים מעטים. אך בקיץ 1957, עם פרסום תקנות המס המיוחדות, הפעילה הממשלה השפעה הולכת וגדילה על המשך התפתחותן של הקופות.

העשור המסתיים ב־1961 היה לגבי הקופות, תקופה של התרחבות מהירה ומיזוג. בתקופה זו חל גידול ראוי לציון הן במספר החברים והן בנכסים, גדל היקפן של קופות גמל המיועדות לעצמאיים ונעשה נסיון, בקנה מידה נרחב, להמיר תגמולים חד פעמיים בהתחייבויות לגימלאות. עם זאת, היתה זו תקופה, שאופיינה בצמצום ניכר במספר הקופות, ובצמיחתה של קבוצה קטנה של קרנות פנסיה ענקיות.

2. אוכלוסיית המחקר

אחד הקשיים העיקריים בעריכת המחקר היה העדר נתונים על מספר הקופות הפעילות ומספר חבריהן, במיוחד בשנים שלפני 1958. כיוון שלא ניתן היה להשיג נתונים מושלמים לכל אחת מעשר השנים שנחקרו, הוגבל הניתוח לשלוש שנים (1952, 1957 ו־1961) [1], ואלה שימשו אמות מידה להשוואת השינויים, שחלו בין השנים הללו בגודל קופות הגמל ובמבנהן.

רשימה בסיסית של קופות הגמל, לכל אחת משלוש השנים ששימשו אמות מידה, נערכה על סמך מקורות ממשלתיים ומקורות רשמיים אחרים ועל סמך מגעים ישירים עם חברות. הרשימה כוללת את כל הקופות, שאורגנו כאגודות שיתופיות או חברות בע"מ, כיוון שקופות אלה נדרשות, על פי החוק, להרשם במשרדים הממשלתיים המתאימים [2]. באשר לקופות שאין להן מעמד משפטי עצמאי, קיימת האפשרות, שלא כולן אותרו ונכללו ברשימה. לפיכך ייתכן, שאומדני מספר הקופות מוטים כלפי מטה, במיוחד לגבי השנים הראשונות.

כדי שקופה תיכלל במחקר צריך היה שיימצא דו"ח פיננסי על עסקיה (היינו מאזן, חשבון רווח והפסד ודו"חות פיננסיים נספחים). אך למעשה, נכללו קופות גם אם ניתן היה להשיג

[1] אותן שנים משמשות כאמות מידה גם בפרקים הבאים.

[2] ב־1952, נכללו באוכלוסיית המחקר שתי קופות תגמולים, שהיו רשומות בממלכה המאוחדת ופעלו בישראל. קופות אלה חוסלו לאחר מכן.

את מאזנן בלבד[3]. קופות אלה מוגדרות להלן כ"קופות מדווחות", וכולן יחד נקראות "האוכלוסייה המדווחת".

כיסוי המחקר הוא מקיף יותר מהנראה במבט ראשון. בכל אחת מן השנים הנסקרות היו כמה קופות שלא דיווחו, אשר התחילו בפעולתן רק בחלקה האחרון של אותה שנה, כך שהעדרן מהאוכלוסייה המדווחת אינו מסלף, באורח ניכר, את הנתונים המצרפיים. יתר על כן, כמעט כל הקופות שלא דיווחו היו, כנראה, קופות קטנות. יחד עם זאת יש לזכור, כי הנתונים המופיעים להלן מתייחסים לאוכלוסייה המדווחת, אלא אם כן צויין אחרת, ולפיכך הם כוללים הטיה קלה כלפי מטה.

3. מספר החברים[4]

בסוף שנת 1952 פעלו בישראל כ־450 קופות גמל[5]. קופות אלה איגדו 176,000 חברים. בין 1952 ל־1957 עלה מספר החברים ב־90,000, גידול ב־51 אחוז. במשך ארבע השנים שלאחר מכן, נוספו 119,000 חברים, גידול ב־45 אחוז, ביחס ל־1957. במשך התקופה כולה עלה מספר החברים יותר מאשר פי שניים והגיע ל־385,000, בסוף 1961.

לוח ה־1: מספר הקופות ומספר החברים: 1952, 1957 ו־1961

	מספר הקופות [1]	מספר החברים [2] (באלפים)
1952	450	176
1957	419	266
1961	403	385
השינוי במשך התקופות:		
1953–57	–31	90
1958–61	–16	119
1953–61	–47	209

[1] קופות מדווחות בלבד.
[2] קופות מדווחות שיש לגביהן נתונים על מספר החברים.
מקור: לוח ה־2.

הגידול המהיר במספר החברים לא היה מלווה בגידול במספר קופות הגמל הפעילות. אדרבא, למעשה, ירד מספר הקופות — מ־450 ב־1952 ל־419 ב־1957, ו־403 ב־1961.

[3] כתוצאה מכך, יש כמה אי התאמות במספר הקופות הכלולות בלוחות הסטטיסטיים השונים. כדי למנוע אי הבנה, צורפו ללוחות דלהלן נתונים (כאשר נדרש הדבר) על מספר הקופות המוצגות.

[4] הנתונים לגבי שלוש השנים, המשמשות אמות מידה, כוללים את אומדן החברים בקרנות הביטוח הסוציאליות. מספר החשבונות האישיים באותן הקרנות היה למעשה, גדול בשליש מאשר מספר החברים. פרטים נוספים בעניין זה מופיעים בנספח.

[5] לגבי 50 קופות נוספות שפעלו, כנראה, ב־1952, לא היתה אפשרות להשיג נתונים. יש לשער שקופות אלה היו קטנות, ורבות מהן התמזגו לאחר מכן ב"מבטחים".

עובדה זו משקפת את המיזוג של מספר רב של קופות תגמולים — שהיו קשורות קודם למוסדות או למפעלים בודדים — לקרנות פנסיה מרכזיות. אם ניקח בחשבון את הקופות הבלתי מדווחות, תגדל מידת הצמצום במספר הקופות באופן ניכר, כיוון שהאוכלוסייה המדווחת, ב־1961, מייצגת, כנראה, את כל הקופות שפעלו באותה שנה, בעוד שהאוכלוסייה המדווחת ב־1952 מהווה כ־90 אחוזים בלבד מן הקופות הפעילות.

יתרה מזו, הגידול במספר קופות הגמל, לא הגיע לשיאו עד ראשית 1954. בתחילת אותה שנה, היו פעילות יותר מ־550 קופות, ומכאן, שאוכלוסיית הקופות קטנה ביותר מ־25 אחוז מתחילת שנת 1954 לסוף 1961.

לוח ה־2: התפלגות קופות הגמל והחברים בהן [1], לפי סוג ההטבות, שנים נבחרות: 1961–1952

	1952		1957		1961	
	מספר הקופות	חברים (באלפים)	מספר הקופות	חברים (באלפים)	מספר הקופות	חברים (באלפים)
מספרים מוחלטים						
קופות לשכירים [2]						
קופות תגמולים [3]	446	82.0	399	71.7	377	103.5
קרנות פנסיה			9	32.9	9	67.3
קרנות ביטוח [4]	4	94.0	4	150.0	3	188.0
סך־כל הקופות לשכירים	*450*	*176.0*	*412*	*254.6*	*389*	*358.8*
קופות תגמולים לעצמאיים	—	—	7	11.4	14	26.1
סך־כל קופות הגמל	**450**	**176.0**	**419**	**266.0**	**403**	**384.9**
אחוזים						
קופות לשכירים						
קופות תגמולים	99.0	46.6	95.2	26.9	93.5	26.9
קרנות פנסיה			2.1	12.4	2.2	17.5
קרנות ביטוח	1.0	53.4	1.0	56.4	0.8	48.8
סך־כל הקופות לשכירים	*100.0*	*100.0*	*98.3*	*95.7*	*96.5*	*93.2*
קופות תגמולים לעצמאיים	—	—	1.7	4.3	3.5	6.8
סך־כל קופות הגמל	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

[1] מספר החברים בסוף השנה.
[2] כולל חברים ושכירים באגודות שיתופיות.
[3] כולל קרנות הפיצויים
[4] חברים בפועל בלבד.

מקור: עבור 1952 ו־1957 — אומדן מספר החברים נעשה על סמך הדו"חות השנתיים של כל קופה וקופה לרשם האגודות השיתופיות, משרד העבודה; לרשם החברות, משרד המשפטים; ולנציבות מס הכנסה, משרד האוצר. עבור 1961 — אומדן מספר החברים מבוסס על "רשימת קופות הגמל ל־31 בדצמבר 1961" (משוכפל) (ירושלים, רשות החסכון, משרד האוצר) ודו"חות של קופות שנמצאו בתיקיית רשות החסכון.

הגידול הכולל במספר החברים וצמצום מספר הקופות שנלווה אליו הביא גם לשינויים במשקלן של תכניות הגמל השונות. חלק מהגידול במספר החברים בקופות הגימלאות ובקרנות הביטוח בא על חשבון קופות התגמולים וקרנות הפיצויים המעניקות תגמולים או פיצויי פיטורין חד־פעמיים. בין 1952 ל־1957, ירד מספר קופות הגמל המעניקות

תגמולים או פיצויים חד־פעמיים, והיו ציפיות, שהתגשמו, גם לירידה במספר חבריהן. למרות שהירידה במספר קופות אלה נמשכה (377 ב־1961, בהשוואה ל־399 ב־1957) עלה מספר החברים בהן — מ־72 אלף בקירוב ב־1957 ל־103 אלף ב־1961. אך אפילו עלייה זו, די היה בה רק כדי לשמור על מקומן היחסי של קופות אלה בסך החברים של קופות הגמל. אחוז זה הגיע ל־27, הן ב־1957 והן ב־1961.

שינוי חשוב נוסף במבנה קופות הגמל בא בעקבות הנהגת קופות תגמולים עבור עצמאיים, ב־1957. בסוף שנת 1957 נוסדו 7 קופות כאלה, ומספר החברים בהן הגיע ל־11,000. בסוף 1961 פעלו 14 קופות לעצמאיים, ובהן אוגדו 26,000 חברים. קופות אלה איגדו 4 אחוזים מכלל החברים ב־1957, והן הלכו וגדלו, וב־1961 איגדו 7 אחוזים ממספר החברים.

לוח ה־3: החברים בקופות גמל, והמועסקים בכוח העבודה האזרחי: 1952, 1957 ו־1961

(באלפים)

	1952	1957	1961
(1) החברים בקופות גמל	*176*	*266*	*385*
(2) בקופות לשכירים	172	248	351
(3) בקופות לעצמאיים וחברי אגודות שיתופיות [1]	4	18	34
(4) המועסקים בכוח העבודה האזרחי [2]	*542*	*642*	*735*
(5) מקבלי שכר ומשכורת	. .	425	495
(6) עצמאיים	. .	217	240
(4) : (1) באחוזים	32	41	52
(5) : (2) באחוזים	. .	58	71
(6) : (3) באחוזים	. .	8	14

[1] בלוח ה־2 חברי אגודות שיתופיות נכללים ב"קופות לשכירים".
[2] נתונים ממוצעים שנתיים.

מקור: שורה 1, 2 ו־3 — לוח ה־2.
שורה 4 — לשנת 1952, א. הובנה, כוח העבודה בישראל, ירושלים, מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל, יולי 1961; לוח מסכם עמ' 20–21.
לשנת 1957, שנתון סטטיסטי לישראל, 1958/1959 (ירושלים, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 1959), לוח 5 עמ' 197.
לשנת 1961, בנק ישראל, דין וחשבון, 1961 (ירושלים 1962) לוח ח־2 עמ' 113.
שורה 5, 6 — לשנת 1957, שנתון סטטיסטי לישראל 59/1958.
לשנת 1961, בנק ישראל, שם, לוח י־2, עמ' 120.

מלוח ה־2 ניתן לעמוד על הגידול המהיר שחל בקרנות הפנסיה: בעוד שב־1952 איגדו קרנות פנסיה מספר קטן של חברים, אוגדו ב־1957, ב־9 קרנות, 33 אלף עובדים, המהווים 12 אחוז מכלל החברים בקופות הגמל. ב־1961 היו באותן 9 קרנות 67,000 חבר או 18 אחוזים מכלל החברים בקופות הגמל. המעבר לגימלאות יהיה בולט יותר אם נביא בחשבון את העובדה, שבמשך המחצית השנייה של שנות החמישים, המירו גם קרנות הביטוח תגמולים חד פעמיים בתשלומי גימלאות.

אם נוסיף 188 אלף חברים, המאוגדים בקרנות הביטוח, לחברי 9 קרנות הפנסיה, נקבל בסך הכל יותר מרבע מיליון חברים. יוצא איפוא, שב־1961 היו שני־שלישים מסך כל

החברים בקופות הגמל רשומים בתכניות גימלאות. אחוז הנהנים מגימלאות היה, למעשה, גדול יותר, כיוון שחברים רבים בקופות הגמל, שהיו זכאים לתגמולים, נהנו, בנוסף לכך מפנסיה תקציבית (לדוגמא, עובדי רשויות מקומיות וכן עובדי המוסדות הלאומיים). יתר על כן, עובדי הסקטור הציבורי ואנשי צבא הקבע, שלא היו חברים בקופות גמל, היו זכאים לפנסיה תקציבית.

לוח ה־3 מראה, ששיעור הגידול במספר החברים השיג ועבר את שיעור הגידול בכוח־העבודה. בעוד שב־1952 היו 32 אחוזים מכלל המועסקים האזרחיים חברים בקופות גמל כל־שהן, הגיע אחוז זה ל־41 ב־1957. בסוף 1961 אוגדה למעלה ממחצית כוח העבודה בקופות הגמל.

לוח ה־4: התפלגות קופות התגמולים והפנסיה [1] והחברים בהן, לפי גודל הקופות (מספר החברים): 1952, 1957 ו־1961

(באחוזים)

קבוצות לפי גודל הקופה (מספר חברים)	1952 מספר הקופות	1952 מספר החברים	1957 מספר הקופות	1957 מספר החברים	1961 מספר הקופות	1961 מספר החברים
10—0	11	—	8	—	9	—
50—11	42	6	37	3	35	2
100—51	17	6	20	5	18	3
250—101	17	14	15	8	17	5
500—251	5	9	9	11	9	6
1,000—501	4	14	4	9	4	6
1001+	4	51	6	64	8	78
סך־הכל	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
ערכים מוחלטים	430	82,000	389	116,000	379	197,000
מספר החברים הממוצע בקופה		190		298		520

[1] כולל קרנות שלגביהן היו נתונים מספריים על חברות.
מקור: ראה מקור לוח ה־2.

מלוח ה־3 ניתן גם לעמוד על ההבדל בין אחוז החברים בקופות גמל בקרב מקבלי השכר לבין אחוז זה בקרב העצמאיים. בסוף 1961 הקיפו קופות הגמל לשכירים 71 אחוז ממקבלי שכר ומשכורת בישראל, ואם נוציא את עובדי הממשלה ומורי בתי הספר היסודיים הזכאים לגימלאות תקציביות, יעלה שיעור השכירים הזכאים לתגמולים ולהטבות מקופות גמל ל־80 אחוז [6]. התמונה שונה בעיקרה באשר לעצמאיים. בסוף 1961 נכללו 14 אחוז בלבד מן העצמאיים (כולל חברי האגודות השיתופיות) ברשימת חברי קופות הגמל.

לגידול במספר החברים בקופות הגמל היתה השפעה ניכרת על התפלגות הקופות,

[6] במובן אחד מוטה אומדן מספר החברים בקופות כלפי מעלה. יש לציין, שקרנות הביטוח הסוציאלי (המקיפות תערובת של עובדים חלקיים ועובדים יומיים) אינן מספקות, לעיתים קרובות, מחמת אופיין, תגמולים ממשיים לחבריהן. בכמה מקרים, (במיוחד בענף הבנייה) הפרשות המעבידים אינן נזקפות בחשבונות האישיים, בעוד שבמקרים אחרים, אין החברים עומדים כנראה, על זכותם לקבל תגמולים.

לפי גודלן ולפי מספר החברים. לוח ה־4 מציג את התפלגות קופות התגמולים והפנסיה ואת התפלגות חבריהן, לפי מספר החברים בקופות [7].

נקודה ראויה לציון העולה מלוח ה־4 הינה ההתפלגות הבלתי שווה שנמצאה הן לגבי הקופות והן לגבי מספר חבריהן. ב־1952, איגדו 53 אחוז מהקופות פחות מ־50 חברים כל אחת וביחד הן איגדו רק 6 אחוזים ממספר החברים הכולל. מאידך איגדו 4 אחוזים מהקופות, שבכל אחת מהן יותר מאלף חברים, מחצית ממספר החברים הכולל. ב־1961 עדיין איגדו 44 אחוז מהקופות פחות מ־50 חברים, ו־62 אחוז איגדו פחות מ־100 חברים. משקלן הגבוה של הקופות הקטנות משקף את עובדת היות רבים מהמפעלים הישראליים קטנים ביחס [8].

אף כי 43 אחוז מהקופות איגדו ב־1961 פחות מ־50 חברים, ניכר גם ריכוז חברים בקופות הגדולות ביותר. ב־1961, היוו הקופות שאיגדו, כל אחת, יותר מאלף חברים 8 אחוזים בלבד מכלל הקופות, אך הן הקיפו 78 אחוזים ממספר החברים. (מידת הריכוז תהיה כמובן, גדולה יותר, אם ניקח בחשבון את קרנות הביטוח הגדולות; או אז תכלולנה הקופות הגדולות 90 אחוז ממספר החברים הכולל). הגידול בריכוז החברות בקופות הגדולות הביא לגידול מספר החברים הממוצע לקופה — מ־190 ב־1952 ל־520 ב־1961. נתונים אלה על מספר החברים הממוצע עדיין משקפים את המשך פעולתן של מספר גדול, יחסית, של קופות תגמולים קטנות [9].

4. היקף הנכסים

במשך התקופה הנסקרת, עלה שיעור הגידול בסך הנכסים על שיעור הגידול במספר החברים. מחמת העלייה המהירה בשיעורי השכר, גדל סך נכסי הקופות, בין 1952 ל־1957, כמעט פי 5 — מ־50 מיליון ל״י ל־243 מיליון ל״י. בסוף 1961 הגיע סך הנכסים של קופות הגמל ל־639 מיליון ל״י. אפילו נכה את השפעות האינפלציה, הגידול בנכסי הקופות נשאר מרשים. במחירים קבועים (לפי מדד המחירים לצרכן בדצמבר 1952) גדל סך נכסי הקופות, בין 1952 ל־1957, פי שלושה והגיע ל־165 מיליון ל״י בסוף 1957. בסוף שנת 1961, הסתכמו הנכסים ב־360 מיליון ל״י, במחירים קבועים, בהשוואה ל־50 מיליון ל״י בסוף 1952.

קרנות הביטוח מחזיקות כשליש מנכסי כל הקופות. בסוף 1961 התקרבו נכסים אלה לסך רבע מיליארד ל״י. הצטברות הנכסים המהירה ב־9 קרנות הפנסיה הנה נקודה מעניינת, העולה מלוח ה־5. בעוד שב־1952 היה סך הנכסים שברשותן זעיר, הרי ב־1957 הסתכמו נכסים אלה ב־62 מיליון ל״י וב־1961 — ב־210 מיליון ל״י, המהוות 33 אחוז מסך כל נכסי הקופות. 9 קרנות אלה ביחד עם 3 קרנות הביטוח החזיקו ב־69 אחוז מנכסי כלל קופות הגמל בסוף 1961.

למרות הגידול הרב בנכסיהן (פי 5) פיגרו קופות התגמולים אחרי הגידול המהיר של קרנות הפנסיה והביטוח. ב־1957, ירד חלקן של קופות התגמולים בסך הנכסים ל־40 אחוז, וב־1961 היוו נכסיהן 28 אחוז בלבד מסך נכסי קופות הגמל. סך הנכסים שבידי קופות

[7] קרנות הביטוח הענקיות אינן מופיעות בלוח ה־4, כדי שאפשר יהיה לעמוד על התמונה המצטיירת לגבי הקופות הקטנות.

[8] יש לציין, שמפעלים קטנים מאוד (מפעלים המעסיקים פחות מ־10 עובדים) המעוניינים לשלם תגמולים לעובדיהם, מעדיפים, בדרך כלל, לרשום את עובדיהם ב״מבטחים״ על ייסוד קופת תגמולים נפרדת.

[9] רבות מקופות התגמולים הקטנות משרתות חברים באגודות שיתופיות. אגודות כאלה נוטות, מטבע הדברים, להישאר קטנות, יחסית.

התגמולים לעצמאיים היווה, ב־1961, 3 אחוזים בלבד מסך נכסי הקופות, אף כי קופות אלה איגדו 7 אחוזים מכלל החברים. הדבר נעוץ בעובדה, שמרבית קופות אלה החלו לפעול זמן קצר קודם לכן, וכן בשיעור ההפרשה של העובד העצמאי, שיעור שהינו נמוך, בדרך כלל, מסך דמי ההשתתפות של העובד והמעביד גם יחד, המשולמים לקופות העובדים השכירים.

לוח ה־5: התפלגות קופות הגמל ונכסיהן, לפי סוג הקופה: 1952, 1957 ו־1961

	1952		1957		1961	
	מספר הקופות	נכסים (במיליוני ל"י)	מספר הקופות	נכסים (במיליוני ל"י)	מספר הקופות	נכסים (במיליוני ל"י)
מספרים מוחלטים						
קופות לשכירים [1]						
קופות תגמולים	446	33.0	399	97.2	377	177.6
קרנות פנסיה			9	61.7	9	209.7
קרנות ביטוח	4	17.1	4	82.8	3	230.1
סך־כל הקופות לשכירים	*450*	*50.1*	*412*	*241.7*	*389*	*617.4*
קופות תגמולים לעצמאיים	—	—	7	1.7	14	21.3
סך־כל קופות הגמל	**450**	**50.1**	**419**	**243.4**	**403**	**638.7**
אחוזים						
קופות לשכירים						
קופות תגמולים	99.0	66.6	95.2	40.0	93.5	27.8
קרנות פנסיה			2.1	25.3	2.2	32.8
קרנות ביטוח	1.0	33.4	1.0	34.0	0.8	36.1
סך־כל הקופות לשכירים	*100.0*	*100.0*	*98.3*	*99.3*	*96.5*	*96.7*
קופות תגמולים לעצמאיים	—	—	1.7	0.7	3.5	3.3
סך־כל קופות הגמל	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

[1] לרבות חברים ועובדים שכירים באגודות שיתופיות.
מקור: סיכום דו"חות פיננסיים, מאושרים בידי רואי־חשבון.

בדומה להתפלגות הקופות לפי מספר חברים, גם ההתפלגות לפי היקף הנכסים מראה על ריכוז נכסים ניכר בקופות הגדולות ביותר. ב־1961 החזיקו 13 אחוז מהקופות, שסך הנכסים בכל אחת מהן עלה על מיליון ל"י, ב־84 אחוז מכלל נכסי קופות הגמל. הקופות הקטנות (שנכסיהן מסתכמים בפחות מ־100,000 ל"י) היוו אמנם 51 אחוז ממספר הקופות הכללי אבל החזיקו ב־2 אחוזים בלבד מסך נכסי הקופות.

מבחינה אחת, גדל ריכוז הנכסים במשך הזמן. בעוד שב־1952 החזיקו הקופות הגדולות (קופות שנכסיהן עולים על 300,000 ל"י) 55 אחוז מסך הנכסים, הרי ב־1957 גדל חלקם והגיע ל־83 אחוז, וב־1961 הוא הסתכם ב־93 אחוז. הואיל וגודל הנכסים של כל קופה מותנה בהצטברות במשך הזמן, גדל מספר הקופות הגדולות באופן מהיר מאז 1952. בעוד

שב־1952 רק 4 אחוזים מכלל הקופות החזיקו נכסים בסך העולה על 300,000 ל״י, ב־1962 נמנו על קבוצה זו 31 אחוז מהקופות. מעבר זה בתוך הקבוצות משקף גם את איחוד הקופות הקטנות לקרנות פנסיה מרכזיות, במשך התקופה.

לוח ה־6: התפלגות קופות התגמולים וקרנות הפנסיה [1] ונכסיהן בסוף השנה לפי גודל הקופות (נכסים): 1952, 1957 ו־1961

(באחוזים)

קבוצות לפי גודל הקופה (נכסים באלפי ל״י)	1952		1957		1961	
	מספר הקופות	נכסים	מספר הקופות	נכסים	מספר הקופות	נכסים
9—0	36	45	9	—	2	—
19—10	21		14	1	4	—
99—20	32		39	5	35	2
299—100	7		22	11	28	5
999—300	3	22	9	16	18	9
+1,000	1	33	7	67	13	84
סך־הכל	100	100	100	100	100	100

מקור: סיכום דו״חות פיננסיים, מאושרים בידי רואי־חשבון.
[1] למעט קרנות ביטוח.

5. ההשתייכות לסקטורים

אף כי ההסתדרות היתה הכוח המניע, שפעל מאחרי ייסוד קופות הגמל, אין זה נכון לומר שיש לכלול את כל הקופות בסקטור ההסתדרותי. כיון שהפיקוח על דרך ההשקעות של קופות הגמל מתחלק, על פי רוב, בין חברי הקופה והמעבידים סווגו קופות הגמל לפי הסקטור שבו נכלל המעביד.

אם כי קרנות הביטוח הגדולות מאגדות שכירים מפירמות שונות, הן מסווגות לסקטור ההסתדרותי מאחר שמדור הפנסיה של ההסתדרות מנהל אותן באורח ישיר. בדומה לזה, קופות התגמולים לעצמאיים מסווגות בהתאם לסקטור של המוסד הפיננסי המנהל (ראה לוח ה־7).

כפי שניתן לצפות, חלק גדול מן החברים וחלק גדול מנכסי קופות הגמל היו מצויים בסקטור ההסתדרותי. סקטור זה כלל, הן ב־1953 והן ב־1957, כ־70 אחוז מכל החברים ולמעלה מ־60 אחוז מסך הנכסים. ב־1961 כללו הקופות המסונפות לסקטור ההסתדרותי, שני שליש מסך החברים וחלק דומה מסך הנכסים של קופות הגמל.

למרות הריכוז במספר החברים ובנכסים, כלל הסקטור ההסתדרותי ב־1953 רק 14 אחוז מכלל הקופות. חלק זה ירד ב־1957 עד כדי 11 אחוז; תופעה זו נעוצה בקיום קופות כלל ענפיות, מרכזיות, לפני 1953, ובמיזוג נוסף של קופות בשנים 1954 עד 1957. ב־1961 הושלם, למעשה, תהליך מיזוג הקופות בתוך הסקטור ההסתדרותי ולפיכך היווה מספר קופות ההסתדרות (3 קרנות ביטוח, 4 קרנות פנסיה מרכזיות, מספר קטן של קרנות פיצויים וקופות תגמולים לעצמאיים, המנוהלות על ידי מוסדות ההסתדרות) רק 3 אחוזים מכלל קופות הגמל.

בעוד שב־1953, 1957 ו־1961 היה רוב הקופות מסונף לחברות מן הסקטור הפרטי נמנו על סקטור זה, ב־1961, פחות מ־20 אחוז מכלל החברים. סך נכסיהן של קופות אלה הגיע ל־16 אחוז בלבד מנכסי כלל הקופות. הגידול מאז 1957 בחלקו של הסקטור הפרטי במספר החברים, מקורו בייסוד קופות, המנוהלות על ידי בנקים, הן לתשלום פיצויים והן לתגמולים לעצמאיים, בין השנים 1957 ו־1961. כמעט כל התכניות האלה מנוהלות בידי מוסדות כספיים של הסקטור הפרטי [10]. משקלם של שאר הסקטורים — הממשלה והאגודות השיתו־פיות — נשאר כמעט קבוע במשך התקופה, הן מבחינת הנכסים והן מבחינת מספר החברים.

לוח ה־7: התפלגות קופות הגמל, מספר החברים והנכסים, לפי הסקטורים: 1953, 1957 ו־1961

(באחוזים)

	1953			1957			1961		
	מספר הקופות	מספר החברים	סך הנכסים	מספר הקופות	מספר החברים	סך הנכסים	מספר הקופות	מספר החברים	סך הנכסים
ממשלה ומוסדות לאומיים	12	12	17	12	11	13	13	8	11
ההסתדרות	14	69	61	11	71	62	3	68	66
אגודות שיתופיות	17	3	7	17	3	7	14	4	6
הסקטור הפרטי	56	16	15	57	10	16	67	19	16
בלתי־מסווג	1	—	—	3	5	2	3	1	1
סך־הכל	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
ערכים מוחלטים [1]	482	186.4	74.6	419	266.0	243.4	403	384.9	638.7

[1] מספר החברים — באלפים; הנכסים — במיליוני ל״י.
מקור: מקור לוח ה־2 ו־ה־5.

6. ההתפלגות לפי ענפים

בשנים 1953 עד 1957 נשארה התפלגות מספר הקופות והתפלגות חבריהן, לפי ענפים עיקריים, יציבה יחסית. ב־1957 חלה ירידה בחלקן של הקופות הפועלות בחרושת ובשירו־תים ובחלקם של החברים בענף, בעקבות מיזוג הקופות הקשורות למפעלי ההסתדרות ומוסדותיה לקרן הגימלאות המרכזית ב־1954. הגידול שחל בסעיף ״בלתי ידוע״ נעוץ בחוסר האפשרות לסווג קרן מרכזית זו שחתך החברים בה מגוון [11].

ריכוז הקופות הגדול ביותר — כ־40 אחוזים — נמצא בחרושת. אבל קופות אלה איגדו, ב־1953, רק 19 אחוז מכל החברים ועוד פחות מכך — 14 אחוז — ב־1957. הדבר נובע מן הממדים הקטנים, יחסית, של מפעלי החרושת בישראל, ומהעובדה, שקופות מפעלי ההסתד־רות, שאוחדו לאחר 1954 לקופת גמל אחת, היו גדולות יותר מהממוצע, שנמצא לגבי כלל מפעלי החרושת.

[10] בנק לאומי נכלל בסקטור הפרטי מחמת טבען של עסקותיו.
[11] בעיה זו נעשתה מורכבת בשנים האחרונות עקב ייסודן של קופות מרכזיות לעצמאיים ועלייה בהיקף קרנות מרכזיות לפיצויים. לפיכך לא הוצגה ההתפלגות הענפית של הקופות ב־1961.

קו אופי בולט בהתפלגות לפי ענפים בשתי השנים הוא משקלם הגבוה של הקופות וחבריהן בענפי השירותים (ממשלה ומוסדות לאומיים ושירותים אחרים). עובדה זו נובעת ממשקלם הגבוה, יחסית, של השירותים הציבוריים והפרטיים במשק הישראלי ומהיקפו הגדול של האיגוד המקצועי בישראל [12].

ל ו ח ה־8: התפלגות קופות התגמולים וקרנות הפנסיה [1], ומספר החברים, לפי ענפים עיקריים: 1953–1957

(באחוזים)

	1953		1957	
	מספר הקופות	מספר החברים	מספר הקופות	מספר החברים
חקלאות	1	1	1	
חרושת	39	19	38	14
בנייה	4	6	4	6
שירותים ציבוריים	2	5	2	5
תחבורה	7	9	7	9
מסחר וכספים	14	11	14	8
שירותים	29	38	27	30
ממשלה ומוסדות לאומיים	*7*	*14*	*7*	*14*
שירותים אחרים	*22*	*24*	*20*	*16*
בלתי ידוע ושונות	4	11	7	28
ס ך־ה כ ל	**100**	**100**	**100**	**100**
ערכים מוחלטים [2]	478	86.4	415	116

[1] למעט קרנות הביטוח.
[2] מספר החברים באלפים.
מ ק ו ר: ראה מקורות ללוח ה־2 וללוח ה־5.

[12] אי הכללת קרנות הביטוח הסוציאלי בלוח ה־8 מסלפת את ההתפלגות הענפית. רוב מקבלי השכר בחקלאות ובבנייה מורכב מעובדים יומיים, שהיו חברים בקרנות הביטוח, המשרתות עובדים בחקלאות ובבנייה. היקף הקופות בחרושת אף הוא מוטה כלפי מטה, כיוון שחלק ניכר מהעובדים בחרושת היו מאורגנים בקרן הביטוח "מבטחים".

פרק ו

זרמי הכספים דרך קופות הגמל

1. הקדמה

פרק זה דן, בעיקרו, בתקבולים ובתשלומים הכספיים השנתיים של קופות־גמל, במשך השנים 1952 עד 1961, ובצבירה שנבעה מכך באותה תקופה. ברם כאן המקום לציין, שלא התקבולים מהפרשות העובדים והמעבידים ולא ההוצאות הכספיות משמשות מודד ל"עלות הכלכלית" של תשלומי הטבות הגמל. עלות, בהקשר זה, הינה פונקציה של הפריון הריאלי של השקעות קופות הגמל, כלומר, המידה שבה ניתן למלא בעתיד את תביעות הזכאים לתשלומי גמל מתוך הזרם המוגבר של מוצרים ושירותים הנובע מניצול יעיל של הכספים המצטברים בקופות הגמל.

2. שיעורי ההפרשות לקופות

בישראל נקבעות הפרשות העובד והפרשות המעביד לקופת הגמל כאחוז משכר העובד. למטרה זו מוגדר השכר, כשכר היסוד ועוד תוספות יוקר. במשך התקופה הנסקרת, קיבלו למעלה משני שלישים מכלל הקופות הפרשות חברים בשיעור שנע בין 3 ל־6 אחוזים מהשכר הגולמי. אולם מלוח ו־1 מסתבר, שבין 1952 ל־1961 נסתמנה מגמת ירידה בשיעור הפרשות החברים. בתחילת התקופה, היוו הקופות, שהטילו על חבריהן הפרשות בשיעור נמוך מ־3 אחוזים מהשכר, רק שלושה אחוזים מכלל הקופות, ואילו ב־1961 נכללו כבר 21 אחוז מהקופות בקבוצה זו, ובעוד שב־1952 גבו 12 אחוז מהקופות הפרשות בשיעור 6 אחוזים מהשכר, או יותר, הרי ב־1961 נמנו על קופות מסוג זה רק 2 אחוזים מהקופות.

מגמת הירידה בשיעור הפרשות החברים אינה נובעת משינויים בהסכמי עבודה או מכינון קופות חדשות, שבהן נמוכים שיעורי ההפרשות במידה ניכרת. אדרבא, ניתוח מדגם של קופות מגלה יציבות בולטת בשיעורי ההפרשות. מלבד כמה קופות, שעברו מתשלום תגמולים חד־פעמיים לתשלום גימלאות שנתיות, נשארו, בדרך־כלל, שיעורי ההפרשות של החברים קבועים.

הירידה הניכרת בשיעורי הפרשות החברים נובעת, במידה רבה, מהנהגתו של הביטוח הלאומי, ב־1954. החל באותה שנה, העבירו הקופות למוסד לביטוח לאומי אחוז אחד מהשכר, כהפרשות העובדים לביטוח הממלכתי. שיעורי ההפרשות ב־1961 מוצגים בניכוי ההעברות למוסד לביטוח לאומי. כתוצאה מכך, הגידול במספר הקופות, שהפרשות חבריהן קטנות מ־3 אחוז משכרם, משקף — לפחות בחלקו — רק הקצאה שונה של אותם שיעורי הפרשות שנהגו בעבר ולא שינוי ממשי בשיעורים עצמם. שונה המצב ביחס לקופות, שאליהן מפרישים החברים למעלה מ־6 אחוזים משכרם. הואיל ושיעורים גבוהים אלה עולים על השיעור המכסימלי המותר על פי החוק הופחתו, כנראה, השיעורים בהרבה מקופות אלה, אחרי פרסום תקנות מס ההכנסה ב־1957.

פרק ו

1.5 אחוזים משכר העובדים מנוכים עתה מהפרשות המעבידים לקופות התגמולים ולקרנות הפנסיה ומועברים למוסד לביטוח לאומי. נקל, אפוא, להסביר את העלייה שחלה ב־1961, לעומת 1952, בחלקן של הקופות המקבלות מהמעבידים הפרשות בשיעור של פחות מ־3 אחוזים מהשכר. אולם בקבוצות שיעורי ההפרשות הגבוהים לא אירעה ירידה מקבילה לזו שחלה בהפרשות העובדים. ההרחבה הניכרת בקרנות פיצויי הפיטורין מאז 1952 — הרחבה שהגדילה את שיעורי הפרשות המעבידים — תרמה לקיזוז חלק גדול מן הירידה, שנבעה מההפרשות לביטוח הלאומי.

לוח ו־1: התפלגות קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור הפרשות החברים והמעבידים: 1952 ו־1961

(באחוזים)

	1952	1961 [1]
הפרשות חברים [2]		
2.9—0	3	21
3.9—3	80	21
4.9—4		19
5.9—5		37
7.9—6	11	2
8+	1	—
סכום קבוע	1	—
בלתי־ידוע	4	—
סך־הכל	100	100
הפרשות מעבידים [2]		
2.9—0	1	13
4.9—3	37	15
5.9—5		17
8.9—6	19	18
14.9—9	37	37
15+	1	—
סכום קבוע	1	—
בלתי־ידוע	4	—
סך־הכל	100	100

[1] קופות מאושרות בלבד.
[2] כאחוז מהשכר.
מקור: ל־1952 — על פי הדו"חות השנתיים של קופות התגמולים והפנסיה השונות.
ל־1961 — תעודות האישור בתיקי רשות החסכון במשרד האוצר.

שיעור ההפרשה הכללי הינו אחוז הפרשת החבר בתוספת אחוז הפרשת המעביד. שיעור זה מייצג את האחוז הכולל משכר העובד, שהועבר לחשבונו בקופת הגמל. ב־1961 עלה שיעור ההפרשה הכללי, ב־36 אחוז מקופות התגמולים וקרנות הפנסיה המאושרות, על 12 אחוז מהשכר, ואילו ב־21 אחוז מהקופות נע שיעור ההפרשה הכללי בין 9 ל־12 אחוזים מסך כל השכר (ראה לוח ו־2).

המבנה הכללי של ההפרשות שונה בקרנות הביטוח, ואף כי קיים שוני ניכר בשיעורי ההפרשות בין שלוש קרנות הביטוח ואפילו בין חבר לחבר בכל קרן, מראה לוח ו־3 דוגמאות של שיעורי הפרשות המשקפים את התמונה הכללית של השיעורים שנהגו ב־1962.

לוח ו־2: התפלגות קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור ההפרשה הכללי (הפרשות העובדים בצירוף הפרשות המעבידים): 1952 ו־1961

(באחוזים)

שיעור ההפרשה הכללי [1]	1952	1961 [2]
0—2.9	—	1
3—5.9	1	13
6—8.9	18	29
9—11.9	26	21
12—15.9	24	16
16—20	26	20
סכום קבוע	1	—
בלתי־ידוע	4	—
סך־הכל	**100**	**100**

[1] כאחוז מהשכר.
[2] קופות מאושרות בלבד.
מקור: ל־1952 — הדו"חות השנתיים של קופות התגמולים והפנסיה השונות.
ל־1961 — רוכז מתעודות האישור בתיקי רשות החסכון במשרד האוצר.

לוח ו־3: שיעורי הפרשות אופייניים לקרנות הביטוח: 1962

(אחוז מהשכר)

	חברים	מעבידים
גימלאות — תכנית מקיפה [1]	5.0	11.0
מחלה — תאונות	—	3.0–2.5
חופשה שנתית (תוספת)	0.5	0.5
שיקום	0.5	1.3
נופש	—	3.5
חוק חופשה שנתית	—	4.0

[1] מהפרשות אלה המנוכות מהעובד והמעביד, מועבר למוסד לביטוח לאומי אחוז אחד, ואחוז וחצי מן השכר בהתאמה. שיעורי הפרשה אופייניים לחברי קרנות ביטוח המבוטחים בתכניות גימלאות "בסיסיות" או תכניות גמל חד־פעמיות, מסתכמים ב־5 אחוזים, בתוספת 5 אחוזים לגימלאות, ו־3 אחוזים בתוספת 4.5 אחוזים לתגמולים חד־פעמיים.
מקור: קרן הגימלאות המרכזית של ההסתדרות, שם, לוח 4, עמ' 2.

שיעורי ההפרשה הכלליים הגבוהים בקרנות אלה — המהווים, במקרים רבים, למעלה מ־20 אחוז מהשכר — נובעים מהקמת קרנות לזכויות הטבה נלוות. שיעור ההפרשה הגבוה, בצירוף השיעורים הנמוכים יחסית בתשלומי הטבות מסייעים להסביר חלק מהגידול הבלתי רגיל של קופות אלה במשך העשור הקודם.

השוני הרב במערכת שיעורי ההפרשות משקף את קיומן של קופות גמל שונות זו מזו. בלוח ו־4 חולקו הקופות לארבע קבוצות משנה, בהתאם לסוג ההפרשות המתקבלות על ידן: הפרשות עבור גימלאות, הפרשות עבור חסכון־תגמולים, הפרשות עבור פיצויי פיטורין, או הפרשות לחסכון תגמולים ופיצויי פיטורין במצורף. ב־1952 קיבלו כ־60 אחוז מקופות הגמל הפרשות עבור חסכון תגמולים לטווח ארוך, בעוד ש־40 האחוז הנותרים קיבלו הפרשות עבור פיצויי פיטורין בנוסף להפרשות לחסכון תגמולים[1]. בגלל הנהגת קרנות נפרדות לפיצויי פיטורין, ב־1957, גדל אחוז הקופות המקבלות הפרשות עבור פיצויים או עבור פיצויים ותגמולים גם יחד, והגיע בשנה זו ל־43 אחוז. שיעור זה הוסיף לגדול, וב־1961 הסתכם ב־51 אחוז.

ל ו ח ו ־ 4: התחלקות קופות גמל לפי סוג ההפרשות: 1957 ו־1961

(ב א ח ו ז י ם)

	1952	1957	1961[1]
פנסיה וביטוח	—	3	3
תגמולים	60	54	46
תגמולים ופיצויי פיטורין	[2]40	38	38
פיצויי פיטורין	—	5	13
סך־הכל	100	100	100

[1] קופות מאושרות בלבד.
[2] נאמד על יסוד ההנחה שהפרשות מעל 8 אחוזים מייצגות מימון פיצויי פיטורין, בנוסף לחסכונות.
מ ק ו ר: ראה מקור ללוח ו־1.

להקמת קרן פיצויי פיטורין נודעת חשיבות מרובה, מבחינת ניידות העובדים. כאשר המעבידים מפרישים, דרך קבע, סכומים למימון פיצויי פיטורין בעתיד, יש באפשרותם לפטר עובדים בלי להתחשב במצב הנזילות של מפעלם, אם הצטבר בקרן, במשך השנים, סכום שדיו לכסות את סכום פיצויי הפיטורין. כיון שתשלום הפיצויים מחושב, בדרך כלל, על בסיס המשכורת האחרונה של העובד, ניתן לצפות לכך שהסכום שהצטבר במשך שנות העבודה של העובד יהיה נמוך מהתחייבות המעביד. אולם במקרים אלה יהיו המעבידים חייבים לשלם מתקציבם השוטף רק את ההפרש שבין הפיצויים, שחושבו על סמך השכר הממשי בשעת הפיטורין, לבין הסכומים שהצטברו בקופת הגמל. מאחר שמפעלים רבים

[1] בהנחה שהפרשות המעבידים בשיעור 0 עד 8 אחוזים מייצגות תשלומים עבור תגמולים בלבד, והשיעורים הגבוהים יותר נועדו לתגמולים ולפיצויי פיטורין, אנו מוצאים שב־1952 קיבלו 60 אחוז מהקופות (פרט לאותן הקופות שעבורן לא ניתן להשיג נתונים על הפרשות) הפרשות מהמעבידים עבור תגמולים בלבד, בעוד שב־40 אחוז מהקופות שילמו המעבידים הן עבור פיצויי פיטורין והן עבור תגמולים. כדי לבדוק את שיטת האומדן הזאת יושמה הנחה זו על נתוני הפרשות שנעשו ב־1951, אשר נאספו על ידי משרד העבודה. לאור ההנחה, 50 אחוז מהקופות קיבלו באותה שנה הפרשות גם לתגמולים וגם עבור פיצויי פיטורין. מתברר, שהתוצאות שנתקבלו במשרד העבודה, באמצעות שימוש בשאלונים ישירים, קרובות מאוד לאלה של האומדן; הראשונות הצביעו על כך שב־1951 קיבלו 52 אחוז מהקופות תשלומים עבור תגמולים ופיצויים כאחד. ראה, י ר ח ו ן ה ע ב ו ד ה, (אפריל 1953), עמ׳ 6–7.
מכאן נראה כי האומדן לגבי 1952 שנעשה במחקר זה (פרט לכמה מקרי גבול) מדוייק במידה מתקבלת על הדעת. אולם יש להזהר בעריכת השוואות בין נתוני שנה אחת למשנה הואיל ואין להשוות בין האוכלוסייה שבמחקר זה לבין זאת של משרד העבודה, ב־1951.

קובלים על מחסור בהון חוזר, אין זה שיקול חסר משמעות. אולם יש להדגיש, שזהו רק אחד מגורמים רבים המשפיעים על החלטות המעביד בקשר לפיטורי עובדים.

3. הפרשות לקופות גמל

חשבונות התגמולים, הפיצויים והגימלאות האישיים מצטברים מן ההפרשות החודשיות המתקבלות מהמעבידים והעובדים. המעבידים מעבירים את הפרשותיהם הם ואת הפרשות העובדים, המנוכות משכרם במקור, לקופות הגמל, שם הן נזקפות לחשבונותיהם האישיים של החברים [2]. בנוסף לכך, מוסיפים, בהרבה מקרים, את הריבית הנקייה, כולה או חלקה, הנובעת מהשקעות הקופה, לחשבונות החברים. במקרה שקופה צוברת הוצאות העולות על הכנסותיה מריבית, מתכסה הגרעון הנובע מכך, בדרך כלל, בהפחתות מחשבונות החברים,

לוח ו־5: הפרשות המעבידים והעובדים [1] לקופות הגמל: 1952, 1957 ו־1961

	1952	1957	1961
א. מיליוני ל"י			
הפרשות המעבידים			
פנסיה		15.8	35.8
תגמולים	10.3	11.3	15.9
פיצויי פיטורין		5.8	16.4
הטבות נלוות	4.3	12.3	22.2
סך־כל הפרשות המעבידים	*14.6*	*45.2*	*90.3*
הפרשות העובדים			
פנסיה	7.4	8.8	24.6
תגמולים		12.8	21.5
סך־כל הפרשות העובדים	*7.4*	*21.6*	*46.1*
סך־כל ההפרשות	**22.0**	**66.8**	**136.4**
ב. אחוזים			
הפרשות המעבידים			
פנסיה		35.0	39.6
תגמולים	70.5	25.0	17.6
פיצויי פיטורין		12.8	18.2
הטבות נלוות	29.4	27.2	24.6
סך־כל הפרשות המעבידים	**100.0**	**100.0**	**100.0**
הפרשות העובדים			
פנסיה	100.0	40.7	53.4
תגמולים		59.3	46.6
סך־כל הפרשות העובדים	**100.0**	**100.0**	**100.0**

[1] בניכוי העברות בין הקופות.
מקור: לוח־נספח 7.

[2] הואיל וקופות הגמל מנהלות את חשבונותיהן על בסיס מצטבר, מזכים את חשבונות החברים גם במקרים שהמעביד מפגר בהעברת הפרשותיו אל הקופה.

או מקרנות שמורות ולפעמים באמצעות "השתתפות" המעבידים בכיסוי ההוצאות השוטפות [3].

עיקר תקבולי קופות הגמל נובע מהפרשות המעבידים והעובדים. היקפן של הפרשות אלה, בכל שנה נתונה, תלוי, בחלקו הגדול, במספר החברים בקופות, סכום השכר שהם מקבלים, ושיעורי הפרשותיהם של החברים והמעבידים. אחוז הגידול בהפרשות, משנה לשנה, נובע משינויים במספר חברי קופות הגמל, בשיעורי ההפרשות ובשיעורי השכר. הגידול החד בסכומי ההפרשות השנתיים, כפי שמורה לוח ו־5, משקף הן את הגידול בהיקף החברים בקופות הגמל, והן את מגמת העלייה הממושכת בשכר הנומינלי בישראל. חלוקת ההפרשות השנתיות בצורה שווה, על פני תקופה בת 12 חודשים, מראה, שההפרשות לקופות גמל אשר היו כ־2 מיליון ל"י לחודש ב־1952, עלו ל־5.5 מיליון ל"י לחודש ב־1957, ול־11 מיליון ל"י לחודש ב־1961.

הפרשות העובדים מתקבלות מהם על מנת להגדיל את חשבונות הגימלאות או את חסכון התגמולים שלהם. כיון שעצמאיים נחשבים ל"חברים" בקופות הגמל, סווגו תשלומיהם בלוח ו־5 כתשלומי עובדים ולא כתשלומי מעבידים. מצד שני, כוללות הפרשות המעבידים תשלומים, שנעשו על חשבון פיצויי פיטורין והטבות נלוות וכן תשלומים, שנעשו עבור גימלאות וחסכונות תגמולים. בכל אחת משלוש השנים הנסקרות, שילמו המעבידים שני שלישים מסך כל ההפרשות לקופות הגמל, ואילו העובדים (כולל עצמאיים), שילמו שליש.

היציבות בחלקם היחסי של המעבידים והעובדים בסך כל ההפרשות לא נמצאה בהרכב ההפרשות, כשהן מסווגות לפי סוג תשלומי הגמל. כאן מראים הנתונים בבירור את המעבר מחסכונות לשם תגמולים חד פעמיים לתכניות גימלאות. ב־1957 היוו ההפרשות לגימל־אות כ־41 אחוז מהפרשות החברים וכ־35 אחוז מהפרשות המעבידים לקופות גמל. הפרשות אלו עלו ל־53 ול־40 אחוז, בהתאמה, ב־1961. בניכוי ההטבות הנלוות עולה ב־1961 חלקן של הגימלאות בסך כל הפרשות המעבידים על 51 אחוז [4].

תכונה ראויה לציון בדפוסי ההפרשות בישראל היא חלקה הגבוה, יחסית, של השתתפות החברים בסך ההפרשות. ב־1961 היוו הפרשות חברים לקופות גמל (למעט קרנות הביטוח) 38 אחוז מסך כל ההפרשות. לוח ו־6 משווה את חלקם של העובדים בסך ההפרשות בישראל, לדפוסי ההפרשות בארבע ארצות אחרות, שלגביהן ניתן להשיג נתונים. חוץ מאשר לגבי הממלכה המאוחדת, מבוצעת ההשוואה לגבי קרנות גימלאות עצמאיות, כלומר, תכניות גימלאות, המתנהלות באמצעות חברות לביטוח חיים, לא נלקחו בחשבון.

חלקם של החברים בסך כל ההפרשות עולה בישראל, במידה ניכרת, על זה הקיים בארצות חבר העמים הבריטי המוצגות בלוח, והוא גבוה בהרבה מהמקובל בארצות הברית, שם היוו הפרשות החברים 11 אחוז בלבד מסך כל ההפרשות לקרנות הפנסיה.

[3] במקרים אחדים טיפלו בהפסדים בצורה מיוחדת. כשקופה מצפה לכך שהכנסותיה בעתיד תהיינה גבוהות דיין, כדי לכסות את הגרעון השוטף ולממן את ההוצאות השוטפות בעתיד, מקזזים את ההפסד השוטף בספרים על ידי יצירת "נכס" מיוחד שנקרא "גרעון". אם וכאשר מתממש העודף הצפוי, הפסדי העבר הללו נמחקים בכך שמקטינים את ה"גרעון" בנכסים. אם כי לשיטה זו שורשים בשיטת הנהלת החשבונות האנגלית, והיא מונעת את ההוצאה הנובעת מהחסרת חלק יחסי של הגרעון, מהחשבונות האישיים, לא ניתן להמליץ על יצירת נכס "גרעון", במיוחד כאשר הגרעון גדול, או שהוא ממשיך להתקיים יותר משנה אחת.

[4] הפרשות העובדים והמעבידים על חשבון גימלאות היוו, אם נוציא מהחשבון את קרנות הביטוח הגדולות, 45 אחוז ו־49 אחוז, בהתאמה, מסך־כל ההפרשות ב־1961 (ראה לוח־נספח 7).

ניתן לייחס את שיעור ההשתתפות הגבוה, המצוי בישראל, להמשך פעילותן של קופות המספקות תגמולים חד־פעמיים. כל עוד שלא נצברים פיצויי הפיטורין באמצעות קופות, התוצאה היא, בדרך כלל, שהעובדים והמעבידים מפרישים סכומים שווים לתכניות הגמל [5], בעוד שאצל עצמאיים אין השתתפות "מעביד" מקבילה. מאידך יש לצבירת פיצויי פיטורין באמצעות הקופות השפעה הפוכה כיוון שבמקרים כאלה מפרישים רק המעבידים לקופה.

לוח ו־6: חלקם של החברים ושל המעבידים בסך־כל ההפרשות לקופות תגמולים ופנסיה ב־5 מדינות נבחרות

(באחוזים)

	מחברים	ממעבידים	סך־הכל
אוסטרליה (1952)	30	70	100
קנדה (1953)	25	75	100
ישראל (1961)	38	62	100
הממלכה המאוחדת (1953)	29	71	100
ארצות־הברית (1959)	11	89	100

מקור: ישראל: חושב מלוח־נספח 7.
ארצות־הברית:
Victor L. Andrews, "The Supply of Loanable Funds from Non-Insured Corporate State and City Administered Employee Trusts", *The Journal of Finance,* Vol. XVI, No. 2 (May, 1961) p. 331.
ארצות אחרות:
"Cost of Non-Statutory Social Security Schemes", *International labour Review,* Vol. LXXVII, No. 4 (October, 1958), pp. 388–403.

4. תשלומי הגמל

תשלומי הגמל של הקופות לובשים, בדרך כלל, צורה של גימלאות שוטפות, תשלום חד־פעמי (תגמולים, או תשלומי פיצויי פיטורין) ותשלומי הטבות נלוות אחרות. האחרונים נופלים, באורח בלעדי כמעט, בתחומן של קרנות הביטוח. מתשלומי הגמל של הקופות ב־1952, 1957 ו־1961 המוצגים בלוח ו־7 ניתן לעמוד על המעבר לגימלאות, כשם שניתן לעמוד על כך מן הנתונים על ההפרשות. עם סוף התקופה הנסקרת, ב־1961, היוו תשלומי הגימלאות 35 אחוז מסך כל תשלומי הגמל של הקופות, ואם נוציא מהחשבון את תשלומי ההטבות הנלוות השונים, עולה יחס זה ל־50 אחוז. אולם סכום תשלומי הגימלאות, המוצג בלוח ו־7, מוטה כלפי מעלה. מתוך כ־14 מיליון ל״י, ששולמו מתוך חשבונות גימלאות ב־1961, לא יותר מ־6 מיליון ל״י היוו, למעשה, תשלומי גימלאות שוטפים [6]. היתרה מייצגת החזרים, בצורת תשלומים חד־פעמיים, לחברים שעזבו את הקרנות, מבלי שיהיו זכאים לקבל גימלאות. 7 קרנות הפנסיה הגדולות, השייכות להסתדרות (לרבות 3 קרנות הביטוח),

[5] מאחר שאחד וחצי אחוזים מן השכר מנוכים מהפרשות המעבידים עבור הביטוח הלאומי, בהשוואה לניכוי בשיעור אחוז אחד בלבד מהפרשות העובדים, נובע מכך שהאחרונים עולים, על הראשונים — ב־15 אחוז בערך (בהנחה של הפרשה בשיעור 5 אחוזים מעובדים וממעבידים כאחד).

[6] *The Central Pension Funds of the Histadrut*, שם, עמ׳ 16.

רשמו 3,000 מקבלי גימלאות בלבד בסוף 1961. מספרם הנמוך של מקבלי גימלאות, ביחס למספר הכללי של החברים, משקף את התפלגות הגילים הצעירה של הקרנות, ואילו היחס הגבוה של תשלומים חד־פעמיים, משקף את הניידות של חברי הקרנות הצעירים, יחסית [7].

לוח ו־7: תשלומי הגמל [1] של קופות הגמל: 1952, 1957 ו־1961

	1952	1957	1961
א. מיליוני ל״י			
פנסיות	2.0	2.7	13.8
תגמולים		7.2	9.0
פיצויי פיטורין			4.0
תשלומים נלווים אחרים	2.1	7.9	12.7
סך־כל תשלומי הגמל	**4.1**	**17.8**	**39.5**
ב. אחוזים			
פנסיות	48.8	15.2	34.9
תגמולים		40.4	22.8
פיצויי פיטורין			10.1
תשלומים נלווים אחרים	51.2	44.4	32.2
סך־כל תשלומי הגמל	**100.0**	**100.0**	**100.0**

[1] בניכוי העברות בין הקופות.
מקור: לוח־נספח 7.

נקודה בולטת אחרת, המתייחסת להתפתחות תשלומי הגמל במשך העשור הנסקר, היתה הירידה בחלקם של תשלומי ההטבות הנלוות ביחס לסך־כל תשלומי הגמל. אף כי תשלומי ההטבות הנלוות גדלו מ־2 מיליון ל״י ב־1952 לכ־13 מיליון ל״י ב־1961, משקלם של תשלומים אלה בסך כל תשלומי הגמל ירד מ־51 אחוז ב־1952 ל־32 אחוז ב־1961 [8].

5. זרמי הכספים

בנוסף לתפקידן כמוסדות בהם מפקידים את חסכונות הגמל ואת יתר ההטבות הנלוות, עוסקות הקופות גם בפעולות אחרות, הגורמות לתקבולים ולתשלומים. החשובה שביניהן: מילוי תפקיד של מוסדות כספיים, האחראים להשקעת הסכומים המצטברים בחשבונות חבריהם. נוסף על כך, משמשות קופות רבות כסוכני ביטוח חיים עבור חבריהן. לפיכך משקף סך כל התקבולים והתשלומים הכנסה שוטפת מהשקעות, רווחי הון, הוצאות תפעוליות ותשלום דמי ביטוח, בנוסף להפרשות המעבידים והעובדים ולתשלומי הגמל.

[7] שם.
[8] בעיקר בשל קרנות הביטוח, שתשלומיהן הנלווים היוו, ב־1952, 78 אחוז מסך תשלומי הגמל שלהן, לעומת 58 אחוז בלבד ב־1961. ראה לוח־נספח 7.

זרמי הכספים דרך הקופות

לוח ו־8 מראה את זרמי הכספים [9] דרך קופות הגמל בשנים 1952, 1957 ו־1961 במחירים שוטפים ובמחירים קבועים (מחירי 1952). הנתונים על התקבולים והתשלומים מוצגים בניכוי העברות פנימיות מחשבון לחשבון, אך הם כוללים העברות בין הקופות. אלה מתארעות כאשר חבר בקופת הגמל עוזב את מקום עבודתו (וכתוצאה מכך את חברותו בקופה), אך מוצא תעסוקה חדשה במפעל, שיש בו קופת תגמולים נפרדת, או קשור לאחת מקרנות הפנסיה, או קרנות הביטוח המרכזיות. במקרים כאלה אין משלמים לחבר את יתרת חשבונו עם עזבו, והיא מועברת, במישרין, לחשבונו בקופה החדשה. בחשבונות הקופה המבצעת את התשלום נוצר סעיף — "העברות לקופות גמל אחרות", ואילו הקופה המקבלת את התשלום פותחת סעיף — "העברות מקופות גמל אחרות".

לוח ו־8: זרמי הכספים דרך קופות הגמל: 1952, 1957 ו־1961

(במיליוני ל"י)

	במחירים שוטפים			במחירי 1952 [1]		
	1952	1957	1961	1952	1957	1961
הפרשות לקופות	22.0	66.8	136.4	22.0	38.6	69.0
הכנסות מהשקעות	1.4	11.7	30.3	1.4	6.8	15.3
ריווחי הון		0.5	7.4		0.3	3.8
תקבולים אחרים	1.4	2.9	10.4	1.4	1.7	5.3
סך־כל התקבולים ברוטו	**24.8**	**81.9**	**184.5**	**24.8**	**47.4**	**93.4**
תשלומי גמל	4.1	17.8	39.5	4.1	10.3	20.0
הוצאות תפעוליות	1.6	5.1	9.3	1.6	3.0	4.7
תשלומים אחרים	1.8	5.7	7.2	1.8	3.3	3.6
סך־כל התשלומים	**7.5**	**28.6**	**56.0**	**7.5**	**16.6**	**28.3**
התקבולים נטו (תקבולים מינוס תשלומים)	17.3	53.3	128.5	17.3	30.8	65.1
השמטות וטעויות [2]	0.1	4.3	1.5	0.1	2.5	0.7
התקבולים, נטו, אחרי התאמות [2]	17.4	57.6	130.0	17.4	33.3	65.8

[1] נוכה על־פי מדד המחירים לצרכן (ממוצע לשנים קלנדריות).
[2] לרבות הגידול בנכסים נטו עבור קרנות שאינן מדווחות על תקבוליהן ותשלומיהן.
מקור: לוח־נספח 7.

מבחינה מושגית, היו העברות אלה צריכות להתקזז אהדדי, כאשר הנתונים על התקבו־לים והתשלומים מוצגים בחשבון מאוחד. אולם, בעיקר עקב הבדלים בתאריכי המאזנים בקופות השונות, וכן בגלל העובדה שאחת מקרנות הביטוח הגדולות ביותר אינה רושמת אותן במפורש, אין ההעברות בין הקופות מתקזזות כאמור. מסיבה זו הושארו ההעברות בנפרד, בתוך חשבונות זרמי הכספים.

סך כל התקבולים, ברוטו, של קופות הגמל גדל מ־25 מיליון ל"י ב־1952 ל־184.5 מיליון ל"י ב־1961. אחרי הכנסת תיקון עבור הקופות שאינן מדווחות, כ־70 אחוז מתקבולים

[9] זרמי הכספים אינם מתיימרים לייצג את זרם המזומנים הממשי דרך הקופות. כיוון שקופות הגמל מנהלות חשבונותיהן על בסיס מצטבר, חלק מהתקבולים והתשלומים מייצג את השינוי, נטו, בחשבונות הזכאים והחייבים, במקום תקבולים או תשלומים במזומנים.

אלה — 130 מיליון ל״י ב־1961, בהשוואה ל־17 מיליון ל״י ב־1952 — נשארו בתוך הקופות בכל אחת מהשנים הנזכרות. קו אופי בולט בתקבולי קופות הגמל הוא הגידול החד, שחל במשך השנים, בהכנסות מפעולות כלכליות. סך כל ההכנסה מהשקעות, לרבות רווחי הון הסתכם בפחות מ־1.5 מיליון ל״י ב־1952, עלה ל־12 מיליון ל״י ב־1957, והסתכם בלמעלה מ־37 מיליון ל״י ב־1961. שיעור הגידול של סך־כל התקבולים מהשקעות עלה בהרבה על שיעור הגידול בתקבולים מהפרשות, וכתוצאה מכך, עלה, במשך העשור, חלקן היחסי של ההכנסות מהשקעות ורווחי הון, באורח ניכר. ב־1961, היוו התקבולים מהשקעות למעלה מ־20 אחוזים מתקבולי קופות הגמל; לעומת 15 אחוזים ב־1957 ו־5.5 אחוזים בלבד ב־1952. הגידול הניכר ברווחי ההון ב־1961 משקף, בחלקו הגדול, מימוש השקעות צמודות.

בצד התשלומים גדלו גם ההוצאות התפעוליות — מ־1.6 מיליון ל״י ב־1952 ל־9.3 מיליון ל״י ב־1961. אולם בניגוד להכנסות, גדלו ההוצאות בשיעור נמוך יותר מהתקבולים, ברוטו. בעוד שההוצאות היוו 6.5 אחוזים מהתקבולים ב־1952, הן היוו 5 אחוזים בלבד, ב־1961. אם משווים את ההוצאות להכנסה מהשקעות, במקום לסך־כל התקבולים, בולטת הירידה יותר, כיוון שההכנסה, נטו, היתה שלילית ב־1952, זאת אומרת, שההוצאות השוטפות עלו על ההכנסה מהשקעות. היחס, שבין ההוצאות להכנסה השוטפת מהשקעות, היה 44 אחוז ב־1957 ו־30 אחוז ב־1961. ירידה זו גדולה עוד יותר אם מובאים בחשבון רווחי ההון.

הגידול ארוך הטווח בתקבולים ובתשלומים משקף גם את העלייה הכללית ברמת המחי־רים, שחלה בישראל במשך העשור. בשנים 1952 עד 1961 הוכפל כמעט מדד המחירים הממוצע. עלייה זו היתה ניכרת ביותר בין השנים 1952 ו־1957, כאשר המחירים עלו בכ־73 אחוזים. הגידול בין 1957 ל־1961 הסתכם בכ־14.5 אחוז. סך כל התקבולים של קופות הגמל ב־1961 הגיע ל־93 מיליון ל״י, במונחים ריאליים, ואילו התקבולים הריאליים, נטו, הסתכמו ב־66.5 מיליון ל״י. יש לציין, שאפילו במחירים קבועים, מודגשת העלייה בהכנסה מהשקעות ובתשלומי הגמל. ההכנסה מהשקעות גדלה ביותר מפי שנים בין 1957 ל־1961, ואילו תשלומי הגמל עלו ב־100 אחוזים במשך אותה תקופה. התקבולים השנתיים הריאליים נטו של הקופות עלו ב־91 אחוז, ב־1957 לעומת 1952, וב־98 אחוז, ב־1961 לעומת 1957.

ב־1961 היוו הפרשות החברים והמעבידים לשלוש קרנות הביטוח הסוציאלי הגדולות 47 אחוז מסך כל ההפרשות. בהתחשב באופיין המיוחד של שלוש קרנות אלה ובגודלן, הוצג זרם התקבולים והתשלומים של קרנות הביטוח, בלוח ו־9, בנפרד.

אם כי חלקן היחסי של הפרשות, בסך־כל התקבולים, ירד, בין השנים 1952 ו־1961, הן בקרנות הביטוח והן בקופות הגמל האחרות, היו הבדלים מוחלטים בין שני סוגי הקופות באותה תקופה. ב־1961 היוו ההפרשות 68 אחוז מסך־כל התקבולים של קופות התגמולים והפנסיה, בהשוואה ל־82 אחוז בקרנות הביטוח. במידה רבה, נבע ההבדל מכך, שהכנסות מהשקעות ורווחי הון, היוו 24 אחוז מהתקבולים, ברוטו, של קופות התגמולים והפנסיה, לעומת פחות מ־16 אחוז, בקרנות הביטוח. דבר זה משקף את העובדה, שסך כל הנכסים של קופות התגמולים והפנסיה היו גדולים בכ־80 אחוז מאלה של קרנות הביטוח, ומאחר שההכנסה מהשקעות היא פונקציה של סך נכסי ההשקעה, ולא של ההפרשות השנתיות, היוו הכנסות מהשקעות חלק גדול יותר מהתקבולים הגולמיים של קופות התגמולים והפנסיה מאשר של קרנות הביטוח.

ההבדל בין הקופות בולט ביתר תוקף שעה שבודקים את הנתונים לגבי זרם התקבולים נטו במקום ברוטו. בקופות התגמולים והפנסיה הגיעה הצבירה השנתית ל־77 אחוז מתקבוליהן ברוטו ב־1961, לעומת 61 אחוז בלבד בקרנות הביטוח. הווה אומר: האחרונות

לוח ו־9: זרמי התשלומים והתקבולים בקרנות הגמל, לפי סוג הקופה: 1952, 1957, ו־1961

(באחוזים)

	סך־כל קופות הגמל			קרנות ביטוח			קופות תגמולים ופנסיה		
	1952	1957	1961	1952	1957	1961	1952	1957	1961
הפרשות	88.8	81.6	73.9	90.5	88.3	81.6	87.4	75.6	68.2
הכנסה מהשקעות	5.6	14.3	16.4	3.8	9.6	12.3	7.0	18.4	19.5
רווחי הון		0.6	4.0		0.3	3.4	—	0.9	4.4
תקבולים אחרים	5.6	3.5	5.7	5.7	1.8	2.7	5.6	5.1	7.9
סך־כל זרם התקבולים ברוטו	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
תשלומי גמל	16.5	21.7	21.4	25.7	29.9	27.1	9.8	14.5	17.1
הוצאות תפעוליות	6.5	6.2	5.0	12.4	10.6	8.5	2.1	2.3	2.5
תשלומים אחרים	7.2	7.0	3.9	5.7	5.4	3.2	8.4	8.3	4.5
סך־כל זרם התשלומים	*30.2*	*34.9*	*30.3*	*43.8*	*45.9*	*38.8*	*20.3*	*25.1*	*24.0*
זרם התקבולים נטו	*69.8*	*65.1*	*69.7*	*56.2*	*54.0*	*61.2*	*79.7*	*74.9*	*75.9*
השמטות וטעויות	0.4	5.3	0.8	—	—	—	0.7	9.9	1.4
זרם התקבולים נטו, מתוקן	*70.2*	*70.4*	*70.5*	*56.2*	*54.0*	*61.2*	*80.4*	*84.8*	*77.3*

[1] כולל את אומדן הגידול בסך הנכסים נטו של הקרנות שאינן מדווחות על תקבוליהן ותשלומיהן.

מקור: חושב מלוח־נספח 7.

הוציאו 39 אחוז מתקבוליהן, בשעה שהוצאות קופות הגמל היוו 23 אחוז בלבד מתקבוליהן, ברוטו. שוני זה, במבנה התשלומים, משקף הבדלים יסודיים בסוגי תשלומי הגמל של הקופות. היחס בין תשלומי הגמל לבין התקבולים גבוה, במידה ניכרת, אצל קרנות הביטוח (27 אחוז, בהשוואה ל־17 אחוז ב־1961), והוא משקף את התשלומים השוטפים של ההטבות הנלוות, ששולמו מקרנות הביטוח. צמצום הפרשיות זו, שהתרחש אחרי 1952, משקף את הירידה בחשיבותן היחסית של ההטבות הנלוות, אחרי הפיכת קרנות הביטוח לתכנית גימלאות, באמצע העשור.

גורם אחר, שהשפיע על אחוז הצבירה השנתית היה ההבדל הניכר בהוצאות התפעוליות. הוצאות אלה היוו מ־2 עד 2.5 אחוזים מהתקבולים ברוטו, של קופות התגמולים והפנסיה במשך העשור הנסקר, אולם היוו למעלה מ־12 אחוז מתקבולי קרנות הביטוח ב־1952, וירדו לכדי 8.5 אחוזים ב־1961. יתר על כן, יש לציין, שהן ב־1952 והן ב־1957, ההכנסה, נטו, מהשקעות קרנות הביטוח, היתה שלילית. הרמה הגבוהה, יחסית, של ההוצאות התפעוליות משקפת את גודלן של קרנות הביטוח שהן ארציות בהיקפן, ואת העובדה שקרנות אלה מספקות הטבות נלוות שוטפות, מלבד תשלומי גמל [10].

6. קופות הגמל ביחס לביטוח הלאומי

ההיקף היחסי של התקבולים והתשלומים של קופות הגמל, ניתן למדידה באמצעות השוואת קופות אלה לתכנית הביטוח הלאומי, שהונהגה ב־1954. אף כי מטרתן של קופות הגמל היא להשלים את הביטוח הלאומי, סך־כל ההפרשות לקופות הגמל עלה על סך־כל ההפרשות למוסד לביטוח לאומי, הן ב־1957 והן ב־1961 (ראה לוח ו־10).

ניתן לשער, שיחס כזה, בין גודל ההפרשות לקופות גמל, שאינן חובה על פי החוק לבין

לוח ו־10: הפרשות ותשלומי גמל של קופות הגמל והמוסד לביטוח לאומי: 1957 ו־1961

(במיליוני ל"י)

	1957	1961
קופות גמל		
סך־כל ההפרשות	66.8	136.4
הפרשות לפנסיה	15.8	35.8
סך־כל תשלומי הגמל	17.8	39.5
גימלאות	2.7	13.8
ביטוח לאומי		
סך־כל ההפרשות	55.9	122.1
הפרשות עבור ביטוח זיקנה ושארים	31.9	80.1
סך־כל תשלומי הגמל	31.6	79.4
קיצבות זיקנה ושארים	17.2	44.0

מקור: קופות הגמל: לוח־נספח 7.
המוסד לביטוח לאומי: מאזן ודו"ח כספי לשנת 1961/62; דין וחשבון לשנת 1959/60.

[10] יש גם לציין, שחברים בקופות גמל קטנות יותר, מבצעים, לעיתים קרובות, את התפקידים המינהליים ללא תמורה.

גודל ההפרשות, המחויבות על־פי חוק ביטוח לאומי, איננו מצוי בשום מדינה אחרת, והוא משקף את מקומה המרכזי של ההסתדרות במשק הישראלי. הפרשות לתכניות גמל משלימות, בארצות אחרות, מתפלגות משיא בשיעור 63 אחוז, בארצות הברית, לנקודת שפל בשיעור 6 אחוזים בגרמניה המערבית [11]. אולם, אם נשווה את ההפרשות לקופות גמל עבור גימלאות בלבד, להפרשות למוסד לביטוח לאומי עבור תכניות גימלאות לזיקנה ושאירים, יימצא יחס שונה. ההפרשות לקופות הגמל עבור גימלאות, היוו, ב־1961, 45 אחוז בלבד מההפרשות לביטוח הלאומי עבור גימלאות.

באשר לתשלומי גמל, הן סך התשלומים והן סך תשלומי הגימלאות, ששולמו על ידי המוסד לביטוח לאומי, עולים במידה ניכרת על אלה ששולמו על ידי קופות הגמל. ב־1961, הגיעו ההטבות ששולמו במסגרת הביטוח הלאומי, ל־79 מיליון ל״י, בהשוואה ל־39.5 מיליון ל״י ששילמו קופות הגמל; המספרים המתאימים לגבי תשלומי גימלאות ב־1961 מגיעים ל־44 מיליון ל״י ו־14 מיליון, בהתאמה. הסכום, שקופות הגמל שילמו בפועל, ב־1961, בתורת גימלאות, הסתכם בכדי 6 מיליון ל״י בלבד, ושמונה מיליון הל״י הנותרות משקפות תשלומים חד־פעמיים לחברים שעזבו את הקרנות.

[11] הנתונים לגבי הארצות האחרות נלקחו ממחקר שנערך על ידי ארגון העבודה הבינלאומי. הארצות שנכללו בו: אוסטרליה, קנדה, גרמניה המערבית הולנד, שבדיה, שוויץ, הממלכה המאוחדת וארצות הברית. ראה:

"Cost of Non Statutory Social Security Schemes" *International Labour Review*, Vol. LXXVIII, No. 4 (Oct., 1958) pp. 308–403.

פרק ז

חסכון באמצעות קופות הגמל

1. הקדמה

תקבוליהן ותשלומיהן של קופות הגמל הם בעלי עניין וחשיבות למאות אלפים החברים באותן קופות; אולם היקפם של זרמי הכספים, צורתם ועיתויים יש להם משמעות מרחיקת לכת גם לגבי המשק בכללו. מנקודת מבטו של המשק, הצבירה נטו (היינו החסכון) בקופות הגמל והצורה בה מועבר חסכון זה לסקטורים אחרים של המשק הן המהוות את התפקידים החשובים ביותר של קופות הגמל. העניין בחסכון ובמהלכו נובע מהעובדה, שהחסכון ממלא תפקיד מכריע במשק. החסכון קשור לרווחה הכלכלית, בכך שהוא משקף את היכולת והרצון של קבוצות שונות באוכלוסיה להוסיף לעושרן, בה בשעה שהוא משמש, במישרין או בעקיפין, למימון היווי הון. יתר על כן, ההחלטות לחסוך (או לצרוך) המתקבלות על ידי צרכנים (ואחרים) ממלאות תפקיד חשוב בקביעת ההכנסה המצרפית.

לגבי מדינות מתפתחות נודעת חשיבות מיוחדת לתהליך החסכון. בארצות אלה נעשה הצורך להבטיח רמת חסכון מקומי, שיהיה בה כדי לממן את היקף היווי ההון הנדרש לשם גידול ההכנסה לנפש, למטרה עיקרית של המדיניות הכלכלית [1]. למרות יבוא ההון לישראל בממדים ניכרים במשך 15 השנים הראשונות לקיומה, סביר להניח שגם התפתחותו של המשק הישראלי בטווח הארוך תהיה תלויה, במידה מרובה, בהיווצרות רמה גבוהה של חסכון מקומי [2].

2. גישות אלטרנטיביות למושג חסכון

החסכון המצרפי במשק מוגדר, בדרך כלל, כהפרש בין ההכנסה השוטפת וההוצאה השוטפת [3]. במובן מסויים נעשה כל חסכון, במישרין או בעקיפין, על ידי פרטים, אולם נמצא שלמטרות ניתוח ומדידה נוח להפריד גופים ציבוריים וחברות בע"מ מיתר המשק. מכאן ההבחנה בין חסכון אישי, חסכון חברות וחסכון ציבורי. הדיון שלהלן יצטמצם לחסכון האישי.

[1] Cf. W. Arthur Lewis, *The Theory of Economic Growth* (London: George Allen and Unwin, 1955);
וכן United Nations, *Domestic Financing of Economic Development* (New York, 1951).

[2] דן פטינקין, שם, פרק 3.

[3] קיימת ספרות עניפה על בעית ההבחנה בין הוצאה שוטפת, דהיינו, צריכה, להשקעה ריאלית. כל ספר לימוד כלכלה מכיל דיון על המושגים ומגדירם. הערות מפורטות על המקורות והשיטות הנקוטות בידי משרד המסחר של ארצות הברית באומדני ההכנסה הלאומית והחסכון ניתן למצוא ב־
National Income Supplement to Survey of Current Business
הגדרות אלטרנטיביות של חסכון, שבהן נוקטים בישראל, מצויות בדו"ח בנק ישראל, 1962, פרט יט; ופטינקין שם.

ההיקף הכולל של החסכון האישי במשך תקופת זמן נתונה (בדרך כלל שנה אחת) מוגדר כהפרש בין הכנסותיהם השוטפות להוצאותיהם השוטפות של המשפחות. לפי המינוח, שבו משתמש משרד המסחר של ארצות הברית לצורך החשבונאות הלאומית, החסכון האישי, שאינו כולל חסכון חברות, הוא עודף ההכנסה האישית על ההוצאה האישית לצריכה ולתשלומי מיסים לממשלה. חסכון אישי, כפי שמוגדר על ידי משרד המסחר, כולל גם חסכונות שוטפים של מוסדות שלא למטרת רווח ושל קופות פרטיות לגימלאות, מחלה, סעד ונאמנות בנוסף לחסכון של המשפחות. לעומת זאת, אין מושג זה כולל שינויים בחלקם של הפרטים בביטוח הלאומי הממשלתי; אלה כלולים בסקטור הממשלתי ולא בסקטור משקי הבית.

לפיכך יצורפו קופות הגמל לסקטור משקי הבית של החשבונות הלאומיים. הפרשות מעבידים והכנסות שוטפות מהשקעות מהוות מרכיב בהכנסה האישית, וחסכונות קופות אלה מהווים חלק מהחסכון האישי. ההכנסה האישית מוגדרת כהכנסה השוטפת של משקי הבית המושגת מכל המקורות, לרבות הממשלה וסקטור העסקים ולמעט העברות בין משקי הבית. כיוון שלצורך החשבונות הלאומיים רואים בקופות הגמל משקי בית, מהווים הפרשות העובדים לקופות אלה ותשלומי הגמל שלהן העברות בתוך סקטור משקי הבית ולכן הם מקוזזים אלה את אלה.

ניתן למדוד את החסכון של יחידה כלכלית או של קבוצת יחידות כלכליות מתוך נתוני מאזנים במקום מנתונים על ההכנסה. על פי דרך זו נמדד החסכון האישי על ידי הגידול בנכסי משקי הבית, בניכוי הגידול בהתחייבויותיהם, למעט רווחי הון או הפסדיו[4]. גודל זה שווה לשינוי במה שמכונה לעיתים קרובות, בפי החשבונאים, Earned Surplus. לצורך מדידת החסכון ניתן להשתמש רק בשינויים נטו בנכסים ובהתחייבויות. השינויים בנכסים ובהתחייבויות הבודדים של משקי הבית יש בהן עניין מנקודת ראות תהליך החסכון בעיקר משום שהם מראים את צורות החסכון.

בחסכון משקי הבית מבחינים, לעיתים קרובות, בין חסכון חוזי וחסכון שאינו חוזי. הראשון מורכב מתשלומים לביטוח חיים, תשלומים על חשבון משכנתאות (רק אותו חלק מהן המהווה חסכון) והפרשות לקופות גמל וכדומה. צורת חסכון זה נחשבת לאחד המרכיבים היציבים ביותר של החסכון האישי משום שמשקי הבית קושרים עצמם בחוזים לתקופות זמן ארוכות, יחסית. האופי החוזי הופך את החסכון מן הסוג הזה לאוטומטי יותר וכפוף פחות להחלטות שוטפות מאשר צורות אחרות של החסכון האישי. מנקודת מבטו של החוסך הפרטי, מצמצם החסכון החוזי את חופש הפעולה, בעיקר כאשר ירידה בהכנסות מצמצמת את רצונו לחסוך. במקרה זה הברירה היא, לעיתים קרובות, בין צמצום בצריכה מעבר לשיעור שהיה מתחייב אלמלא החסכון החוזי, או צמצום החסכון בצורותיו הלא חוזיות.

לצורכי מחקר זה, מהוות קופות הגמל סקטור נפרד של המשק. משום כך מנוכות ההעברות בין הקופות מאומדני החסכון הניתנים להלן. בכדי להקל על הניתוח, נעשה שימוש בשלוש הגדרות של חסכון:

(א) החסכון ברוטו: הגידול בנכסי הקופות בתקופה נתונה, בניכוי הגידול בחשבונות הזכאים ובניכוי רווחי ההון. גודל זה שווה לגידול בתקבולים נטו (לאחר תיקון) פחות רווחי ההון.

[4] כיוון שרווחי הון אינם נכללים בהכנסה, הם גם אינם נכללים בחסכון.

(ב) החסכון נטו: החסכון ברוטו בניכוי הגידול נטו בהלוואות לחברים (היינו יתרת ההלוואות בסוף התקופה, פחות יתרת ההלוואות בתחילת התקופה).

(ג) החסכון נטו הניתן להעברה: החסכון נטו בניכוי הגידול נטו בחובות המעבידים.

ההלוואות לחברים והגידול בחובות המעבידים נחשבים ל"דליפות" מתוך החסכון ברוטו, ואין מתחשבים בכך, אם מקבלי ההלוואה השקיעו (זאת אומרת חסכו) את הסכומים שקבלו בדרך זו, או אם השתמשו בהם להגדלת צריכתם השוטפת. גישה זו להלוואות ישירות או בלתי ישירות לחברים ולמעבידים משקפת את החשיבות המיוחדת הנודעת לחסכון בתקופת אינפלציה.

3. חסכון ואינפלציה

לשם ניתוח התרומה שהחסכון יכול להרים למען המלחמה באינפלציה, יתרכז הדיון באותן צורות החסכון האישי, שאינן כרוכות בהוצאות הון ישירות מצד החוסך, כי אם בשחרור מקורות לשימושים אחרים. למטרה זו מן הראוי היה להוציא הוצאות לדיור מהגדרת החסכון. הגידול בחסכון תורם להחזרת שיווי המשקל בין ההיצע והביקוש על ידי העברת כוח קנייה מיחידות כלכליות המוציאות פחות מהכנסתן השוטפת לאלה המוציאות יותר רק אם אין הן מושקעות באורח ישיר. אף כי בתנאים מסויימים עשוי חסכון מוגבר להזיק, הרי בתקופה, שבה ביקוש מוגבר למקורות מוגבלים יוצר מצב אינפלציוני, כל סקטור במשק, שיש לו מאזן חסכון חיובי, תורם ליציבות המשק.

חסכונות שהצטברו (במיוחד אם הם מוחזקים בצורת נכסים נזילים) מהווים סכנה בכוח ליציבות, בתקופה המאופיינת בלחצים אינפלציוניים חזקים. צבירת נכסים נזילים בהיקף ניכר מאפשרת לבעליהם להגדיל, במידה מרובה, את הביקוש האפקטיבי על ידי המרת נכסים נזילים בנכסים פיזיים. יתר־על־כן, רמת המחירים ההולכת ועולה מקטינה את הערך הריאלי (כוח הקנייה) של חסכונות שהצטברו, דבר העשוי לשמש מכשול לחסכון נוסף. במיוחד נכון הדבר כאשר המצב האינפלציוני גורם לציפיות של עליות מחירים נוספות [5].

לחבר קופת גמל אין, בדרך כלל, גישה לכל חסכונותיו שנצטברו, אלא אם כן הוא מפסיק את עבודתו, כך שקשה, יחסית, לממש חסכונות אלו. יתר־על־כן, כיוון שההפרשות לקופות צמודות לשיעורי השכר, מביאה האינפלציה לגידול אוטומטי בסכום הנומינלי של חסכון הגמל השוטף. אולם בה במידה, שחברים יכולים לקבל הלוואות מקופות הגמל שלהם (נוהג נפוץ בישראל), פוחתת יעילותו של חסכון זה, בתקופת אינפלציה. כיוון שיש להניח שהלוואות כאלה, המשמשות למימון הוצאות הון וצריכה, אשר בהעדר ההלוואות לא היו מתבצעות, מגדילות את הביקוש האפקטיבי [6] ועל ידי כך מוסיפות ללחצים האינפלציוניים הנובעים מסקטור משקי הבית.

[5] בהעדר ציפיות כאלה, ניתן לטעון, שצמצום הערך הריאלי של חסכונות שהצטברו יביא אנשים להגדלת החסכון הנומינלי השוטף, כדי להחזיר את המצב הריאלי, שבו נמצאו לפני עליית המחירים הראשונה.

[6] ניתן לטעון, שאם הלוואות כאלה משמשות למימון הוצאות, שאחרת היו ממומנות על ידי הלוואות בנקאיות, מתאזנת השפעתן האינפלציונית, מאחר שאינן מגדילות את הביקוש האפקטיבי; אם כי טענה זו יכולה להיות נכונה לגבי הפרט, אין היא נכונה לגבי המשק בכללו. מאחר שהאינפלציה בישראל לוותה על ידי "עודף" ביקוש לאשראי בנקאי ועל ידי הגבלות כמותיות ואיכותיות על הרחבת הלוואות בנקאיות, היו הלוואות קופות גמל לחבריהן, ללא ספק, אינפלציוניות.

4. החסכון באמצעות קופות הגמל, 1952 עד 1961

הפקדת חלק קבוע מההכנסה בקופות הגמל, מהווה את המרכיב הגדול ביותר של חסכון משקי־הבית בישראל [7]. חסכון בצורת ביטוח חיים נפוץ בישראל פחות מאשר באנגליה ובארצות הברית, ארצות שבהן זוהי צורת החסכון החוזי המקובלת ביותר. ב־1961 היה הגידול בקרנות ביטוח חיים בחברות הביטוח הפועלות בישראל 10 מיליון ל״י בלבד [8], בהשוואה ל־123 מיליון ל״י חסכון ברוטו ו־102 מיליון ל״י חסכון נטו באמצעות קופות הגמל. החסכון באמצעות קופות הגמל, ב־1961, עלה גם על הגידול בפז״ק ובתמ״ם, המשקפים העברות תשלומי פיצויים אישיים מגרמניה, שהגיע באותה שנה ל־79 מיליון ל״י [9].

לוח ז־1 מסכם את החסכון שבוצע באמצעות קופות הגמל במשך 10 השנים, החל ב־1952 ועד סוף 1961. החסכון ברוטו הגיע ל־569.5 מיליון ל״י, שהם 332 מיליון ל״י במונחים ריאליים, בהתחשב עם העלייה ברמת המחירים שחלה בתקופה הנסקרת. שליש בקירוב מסכום זה נבע משלוש קרנות הביטוח הגדולות.

לוח ז־1: החסכון ברוטו, החסכון נטו והחסכון הניתן להעברה באמצעות קופות תגמולים ופנסיה וקרנות הביטוח: 1952–1961

(במיליוני ל״י)

	מחירים שוטפים			מחירי 1952 [1]		
	סך־כל קופות הגמל	קרנות הביטוח	קופות התגמולים והפנסיה	סך־כל קופות הגמל	קרנות הביטוח	קופות התגמולים והפנסיה
(1) החסכון ברוטו	569.5	196.8	372.7	331.7	114.2	217.5
(2) החסכון נטו	470.4	171.1	299.3	272.6	98.8	173.8
(3) החסכון נטו הניתן להעברה	412.6	133.0	279.6	236.8	75.8	161.0
(4) (1)÷(2) באחוזים	83	87	80			
(5) (1)÷(3) באחוזים	72	68	75			

[1] נוכה על־פי מדד המחירים לצרכן (ממוצע לשנים קלנדריות).
מקור: רוכז מלוחות־נספחים 8 ו־9.

החסכון נטו (החסכון הגולמי בניכוי הגידול בהלוואות לחברים), היווה 83 אחוז מחסכון הגמל ברוטו בעשור הנדון, ואילו החסכון נטו, הניתן להעברה (החסכון נטו בניכוי הגידול בחובות המעבידים), היווה 72 אחוז מסך כל חסכון הגמל ברוטו. חלקו של החסכון נטו בקרנות הביטוח (87 אחוז) היה גבוה מאשר בקופות הגמל האחרות (80 אחוז). הדבר נעוץ בהפרדה שבין ההנהלה לחברים בקרנות הביטוח, שהביאה לשיעור הנמוך, יחסית, של ההלוואות לחברים. מצד שני, חובות המעבידים היו גבוהים יותר בקרנות לביטוח מאשר בקופות האחרות. כתוצאה מכך, היווה החסכון נטו, הניתן להעברה, 68 אחוז בלבד מסך כל החסכון בקרנות הביטוח, בהשוואה ל־75 אחוז בקופות הגמל האחרות.

[7] *Survey of Family Savings 1957–58* Preliminary Report, Jerusalem, Falk Project for Economic Research, September 1960.

[8] בנק ישראל, דין וחשבון 1962, ירושלים, מאי 1963, עמ׳ 432.

[9] שם.

הואיל ואומדני החסכון בישראל נתונים בגלל סיבות שונות למידה רבה של טעות[10], משווה לוח ז־2 את חסכונות קופות הגמל להיווי ההון המקומי הגולמי לשנים 1952, 1957 ו־1961[11]. במשך העשור הנדון עלה החסכון ברוטו באמצעות קופות הגמל בשיעור מהיר יותר מהיווי ההון המקומי, וכתוצאה מכך, עלה היחס שבין החסכון ברוטו באמצעות קופות הגמל לבין ההשקעה המקומית מ־5.3 אחוזים ב־1952 לכמעט 8 אחוזים ב־1961. החסכון נטו והחסכון נטו הניתן להעברה גדלו בשיעורים מהירים עוד יותר[12] וחלקו של היווי ההון המקומי שנתממן בחסכון נטו של קופות הגמל עלה מ־4.8 אחוזים ב־1952 ל־7.3 אחוזים ב־1961, בעוד ששיעור החסכון נטו הניתן להעברה בהיווי ההון כמעט שהוכפל — מ־3.3 אחוזים ב־1952 עד ל־6.3 אחוזים ב־1961. גידול חד זה משקף את הרמה הגבוהה, יחסית, של הלוואות לחברים ומעבידים, שהיתה קיימת ב־1952, שנה של גידול מהיר מאוד ברמת המחירים הכללית.

לוח ז־2: החסכון באמצעות קופות הגמל והיווי ההון המקומי הגולמי: 1952 1957 ו־1961

(במיליוני ל"י)

	1952	1957	1961
היווי הון מקומי גולמי [1]	326.7	870.4	1,465.6
חסכון באמצעות קופות הגמל:			
ברוטו	17.4	64.7	122.6
נטו	13.8	45.9	101.6
נטו הניתן להעברה	9.5	33.7	88.4
חסכון קופות הגמל כאחוז מהיווי ההון:			
ברוטו	5.3	7.4	8.4
נטו	4.2	5.3	6.9
נטו הניתן להעברה	2.9	3.9	6.0

[1] נכסים קבועים בלבד.
מקור: היווי הון — ל.מ.ס., שנתון סטטיסטי לישראל 1964, מס. 15, עמ' 146–147. חסכון קופות הגמל — לוח־נספח 8.

הגידול הניכר ביחס, שבין החסכון הנקי והחסכון הנקי הניתן להעברה לבין החסכון הגולמי של קופות הגמל, משתקף בצורה ברורה יותר בלוח ז־3. במשך השנים 1952 עד 1954, הגיעו שתי ה"דליפות" מתוך החסכון הגולמי, בממוצע, ל־48 אחוז מסך כל החסכון הגולמי של קופות הגמל. בין השנים 1955 עד 1957 ו־1958 עד 1961 היוו הדליפות 35 ו־21 אחוז, בהתאמה. כתוצאה מהירידה היחסית שחלה בהלוואות לחברים ובחובות המעבידים,

[10] שם, פרק 19, ופטינקין, שם, פרק 3.
[11] ההשוואה נעשית להיווי הון גולמי ולא להיווי הון נקי, על מנת למנוע את הטעויות הקשורות באומדן הפחת.
[12] אם חסכונות קופות הגמל נאמדים מחשבונות זרימת הון במקום משינויים במאזנים, אזי תהיה התמונה לגבי 1957, הפוכה. לפי אומדן ממקור זה, היחס שבין החסכון הנקי להיווי ההון המקומי וכן היחס שבין החסכון הנקי הניתן להעברה להיווי הון המקומי ירד במקצת באותה שנה, ביחס ל־1952. זה משקף הטיה כלפי מטה באומדן נכסי קופות הגמל ב־1956, הטיה המטה כלפי מעלה את החסכון הגולמי ב־1957, כאשר החסכון נאמד על פי שינויים במאזנים. לא קיים חוסר התאמה כזה לגבי 1952 ו־1961.

גדלו היחסים של החסכון הנקי והחסכון הנקי הניתן להעברה לחסכון הגולמי בצורה ניכרת בעשור הנדון [13]. החסכון הנקי היווה, בממוצע, 85 אחוז מחסכון הגמל הגולמי במשך 1958 עד 1961, בהשוואה ל־72 אחוז בממוצע במשך תקופת השנים 1952 עד 1954. החסכון הנקי הניתן להעברה היווה 79 אחוז מהחסכון במשך התקופה האחרונה, לעומת 52 אחוז בלבד בשנים 1952 עד 1954.

לוח ז־3: החסכון ברוטו, החסכון נטו והחסכון נטו הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל: 1952 עד 1961 (תקופות נבחרות)

(במיליוני ל״י)

	1952–1954	1955–1957	1958–1961
(1) חסכון ברוטו	63.8	133.7	372.0
(2) חסכון נטו	45.7	107.1	317.6
(3) חסכון נטו ניתן להעברה	33.0	86.8	292.8
(4) (1)÷(2) באחוזים	71.6	80.1	85.4
(5) (1)÷(3) באחוזים	51.7	64.9	78.7

מקור: רוכז מלוח־נספח 8.

השינויים הללו בחסכון קופות הגמל נובעים מן התמורות שחלו בסביבה הכלכלית שבה פעלו הקופות במשך התקופה הנסקרת (תקנות המס המיוחדות שהונהגו ב־1957 מהוות אחד מגורמי הסביבה). לוח ז־4 קושר את היחסים שבין החסכון הנקי והחסכון הנקי הניתן להעברה לבין החסכון הגולמי, בשיעור השינוי השנתי (באחוזים) ברמת המחירים בשנים 1952 עד 1962. על אף שהנתונים השנתיים נתונים למידה רבה של שונות מקרית וכן למידה ניכרת של טעות סטטיסטית, הנובעת מהקבלת נתונים לקויה בין השנים, יש בתוצאות כדי להדגיש את היחס הישיר בין אינפלציה לבין ה״דליפות״ מהחסכון הגולמי. במשך השנים 1952 עד 1954, שבהן חלה עלייה מהירה מאוד של המחירים, ירד היחס שבין החסכון הנקי לבין החסכון הגולמי, וב־1954 הגיעו הן שיעורו של החסכון הנקי והן של החסכון הנקי הניתן להעברה לנקודת שפל. בשנה זו עלתה עדיין רמת המחירים הממוצעת בשיעור גבוה (12 אחוז). יש לציין, שה״דליפה״ היחסית מתוך החסכון הגולמי ירדה במשך השנה שלאחר מכן, כאשר שיעור הגידול במחירים התייצב, וכן שניתן להיווכח בהתאוששות זו לפני שנכנסו התקנות החדשות לתוקפן, בתחילת 1958. השינוי הקיצוני הברור, שחל בדפוסי החסכון ב־1957 נעוץ, באורח ישיר, בתקנות החדשות. החברים, וכנראה גם המעבידים,

[13] אף כי החסכון, כפי שנמדד בחשבונות הלאומיים, היה שלילי לפני 1959, הראה סקר חסכונות המשפחה, שמקבלי שכר ומשכורת חסכו, ב־1954, 3 אחוזים מהכנסתם הפנוייה; מסקר שנערך לאחר מכן (סקר זה הקיף את כל האוכלוסייה העירונית) התברר, שב־1957/58 הגיע חסכון זה ל־5.3 אחוזים (ראה גם פטינקין, ש ם, פרק 3). בתקופה שלאחר מכן (1959/61) היה החסכון הלאומי הנקי, כפי שנמדד בחשבונות הלאומיים, חיובי; ונסתמנה בו מגמת עלייה (ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1962, פרק יט). בהקשר זה, מהווה הגידול בזרמי החסכון הנקי, שנוצר באמצעות הקופות, אמת מידה נוספת (וכן גם הסבר) לגידול בשיעור החסכון המקומי במשך העשור.

הפעילו לחץ על הקופות להגדלת ההלוואות במשך תקופת הוויכוח הציבורי הממושך, שקדם לפרסום ההוראות [14].

לוח ז־4: החסכון נטו והחסכון נטו הניתן להעברה של קופות הגמל, והשינוי השנתי במדד המחירים לצרכן: 1952–1962

	הגידול באחוזים במדד המחירים לצרכן הממוצע	החסכון נטו כאחוז מחסכון הגמל הגולמי	החסכון נטו הניתן להעברה כאחוז מחסכון הגמל הגולמי
1952	57.8	79.3	54.6
1953	28.1	76.4	57.7
1954	12.2	61.9	44.3
1955	5.9	81.2	72.2
1956	6.5	92.5	79.4
1957	6.4	70.9	52.0
1958	3.4	84.4	74.7
1959	1.5	85.8	81.2
1960	2.3	88.8	87.5
1961	6.7	82.9	72.1
1962	9.5	80.4	68.6

מקור: טור 1 — ל.מ.ס., שנתון 1964 מס׳ 15, עמ׳ 231.
טורים 2, 3 — 1952–1961: חושב מלוח־נספח 8.
1962: חושב מדין־וחשבון שנתי 1962, בנק ישראל, עמ׳ 335.

התכונה הבולטת ביותר בדפוסי החסכון של הקופות היתה הירידה שחלה בשיעור החסכון הנקי ובשיעור החסכון הנקי הניתן להעברה שחלה ב־1961 — וחזרה ונשנתה ב־1962 — בהשוואה לשנים 1958 עד 1960. בה במידה שניתן לטעון, שתקנות מס ההכנסה, שהטילו הגבלות כמותיות ואיכותיות על הלוואות לחברים וחובות מעבידים, גרמו לחלק גדול של השיפור בשנים 1958 עד 1960 יש לציין, שהתנהגות הקופות בעבר מצביעה על כך, שאף בהעדר תקנות אלה היתה חלה הקטנה מסויימת ב״דליפות״ מהחסכונות. הירידה היחסית ביחס שבין החסכון הנקי לחסכון הגולמי, במשך 1961 ו־1962 שנבעה מערעור יציבות המחירים ומציפיות שהתעוררו בעקבות פיחות הל״י, בפברואר 1962, מחזקת את הטענה, ששינויים במבנה החסכון באמצעות קופות גמל נטו להיות קשורים בקשר הדוק בשינויים העיקריים שחלו באקלים הכלכלי, ולא רק בהתערבות הממשלתית הישירה.

כתוצאה משינויים אלה במבנה ההלוואות לחברים ולמעבידים, נסתמנו בחסכון הנקי ובחסכון הנקי הניתן להעברה תנודות גדולות יותר מאשר בחסכון הגולמי. בה בשעה שחסכונות הגמל הגולמיים הריאליים ירדו אך במעט במשך שנות העלייה המהירה ברמת המחירים (1953 עד 1954) [15] ירדו החסכונות הנקיים הריאליים ב־21 אחוז והחסכונות הנקיים הריאליים הניתנים להעברה ירדו ב־24 אחוז באותה תקופה. התועלת בחסכונות הגמל,

[14] דבר זה מתאשר גם על ידי מקורות אחרים בלתי תלויים באלה מאותה תקופה. ראה למשל את הדו״ח השנתי של הבורסה לניירות ערך בתל־אביב, 1957 (תל־אביב, ללא תאריך), עמ׳ 1.

[15] הירידה בחסכונות הגולמיים הריאליים ב־1954 מהווה למעשה אשליה, הנובעת מהנהגת הביטוח הלאומי באותה שנה.

כמכשיר אנטי־אינפלציוני, היתה, אם כן, פגומה במידה ניכרת במשך שנים אלה, בגלל היקף הדליפה דרך הלוואות לחברים. מצד שני יכולתם של המעבידים לדחות את העברת הפרשותיהם, ועל ידי כך לקבל הלוואות בלתי ישירות מהקופות, פגעה באופיים הנזיל של חסכונות הגמל הנקיים באותן השנים.

5. הרכב חסכונות הגמל

לא כל החסכון שנעשה באמצעות קופות הגמל נעשה, במישרין, מהפרשות החברים. חלקו נובע מעודף ההכנסות מהשקעות על ההוצאות השוטפות. מבחינה מהותית, זהו חסכון עבור החברים יותר מאשר חסכון שלהם עצמם. ביסודה של קביעה זו קיימת הנחה, שאותו חלק של ההכנסה הנקייה השוטפת, הנשאר בחשבונות רווחים שלא חולקו או בקרנות שמורות, יוקצה, במשך הזמן, לחשבונות החברים.

באשר לקופות התגמולים וקרנות הפנסיה, הבעיה שנוצרת על ידי הצבירה בקרנות כלליות לא היתה חמורה במיוחד וניתן להתעלם ממנה. בין סוף 1952 וסוף 1961 הוקצו 97 אחוז מהגידול בנכסים, נטו[16], של קופות אלה, לחשבונות החברים (ראה לוח ז־5). הצבירה בקרנות כלליות וקרנות עזר הדדיות היוותה רק 3 אחוזים מהגידול בנכסים.

לוח ז־5: הצבירה נטו בחשבונות האישיים, בקרנות עזר הדדיות ובקרנות שמורות כלליות: סוף 1952 — סוף 1961

	קרנות ביטוח		קופות גמל	
	מיליוני ל״י	אחוזים	מיליוני ל״י	אחוזים
הגידול בחשבונות החברים	161.6	81.1	360.7	96.9
הגידול בקרנות עזר הדדיות	30.4	15.3	3.2	0.9
הגידול בקרנות שמורות כלליות [1]	7.2	3.6	8.2	2.2
סך־כל הגידול בנכסים נטו [2]	**199.2**	**100.0**	**372.1**	**100.0**

[1] כולל רווחים שלא חולקו.
[2] הגידול בסך־כל הנכסים, פחות הגידול בחשבונות הזכאים.
מקור: רוכז מלוחות־נספחים 5 ו־6.

בשלוש קרנות הביטוח שונה המצב באופן מהותי. במשך אותה תקופה צברו קרנות אלה 33 מיליון ל״י, בקרנות הדדיות וכלליות. סכום זה מהווה 19 אחוז מסך כל הגידול בנכסים, נטו. צבירת הקרנות הזו נעוצה בשני גורמים עיקריים: רווחי הון והטבות נלוות. קרנות הביטוח לא חילקו לחשבונות החברים, במשך התקופה הנדונה רווחי הון שמומשו; הפרשות המעבידים על חשבון הטבות נלוות עלו על תשלומי הגמל לחברים, בכל שנה מהשנים הנסקרות.

אכן, למרות אופיין החולף של ההטבות הנלוות מצדיקה המדיניות של צבירה שיטתית של חלק מההפרשות האלו את הכללתם בחסכונות הגמל. טענה זו מתחזקת לאור הגרעון האקטוארי הקיים, ללא ספק, בקרנות הביטוח. את הצבירה בקרנות בחשבונות הסעד

[16] הגידול בנכסים, נטו, איננו זהה עם החסכון הגולמי, משום שהוא כולל רווחי הון שמומשו.

ובקרנות הכלליות ניתן לראות כצבירת מקורות נוספים לגימלאות [17], המכוונת לכסות את ההפרשים שיווצרו בעתיד בין תשלומי גימלאות לבין הכנסות הקופות.

שאלה אחרונה שיש לדון בה היא, האם גידול קופות הגמל משקף הקצאה מחדש של חסכון בלבד או שהוא משקף תוספת נקייה לחסכון השוטף [18]. לפי הנתונים הקיימים אי אפשר לנסח תשובה מדוייקת לשאלה זו, אם כי קיימים נימוקים אחדים בזכות הדעה שסך כל החסכון האישי גדל, כתוצאה מהתרחבותן המהירה של קופות גמל.

מאחר שחסכון באמצעות קופות הגמל הוא תוצאה של הכוונה שיטתית של חלק מהכנסות העובדים לחסכון לפני שהיא הופכת לחלק מההכנסה הפנויה, תהיה, כנראה לגידול בחסכון הגמל השפעה שונה על דפוסי ההכנסה והחסכון מזו שהיתה נוצרת אילו היתה התוספת להכנסה הופכת במישרין לחלק מההכנסה הפנויה. ייתכן מאוד, שחברי הקופות מתעלמים מחסכון כפוי זה, בשעת התאמת דפוסי החסכון לשינויים בהכנסתם הפנויה. נוסף על כך, ייתכן שאין החברים מבחינים בחלק של ההכנסה הנקייה של הקופות המוקצה לחשבונות הגמל שלהם, והנרשם כהכנסה וכחסכון אישי בחשבונות הלאומיים.

הצורך לחסל חסכונות בשעת משברים עשוי אף הוא לקטון באמצעות הסיוע הניתן מקופות הסעד, שהתפתחו ביחד עם קופות הגמל. מצד שני, גידול בסכומים שהצטברו בקופות גמל עשוי להתקזז, במידה מסויימת, על ידי הקטנת היכולת או הרצון לחסוך מתוך הכנסה פנויה נתונה. אולם, אם נשווה את כל ההשפעות האלה, נראה שאין להניח שצמצום החסכונות השוטפים יהיה גדול דיו, כדי לקזז את החסכון הכפוי במלואו.

מסקנה זו נתמכת, במידה מסויימת, במחקר שערך בנק ישראל על חסכון משקי־בית [19]. התוצאות המוקדמות של מחקר זה מצביעות על כך, שחברי קופות הגמל נוטים לחסוך יותר (כולל חסכון הגמל שלהם), מאשר אלה שאינם חברים, בקבוצות הכנסה ותעסוקה דומות, אם כי לפחות חלק מחסכון הגמל מתקזז על ידי צמצום בצורות אחרות של חסכון. לגבי קופות גמל לעצמאיים, כל סכום החסכונות בקופות גמל מהווה, כנראה, תוספת נקייה לסך כל החסכון. דבר זה אינו מפתיע, מאחר שתכניות לעצמאיים, מייצגות, למעשה, חסכון מרצון ולא חסכון כפוי.

[17] למעשה היתה הצבירה "הבלתי־ישירה" גדולה מזו שמראה לוח 5־ד, כיוון שכמה מחשבונות התגמולים האישיים של קרנות הביטוח מייצגים חשבונות שלא נתבעו, כלומר, הרבה עובדים, שעל שמם הצטברו חשבונות אלה, לא ידעו על זכותם לתבוע את המגיע להם מהקרנות.

[18] דיון בשאלה זו, המתייחס לגידול בתכניות גימלאות פרטיות בארצות הברית מצוי ב־
George Garvy "The Effect of Private Pensions on Plans on Personal Savings", *Review of Economics and Statistics* (August 1950); "Impact of Pension Funds", *The Journal of Finance,* Vol. XVI, No. 2 (May 1963).

[19] המחבר חייב תודה למחלקת המחקר של בנק ישראל על שהעמידה לרשותו גליונות עבודה שטרם פורסמו.

פרק ח

השקעות קופות הגמל

קופות הגמל הפכו לענק הכספי של שוק ההון הישראלי, ואין ספק שיישארו כאלה גם בעתיד. בדומה למרבית המוסדות הכספיים, לא ניתן למדוד את חשיבותן, מבחינת המשק, באמצעות ההכנסה הנובעת מהן, או באמצעות קניותיהן מהתוצר הלאומי הגולמי. הן רוכשות מעט ציוד חדש מדי שנה ושכר העבודה שהן משלמות מהווה גורם זעום, יחסית, בהכנסה הארשית. חשיבותן הכלכלית היא בכך, שהן מקבלות חלק גדול של חסכונות משקי הבית, ומעבירות אותן ליחידות כלכליות אחרות, לצורך סיוע במימון חלק ניכר מהוצאותיהן.

1. עקרונות ההשקעה של קופות הגמל

מבחינה מושגית, בעיית ההשקעה העומדת בפני קופות הגמל היא ברורה ומוגדרת היטב. קופות התגמולים וקרנות הפנסיה גם יחד, מקבלות הפרשות והן מתחייבות להחזירן, לפי תנאים שנקבעים בחוזה. במקרה של קופות התגמולים יש בסכומים המצטברים במשך שנות עבודת החבר כדי למלא את כל תביעת הגמל. באשר לקופות המשלמות גימלאות לחברים ולשאריהם, מתעוררת בעיה אקטוארית, במיוחד עקב תנאיה של תביעת הגימלאות — צמידות למדד המחירים לצרכן ולמשכורת היסוד האחרונה [1]. אולם בשני הסוגים מאופיינות הקופות בתקופת צבירה ארוכה, יחסית, עד לתשלומי הגמל. בהנחה שהמשק ימשיך ויגדל במשך הזמן, צבירה זו, או לפחות חלק ממנה, תימשך ללא הגבלה.

כיוון שניתן לצפות לכך, שזרם התקבולים לקופות הגמל יעלה באופן ממשי על זרם תשלומיהן, ניתן לצפות לגידול ניכר בקופות הגמל לפחות בדור הבא. יתר על כן, הקופות אינן עומדות, בדרך־כלל, לפני תביעות פתאומיות לחיסול חשבונות, ולכן יכולות הן להרשות לעצמן להתרכז בתשואה הצפויה (כולל רווחי הון) [2], ולהתחשב פחות מאשר מוסדות כספיים אחרים [3] בערך השוק של השקעותיהן בטווח הקצר.

הקופות נזקקות אך במעט לנזילות, כיוון שאפילו תשלומים המגיעים לחברים העוזבים את הקופה נפרעים רק 6 חודשים אחרי העזיבה, וניתן לממנם בנקל מזרם התקבולים הרגיל. גודלו וקביעותו של זרם התקבולים גם מצמצם עד למינימום את הצורך בהחזקת מזומנים,

[1] ראה פרק ב לעיל.

[2] כיוון שבישראל אין קופות גמל מאושרות חייבות במס על הכנסותיהן השוטפות ורווחי ההון שלהן, דווקא התשואה לפני מס היא הרלבנטית. בטחון הקרנות המושקעות, המהווה את אחד העקרונות המסורתיים של השקעות בקרנות הגימלאות, הוא, כמובן, אחד הגורמים הקובעים את התשואה הצפויה של תיק ההשקעות.

[3] דיון מעניין על חשיבות התשואה הצפויה בקביעת מדיניות ההשקעות של קופות גמל מצוי ב־ Paul L. Howell. "A Re-examination of Pension Fund Investment Policies". *The Journal of Finance,* Vol. XIII, No. 2 (May, 1958), pp. 261–274.

לשם מימון ההוצאות השוטפות. יוצא איפוא, שבגלל עצם טבעו של זרם התקבולים והתשלומים, מהוות קופות הגמל מקור הון חשוב לטווח הארוך.

2. השקעות קופות הגמל 1953 עד 1961

סדירותו של זרם התקבולים לקופות הגמל יוצרת בעיה: יש למצוא היצע השקעות קבוע שאליו יופנו התקבולים. מחמת האינפלציה החמורה ושוק ההון הבלתי מפותח, עמדו קופות הגמל בישראל, לעתים קרובות, במשך המחצית הראשונה של שנות ה־50, בפני מחסור יחסי באפשרויות השקעה, שהיה בהן כדי להבטיח תשואה צפויה חיובית, במונחים ריאליים [4]. הבעיה הוחרפה, במידה רבה, גם בגלל כשלונן של כמה מהקופות להתאים את שיטות ההשקעה שלהן לתנאי המשק המשתנים. כמה מקופות הגמל הצטמצמו, לעתים קרובות, בשל נוהגים שהיו קיימים בעבר, לצורות מסויימות של השקעות, דהיינו ניירות־ערך או הלוואות הנושאים ריבית קבועה [5].

לוח ח־1: הרכב נכסי קופות הגמל: 1952, 1954, 1957 ו־1961 (סופי שנים)

(באחוזים)

	1952	1954	1957	1961
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*6.6*	*3.9*	*1.9*	*1.5*
השקעות:	*56.5*	*52.2*	*59.8*	*70.6*
פקדונות לזמן קצוב	16.8	18.9	12.5	4.0
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	15.1
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	12.2	15.1	16.7	[1]—
ניירות־ערך	11.5	7.1	18.9	46.6
הלוואות למפעלים ומוסדות	8.0	4.9	7.5	1.4
נכסי־דלא־ניידי	8.0	6.2	4.2	3.5
הלוואות לחברים	*15.0*	*21.9*	*20.0*	*16.1*
חובות מעבידים	*18.4*	*17.5*	*15.6*	*9.8*
נכסים אחרים	*3.5*	*4.5*	*2.7*	*2.0*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל הנכסים (מיליוני ל"י)	50.1	100.4	243.4	638.7

[1] ב־1961 נכללו השקעות קופות הגמל ב"גמול" בסעיפים "פקדונות לזמן קצוב" ו"פקדונות מיוחדים".
מקור: לוח־נספח 1.

לוח ח־1 מראה את מבנה הנכסים של קופות הגמל בסוף 1952, 1954, 1957 ו־1961. בה בשעה שכל הנכסים מייצגים שימוש במקורות קופות הגמל, 4 סעיפים (מזומנים ופקדונות עובר ושב, הלוואות לחברים, חובות מעבידים ונכסים שונים), לא נכללים ב"השקעות". מזומנים, פקדונות עובר־ושב ונכסים שונים מעיקרם אינם נכסי בעלי תשואה, אך אי הכללת חובות ממעבידים והלוואות לחברים דורשת הסבר נוסף.

[4] ראה פרק ט להלן.

[5] ב־1948 עדיין ייעצו לקופות, להימנע מהשקעות במניות רגילות ובמקרקעין. ראה, לדוגמא, א. הופיין, "השקעות קופות התגמולים והמשק הארץ־ישראלי", קופות התגמולים וקרנות הפנסיה בארץ ישראל, תל־אביב, ברית פיקוח לקופות התגמולים והפנסיה בארץ ישראל, 1948, עמ' 9–14.

חובות המעבידים נובעים מפיגור בהעברת הפרשות לקופות, ובדרך כלל אין הם תוצאה ממדיניות ההשקעה של הקופות. לקופות עצמן אין שליטה מספקת על היווצרות חובות אלה. יתר על כן, בדיקת המצב בקופות עצמן גילתה, שלעתים קרובות לא פיצו המעבידים את הקופות, או שפיצו אותן במעט, בצורת ריבית על הלוואות בלתי־ישירות אלה [6]. לכן לא נכללו חובות ממעבידים בקבוצת הנכסים נושאי ההכנסה.

ההצדקה לאי הכללתן של הלוואות לחברים נראית ברורה פחות. הנהלות הקופות הפעילו מידה מסויימת של שיקול דעת לגבי מתן הלוואות כאלה, ובדרך כלל נדרשה ריבית עבורן. אולם ההכנסה מהן לא היתה גורם בר משמעות בהחלטה להעניק הלוואות אלה. פרט לחריגים בודדים, נפלו שיעורי הריבית שנדרשו (4–6 אחוזים), במידה ניכרת, משיעורי הריבית שהיו נהוגים באותו זמן בשוק החופשי [7].

ניתן לחלק את תיק ההשקעות של קופות הגמל ל־4 קבוצות רחבות: פקדונות לזמן קצוב בבנקים ובמוסדות כספיים, ניירות ערך, הלוואות ישירות ונכסי־דלא־ניידי. עד 1958 מוצגים הנתונים על הפקדונות לזמן קצוב ב"גמול" בנפרד כיוון שהם נבדלו מפקדונות בבנקים בכך, שחלק ניכר מהפקדונות ב"גמול" היה צמוד למדדי מחיר שונים. מאחר שהבדל זה נעלם ב־1958, בעקבות פרסום תקנות המס, פקדונות הקופות ב"גמול" נכללים בפקדונות לזמן קצוב או בפקדונות "מיוחדים", החל ב־1958.

כיוון שמבנה הנכסים של קופות הגמל בנקודת זמן מסויימת משקף את ההשפעה המצטברת של ההשקעות שנעשו בעבר, ניתן יהיה להבחין ביתר בהירות בשינויים בדפוסי ההשקעה באמצעות בדיקת השינויים שחלו בהרכב התוספת לנכסים. לוח ח־2 מראה את השינויים, נטו, בנכסי קופות הגמל בין סוף 1952 וסוף 1961. נעשתה הבחנה בין 3 תקופות משנה: (א) 1953 ו־1954 — אינפלציה פתוחה. (ב) 1955 עד 1957 — ירידה בלחצים האינפלציוניים, (ג) 1958 עד 1961 — הגברת הפיקוח הממשלתי על השקעות קופות הגמל.

(א) השקעות קופות הגמל, 1953 עד 1954

בין סוף 1952 לסוף 1954, גדלו נכסי קופות הגמל ב־50 מיליון ל"י, הווה אומר סך נכסיהן הוכפל במשך שנתיים אלה. גידול מהיר זה נעוץ בתהליך האינפלציוני [8] ובעלייה בשכר הנומינלי שנבעה מכך. באותן שנים השקיעו הקופות, בדרך כלל, חלק קטן מסך נכסיהן: פחות ממחצית התוספת לסך־כל נכסי קופות הגמל הופנתה להשקעות. אם כי כ־17 אחוז מהתוספת לנכסים הופנו לגידול בחובות המעבידים, התופעה הבולטת ביותר בתקופה זו היא הגדלת ההלוואות לחברים, שהיוותה כ־29 אחוז מסך הגידול בנכסים.

משקלן הנמוך של ההשקעות לווה גם בשינוי ניכר בהרכבן. פקדונות לזמן קצוב בבנקים הפכו לצורת ההשקעה הפופולרית ביותר של הקופות. כיוון שפקדונות אלה הביאו תשואה ריאלית שלילית במשך תקופה זו, ייתכן שהעדפתם נעוצה בקיום פקדונות "צד שלישי" למתן הלוואות. פקדונות כאלה מייצגים הלוואות שניתנו לחברים או למעבידים בעקיפין

[6] ב־1952 למשל דיווחו 240 קופות במאזניהן על כך שלא קיבלו הכנסה מהחובות למעבידים; ראה גם ד"ר ש. רעיף, "תמורות בהשקעת כספי הקופות", יום עיון לבעיות ההשקעה, ירושלים, משרד האוצר, רשות החסכון, יולי 1959, עמ' 26.

[7] מתן הלוואות לחברים בשיעורי ריבית נמוכים פסק ב־1963, כאשר האוצר הורה לקופות להצמיד הלוואות כאלה (במישרין או בעקיפין) למדד המחירים לצרכן.

[8] הגידול בסך כל נכסי קופות הגמל, במשך השנתיים, הגיע ל־28 מיליון ל"י, במחירים קבועים של דצמבר 1952.

לוח ח־2: השינויים בנכסי קרנות הגמל בשנים 1953–54, 1955–57, 1958–61

(באחוזים)

	1954–1953			1957–1955			1961–1958		
	סך־כל קופות הגמל	קרנות הביטוח	קופות התגמולים והפנסיה	סך־כל קופות הגמל	קרנות הביטוח	קופות התגמולים והפנסיה	סך־כל קופות הגמל	קרנות הביטוח	קופות התגמולים והפנסיה
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*1.2*	*0.6*	*1.5*	*0.5*	*1.0*	*0.2*	*1.2*	*0.1*	*1.9*
השקעות:	*47.9*	*55.8*	*43.8*	*65.2*	*62.7*	*66.5*	*77.2*	*73.5*	*79.4*
פקדונות לזמן קצוב	21.0	32.6	15.1	8.1	8.3	8.1	–1.2	–3.4	–0.1
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	24.3	22.2	–25.6
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	18.1	11.6	21.5	17.8	19.8	16.7	[1]–10.3	[1]–9.2	[1]–10.9
ניירות־ערך	2.6	–1.2	4.5	27.1	22.9	29.3	63.7	57.5	67.5
הלוואות למפעלים ומוסדות	1.8	5.2	—	9.3	7.4	10.3	–2.4	–0.7	–3.4
נכסי־דלא־ניידי	4.4	7.6	2.7	2.9	4.3	2.1	3.1	7.1	0.7
הלוואות לחברים	*28.8*	*14.5*	*36.3*	*18.6*	*9.3*	*23.4*	*13.8*	*11.7*	*15.0*
חובות מעבידים	*16.7*	*24.4*	*12.7*	*14.2*	*24.7*	*8.8*	*6.3*	*13.4*	*2.0*
נכסים אחרים	*5.4*	*4.7*	*5.7*	*1.5*	*2.3*	*1.0*	*1.5*	*1.3*	*1.8*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל הנכסים (מיליוני ל"י)	50.3	17.2	33.1	143.0	48.5	94.5	395.3	147.3	248.0

[1] ראה הערה 1, לוח ט־1.

מקור: חושב מלוחות־נספחים 2 ו־3.

ולא פקדונות גרידא, והגדלתם אינה בלתי־מובנת בתקופה אינפלציה דוהרת. יתר על כן, קופות רבות השקיעו בפקדונות לזמן קצוב בשל חוסר התמצאות בצורות השקעה אחרות, או בשל היעדר השקעות תחליפיות מתאימות. הדבר עולה גם מהעובדה, שפחות מ־3 אחוזים מהתוספת לנכסים הושקעו בניירות־ערך. הואיל וקופות גמל נהגו מאז ומתמיד להשקיע חלק ניכר מנכסיהן בניירות־ערך, מורה חלקן היחסי הנמוך של השקעות כאלה, במשך 1953 ו־1954, על כשלונו של שוק ניירות־הערך, מבחינת יכולתו להציע אפשרויות השקעה המבוטחות מפני אינפלציה. מצד שני, משקלם הגבוה, יחסית, של פקדונות הקופות בחברת "גמול" (18 אחוז מהגידול בנכסים), נעוץ בהצמדה החלקית שחברה זו הצליחה להציע.

כיוון שנכסי־דלא־ניידי ידועים, בדרך־כלל, כהשקעה "מחוסנת" מפני אינפלציה, הימנעות הקרנות מהשקעות רחבות בנכסים כאלה בתקופה של אינפלציה דוהרת אומרת דרשני. במיוחד לאור העובדה שעיקר ההשקעה בפועל בוצע בקרנות הביטוח (ראה לוח ח־3) והיא מייצגת רכישת משרדים הדרושים לניהול הקרנות, יותר מאשר השקעה מכוונת בנכסי־דלא־ניידי. קופות הגמל (למעט קרנות הביטוח) השקיעו פחות מ־3 אחוזים מהתוספת למאזניהן בנכסי־דלא־ניידי, במשך 1953 ו־1954.

שלושה גורמים מסייעים להסביר את הימנעות הקופות לעבור להשקעות בנכסי־דלא־ניידי משך תקופה זו, ובשנים מאוחרות יותר. ראשית, ניתן להניח, שקופות רבות דחו השקעה מסוג זה מסיבות אידיאולוגיות טהורות. ספסרות בקרקעות היתה מאז ומתמיד מטרה ראשונה להתקפות מצד ההסתדרות ומצד ארגונים רבים אחרים. השיקול השני נובע מאופיים של תשלומי הגמל של הקופות במשך שנים אלה. בהיעדר שערוך שוטף של נכסים, לא נטלו החברים שעזבו את הקופות חלק בגידול ערכם של נכסי־דלא־ניידי; והנימוק האחרון, בגלל פיקוח ממשלתי על שכר הדירה, היה קשה לבצע השקעות ברכוש הנושאות הכנסה שוטפת; יתרה מזו, לרוב הקופות לא היתה אפשרות, מבחינה טכנית ומינהלית, לנהל השקעות מסוג זה.

הבריחה מנכסים פיננסיים, שאפיינה את פעולותיהן של הקופות במשך 1953 ו־1954 לבשה צורה של הרחבת המשיכות מצד החברים. קל להבין זאת, בהתחשב ברקע האינפלציוני: המחירים, כפי שנמדדו על ידי מדד המחירים לצרכן, עלו ב־28 אחוז במשך שנים אלה. אולם יש לזכור, שבין דצמבר 1950 ודצמבר 1952 כבר עלה המדד בכפליים, ושלירידה תלולה זו בכוח הקנייה הפנימי של המטבע[9] נתלווה גם פיחות בערכו החיצוני, בפברואר 1952. בעצם, ניתן היה לצפות לכך, שבהיעדר אפשרויות השקעה אלטרנטיביות — שעה שהיקף הלחצים האינפלציוניים היה ידוע והיו ציפיות לעליות מחירים נוספות — יועבר חלק יותר גדול מהמקורות, שהועמדו לרשות הקופות, לחברים, בצורת הלוואות לצורך מימון רכישות דיור ומוצרים בני־קיימא אחרים.

אם מוציאים מן התמונה את קרנות הביטוח ומרכזים את תשומת הלב בקופות הגמל האחרות, נעשה העניין ברור יותר. בקופות אלו היווה הגידול בהלוואות לחברים יותר משליש מן התוספת לנכסים, בעוד של"גמול" הופנו 21 אחוז מתוספת זו. השיעור האחרון נעוץ, כאמור, בתנאים המושכים שהציעה חברת גמול (הצמדה חלקית). ביחס לקרנות הביטוח ההפרדה בין הנהלה לחברים משתקפת בבירור גם במדיניות ההשקעה השונה. כאן, הסתכם הגידול בהלוואות לחברים בפחות מ־15 אחוז מהתוספת לסך כל הנכסים, בעוד שחובות המעבידים היוו כמעט רבע מן התוספת. עובדה זו נעוצה בכך, שחלק ניכר מההלוואות

[9] כיוון שבתקופה זו היה קיים פיקוח על המחירים, והואיל והמדד לא שיקף את המחירים הגבוהים יותר ששררו בשוק החופשי, הרי שהירידה בכוח הקנייה, כפי שהיא מתבטאת במדד, יש בה הטיה כלפי מטה.

הבלתי ישירות הללו ניתנו לחברות הסקטור ההסתדרותי. דבר דומה ניתן לומר על הגידול בפקדונות לזמן קצוב, אשר היוו 33 אחוזים מן התוספת. אלה הופקדו, במקרים רבים, במוסדות כספיים שבתוך הסקטור ההסתדרותי, ובסופו של דבר השתמשו בהם למימון חברות ומוסדות הקשורים להסתדרות. קווי המדיניות הפיננסית בתקופה זו, הן של קופות הגמל והן של קרנות הביטוח אופיינו איפוא על ידי היעדר "אשליית הכסף", וההבדלים בתגובות לאינפלציה שיקפו הבדלים מבניים בין הקופות, יותר מששיקפו הימנעות מתגובה לרמת המחירים העולה.

(ב) השקעות קופות הגמל, 1955 עד 1957

התקופה הבאה, מסוף 1954 עד סוף 1957, צויינה בירידת הלחצים האינפלציוניים: בשלוש שנים אלו עלה מדד המחירים רק ב־15 אחוז, ואם כי אין בכך משום יציבות מחירים, יש כאן שיפור ניכר, בהשוואה לשנים הקודמות. מנקודות ראותן של קופות הגמל, השינוי החשוב ביותר, שאירע במשך שנים אלה, היה זה שהתרחש בשוק ההון המקומי. ב־1955

לוח ח־3: שינויים בנכסי קופות הגמל הותיקות [1], לפי ההשתייכות הסקטורלית של הקופות [2], מסוף 1953 עד סוף 1957

(באחוזים)

	ההשתייכות הסקטורלית של הקופות					
	סך־הכל	ציבורי [3]	הסתדרותי	שיתופי	פרטי	בלתי־ידוע
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*−0.5*	*−0.3*	*0.4*	*3.9*	*0.2*	*3.8*
השקעות:	*58.1*	*50.9*	*66.1*	*51.1*	*58.9*	*60.4*
פקדונות לזמן קצוב	10.4	2.7	17.7	14.9	8.6	0.7
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	15.0	11.6	24.7	12.3	8.8	6.7
ניירות־ערך	24.5	28.3	16.7	18.0	30.8	53.0
הלוואות למפעלים ומוסדות	4.2	2.9	6.6	—	4.6	—
נכסי־דלא־ניידי	4.0	5.4	0.4	5.9	6.1	—
הלוואות לחברים	*33.7*	*39.0*	*26.8*	*44.1*	*32.1*	*33.5*
חובות מעבידים	*7.3*	*8.5*	*6.8*	*7.2*	*7.0*	*1.0*
נכסים אחרים	*1.4*	*1.9*	*0.7*	*1.5*	*1.8*	*1.3*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל הנכסים (מיליוני ל"י)	63.9	18.4	20.4	6.6	17.8	0.7

[1] כולל 303 קופות גמל, שהגישו דו"חות כספיים הן ב־1953 והן ב־1957, למעט קרנות ביטוח.
[2] הקופות מסווגות בהתאם להשתייכות הסקטורלית.
[3] ממשלה ומוסדות לאומיים.

הונהגו איגרות חוב צמודות מדד וכן הונפקו שוב איגרות חוב צמודות דולר, אחרי הפסקה של כמה שנים. החל ב־1955 הוצעו לציבור השקעות שונות שהכילו סעיפי הגנה משמעותיים נגד אינפלציה.

קופות הגמל הסתגלו במהירות לשינויים במצב הכלכלי והפיננסי. 65 אחוז מהתוספת לנכסים בתקופה זו "הושקעו", בהשוואה ל־48 אחוז בלבד בשנתיים הקודמות. הגידול

בהשקעות משקף, כמובן, את ירידת ה"דליפות" מהחסכון; במיוחד ראויה לציון הקטנת חלקן של הלוואות לחברים מתוך הגידול בנכסים.

ייתכן, שקו האופי הבולט ביותר בתקופה זאת היה השינוי במבנה ההשקעות. בשנים 1955–1957 הושקעו 27 אחוז מהגידול בנכסים בניירות־ערך, לעומת פחות מ־3 אחוזים בשנים 1953 ו־1954. המעבר לניירות־ערך (בעיקר לאיגרות חוב צמודות) בא, בחלקו הגדול, על חשבון פקדונות לזמן קצוב — גידולם של אלה ספג 8 אחוזים בלבד מהתוספת לנכסים. הירידה בפקדונות לזמן קצוב, כאמצעי השקעה, ניכרה במיוחד אצל קרנות הביטוח. יש לזכור, בהקשר זה, שהפיכתן החלקית של קרנות אלה לתכנית גימלאות, במשך השנים הללו, הדגישה את חשיבותן של השקעות צמודות. כתוצאה מכך, הושקעו 43 אחוז מהתוספת לנכסי קרנות הביטוח בניירות־ערך או בחברת "גמול", והשקעות אלה הוצמדו, כמעט ללא יוצא מן הכלל, למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין של הדולר.

גורם נוסף, שיש בו כדי להשפיע על מדיניות ההשקעה של קופה מסויימת, הוא השתייכותה הסקטורלית. לוח ח־3 מראה את התפלגות השינויים בנכסים בין סוף 1953 וסוף 1957, באחוזים, לפי הסקטור, ב־303 קופות גמל וגימלאות "ותיקות", למעט קרנות ביטוח. כקופות ותיקות הוגדרו אלה שהחלו בפעולותיהן לפני 1953, והמשיכו להתקיים בסוף 1957. לוח ח־3 אינו כולל קופות שנוסדו במשך התקופה, ואף לא קופות שחוסלו או מוזגו תוך שנים אלה. אף כאן משקפים השינויים במשקלן היחסי של ההשקעות את השפעת השוני במדיניות מתן הלוואות לחברים. כפי שניתן לצפות, קופות המסונפות לאגודות שיתופיות נטו להקדיש להלוואות לחברים חלק גדול יותר מהגידול בנכסיהן, משעשו זאת קופות המשתייכות לסקטורים אחרים. מצד שני, משקלן היחסי הקטן ביותר של הלוואות כאלה נמצא בסקטור ההסתדרותי. קופות הסקטור ההסתדרותי הפנו חלק גדול יותר יחסית מתקבוליהן נטו ל"גמול" ולפקדונות לזמן קצוב בבנקים, דבר המשקף את נטייתן של קופות אלה להשקיע את מקורותיהן בתוך הסקטור ההסתדרותי. קופות הקשורות לחברות ולמוסדות הסקטור הציבורי והפרטי העדיפו את ההשקעה בניירות־ערך.

(ג) השקעות קופות הגמל, 1958 עד 1961

סמכותן של הקופות לקבוע לעצמן את מדיניות השקעותיהן הוקטנה, במידה רבה, עם פרסום תקנות המס המיוחדות בקיץ 1957. החל ב־1957, היו הקופות כפופות למידה גדלה והולכת של פיקוח ממשלתי, וניתן להבחין בהשפעת תקנות אלה במבנה ההשקעות השונה לחלוטין. בתקופה זו הושקעו 77 אחוז מהתוספת לנכסי קופות הגמל או למעלה מ־79 אחוז מתוספת הנכסים של קופות הגמל, למעט קרנות הביטוח. במיוחד בולט הקצב המוגבר של ההשקעה בניירות־ערך. הגידול נטו בתיק ניירות־הערך של הקופות, ספג 64 אחוז מהתוספת לסך־כל הנכסים. בסוף 1961, כמעט מחצית מסך־כל נכסי קופות הגמל היתה מושקעת בניירות־ערך, ונוסף על כך הופקדו 15 אחוז בפקדונות ה"מיוחדים", שהוקמו במסגרת התקנות. המעבר לניירות־ערך ולפקדונות מיוחדים משקף הקטנה בחלקם היחסי של כל סוגי הפקדונות בבנקים ובמוסדות כספיים אחרים (כולל "גמול"), והקטנה אבסולוטית בהלוואות ישירות. ירידה זו במונחים מוחלטים במשך התקופה משקפת את העובדה שהלוואות ישירות שניתנו אחרי 1957, לא נחשבו כהשקעה "מוכרת" במסגרת התקנות החדשות.

מן הראוי להיזהר במתן פירוש לנתונים אלה, במיוחד בכל הנוגע לגידול בהשקעה בניירות ערך. בין סוף 1957 לסוף 1960 עלו השקעות הקופות בפקדונות "מיוחדים" על רכישות

ניירות־הערך נטו. דבר זה אינו מפתיע, בהתחשב בעובדה, שפקדונות אלה היו, למעשה, תחליפים קרובים ביותר לאיגרות חוב צמודות, וכללו תנאי ריבית והצמדה מקבילים. למעשה עלה שער הריבית לקראת סוף התקופה הנסקרת (6.5 אחוזים־צמוד), בפקדונות אלה, על התשואה הצפויה מההנפקות החדשות של איגרות חוב; ומשום שהפקדונות היו לזמן קצר (בדרך כלל 3 שנים) לא היה בחוסר שווקיותם משום מכשול חמור. אדרבה, הואיל וניתן היה לצפות ששער הריבית האפקטיבי של איגרות חוב צמודות לדולר יעלה באורח ניכר אחרי פיחות, היה קוצר המועד של הפקדונות תכונה רצויה למשקיע המנוסה. העדפת הפקדונות ה"מיוחדים" מורה גם על כך, שהם היוו, עד 1961, האמצעי העיקרי להעברת חסכונות גמל להשקעה, בתוך הסקטור ההסתדרותי [10].

חלק ניכר מהגידול בתיק ניירות־הערך, שבבעלות הקופות, משקף את המרת הפקדונות "המיוחדים", במוסדות פיננסיים השייכים לסקטור ההסתדרותי, באגרות חוב, שהונפקו למטרה זו על ידי אותם המוסדות (או על ידי מוסדות קרובים להם), הואיל וב־1961 הוצאו הפקדונות ה"מיוחדים" מרשימת ההשקעות המאושרות. כמו כן מן הראוי לציין, שבמשך התקופה, שקדמה לפרסום תקנות המס, כבר נסתמנה מגמה בולטת להשקיע בניירות־ערך. היתה זו תגובה לצמצום הלחצים האינפלציוניים והופעתם בקנה מידה רחב של אמצעי השקעה חדשים, דהיינו איגרות חוב צמודות למדד או לדולר. הדרישה ההולכת וגוברת מצד הקופות להצמדת הנכסים, דרישה שהתעוררה בעקבות המעבר לגימלאות, במשך המחצית השנייה של שנות החמישים, אף מעוררת ספקות ביחס למידת השינוי הממשי שחוללו התקנות במבנה השקעותיהן של קופות הגמל.

ייתכן, שההשפעה האמיתית של התקנות משתקפת בגידול היקף ההשקעות, כלומר, בגידול בחלקה היחסי של התוספת לנכסים, שהופנתה להשקעות במשך תקופה זו, דבר המשקף את הירידה שחלה אחרי 1957 [11] בחלקם של המקורות, שהוקדשו להלוואות לחברים ולחובות מעבידים. אף כי הירידה בשיעור הגידול של הלוואות לחברים נבעה, בחלקה, משינוי בתנאים הכלכליים, הרי הירידה בחלקם היחסי של חובות המעבידים, בתקופה זו, הינה תוצאה ישירה וחשובה של התקנות. באשר לחובות המעבידים, אין להטיל ספק בצורך בהתערבות ישירה של הממשלה, הואיל וניתן להניח שהקופות לא היו מסוגלות להפעיל מידה מספקת של לחץ על החברות המעבידות.

3. התפתחות שוק ההון [12]

האינפלציה והפיקוח הממשלתי הישיר השפיעו אמנם על השקעות קופות הגמל, אך לא ניתן להבין אל נכון את התמורות במדיניות ההשקעה של הקופות, מבלי לבדוק את מבנהו

[10] הדבר משתקף ב"הסכם" בין האוצר לבין שני מוסדות כספיים מרכזיים של ההסתדרות. בהתאם להסכם, יועדו 50 אחוז מהפקדונות המיוחדים להלוואות בתוך הסקטור ההסתדרותי, והמחצית הנותרת נועדה להשקעות בניירות ערך מאושרים. למעשה, שימשו הפקדונות, כנראה, באופן בלעדי כמעט, למתן הלוואות. 50 האחוז שנועדו לרכישת ניירות ערך, הורכבו מאיגרות חוב, שנמכרו בתיווך המוסדות לקופות עצמן. פירוש זה של ההסכם, והעובדה שבנקים מסחריים פרטיים נדרשו לקבל אישור נפרד עבור כל הלוואה, שנתנה מתוך הפקדונות המיוחדים, הוביל לביטול הפקדונות המיוחדים בתחילת 1961.

[11] המצב היה הפוך בקרנות הביטוח. חלקן היחסי של ההלוואות לחברים בכלל הנכסים עלה במשך התקופה. במקרה זה, ייתכן שה"תקרה" הגבוהה, יחסית הנקובה בתקנות, לגבי הלוואות כאלה החלישה את יכולת ההנהלות לדחות את דרישות החברים.

[12] פרטים נוספים על התפתחות שוק ההון המקומי ראה מ. סרנת
The Development of the Securities Market in Israel, Basel, the List Institute, in Press.

של שוק ההון הישראלי. לעניין זה נודעת חשיבות מיוחדת, הואיל והעשור הנסקר אופיין לא רק בכך, שהקופות הפכו למוסדות הכספיים הגדולים ביותר בארץ, כי אם גם בהיווצרות שוק רחב לניירות־ערך.

קיומו של שוק ניירות־ערך מאורגן הוא תופעה חדשה למדי בישראל: לא היה צורך בשוק כזה עד 1933, שנה בה החלה עליית יהדות גרמניה. כתוצאה מההגבלות שהטילה הממשלה הגרמנית על יצוא הון, רכשו עולים רבים ניירות־ערך של חברות ומוסדות ארץ־ישראליים, שהונפקו במטרה לאפשר את העברת נכסיהם הפרטיים מגרמניה [13].

ב־1935 נוסדה בתל אביב המיסלקה לניירות־ערך [14], והוחל במסחר יומי זעיר. היקף העסקות היה קטן, וניכרה העדפת ניירות־ערך הנושאים ריבית קבועה. בשנים האחרונות של מלחמת העולם השנייה נתרחשה התרחבות ניכרת בפעילותו של שוק ההון המקומי, וב־1944/45 הנפיקה ממשלת א״י שלוש סדרות של איגרות חוב נושאי פרסים. הנפקות אלה, שערכן הכולל הגיע ל־5 מיליון לא״י, מהווה את המימון הראשון, בקנה מידה גדול, שבוצע באמצעות שוק ההון בתל־אביב. נוסף על כך הנפיקו כמה חברות מקומיות, לקראת סוף המלחמה, מניות ואיגרות חוב, הניתנות להמרה. גיוס הון ממשלתי, מחד, וההנפקות מצד החברות, מאידך, הכפילו את ערך השוק של ניירות־הערך הרשומים במסלקה, בין 1943 ו־1946. בסוף 1946 הגיע ערכם הכולל, במחירי השוק, של ניירות־הערך הרשומים במיסלקה לניירות ערך בתל־אביב ל־16.5 מיליון לא״י [15].

מלחמת השחרור והעלייה ההמונית, שבאה בעקבות קום המדינה, הביאו להרחבה ניכרת בהשקעות הציבוריות. השקעות אלה מומנו, במידה רבה, באמצעים אינפלציוניים, שהעלו את רמת המחירים הכללית, בין 1951 לסוף 1953, בכפליים [16]. ירידת כוח הקנייה הפנימי של הל״י לווה בתהליך של פיחות בערכה החיצוני [17].

רמת האינפלציה ששררה בישראל, במשך חמש השנים הראשונות לקיום המדינה, לא התאימה לגיוס הון באמצעות ניירות־ערך בריבית קבועה, לפיכך גדל הקושי בהפניית כוח קנייה מהציבור באמצעים מקובלים, לאחר ששכך הלהט הפטריוטי ששרר בשעת קום המדינה ומלחמת השחרור. אם כי בשנים 1949 עד 1953 הונפקו איגרות חוב ממשלתיות בסך 53 מיליון ל״י יש בנתון זה, המייצג את מידת המימון הציבורי הרצוני, הטיה כלפי מעלה. איגרות חוב בסך 19.5 מיליון ל״י הונפקו, בעיקר, לבנקים ולמוסדות כספיים, ואילו הנפקה נוספת בסך 8 מיליון ל״י מייצגת החלפת נכסים. לפיכך, רק 26 מיליון ל״י מייצגות את החתימה מרצון של הציבור, סכום זעום למדי, בהתחשב בכך, שתקציב הפיתוח הממשלתי בלבד עלה על 400 מיליון ל״י במשך השנים הללו [18].

[13] ראה:
E. Kahn, *Der Effectenmarkt Als Mittel Zum Aufbau Palestinas* (Jerusalem; Economic Research Institute, Jewish Agency for Palestine, December 12, 1937), p. 52

[14] ב־1953 שונה המבנה הפורמלי של המיסלקה ונוסדה הבורסה התל־אביבית לניירות ערך.

[15] *Handbook of Palestine Securities* (Tel Aviv: The Anglo-Palestine Bank Ltd., March, 1947).

[16] דן פטינקין, שם, פרק 4.

[17] שער החליפין של הל״י הועמד בתחילה על לירה שטרלינג אחת, כלומר 25 אגורות לדולר. אחרי הפיחות באנגליה, בספטמבר 1949, הועמד שער החליפין הישראלי על 0.357 ל״י = דולר אחד. בפברואר 1952, הונהגה שיטה של ריבוי שערים, והשער הנמוך ביותר היה ל״י = דולר. שער חדש, 1.80 ל״י = דולר אחד, הונהג באפריל 1953, אך לא הוכרז כשער חליפין רשמי עד 1955. שער זה נשאר בתוקף עד פברואר 1962, כאשר הופחתה הלירה ל־3 ל״י = דולר אחד.

[18] את תפקיד ההנפקות המקומיות של איגרות חוב ממשלתיות ניתן להציג באורח ברור יותר, על ידי

קצב ההנפקה של איגרות החוב הממשלתיות ירד במהירות במשך התקופה, והחל ב־1954 היה, למעשה, שוק איגרות החוב הממשלתיות משותק. ירידה זו והתמוטטות השוק לאיגרות חוב ממשלתיות שבאה בסופה, משקפת, כמובן, את האופי האינפלציוני של התקופה. ההשפעה הניכרת של האינפלציה על שוק ההון הפרטי מוכחת בעליל באמצעות העובדה, שבין 1950 ו־1954 לא בוצעו הנפקות חדשות של איגרות חוב קונבנציונליות על ידי חברות ישראליות, וגם לא היו הנפקות ציבוריות של מניות בכורה קונבנציונליות.

למרות זאת, הנפיקו 14 חברות 21 הנפקות של ניירות ערך חדשים בסך כולל של 7.8 מיליון ל״י במשך התקופה שבין 1950 עד 1954 [19]. 11 מהנפקות אלה, בסך 3.3 מיליון ל״י, היו של מניות רגילות, ואילו 6, בסך 2.3 מיליון ל״י, היו של איגרות חוב הניתנות להמרה במניות רגילות. מאחר שיש לראות איגרות חוב הניתנות להמרה כהון עצמי ולא כהתחייבויות [20], הרי מימון באמצעות הון עצמי היווה 80 אחוז ממספר ההנפקות החדשות ויותר מ־70 אחוז מערכן הנקוב.

המעבר למניות רגילות לא התקיים זמן רב. ירידת ההנפקות הישירות של מניות רגילות בולטת בבירור אחרי 1952: בשנים 1953 עד 1954 בוצעה הנפקה אחת בלבד, ולא היו הנפקות נוספות עד 1956, שנה שבה הציעו שתי חברות נפט מניות, בסך 700,000 ל״י, לציבור. שתי ההנפקות נכשלו: באחת, ירד מחיר השוק של המניות במהירות אל מתחת למחיר ההנפקה, והשנייה לא נמכרה בשלמותה. רק עם התאוששות שוק המניות, ב־1959, שוב בוצעה בהצלחה הנפקה נוספת של מניות רגילות [21].

אי יכולתו של שוק המניות להענות לאתגר האינפלציה באמצעים מקובלים הביא להנהגת מכשיר השקעה חדש — איגרות חוב צמודות ערך. פרט לפינלנד, לא התנסתה, כנראה, שום מדינה בהשקעות צמודות ערך, בקנה מידה גדול יותר מישראל. אולם ייתכן, שהנקודה הבולטת ביותר בהתהוות שוק ההלואות צמודות הערך, בישראל, אינה היקפו, כי אם העובדה שהנהגת השקעות צמודות לא נתייחדה לממשלה. הופעת איגרות חוב מסוג זה, במחצית הראשונה של שנות החמישים, משקפת, במידה ניכרת, את היוזמה של סקטורים אחרים במשק. אמנם לפני 1955 בצעה הממשלה כמה הנפקות של איגרות חוב צמודות דולר. אולם פרט להנפקת שטרי חסכון צמודי דולר ב־1951, לא יכלה אף אחת מהנפקות אלה להתפרש כהחלטה מפורשת בדבר הנהגת צמידות ערך, כאמצעי לעידוד השקעות בניירות־ערך [22]. אך אפילו במקרה זה היחס הדו־משמעי לצמידות הערך מסתבר מסירוב הממשלה

השוואת מימון זה למימון ממקורות בחוץ לארץ, במשך השנים 1949 עד 1954. בשנים אלה, עלו התקבולים ממענקי ממשלת ארצות־הברית, מכירת ״בונדס״, משילומים, המגבית היהודית המאוחדת וממילוות שונים לטווח בינוני וארוך, על 1,100 מיליון דולר ראה מיכאל מיכאלי, סחר החוץ ויבוא ההון לישראל (תל־אביב, עם עובד, 1963).

[19] סיכום מתוך

Official Stock Exchange Yearbook 1955–56 (Jerusalem: Kollek and Sons, 1956); *Israel Companies and Cooperative Societies Yearbook* 1953 (Jerusalem: Kollek and Sons, 1953); *Israel Economist Annuals.*

[20] להצדקת השקפה זו, ראה:

J.C. Pilcher, *Raising Capital with Convertible Securities* (Ann Arbor, Michigan: Bureau of Business Research, School of Business, University of Michigan, 1955)

[21] ראה להלן עמ׳ 81.

[22] הצמדת הנפקות אחרות לדולר היתה נעוצה בנסיבות מיוחדות: ראשית, המילווה הלאומי הצמוד לדולר הוצא ערב הקמת המדינה, בטרם נפלה ההחלטה על יחידת המטבע של המדינה החדשה; שנית, טבי־דולר הוצאו כפיצוי לאזרחים שהופקעו מהם ניירות ערך זרים על ידי הממשלה, וכן לבעלי מניות רגילות של

להסתמך על שער החליפין, לירה אחת לדולר אחד, לצורך תשלום התחייבויותיה הצמודות, אחרי הפיחות בשנת 1952.

הצמדת איגרות חוב על־ידי פירמה נעשתה לראשונה ב־1951. היו אלה איגרות החוב הניתנות להמרה במניות או בקרקעות של חברת "הכשרת היישוב". אחריה, החל ב־1952, באה סדרת הנפקות של איגרות חוב של מפעלי מלט "נשר". לאיגרות אלה נודע עניין מיוחד, כיוון שהן מהוות נסיון מוקדם להנהיג הצמדה למדד מחירים, במקרה זה לא למדד הכללי, כי אם למחיר מוצר מסויים. החברה, שהיא בבעלות משותפת של הסתדרות העובדים הכללית ושל החברה המרכזית למסחר והשקעות, הצמידה גם את הקרן וגם את הריבית של איגרות חוב אלה למחירו הרשמי של המלט[23]. בתחילת 1955, שוב נוסתה הצמדה לנכסי־דלא־ניידי על ידי שתי חברות[24] וההנפקות נמכרו בנקל, בשוק ירוד, יחסית.

שנת 1955 היתה שנת מפנה עיקרית ביחסה של הממשלה להצמדה. בקיץ של אותה שנה, הנפיקה חברת החשמל הישראלית (שהפכה בינתיים לחברה ממשלתית) איגרות חוב צמודות בסך 10 מיליון ל"י, הנושאות ריבית בשיעור 6.5 אחוזים. הקרן והריבית של אגרות אלה נהנו מערבות מלאה של ממשלת ישראל. הנפקה זו היתה בבחינת חלוץ לזרם הנפקות של איגרות חוב צמודות. זרם זה שינה, בתקופה שאינה עולה על 5 שנים, את מבנהו היסודי של שוק ניירות־הערך המקומי. התנאים של איגרות החוב של חברת החשמל היו מושכים, ביחס לאלה שהוצעו קודם לכן בשוק. שער הריבית הנומינלי היה גבוה, יחסית, ובשל ההנחה במס היה בשער הריבית, נטו, כדי לתת תשואה גבוהה למשקיעים בקבוצות מס הכנסה שולי גבוה, ביחס להנפקות קודמות. אך אין ספק, שהזכות לבחירת ההצמדה שניתנה למשקיעים — הברירה בין הצמדת הקרן והריבית למדד המחירים לצרכן לבין הצמדתן לשער החליפין הרשמי לדולר[25] — היתה התכונה החשובה ביותר של איגרות החוב החדשות. למעשה, היתה הנפקה זו של חברת החשמל הישראלית הראשונה שעשתה שימוש בהצמדה למדד, בקנה מידה רחב.

תנאי ההנפקה קבעו למעשה את הדגם הכללי להנפקות איגרות חוב צמודות עד לרבע האחרון של 1959, שנה, שבה הופסקה ההצמדה ה"טהורה" לדולר[26]. מסוף 1959 עד לפיחות הל"י, בפברואר 1962, היתה למשקיעים זכות בחירה בין הצמדה מלאה למדד המחירים לצרכן לבין הצמדה מעורבת, היינו 50 אחוז לדולר ו־50 אחוז למדד. לסוגים מיוחדים של משקיעים הונפקו אמנם איגרות חוב שהיו צמודות במלואן לדולר. אחרי הפיחות, הופסקה בדרך כלל ההצמדה לדולר בישראל, לא רק לגבי איגרות חוב, אלא גם לגבי סוגים אחרים של תשלומים דחויים.

חברת החשמל הארץ־ישראלית, כאשר הממשלה רכשה חברה זו. ראה מרשל סרנת, ש ם, פרק 3.

23 התלושים של אחת מסדרות אלה זיכו את בעליהם לרכוש מלט (שהיה אז בפיקוח ממשלתי) במחיר קבוע. ראה: ס ק ר ב נ ק י ש ר א ל (יולי 1956), עמ' 26.

24 מהדרין בע"מ הנפיקה איגרות חוב בסך 250,000 ל"י הניתנות להמרה במניות רגילות או בפרדסים. חברת "ישראס", חברת ההשקעות של רסקו, הוציאה לשוק איגרות חוב בסך 220,000 ל"י הניתנות להמרה, ובנוסף לכך, נתנו לבעליהן אופציה לרכוש דירות, ב־1957/58, במחירים שנקבעו מראש.

25 ההצמדה, בשני המקרים, כללה "סעיף מינימום", זאת אומרת במקרה ששער החליפין הרשמי לדולר ירד מתחת לשער הבסיס (1.80 ל"י = $1), או שמדד המחירים לצרכן ירד מתחת לשיעור הבסיסי — 233 נקודות — ישולם הערך הנקוב המלא של הקרן והריבית.

26 מחוץ לשינויים זעירים בשערי הריבית ובמועד הפרעון (וכמובן השינוי הנ"ל בתנאי ההצמדה) היוו איגרות החוב הצמודות אמצעי השקעה פחות או יותר הומוגני.

ההצמדה מילאה תפקיד מכריע בהרחבת שוק איגרות החוב, אחרי שנת 1954. מ־1955 עד 1961 (ערב פיחות הל״י), הגיע היקפן של ההנפקות החדשות ברוטו של איגרות חוב ל־589 מיליון ל״י. איגרות בסך 502 מיליון ל״י היו צמודות לשער החליפין של הדולר או למדד המחירים לצרכן. איגרות חוב צמודות היוו, איפוא, 85 אחוז מכלל ההנפקות, ברוטו, של איגרות החוב במשך תקופה זו. חלקה של ההצמדה בהנפקות לטווח ארוך היה גדול עוד יותר. אם נוציא מהחשבון את מילווה השיכון — איגרות חוב בלתי־צמודות ל־5 שנים [27] — שניתן היה לפדותן בשער ריבית יותר נמוך, אחרי 6 חודשים, ואת מילוות הממשלה קצרי המועד — 91 ו־122 יום [28] — מגיע חלקן של ההנפקות הצמודות בסך כל ההנפקות של איגרות למועד ארוך, ל־97 אחוז! 3 האחוזים הנותרים מייצגים הנפקתן של כמויות קטנות של איגרות בלתי צמודות נושאות פרסים. מ־1955 היה השוק לאיגרות חוב בישראל, בעיקרו, שוק של איגרות חוב צמודות, ושל הנפקות בלתי צמודות קצרות מועד.

לוח ח־4: הנפקות מקומיות ברוטו של איגרות חוב ואיגרות חוב צמודות: 1955–1961
(ערך נקוב במיליוני ל״י)

	הנפקות ברוטו של איגרות חוב	הנפקות ברוטו של איגרות חוב צמודות	איגרות־חוב צמודות כאחוז מהסך־הכל
1955	12	10	83
1956	44	42	95
1957	61	59	97
1958	79	55	70
1959	137	122	89
1960	79	57	72
1961	177	157	89
סך־הכל	589	502	85

מקור: רוכז מדינים־וחשבונות שנתיים של בנק ישראל.

באפריל 1959 חל מפנה בשוק המניות, ואחרי ירידה שנמשכה 5 שנים, החלו שערי המניות הרגילות לעלות [29]. העלייה התפתחה במהירות, ובאוגוסט אותה שנה עלה מדד המניות הרגילות ביותר מ־30 אחוז. שערי המניות המשיכו לעלות ב־1960, והגיעו לשיא באוקטובר אותה שנה. אחרי ירידה במשך 1961, שוב החלו המחירים לעלות ב־1962, ובספטמבר 1963 הגיע מדד מחירי המניות לשיא.

[27] שטרי חסכון של מילווה השיכון הוצאו החל בסוף 1957, בעיקר למקבלי פיצויים אישיים מגרמניה. אלה היו זכאים לקבל פרמיה בשיעור 20 אחוז בשעת מכירת מטבע זר לאוצר. תשלום הפרמיה באמצעות איגרות חוב נעשה כדי לשמור על שער החליפין ״הרשמי״. תשלומי הפרמיה הופסקו אחרי הפיחות, ב־1962.

[28] מכירת מילוות קצרי מועד החלה ב־1960, וגדלה באופן ניכר אחרי הפיחות. במשך 1962 ו־1963, הגיע הגידול נטו במילווה קצר מועד, ל־184 מיליון ל״י.
ב־1963 הוארכו מועדי הפדיון ל־182, 364 ו־546 יום. ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1964, ירושלים, מאי 1964, עמ׳ 388.

[29] לגבי ניתוח הגורמים שהשפיעו על התאוששות זו של שוק המניות, ראה מרשל סרנת, שם.

ניתן להמחיש את סדר הגודל של העלייה הזו בעובדה, שמדד שערי המניות הרגילות (100=1960) שעמד על 38.9 במרץ 1959 הגיע ל־215.1 בספטמבר 1963, כלומר עלייה פי 5.5 במשך תקופה של ארבע וחצי שנים בלבד[30].

בעקבות התפתחויות אלה התחדשה (לאחר כמה שנים של חוסר הנפקות) גם הפעילות בשוק להנפקות חדשות. מספר ההנפקות גדל בהרבה אחרי 1959, וב־1960/61 הוצאו 34 הנפקות של מניות רגילות. במשך 5 השנים 1959 עד 1963 הופצו בשוק המקומי 90 הנפקות בערך כולל העולה על 250 מיליון ל״י, לפי מחירי ההנפקה. על מנת לראות מספרים אלה בפרספקטיבה היסטורית יש לציין שבמשך חמש השנים 1950 עד 1954 הוצאו לשוק רק 11 הנפקות של מניות רגילות בסך כולל של כ־3 מיליון ל״י, ואילו מ־1955 עד 1958 היה השוק להנפקת מניות, למעשה, משותק לחלוטין.

אחת התכונות הבולטות ביותר בהתחדשות הפעילות בשוק המניות הרגילות היא סדר הגודל של הנפקות אלה ב־1963. כמעט מחצית מכל ההנפקות של מניות רגילות שהוצעו לציבור בשנים 1959–1963 בוצעו ב־1963. ערכן של אותן הנפקות עולה על 60 אחוז מסך כל ההון העצמי שגויים באמצעות הנפקות לציבור במשך התקופה כולה.

לוח ח־5: מספרן והיקפן של ההנפקות הציבוריות המקומיות של מניות רגילות[1], 1959–1963

	מספר ההנפקות		נפח ההנפקות במחיר ההנפקה	
	מספרים מוחלטים	באחוזים	במיליוני ל״י	באחוזים
1959	9	3	2.0	1
1960	14	16	20.5	8
1961	20	22	47.2	17
1962	12	13	33.9	12
1963	41	46	169.6	62
סך־הכל	**90**	**100**	**273.2**	**100**

[1] מניות רשומות בבורסה בלבד.
מקור: חושב מאישורים בתיקי משרד האוצר.

התפתחות שוק ניירות הערך מסוכמת בלוח ח־6, המשווה הנפקות חדשות של ניירות־ערך נטו עם היווי ההון המקומי הגולמי הקבוע בשנים 1950 עד 1963. אף כי היקף ההנפקות החדשות בשנים 1950 עד 1954 מוטה כלפי מעלה (הואיל והסכומים שנפדו לא נוכו), אפשר להסיק בבירור כי הרמה הממוצעת של הנפקות חדשות, ביחס להיווי ההון היתה גבוהה ב־1950/51 מאשר ב־7 השנים שלאחר מכן, אפילו אם היה ניתן לנכות את הסכומים שנפדו. שיעור ההנפקות הגבוה, יחסית, בתחילת שנות החמישים (9 אחוזים) נעוץ ביכולתה של הממשלה להנפיק איגרות חוב חדשות, וכן ברמת הפעילות בשוק המניות באותה תקופה.

הירידה התלולה ביחס שבין ההנפקות החדשות לסך כל היווי ההון, במשך השנים 1952 עד 1955, משקפת, יותר מכל דבר אחר, את חוסר האפשרות של שוק ניירות הערך להתגבר על

[30] שערי המניות הרגילות ירדו בכ־14 אחוזים ב־1964. ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1964, ירושלים, 1965.

עוצמתה של האינפלציה שאיפיינה תקופה זו. שנים אלה מהוות את התקופה שלפני הנהגת הצמדה בשוק ניירות־הערך; איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן הונפקו לראשונה בקיץ 1955. היחס הנמוך בין ההנפקות להיווי ההון, במשך שנים אלה, משקף בדייקנות מרובה, את הקיפאון ששרר בשוק ניירות הערך במשך רוב התקופה הנדונה.

לוח ח־6: הנפקות נטו של ניירות ערך והיווי הון קבוע מקומי גולמי, במחירים שוטפים: 1963–1950

(במיליוני ל״י)

	הנפקות חדשות נטו של ניירות־ערך [1] (1)	היווי הון מקומי גולמי (2)	(2) ÷ (1) (באחוזים) (3)
1950	12	139	8.6
1951	21	226	9.3
1952	6	327	2.1
1953	6	376	1.6
1954	5	480	1.3
1955	9	637	1.4
1956	40	701	5.7
1957	49	870	5.6
1958	44	941	4.7
1959	100	1,036	9.7
1960	57	1,124	5.4
1961	177	1,466	12.1
1962	229	1,974	11.3
1963	447	2,126	21.0

[1] לגבי 1950 עד 1954, ההנפקות ברוטו.

מקור: טור 1 — בנק ישראל, דינים־וחשבונות שנתיים; *Israel Economist Annuals*; *Official Stock Exchange Yearbooks*.

טור 2 — ל.מ.ס., שנתון 1964, מס׳ 15, עמ׳ 146–47.

במשך ארבע השנים שלאחר מכן, 1956 עד 1959, עלה היחס שבין ההנפקות החדשות להיווי ההון בצורה בולטת, בהגיעו לכ־7 אחוזים בממוצע, לגבי כל התקופה. אם נתחשב בהטייה כלפי מעלה, הקיימת בנתונים על ההנפקות החדשות, בשנות ה־50 הראשונות, יש בכך משום חזרה לרמה היחסית ששררה ב־1950/51 [31].

התאוששות שוק ההנפקות החדשות במונחים ריאליים, כלומר, ביחס להיווי ההון, נעוצה בהנפקתן של איגרות חוב צמודות בקנה מידה רחב, במשך תקופה זו. העלייה החדה ב־1959, הן בהנפקות חדשות והן ביחס שבין הנפקות חדשות להיווי הון נבעה מהביקוש המוגדל לאיגרות חוב צמודות־דולר, כתוצאה מהתחדשות הציפיות לפיחות הלירה, סמוך לבחירות הכלליות, שהתקיימו באותה שנה.

[31] מאחר שכל הנתונים ניתנים במחירים שוטפים, שינויים ברמות המוחלטות משקפים את העלייה ברמת המחירים הכללית. בהערכת השינויים בין השנים מן הראוי איפוא להתחשב רק ביחס.

התקופה שלאחר מכן, מ־1960 עד 1963, מקבילה להתחדשות השוק להנפקת מניות רגילות. אחרי נסיגה זמנית, ב־1960, הגיע היחס שבין ההנפקות החדשות להיווי ההון לשעור 12 אחוז ב־1961 ו־11 אחוז ב־1962. ב־1963, בהשפעת עלייה תלולה בגיוס הון מניות, היחס כמעט שהוכפל, וההנפקות החדשות הגיעו לכדי 21 אחוז מהיווי ההון הגולמי באותה שנה.

4. קופות הגמל ושוק ההון

פירוט תיק ניירות־הערך בידי קופות הגמל בסוף 1953, 1957 ו־1960 מובא בלוח ח־7. תיק ניירות־הערך של הקופות, בסך 6.8 מיליון ל״י, בסוף 1953, היווה 6 אחוזים מהערך הנקוב של כל ניירות־הערך, הרשומים בבורסה בתל־אביב בסוף אותה שנה[32]. עד לסוף 1957 הגיע תיק ניירות־הערך של הקופות ל־46 מיליון ל״י, שהיוו 21 אחוז מסך־כל הערך הנקוב של ניירות־הערך הרשומים בבורסה. בסוף 1960 עלה היחס והגיע ל־38 אחוז[33].

לוח ח־7: הרכב תיק ניירות־הערך של קופות הגמל, בסוף 1953, 1957 ו־1960
(באחוזים)

	1953	1957	1960
איגרות חוב:			
ממשלה ומוסדות לאומיים	51.5	60.8	50.4
מפעלים ציבוריים	2.4	12.8	23.8
מפעלים ומוסדות הסתדרותיים	20.1	13.3	12.1
מפעלים פרטיים	11.2	3.7	8.1
בלתי מוגדרים	2.7	5.4	0.9
סך־כל איגרות החוב	*87.9*	*96.0*	*95.3*
מניות:			
מפעלים ציבוריים	4.8	0.3	1.5
מפעלים ומוסדות הסתדרותיים	2.9	1.5	2.3
מפעלים פרטיים	3.9	2.2	0.2
בלתי מוגדרים	0.5	—	0.7
סך־כל המניות	*12.1*	*4.0*	*4.7*
סך־כל ניירות־הערך	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל ניירות־הערך (מיליוני ל״י)[1]	6.8	45.9	171.0

[1] לפי הערך במאזנים.
מקור: לוח־נספח 10.

נראה, שקופות הגמל העדיפו תמיד את ההשקעה בניירות־ערך נושאי ריבית קבועה (מראה על כך העובדה שב־1953 היוו איגרות החוב 88 אחוז מערך תיק ניירות־הערך של הקופות), והשקעותיהן בניירות־ערך לאחר 1953 היו, ברובן המכריע, באיגרות

[32] הערך הנקוב של ניירות־ערך הרשומים בבורסה היה 114 מיליון ל״י בסוף 1953. ראה: הבורסה לניירות־ערך בתל אביב, דין־וחשבון דו־שנתי ראשון 1954/55, עמ׳ 1.
[33] סך כל הערך הנקוב של ניירות הערך הרשומים בבורסה הגיע, בסוף 1957, ל־219 מיליון ל״י ול־444 מיליון ל״י בסוף 1960. ראה בנק ישראל דין וחשבון 1960, (ירושלים, 1961), עמ׳ 379.

חוב. כתוצאה מכך עלה חלקן של איגרות החוב בתיק ניירות־הערך של הקופות על 95 אחוז, הן ב־1957 והן ב־1960.

לוח ח־8 מראה את הרכב ההשקעות של הקופות באיגרות חוב באחוזים, לפני פרסום תקנות האוצר ואחריו. לא ניתן להבחין בהבדל בר משמעות בדפוסי הרכישות של איגרות החוב; גם לפני פרסום התקנות וגם אחריו, הופנו רכישות הקופות, בעיקרן, לאיגרות חוב של הסקטור הציבורי. בהקשר זה, אין לייחס חשיבות ממשית להבדל שבין הממשלה והמוסדות הלאומיים לבין חברות הסקטור הציבורי, כיוון שאיגרות החוב של האחרונות נשאו ערבות של הממשלה או של המוסדות הלאומיים, והיו בהן תנאים דומים לאלה של האיגרות הממשלתיות.

לוח ח־8: השינוי נטו באיגרות החוב, שבידי קופות הגמל, תקופות נבחרות, 1953–1960

(באחוזים)

	1953–1957	1958–1960
ממשלה ומוסדות לאומיים	64	49
מפעלים ציבוריים	16	29
מפעלים ומוסדות הסתדרותיים	12	12
מפעלים פרטיים	2	10
בלתי מוגדרים	6	—
סך־הכל	**100**	**100**
סך־הכל (מיליוני ל"י) [1]	38.0	118.8

[1] לפי הערך במאזנים.
מקור: לוח ח־7.

ניתן ללמוד משהו על גודל השפעת הקופות על שוק ניירות־הערך מבדיקת לוח ח־9, המייחס את ההשקעות נטו של קופות הגמל בניירות־ערך להנפקות החדשות, בתקופות השנים 1954 עד 1957, ו־1958 עד 1961. מתברר, שכבר ב־1957, היוו הקופות גורם חשוב, ואולי החשוב ביותר, בשוק ניירות־הערך המקומי. במשך השנים 1954 עד 1957 היווה הגידול באיגרות החוב, שבידי קופות הגמל, 38 אחוז מהנפקות החדשות נטו של איגרות החוב [34]. למעשה, מטה יחס זה את משקלן של הקופות, כלפי מטה, מאחר שאומדן ההנפקות החדשות נטו מוטה כלפי מעלה בשל קשיים לזהות פדיון איגרות חוב בשנת 1954.

התכונה המפליאה ביותר, בתקופה זו, מתייחסת להשקעה נטו של הקופות במניות. הגידול הצנוע בתיק המניות של הקופות (מיליון ל"י, לעומת 38 מיליון ל"י איגרות חוב), במשך שנים אלה היה שווה ליותר מ־80 אחוז מסך כל ההנפקות של מניות שבוצעו בבורסה בתל־אביב. שני גורמים מסייעים להסביר את המשקל היחסי של פעולות הקופות בשוק המניות. ראשית, חלק לא קטן של השקעות הקופות במניות לבש צורה של רכישת מניות שאינן רשומות בבורסה, בעיקר מניות רגילות של חברת "גמול". אולם הסיבה העיקרית נעוצה בשוק ניירות הערך עצמו. השנים 1954 עד 1957 מציינות תקופה של שפל ממושך בשוק

[34] למעט מילוות חובה.

והפסקה כמעט מוחלטת בהנפקות חדשות. בתנאים אלה, אפילו הגדלה זעומה בהשקעה במניות מורגשת במידה רבה. יש לציין, שלא חל מעבר ממניות לאיגרות חוב במשך שנים אלה. הגידול ברכישת איגרות חוב מצד הקופות משקף הפניית חלק ניכר של זרם התקבולים השוטף לאיגרות חוב. לפיכך, השינוי במדיניות ההשקעה של הקופות, המאופיין על ידי העדפת יתר של איגרות חוב צמודות, לא הפעיל במישרין לחץ שלילי על שוק המניות[35].

לוח ח־9: השינוי נטו בניירות־הערך, שבידי קופות הגמל; והנפקות חדשות של ניירות־ערך, תקופות נבחרות, 1953–1960

(מיליוני ל"י)

	1953–1957	1958–1960
(1) הגידול באיגרות חוב, שבידי קופות הגמל	38.1	118.8
(2) הגידול במניות, שבידי קופות גמל	1.0	6.3
(3) הגידול בניירות־הערך, שבידי קופות גמל	39.1	125.1
(4) הנפקות חדשות של איגרות חוב (נטו)	100.0	177.5
(5) הנפקות חדשות של מניות	1.2	26.5
(6) הנפקות חדשות של ניירות־ערך (נטו)	[1]101.2	204.0
יחסים (באחוזים)		
(7) (4)÷(1)	38	67
(8) (5)÷(2)	83	24
(9) (6)÷(3)	39	61

[1] כולל פדיונות שלא ניתן להפרידם.
מקור: שורה 1 — לוח ח־8.
שורה 2 — לוח־נספח 10.
שורה 3 — לוח־נספח 10.
שורות 4, 5 ו־6 — רוכז מדו"חות שנתיים, בנק ישראל.

במשך שלוש השנים הבאות (1958 עד 1960) החישו הקופות בהרבה את קצב רכישת ניירות־הערך. כיוון שרשימת ניירות־הערך ה"מאושרים" הורכבה, במידה רבה, מהנפקות חדשות של איגרות חוב צמודות, והקופות נדרשו להשקיע 65 אחוז (ו־75 אחוז לאחר מכן) מתקבוליהן הנקיים בניירות־ערך מאושרים או פקדונות "מיוחדים", אין זה מפליא שמשקלן היחסי של הקופות בשוק ההנפקות של איגרות החוב גדל באופן מוחשי, במשך תקופה זו. עובדה זו מצטיירת בלוח ח־9, המראה, שההשקעה הנקייה של הקופות באיגרות חוב היוותה 67 אחוז מסך כל ההנפקות החדשות, נטו, שבוצעו בשנים אלה. בעקבות הוצאת הפקדונות ה"מיוחדים" מהרשימה המאושרת, שהביאה להמרת פקדונות אלה, בהגיע מועד פרעונם, באיגרות חוב, גדל, כנראה, חלקן של קופות הגמל בהנפקות חדשות של איגרות חוב, במידה ניכרת. למעשה, מצביעים הנתונים הקיימים (אשר אינם מדוייקים אמנם כל צורכם) על גידול כמות ניירות־הערך שבידי קופות הגמל ב־1961, ועל כך, שאין זה מן

[35] מאחר שלא ניתן להשיג נתונים על רכישת מניות על ידי הקופות לפני 1953, אי אפשר להעריך את ההשפעה השלילית הבלתי ישירה שעשויה היתה להגרם על ידי ירידה אפשרית בשיעור רכישת מניות, בתקופה הנדונה.

הנמנע, שהקופות קלטו עד כדי 90 אחוז מההנפקות החדשות של איגרות החוב באותה שנה[36].

בדומה לתקופה הקודמת, דורש היקף ההשקעה של קופות הגמל במניות, ביחס לסך כל ההנפקות החדשות של מניות במשך 1958–1960, הסבר מיוחד. גם בתקופה זו, מהווה רכישת מניות בלתי נסחרות של חברת "גמול" על ידי הקופות חלק ניכר, מחצית בערך, של ההשקעה הנקייה במניות. יתר על כן, במשך תקופה זו רכשו הקופות כמות גדולה יחסית של מניות שהוצעו על ידי חברת החשמל הישראלית, כיוון שהוצאה זו נכללה ברשימת ניירות־הערך המאושרים[37]. בהתחשב בגורמים אלה היתה לקניות המועטות של מניות רשומות אחרות על ידי הקופות, אחרי 1957, השפעה פחות ניכרת על שוק המניות מזו שמראים הנתונים שבלוח ח־9.

העדר נטייה ברורה לרכוש מניות עומד בניגוד חריף למדיניות ההשקעה של קרנות פנסיה במדינות אחרות. קרנות הפנסיה בארצות־הברית ובבריטניה, למשל, העבירו, בעיקר מחמת האינפלציה, חלק ניכר מהשקעותיהן למניות רגילות[38]. ב־1957, השקיעו קרנות הפנסיה בארצות־הברית 36 אחוז מתקבוליהן נטו במניות רגילות[39] ובאותה שנה הפנו קופות גמל בריטיות 37 אחוז מהתוספת הנקייה לנכסיהן למניות[40]. אפילו אם ננכה את ההשפעה הנובעת מהלוואות לחברים ומחובות המעבידים — הואיל ואלה אינם מצויים בארצות אחרות — לא ניתן להבחין בנטייה דומה בישראל. בין 1954 ו־1957 היוותה ההשקעה הנקייה במניות רק אחוז אחד מכלל ההשקעה הנקייה של קופות הגמל (למעט סעיפים שנזכרו לעיל ונכסים שונים אחרים). בהקשר זה מן הראוי להזכיר, שהלחצים האינפלציוניים בישראל היו חריפים במיוחד במשך תקופה זו, ובוודאי שהגיעו להיקף גדול בהרבה מאשר בארצות הברית או אנגליה.

תרומתן של קופות הגמל להתפתחות שוק ההון לא נצטמצמה לתפקידן כקונה עיקרי, תפקיד סביל במהותו. במשך המחצית הראשונה של שנות החמישים נודע לקופות הגמל תפקיד ממשי במעבר להשקעות צמודות ערך. הקופות, כיוון שנועדו לשמש כמוסדות חסכון של חבריהן, חששו מאוד — מטבע הדברים — מאינפלציה. מיזוגן, ב־1954 של קופות התגמולים הבודדות, המסונפות למוסדות ההסתדרות, בקרן גימלאות מרכזית, המעניקה הטבות צמודות למדד המחירים לצרכן, הגביר עוד יותר את הביקוש לאיגרות חוב צמודות מדד.

בסוף 1953 היו בידי הקופות איגרות חוב צמודות ערך בסך 2.4 מיליון ל"י. אך יש לציין, כי השתתפותן של הקופות בהלוואות הצמודות שנתנה "גמול" לחברות ולמוסדות מסויימים

[36] יש לציין, שההשוואה לגבי שנה אחת כרוכה בקשיים, כיוון שהרבה קופות מסכמות את הדו"חות הכספיים שלהן בחודש מרץ במקום בדצמבר. בהתאם לכך, חלק מגידול כמות ניירות־הערך שבידי הקופות, בשנת 1961, למשל, משקף רכישות שנעשו במשך הרבע הראשון של שנת 1962. (במידה שהתקופה הנסקרת היא ארוכה יותר, הסילוף הנגרם על ידי הבדלי תאריכים אלה מורגש פחות). יתר־על־כן, במשך הרבע הראשון של 1962 בוצע פיחות הל"י וחלק מהגידול בניירות־הערך שבידי הקופות עלול לשקף רווחי הון על איגרות החוב הצמודות לדולר.

[37] את המקור למניות שרכשו הקופות, אחרי 1960, ניתן למצוא גם בהנפקות אחרות, שנכללו במפורש ברשימת האוצר. לדוגמה, הקופות רכשו ב־1961 מניות של "מפעלי ים המלח" בכ־4 מיליון ל"י.

[38] עבור ארצות־הברית ראה: Eugene Miller ש ם.
עבור בריטניה, ראה: *Report of the Committee on the Working of the Monetary System* ש ם, עמוד 89.

[39] Eugene Miller ש ם, עמוד 323.

[40] לגבי בריטניה, ראה הערה 38.

היתה, מבחינה כמותית, חשובה יותר. הלוואות צמודות מדד ניתנו לסולל־בונה, קק״ל ולחב־רות אחרות, במשך שנות החמישים המוקדמות. בסוף 1953 הגיעה יתרת ההלוואות הצמודות, לסך העולה על 5 מיליון ל״י [41]. קופות הגמל אף פיתחו טיפוס מיוחד של הצמדה בלתי ישירה על ידי מתן הלוואות לבתי הבראה. כתוספת לריבית קיבלו הקופות מקומות שמורים לחבריהן בבתי־הבראה אלה, ולעיתים קרובות בתעריפים מוזלים, כל זאת בזמן, שבו היה קיים עודף ביקוש לשירותי נופש מסוג זה.

התערבות פעילה זו של קופות הגמל בשוק ההון באה, למעשה, לקיצה בסוף 1957. מתאריך זה ואילך הן היו בבחינת ״קהל מאונס״. הן לא היו גורם בעל חשיבות בהתאוששות שוק המניות ב־1959, וגם לא השתתפו, במידה ניכרת, בהתרחבות חסרת התקדים שפקדה את שוק המניות בשנים שלאחר 1959. יש לציין, שאותם 10 האחוזים מהמקורות, שהותרו מלכתחילה להשקעות על פי שיקול דעתן של הקופות, בוטלו בספטמבר 1960, כשהיחס הנדרש של השקעות מוכרות הועלה מ־65 ל־75 אחוז. כתוצאה מכך, בודדו המשקיעים המוסדיים הגדולים ביותר של ישראל משוק המניות; השתתפותן הפעילה בשוק זה צומצמה לקומץ הנפקות חדשות, שנכללו במפורש ברשימת האוצר.

5. השקעות קופות הגמל, לפי הייעוד

חשיבות ניכרת מיוחסת לכיוון ההשקעה של קופות הגמל. לוח ח־11 מראה את ההתפלגות באחוזים, של ייעוד הזרם הנקי של ההשקעות בניירות ערך, ב״גמול״ ובהלוואות ישירות [42]. ההשקעות סווגו לפי הפעילות הכלכלית העיקרית של מנפיק ניירות־הערך או מקבל ההלוואה [43]. בשעה שפעילות החברה לא נצטמצמה לתחום אחד, יוחסה ההשקעה לתחום העיקרי שבו עסקה.

עד 1957 הפנו קופות הגמל את מרבית השקעותיהן לשני ענפים — בנקאות וכספים, וממשלה ומוסדות לאומיים. המוסדות הכספיים ספגו 35 אחוז מזרם ההשקעות, בשנים 1954 עד 1957, ואילו 29 אחוז הופנו לממשלה ולמוסדות הלאומיים. חלקו של הסקטור הפיננסי מוטה כלפי מטה משום שפקדונות לזמן קצוב בבנקים אינם נכללים בלוח ח־10. אם נכלול פקדונות אלה, כי אז יגיע חלקו של ענף הבנקאות והכספים בסך יתרת ההשקעות, בסוף 1953, ל־60 אחוז. אולם כיוון שהפקדונות גדלו בקצב איטי, באורח יחסי, במשך התקופה שלאחר מכן, מגיע חלקם היחסי של המוסדות הכספיים, בזרם ההשקעות, במשך 1954–1957, ל־45 אחוז בלבד.

הפיקוח הממשלתי על השקעות קופות הגמל שהופעל החל ב־1957 הגביר, כנראה, ריכוזיות זו [44]. בסוף 1960, עלה החלק היחסי של השקעות קופות הגמל במוסדות כספיים (כולל פקדונות לזמן קצוב) ל־62 אחוז; 25 אחוזים נוספים הושקעו בממשלה ובמוסדות

[41] מאלף לציין שהשתתפויות כאלה בהלוואות צמודות החלו להופיע בדו״חות הכספיים של קופות הגמל כבר ב־1951. ראה גם ״גמול״, חברה להשקעות, דו״ח שנתי עשירי (תל־אביב, 1961).

[42] לגבי ״גמול״, ההשתתפות של קופות הגמל בהלוואות בודדות שניתנו באמצעות חברה זו סווגה לפי ענף המשק של מקבל ההלוואה; הפקדות ב״גמול״ נכללות ב״בנקאות וכספים״.

[43] הדבר אינו ניתן להשוואה ישירה לסיווג לפי הסקטור, המופיע בלוח ח־8, ששם הקריטריון הוא של בעלות.

[44] מאחר ש״גמול״ אינה מציעה יותר ״השתתפויות״ בהלוואות מיוחדות, סווגו, ב־1960, כל ההפקדות בחברה זו ב״בנקאות וכספים״. נוסף על כך, מונע האחוז הגבוה של ההשקעות הבלתי מזוהות, ב־1957, הסקת מסקנות חד משמעיות על הגידול בזרם ההשקעות שהופנה לסקטור הפיננסי, במשך התקופה שלאחר מכן.

הלאומיים. בה בשעה שהיחס הגבוה של השקעות בסקטור הפיננסי משקף את העדיפות שניתנה לפקדונות ה"מיוחדים", יש לציין, שהמרתם של חלק מפקדונות אלה באיגרות חוב, ב־1961, לא שינתה את התפלגות ההשקעות לפי ענפי המשק, כיוון שחלק זה הומר באיגרות חוב שהונפקו אף הן על ידי מוסדות כספיים.

לוח ח־10: השקעות נבחרות של קופות הגמל [1] לפי ענפי משק עיקריים, 1953 ו־1957

(באחוזים)

	1953	1957	1953–1957
חקלאות	2.0	2.7	2.9
חרושת	5.1	3.5	3.1
בנייה	19.5	8.5	5.7
שירותים ציבוריים ותחבורה	3.5	5.9	6.5
ממשלה ומוסדות לאומיים [2]	23.6	28.1	29.2
בנקאות וכספים	31.7	34.6	35.4
מסחר ושירותים	10.8	5.7	4.4
בלתי־ידוע	3.8	11.0	12.8
סך־הכל	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־הכל (מיליוני ל"י)	21.5	104.7	83.2

[1] השקעות בניירות־ערך, בחברת "גמול", והלוואות ישירות למפעלים ומוסדות — למעט פקדונות לזמן קצוב ונכסי־דלא־ניידי.
[2] השקעות במפעלי הסקטור הציבורי חולקו אף הן לפי ענפים.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

ריכוז זה של ההשקעות בסקטור הפיננסי והציבורי משקף את המבנה הבלתי מפותח של שוק ההון במשך חלק גדול מתקופה זו, והוא מייצג הפרדה בין תפקיד החסכון וההשקעה. הפניית זרם ההשקעות למוסדות ביניים כספיים אחרים, מעבירה, למעשה, את האחריות להקצאת חסכונות הגמל בין השימושים הסופיים, מהקופות עצמן למוסדות כספיים שהתמחו בכך. בהקשר זה יש לראות בממשלה סוג מיוחד של מוסד ביניים פיננסי, כיוון שגם היא מקצה אמצעים כספיים לענפים שונים של המשק, באמצעות תקציב הפיתוח שלה.

הופעת שוק מניות של ממש ב־1959/60, והתרחבותו המתמדת והמהירה בשנים שלאחרי כן, היה בה כדי לשנות את דפוסי ההשקעות של קופות הגמל, כיוון שחברות, במספר הולך וגדל, פנו לציבור לצורך גיוס חלק מן ההון הדרוש להן. אולם הפיקוח החמור, שהוטל על השקעות הקופות במשך השנים האחרונות, מיתן בהרבה את השפעת השינויים בתנאי השוק על הרגלי ההשקעה של הקופות.

עניין מיוחד, לגבי ישראל, יש בסיווג אחר של ההשקעות, סיווג לפי סקטור. הכוונה היא לזרם השקעות קופות הגמל לשלושת הסקטורים העיקריים של המשק הישראלי: הסקטור הציבורי, ההסתדרותי והפרטי. כאן סווגו ההשקעות לפי ההשתייכות הסקטורלית של החברה או המוסד שאליהם הופנו ההשקעות; במקרים של בעלות מעורבת שובצה החברה בסקטור שהחזיק בעיקר הבעלות.

בניגוד לדעה הרווחת, לא היוו קופות הגמל, לפני 1957, תחום פעולה בלעדי של ההסתדרות. אמנם נכון, שלפחות 48 אחוז מההשקעה הנקייה של הקופות (למעט פקדונות לזמן

קצוב) בין 1953 ו־1957 הופנו לסקטור ההסתדרותי, אך 37 אחוז הופנו לסקטור הציבורי, וקשה לומר שזהו חלק זעום. מבנה זה של ההשקעה היווה שינוי במדיניות ההשקעה הקודמת. 61 אחוז מההשקעותיהן הקיימות של הקופות בסוף 1953 היו בסקטור ההסתדרותי ו־26 אחוז בלבד היו בסקטור הציבורי. ב־1957 השתנה יחס זה: חלקה של ההסתדרות ירד בהדרגה והגיע ל־50 אחוז, ואילו חלקו של הסקטור הציבורי עלה עד ל־35 אחוז מיתרת ההשקעות של קופות הגמל. המפנה בזרם ההשקעות שהופנה לסקטור הציבורי בשנים שלאחר 1953 משקף את העובדה, שהממשלה, המוסדות הלאומיים וחברות הסקטור הציבורי, היו המנפיקים העיקריים של איגרות חוב צמודות, במשך התקופה מ־1954 עד 1957. לעומת זאת, ניתן לזקוף את החלק הזעום של הסקטור הפרטי לעובדה, שהסקטור הציבורי והסקטור ההסתדרותי חלשו, במידה כמעט מוחלטת, על השוק לחובות צמודים במשך שנים אלה.

לוח ח־11: השקעות נבחרות של קופות הגמל[1] לפי סקטור הייעוד, תקופות נבחרות, 1960–1953

(באחוזים)

סקטור הייעוד	1957–1953			1960–1958		
	כל קופות הגמל	קופות מסונפות להסתדרות[2]	קופות גמל אחרות	כל קופות הגמל	קופות מסונפות להסתדרות[2]	קופות גמל אחרות
ציבורי	37.2	24.8	61.0	48.1	41.8	59.6
הסתדרותי[3]	47.8	60.2	23.9	49.8	57.9	35.2
פרטי	2.3	0.8	5.3	5.6	0.9	14.0
בלתי־ידוע	12.7	14.2	9.8	(3.5)	(0.6)	(8.8)
סך־הכל	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־הכל (מיליוני ל"י)	83.2	54.8	28.4	215.8	138.9	76.9

[1] ראה הערה א' ללוח ח־10. לגבי 1958–1960, נכללו פקדונות לזמן קצוב ופקדונות "מיוחדים".
[2] כולל 4 קרנות פנסיה ו־3 קרנות ביטוח.
[3] כולל הלוואות לאגודות שיתופיות.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

לוח ח־11 מדגיש גם את ההבדלים בדפוסי ההשקעות שבין קופות המסונפות לחברות ומוסדות הסתדרותיים (לרבות קרנות הביטוח) לבין אלה המסונפות לסקטורים אחרים. הראשונות הפנו 60 אחוז מהשקעותיהן לסקטור ההסתדרותי ו־25 אחוז לסקטור הציבורי, בה בשעה שיחסים אלה היו כמעט הפוכים אצל הקופות הלא־הסתדרותיות.

כיוון שאחת המטרות של הפיקוח הממשלתי, שהוטל על קופות הגמל, היתה הבטחת מידה גדולה יותר של שליטה על ייעוד זרם ההשקעות, יש ענין מיוחד בניתוח השינויים שחלו בייעוד הסקטורלי של ההשקעות, אחרי 1957. השינוי הבולט שחל במבנה ההשקעות, במשך התקופה שבין סוף 1957 לסוף 1960, בהשוואה לתקופה שקדמה לה, אינו קיצוני: חלקו של הסקטור הציבורי עלה מ־37 אחוז ל־48 אחוז. יתר על כן, כיוון שלא ניתן לזהות 12 אחוז מההשקעות, שנעשו בתקופה הקודמת, לא ניתן להסיק מסקנות חד־משמעיות מעלייה זו. יש להדגיש, שחישוב השינוי הנראה בזרם ההשקעות לסקטור הציבורי, לפי לוח ח־11, מהווה אומדן מירבי, כיוון שהונח, באופן סמוי, שאף אחת מההשקעות "הבלתי מזוהות" לפני

1957 לא נעשתה בסקטור הציבורי, וזוהי הנחה בלתי סבירה. מצד שני, אם מניחים שחלק גדול מן ההשקעות הבלתי מזוהות, או כולן, שנעשו במשך השנים 1954 עד 1957 הופנו לסקטור הציבורי, לא התרחש שינוי משמעותי בייעוד השקעותיהן של קופות הגמל אחרי 1957.

כיוון שהשינוי האמיתי בזרם ההשקעות מצוי, כך יש לשער, היכן שהוא בין שני הקצוות, היתה, כנראה, השפעת הפיקוח הממשלתי על ייעוד ההשקעות, קטנה ממה שניתן היה לצפות. אפילו גודלו של השינוי המירבי בהשקעות קופות הגמל בסקטור הציבורי, אינו סותר את המגמה הכללית, לרכוש איגרות חוב צמודות, מגמה שניתן להבחין בה כבר בשנים שקדמו להפעלת התקנות. בהתחשב עם שליטתו של הסקטור הציבורי בשוק איגרות החוב הצמודות, הרי אילו היתה מגמה זו נמשכת, היה נוטה חלקו היחסי של הסקטור הציבורי בהשקעות קופות הגמל לעלות אפילו ללא פיקוח ישיר.

פרק ט

שיעור התשואה על השקעות קופות הגמל

1. הקדמה

יעילותן של קופות הגמל כמתווכים כספיים (כמוסדות המפנים את חסכונות חבריהם לענפי משק אחרים) היתה תלויה באפשרות שעמדה בפניהן להשיג שיעורי תשואה נאותים. בפרק זה נעשה נסיון לנתח ולהשוות את היעילות הכלכלית של קופות הגמל. כאמת מידה ליעילות כלכלית של קופה ישמש גודל התשואה, נטו, שהושגה מפעולותיה הכלכליות, ביחס לגודלה (כפי שהוא נמדד על ידי סך נכסיה).

הדגשת התשואה לנכסים, יש בה גם כדי ללמדנו על אחת הבחינות של פעולות קופות הגמל, שיש לה חשיבות מכרעת לגבי הקופות עצמן. במקרה של תכנית לתגמולים חד פעמיים, גודל התגמולים בעתיד תלוי, בין היתר, בשיעור התשואה, נטו. חלוקת הרווח הנקי לחשבונותיהם האישיים של החברים משמשת להגדלת החסכונות המצטברים והיא קובעת, על־ידי כך, את היקפם של תשלומי הגמל המגיעים להם. הקצאה כזו תלויה במישרין ובאופן ברור בכושר הקופה לזכות בתשואה העולה על ההוצאות הנדרשות לביצוע פעולותיה. בדומה לכך, מהווה התשואה הצפויה, נטו, אחד המרכיבים לחישוב האקטוארי של גובה תשלום הגימלאות השנתיות בעתיד. אפילו במקרה של תשלומי הגימלאות "ההדדיים" שאותם משלמות קרנות הפנסיה של ההסתדרות, אפשר לטעון, שרמת התשלומים בעתיד תשקף, בסופו של דבר, את כושרן של קרנות אלה לזכות בתשואה חיובית, נטו, על נכסיהן המצטברים.

2. מדידת שיעור התשואה

הרבה קופות גמל רושמות מספר מגוון של תקבולים ותשלומים בחשבונות הרווח וההפסד שלהן [1]. דמי חבר, החזרים של פרמיות ביטוח חיים ו"השתתפות" מעבידים או עובדים בכיסוי הוצאות, נרשמים במקרים רבים כהכנסות. מצד שני, פרמיות ביטוח חיים, מתנות ותרומות, נרשמות כהוצאות. בפרק זה, מצטמצמת הגדרת ההכנסה הנקייה לאותם הסעיפים המייצגים את התשואה, ברוטו, שנתקבלה מנכסי קופות הגמל בניכוי ההוצאות שנעשו לצורך הניהול השוטף של הפעולות הרגילות של הקופות, ואילו ההוצאות שאינן תפעוליות אינן כלולות בהוצאות. ההכנסות כוללות, איפוא, ריבית, דיבידנדים ודמי שכירות שנתקבלו מהשקעות והלוואות [2]. שיעור התשואה, נטו, של הקופה הבודדת חושב על ידי חלוקת ההכנסה הנקייה

[1] הכללת סעיפים, שאינם בחזקת הכנסה, בחשבון הרווח וההפסד אינה מעוררת בעיה לגבי הקופה עצמה, היות וכל קופות הגמל המאושרות פטורות לחלוטין מתשלום מס הכנסה.

[2] לרבות ריבית על חובות מעבידים. ריבית זו נכללת כיוון שחובות אלה נובעים מפיגור בהעברת הפרשות, והיא מהווה איפוא הלוואה סמויה. לעומת זאת, לא נכללו עמלות, שנתקבלו מחברות ביטוח, הואיל ונכון לראותן כחסכון הנובע מביטוח קבוצתי ולא כהכנסה מהשקעה.

(כפי שהוגדרה) בסך הנכסים הממוצע של אותה שנה[3]. המקדם שמתקבל מכך, המבוטא באחוזים, מהווה את המדד ליעילות הכלכלית של הקופה בשנה נתונה[4].

ערך הנכסים הממוצע היווה את הבסיס לחישוב שיעור התשואה, מאחר שאין לצפות לכך, שכספים שנצטברו לקראת סוף שנה, אפילו אם הושקעו, ישפיעו מייד, באורח ניכר, על ההכנסה באותה שנה. מצד שני, השימוש בנכסים בתחילת השנה, כבסיס לחישוב, היה מתעלם לחלוטין מבעיית השגת רווחים מן התוספת השוטפת לנכסים.

ניתן לטעון, שההכנסה מהשקעות צריכה להתייחס לתיק ההשקעות הממוצע ולא לסך הנכסים הממוצע; אך אין לקבל טענה זו. שני מדדים אלה נבדלים מבחינה מושגית: הראשון מודד את התשואה מההשקעות הקיימות של הקופות, ואילו השני עוסק בתמורה על כלל המקורות העומדים לרשות הקופה לצורכי השקעות, בין אם הושקעו למעשה ובין אם לאו. יש להדגיש, ששיעור התשואה על הנכסים הינו מדד אמיתי יותר ליעילות הכלכלית של קופות הגמל, כיוון שרק על ידי ייחוס ההכנסות לנכסים יש אפשרות לשקף באורח נאות את אחת הבעיות היסודיות העומדות לפני הקופות, דהיינו הבעיה של מ צ י א ת השקעות מתאימות לזרם ההולך וגדל של הפרשות העובדים והמעבידים. לגבי קופות הגמל, התפקיד של מציאת השקעות אינו נופל בחשיבותו מהבעיה של השגת תשואה הולמת על תיק ההשקעות.

השימוש בשיעורי תשואה כמדדים ליעילות כלכלית עשוי לעורר, במישרין, הסתייגות נוספת. ניתן לטעון, שיש צורך לתקן הגדרה זו בכדי שתשקף את אותן המטרות של קופות הגמל הגורמות להקטנה מכוונת של ההכנסה. לדוגמא, קופה יכולה להעדיף מתן הלוואות בריבית נמוכה לחבריה על השקעות מכניסות יותר, בניירות־ערך.

אם כי אין ספק בכך, שקופות גמל רבות, בגלל סיבות שונות, ויתרו מרצונן על הכנסה שוטפת, אין הדבר סותר בהכרח את מודד היעילות המוצע. גורמים רבים משפיעים על שיעור התשואה של קופות הגמל, ובהם כלולה גם המדיניות של הקטנת ההכנסה ביודעין. יש עדיין לקבוע את ההשפעות של קווי מדיניות כאלה ולאמוד את מידת השפעתם על היעילות הכלכלית של הקופות. סיווג קופות הגמל לפי שיעורי תשואה אינו מתיימר לבטא משפט ערכי; הוא נועד לשמש מסגרת מושגית נוחה שבתוכה ניתן לנתח את הפעולות הכלכליות של הקופות.

ברם, מן הראוי להזכיר שביקורת של ממש נובעת מהעובדה, שהמודד ליעילות (כפי שהוגדר לעיל) מבטא רק חלק (ולא תמיד את החלק העיקרי), מן התשואה על השקעותיהן של הקופות. שיעור התשואה, המבוסס על הכנסה שוטפת, מתעלם מרווחי הון ואף אינו מתחשב בעליית ערך הקרן של השקעות צמודות. בהתחשב עם עליית המחירים המתמדת בשנות החמישים, ברור, שהשקעה צמודה למדד המחירים לצרכן, למשל, היתה עדיפה, בהרבה מהשנים הנדונות, על השקעות בלתי־צמודות, אפילו אם אלה נשאו ריבית גבוהה יחסית.

מבחינה מושגית, עדיף היה להגדיר אחרת את שיעור התשואה, כדי ששיעור זה יבטא את מלוא השינויים בערך השוק של ההשקעות, נוסף על ההכנסה השוטפת. ברם, העדר נתונים מתאימים מנע את עריכת התיקונים המתאימים לגבי ההכנסה. לא תמיד ניתן לזהות

[3] הממוצע חושב על סמך ערך הנכסים בתחילת השנה וערכם בסופה.

[4] כיוון שגורמים שרירותים רבים משפיעים הן על ההכנסות והן על ההוצאות, בכל שנה ושנה, חושב שיעור תשואה ממוצע לשנתיים, 1952 ו־1953. העדר נתוני הכנסה לגבי 1956 מנע ביצוע חישובים דומים לגבי 1957.

כל אחת מההשקעות הצמודות, ואפילו במקרים שהדבר היה אפשרי, קשה היה לקבוע את תאריך ביצוע ההשקעה ואת תנאי ההצמדה (כלומר הצמדה למדד המחירים לצרכן או לשער החליפין של הדולר). בעיות דומות התעוררו ביחס למניות ונכסי דלא ניידי שבידי הקופות, אם כי באלה אין העיוות גדול, יחסית, שכן השקעות אלה מהוות חלק קטן, יחסית, מכלל הנכסים.

יש לציין, כי ברוב ההשקעות הצמודות עלה שיעור התשואה השוטף על זה שנשאו ההשקעות הבלתי צמודות, במרבית התקופה הנסקרת [5]. משום כך, אם כי התעלמות מרווחי הון מטה כלפי מטה את רמת ההכנסות של הקופות, במונחים מוחלטים [6], קרוב לוודאי שאין היא מעוותת, במידה רבה, את דירוגן היחסי של אותן קופות, שהצליחו להצמיד חלק ניכר מהשקעותיהן. במידה שמדובר על השקעותיהן הצמודות, קופות אלה עדיין נוטות להיכלל בקבוצות שיעור התשואה הגבוהות יותר.

3. שיעור התשואה של נכסי קופות הגמל, 1953–1960

השינויים המרחיקים לכת, שאיפיינו את התפתחות מדיניות ההשקעה של קופות הגמל במשך שנות החמישים, השפיעו על שיעור התשואה של הקופות. לוח ט־1 מראה את שיעורי התשואה על סך הנכסים הממוצע של קופות התגמולים והפנסיה וקרנות הביטוח, במשך השנים 1953, 1957 ו־1960 (החישובים נעשו פעמיים: פעם, כשהם כוללים ריווחי הון שמומשו; ופעם — בלעדיהם).

תכונה בולטת של התפתחות הכנסות הקופות מתבטאת בהפרש הגדול בשיעור התשואה, בין קרנות הביטוח לבין קופות התגמולים והפנסיה. בראשונות היה שיעור התשואה שלילי ב־1953 וב־1957, ואילו התשואה החיובית ב־1960 הסתכמה בכדי שליש התשואה, שנשאו קופות הגמל האחרות (1.7 אחוזים בהשוואה ל־5.6 אחוזים). הפרש גבוה ומתמיד זה תלוי, במידה רבה, ברמת ההוצאות התיפעוליות הגבוהה בקרנות הביטוח, המבטא את ההבדל באופי פעילותן של קרנות הביטוח, בהשוואה לקופות האחרות.

כדאי גם לציין את קוטנו של שיעור התשואה הנומינלי הממוצע בקופות התגמולים והפנסיה ב־1953. מאחר שהמחירים, כפי שנמדדו על ידי מדד המחירים לצרכן, עלו ב־28 אחוז ב־1953, ורק חלק קטן ביותר מנכסי הקופות היה צמוד, באורח פורמלי או בלתי פורמלי [7], הגיע שיעור התשואה על ערך הנכסים הממוצע ל־3.8 אחוז בלבד, כלומר שיעור התשואה הריאלי היה שלילי. יתר על כן, שיעור התשואה הריאלי השלילי לא נתייחד לשנת 1953 בלבד. בדיקת נתוני 1952, מצביעה על כך, ששיעור התשואה הנומינלי הממוצע היה קטן יותר במקצת לפני 1953, ומאחר שמדד יוקר המחירים לצרכן עלה בין דצמבר 1950 ודצמבר 1953 בשיעור מצטבר של 33 אחוז לשנה, היה איפוא שיעור התשואה הריאלי על נכסי קופות אלה שלילי עוד יותר בשנים קודמות. נכון יהיה, כנראה, להניח ששיעורי תשואה שליליים אלה והקטנת הערך הריאלי של חסכונות התגמולים המצטברים שנבעה מכך,

[5] באופן כללי, רוב קופות הגמל לא ניצלו אפשרויות השקעה במה שנקרא "שוק האשראי השחור", שבו שיעורי הריבית על הלוואות עלו, במקרים רבים, על 20 אחוז, במשך התקופה הנסקרת.

[6] שיעורי התשואה הכוללים, המבטאים הן את ההכנסה השוטפת והן את העליה בערך הקרן, חושבו לגבי כל קבוצת השקעות. שיעורים אלה מהווים אומדן טוב יותר של רמת ההכנסות של קופות הגמל, במונחים מוחלטים. בשיעורים אלה נעשה שימוש בהשוואות תקופתיות של שיעור התשואה. ראה עמ' 100 ואילך.

[7] ההצמדה הבלתי פורמלית מתייחסת להשקעות בנכסי דלא־ניידי ובמניות רגילות.

שימשו, ב־1954, כדחיפה להמרת הקופות ההסתדרותיות ששילמו תגמולים חד פעמיים בתכניות המשלמות גימלאות צמודות [8].

ל ו ח ט ־ 1 : שיעור התשואה [1] על סך הנכסים הממוצע : 1952, 1957 ו־1960

(ב א ח ו ז י ם)

	קרנות ביטוח	קופות התגמולים והפנסיה
	הכנסה שוטפת	
1953	–4.6	3.8
1957	–0.3	4.9
1960	1.7	5.6
	הכנסה שוטפת בתוספת רווחי הון שמומשו	
1953	–4.0	3.8
1957	–0.2	5.2
1960	2.2	6.6

[1] משוקלל בנכסים.

ב־1957, עלה שיעור התשואה ל־5 אחוזים בקירוב, ואם מתחשבים ברווחי הון שמומשו, עלה שיעור התשואה על סך הנכסים הממוצע במעט יותר מ־5 אחוזים. ביסודו של דבר, מוטה העלייה בשיעור התשואה כלפי מטה: ראשית, למעלה משליש מנכסי הקופות היה צמוד ב־1957 [9], ושיעור הגידול השנתי במחירים ירד לכדי 6 אחוזים. מכאן שב־1957 נהנו הקופות, אם מביאים בחשבון את כל הכנסותיהן, משיעור תשואה ריאלי קטן, אך חיובי. הדבר נכון גם לגבי העלייה בשיעור התשואה שבאה ב־1960. באותה שנה הגיע שיעור התשואה על נכסי קופות הגמל והגימלאות ל־5.6 אחוזים (6.6 אחוזים כולל רווחי הון שמומשו). אולם, חלקם של הנכסים הצמודים עלה ל־55 אחוז [10], בו בזמן ששיעור העלייה ברמת המחירים הגיע ל־3 אחוזים בלבד.

העלייה בשיעור התשואה הממוצע של הקופות שיקפה, בחלקה הגדול, כוחות שפעלו בשוק, והיא היתה שכיחה בכל סוגי קופות הגמל. בלוח ט־2 מודגש השינוי שחל בהתפלגות הקופות, הנכסים ומספר החברים, לפי שיעור התשואה. ב־1953, זכו 19 אחוז מהקופות, שהחזיקו 35 אחוז מסך כל הנכסים של הקופות ואיגדו רבע ממספר החברים הכללי, בשיעור תשואה העולה על 4 אחוזים מערכם הממוצע של הנכסים. ב־1957, למעלה ממחצית הקופות, שהחזיקה 83 אחוז מסך כל הנכסים ואיגדה — 77 אחוז מהחברים, נהנתה משיעור

[8] מגמה זו חוזקה מן העובדה, שהירידה המוחלטת בערך הריאלי של החסכונות היתה גבוהה ביותר לגבי חברים ותיקים בהסתדרות. יש להניח, שלאלה היתה השפעה שלא עמדה ביחס למספרם, מאחר שבהסתדרות, כמו ברוב הארגונים החברתיים, עמדות המפתח נוטות להיות בידי חברים הקרובים לגיל הפרישה.

[9] האומדן הוא של רשות החסכון, משרד האוצר, והוא כולל נכסי־דלא־ניידי.

[10] ש ם.

תשואה העולה על 4 אחוזים, ומגמה זו נמשכה גם ב־1960. מרשים במיוחד הגידול בחלקן של הקופות שנשאו, ב־1960, שיעור תשואה העולה על 6 אחוזים. כן ראויה לציון הירידה התלולה, שחלה בחלקן של הקופות, ששיעור התשואה על נכסיהן היה פחות מאחוז אחד: ב־1960 נשאר רק מספר זעום של קופות כאלה.

לוח ט־2: התפלגות קופות התגמולים והפנסיה[1], סך־כל הנכסים, והחברים לפי שיעור התשואה: 1953, 1957, 1961

(באחוזים)

שיעור התשואה[2] (אחוזים)	1953 מספר הקופות	1953 סך־כל הנכסים	1953 חברים	1957 מספר הקופות	1957 סך־כל הנכסים	1957 חברים	1961 מספר הקופות	1961 סך־כל הנכסים
שלילי — 0.99	18.5	4.5	16.0	8.3	0.9	1.2	1.2	0.4
1.00 — 3.99	62.8	60.3	58.6	38.8	16.4	21.5	14.0	14.7
4.00 — 5.99	18.7	35.2	25.4	34.3	16.3	63.6	47.7	26.0
6.00 — 7.99				13.6	15.3	11.8	27.4	54.4
+ 8.00	—	—	—	5.0	6.1	1.9	9.7	4.5
סך־הכל	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
הוספות:								
במספר הקופות	384			397			321	
בסך־כל הנכסים (מיליוני ל״י)	44.1			158.3			300.2	
בכל החברים (אלפים)	81.0			96.2			. .	

[1] למעט קרנות הביטוח.
[2] ב־1953 סווגו הקופות לפי שיעור התשואה הממוצע ל־1952 ו־1953.
ב־1957 ו־1960 סווגו הקופות לפי שיעורי התשואה בשנים אלה.
מקור: חושב מדינים־וחשבונות פיננסיים.

ההתפלגות הבלתי שווה של הקופות והנכסים, לפי שיעור התשואה, מעלה את אפשרות קיומו של קשר שיטתי בין שיעור הרווחיות וגודל הקופה. המיתאם בין שיעורי התשואה לגודל הקופות (במונחים של סך הנכסים הממוצע) נבדק לגבי מדגם של קופות (למעט קרנות הביטוח), במשך כל אחת מהשנים המוצגות בלוח ט־2. מקדמי המיתאם היו כלהלן[11]:

השנה	מקדם המיתאם
1960	0.2199
1957	0.3871
1952/53	0.2770

ברם, מן הראוי להדגיש, שרק המתאם החיובי שנמצא ב־1957 הינו ברמת מובהקות של 5 אחוזים. מקדמי המתאם החיוביים ל־1960 ו־1952/53 אינם מהווים סטיות מובהקות מאפס.

במבט ראשון, קיום מתאם חיובי ב־1957 בין גודל הנכסים לשיעורי התשואה, והעדר מתאם כזה ב־1952/53 וב־1960, נראה מוזר במקצת. אך הרהור שני בנושא זה מביא

[11] בחישוב זה נעשה שימוש בשיעור התשואה השוטף, אולם החלפתו בשיעור התשואה הכולל ריווחי הון אינה משנה את המסקנות.

למסקנה, שהיה אפשר לצפות לתופעה זו. בהתחשב עם אופיו הבלתי מפותח של שוק ההון בשנות ה־50 הראשונות ובמחסור באפשרויות להשקיע שנבע מכך, לא נשאר מקום רב ליתרונות לגודל בעיצוב מדיניות ההשקעה ובביצועה. הדבר מתבטא בהיעדר מיתאם (או לכל היותר מיתאם "גבולי") בין גודל הנכסים ושיעור התשואה ב־1952/53. אם כי שוק ההון הציע אפשרויות רבות להשקעות ב־1960, היעדר מיתאם בשנה זו משקף את ההשפעה המצמצמת של תקנות האוצר על חופש בחירת ההשקעות. כפי שנאמר בפרק ח, עמדו הקופות למעשה, בפני הברירה להשקיע באיגרות חוב צמודות לדולר או באיגרות־חוב צמודות למדד (פקדונות מיוחדים שווים, לצורך הניתוח, לאיגרות־חוב צמודות). שיעור התשואה על שני סוגי השקעות אלה לא היה שונה, במידה ניכרת, באותה שנה; לפי התקנות היה הכרח להשקיע שיעור קבוע בהשקעות המוכרות. כל הגורמים האלה ביחד פעלו לביטול כל השפעה של גודל על יעילות ההשקעות באותה שנה. מתוך שלוש השנים שנבדקו, בלטה רק 1957, מבחינת קיום מספר רב של אפשרויות השקעה, ומה שיותר חשוב, מבחינת קיום חופש יחסי בבחירת השקעות. שני הגורמים הללו מסבירים את קיום המיתאם שצוין לעיל, בין גודל הנכסים לשיעור התשואה, באותה שנה.

מאחר שכבסיס לחישובים שימשה התשואה, נטו, הרי רמת ההוצאות התפעוליות, בנוסף להכנסה מהשקעות, משפיעה על שיעור התשואה של הקופות. הוצאות תפעוליות ריאליות לחבר (במחירים קבועים של 1952) חושבו עבור קופות התגמולים והפנסיה, לשנים 1952, 1957 ו־1960 [12]. התוצאות הן כדלהלן:

השנה	הוצאות תפעוליות ריאליות לחבר (בל"י)
1960	6.7
1957	5.6
1952	2.7

ההוצאות הריאליות לחבר גדלו באורח ניכר בין 1952 ל־1957, אולם הגידול ב־1960 אינו מובהק מבחינה סטטיסטית ברמת מובהקות של 5 אחוזים. ייתכן, שהגידול בהוצאות בין 1952 ל־1957 נעוץ בצמצום שיעור השירותים ללא תמורה, שנתרמו על ידי החברים, בעקבות מגמת העלייה בגודלן של הקופות, במונחים מוחלטים, בתקופה זו. קרוב לוודאי שכך היה בקופות התגמולים הקטנות יותר, שאוחדו לקרנות גימלאות מרכזיות גדולות, אחרי 1954.

כבדיקה נוספת של הנחה זו, נבדק הקשר בין ההוצאות הנומינליות לחבר לבין גודל הקופות (מבחינת מספר החברים) בכל אחת משנים אלה [13]. לא ניתן היה להבחין בקשר מובהק בין ההוצאות לחבר ובין גודל הקופות. נראה כי קופות הגמל אינן נהנות מיתרונות לגודל במובן המקובל (יתר על כן, מקדם המתאם ב־1960 היה חיובי).

[12] לא כולל קרנות הביטוח. הנתונים ל־1952 ול־1957 מבוססים על האוכלוסייה כולה; נתוני 1960 נתקבלו ממדגם של קופות.

[13] מקדמי המיתאם (r_s) היו כלהלן:

1960	+0.1335
1957	−0.0064
1952	−0.2323

כל שלושת המקדמים אינם מובהקים מבחינה סטטיסטית ברמת מובהקות של 5 אחוזים.

4. מדיניות ההשקעות ושיעור התשואה

אין לצפות לכך שגורם כלשהו ישפיע על שיעור התשואה יותר מאשר מדיניות ההשקעות של הקופות. כדי להבחין בהשפעה השונה של קווי מדיניות שונים, מראים לוחות ט־3 ו־ט־5 את מבנה הנכסים של קופות התגמולים והפנסיה, לפי קבוצות שיעור התשואה, בסוף 1953 ובסוף 1957 [14]. מן הראוי לציין, מלכתחילה, שהנתונים כוללים מידה מסויימת, שלא ניתן להתגבר עליה, של שונות מקרית. סיווג הקופות (ויחידות משקיות בכלל) לקבוצות הכנסה "גבוהות" ו"נמוכות" עשוי, מעצם טבעו, לסבול מן ההטייה הידועה שבשנה מסויימת קבוצת ההכנסות ה"גבוהות" נוטה לכלול מספר קופות שהכנסותיהן היו גבוהות יותר מהרגיל או שהוצאותיהן היו נמוכות באופן יוצא מן הכלל; וההיפך נכון לגבי קבוצות ההכנסה הנמוכות. למרות מגבלות אלה, יש בנתונים על הרכב הנכסים כדי לשפוך אור על הרגלי ההשקעה הכלליים של הנהלות הקופות.

לוח ט־3: הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה, לפי שיעור התשואה: 1953

(באחוזים)

	שיעור התשואה [1]				
	שלילי– 0.99	–1.00 1.99	–2.00 2.99	–3.00 3.99	–4.00 6.99
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*12.0*	*5.0*	*10.3*	*4.0*	*9.4*
השקעות:	*46.6*	*64.9*	*38.7*	*56.3*	*48.6*
פקדונות לזמן קצוב	19.6	31.6	14.3	15.6	9.5
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	9.0	15.5	8.8	20.3	18.9
ניירות־ערך	10.9	15.0	8.4	7.0	13.3
הלוואות למפעלים ולמוסדות	4.0	2.0	4.5	5.7	5.6
נכסי־דלא־ניידי	3.1	0.8	2.7	7.7	1.3
הלוואות לחברים	*11.6*	*8.0*	*22.1*	*23.3*	*28.2*
חובות מעבידים	*23.7*	*20.3*	*22.3*	*12.5*	*11.7*
נכסים אחרים	*6.1*	*1.8*	*6.6*	*3.9*	*2.1*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל הנכסים (מיליוני ל"י)	2.0	5.7	8.9	12.0	15.5

[1] הקופות סווגו לפי שיעור התשואה הממוצע ב־1952–1953.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

התכונה הבולטת ביותר בהתפלגות הנכסים ב־1953, היא היעדר קשר ברור בין אחוז הנכסים, שהושקע במה שכונה במחקר זה נכסים נושאי הכנסה, לבין שיעור התשואה הממוצע. חלק ניכר מתופעה זו, מוסבר באמצעות בדיקת אותו חלק מהנכסים המהווה הלוואות לחברים. הנטייה בקופות, שנמצאו בשלוש קבוצות התשואה הגבוהות (2 אחוזים ויותר), היתה להקדיש אחוז גבוה יותר מנכסיהן להלוואות לחברים מאשר בקופות שנמצאו בשתי

[14] נתוני 1953 ו־1957 אינם תלויים זה בזה, לאור גידול הקופות בתקופת הביניים ולאור העובדה, שלחלק גדול מהשקעות 1953 היו מועדי פדיון קצרים.

קבוצות התשואה הנמוכות ביותר. כיוון ששיעורי הריבית שנגבו, בדרך כלל, על הלוואות לחברים, בשנות ה־50 הראשונות, לא נפלו ממה שניתן היה להשיג באפשרויות השקעה רבות בהן השקיעו הקופות, הרי להעברת אמצעים להלוואות לחברים במקום ל"השקעות" לא היתה השפעה שלילית מודגשת על שיעור התשואה הממוצע. לוח ט־4, המציג את חשבון ההכנסות מהשקעות הקופות לפי קבוצות שיעור התשואה לשנת 1953, מאשר עובדה זו. למרות המשקל הגבוה של הכנסות מריבית ממקורות שלא זוהו, כל סוגי הקופות דיווחו על הכנסות ניכרות מהלוואות לחברים [15].

לוח ט־4: הרכב ההכנסה מהשקעות של קופות התגמולים והפנסיה [1], לפי קבוצות שיעור התשואה: 1953

(באחוזים)

	שיעור התשואה [2]				
	שלילי–0.99	–1.00 1.99	–2.00 2.99	–3.00 3.99	–4.00 6.99
ריבית מפקדונות בבנקים	19.0	34.1	16.0	15.2	9.6
ריבית ודיבידנדות מהשקעות	28.6	40.7	18.6	37.7	30.4
ריבית מהלוואות לחברים	14.3	8.9	26.2	19.0	20.3
ריבית ממעבידים	9.5	4.5	16.6	11.5	7.1
הכנסות שונות	28.6	11.8	22.6	16.4	32.6
סך־כל ההכנסה	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל ההכנסה (אלפי ל"י)	42	135	344	485	764

[1] למעט קרנות ביטוח.
[2] ראה הערה 1 בלוח ט־3.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

כדי למצוא גורם הנמצא ביחס הפוך ברור לשיעור התשואה, יש לפנות לסעיף שלא היה בשליטתן המלאה של הנהלות הקופות, כלומר, חובות מעבידים. לא זו בלבד שאחוז הנכסים, שהוקדשו לחובות מעבידים בקופות שנמצאו בקבוצות ההכנסה הגבוהות, נטה להיות, בממוצע, נמוך במידה ניכרת מזה שנמצא בקופות בקבוצות ההכנסה הנמוכות, אלא שבדיקת נתוני ההכנסה מצביעה על כך שחלק גדול, יחסית, מחובות המעבידים בקבוצות הנמוכות לא נשא כלל ריבית או שנשא ריבית נמוכה.

הרכב הנכסים ב־1957, לפי קבוצות שיעור התשואה, עומד בניגוד בולט לזה של 1953. ההתפתחויות שחלו בשוק ההון אחרי 1955 והעלייה בתשואת ההשקעות שנבעה מכך גרמו לקיום קשר ברור יותר בין מדיניות ההשקעה ושיעור התשואה הממוצע ב־1957. השפעת ההשקעות בנכסים נושאי הכנסה על שיעור התשואה מודגשת הרבה יותר בשנה זו מאשר ב־1953; והיחס של "ההשקעות" לסך כל הנכסים עולה ככל שעוברים מקבוצות ההכנסה הנמוכות לקבוצות הגבוהות. יוצאת מן הכלל קבוצת שיעור התשואה הגבוה ביותר, וחריג זה ניתן להסבר פשוט: בקופות אלה, כקבוצה, היה משקל ההלוואות הבלתי ישירות למעבידים גבוה והלוואות אלה ניתנו, כנראה, בשיעורי ריבית גבוהים, יחסית (ראה לוח ט־6).

[15] בגלל היחס הגבוה של הכנסות ממקורות שלא זוהו, יש להיזהר בהשוואת סדר הגודל של ההכנסה שזוהתה.

כמו כן מורה האחוז הנמוך, יחסית, של מזומנים שהוחזקו על ידי הקופות שבקבוצות ההכנסה הגבוהות, על ניהול השקעות יעיל יותר.

לוח ט־5: הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה [1], לפי קבוצות התשואה: 1957

(באחוזים)

	שיעור התשואה [2]				
	שלילי– 0.99	–1.00 3.99	–4.00 5.99	–6.00 7.99	+8.00
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*10.8*	*4.7*	*1.8*	*1.6*	*2.0*
השקעות:	*19.0*	*43.4*	*62.1*	*68.4*	*56.0*
פקדונות לזמן קצוב	6.2	9.8	11.0	17.2	0.6
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	0.2	6.2	22.0	15.2	4.1
ניירות־ערך	7.8	23.1	18.0	26.2	30.2
הלוואות למפעלים ולמוסדות	0.6	1.4	9.5	6.6	8.0
נכסי־דלא־ניידי	4.2	2.9	1.6	3.2	13.1
הלוואות לחברים	*18.9*	*28.8*	*26.4*	*19.1*	*20.4*
חובות מעבידים	*42.3*	*21.7*	*6.8*	*8.7*	*20.2*
נכסים אחרים	*9.0*	*1.4*	*2.9*	*2.2*	*1.4*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל הנכסים (מיליוני ל"י)	1.4	25.9	97.0	24.3	9.7

[1] למעט קרנות ביטוח.
[2] ראה הערה 1 בלוח ט־3.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

אם נוציא מהחשבון את קבוצות שיעור התשואה הגבוה יותר, תבלוט ההשפעה המצמצמת של חובות המעבידים על התשואה גם ב־1957. בקופות בעלות שיעור תשואה פחות מ־4 אחוזים, היוו חובות המעבידים אחוז גדול יותר מנכסיהן, מאשר בקופות בעלות תשואה גבוהה יותר. למעשה, נראה שקבוצת ההכנסות הנמוכה ביותר ב־1957 היתה מורכבת, במידה רבה, מקופות המייצגות הקצאות חשבוניות בלבד, ולא תכניות גמל של ממש. חובות מעבידים ומשיכות חברים היוו כ־60 אחוז מסך כל הנכסים של קופות אלה. לא נתקבלה כמעט תמורה מהמעבידים על חובותיהם, ואילו שיעור הריבית שנגבה על הלוואות לחברים היה, כנראה, נמוך יותר בממוצע, מאשר בקופות שבקבוצת ההכנסה הגבוהה יותר.

ניתן להבחין בבירור בהשפעת השינויים בתנאי שוק ההון על ידי בדיקת נתוני הלוואות לחברים. ב־1953, היה אחוז ההלוואות לחברים מסך הנכסים גבוה, יחסית, בקבוצות ההכנסות הגבוהה. נהפוך הוא ב־1957: בשנה זו הקדישו, בדרך כלל, קופות בעלות שיעור תשואה העולה על 6 אחוזים חלק קטן יותר ממקורותיהן (כ־20 אחוז) להלוואות לחברים, בהשוואה לקופות בעלות שיעור תשואה שנע בין 1 ל־6 אחוזים. בקבוצות האחרונות היוו ההלוואות לחברים כ־27 אחוז מסך כל נכסיהן. תמורה זו במדיניות משקפת את העובדה, שההוצאה האלטרנטיבית (במונחים של ויתור על הכנסה), על הלוואות אלה עלתה בצורה חדה בין 1953 ל־1957. הוצאה אלטרנטיבית זו היתה גבוהה הרבה יותר בקופות שנמצאו בשתי קבוצות התשואה הגבוהות ביותר, והיא משתקפת בעובדה, שקופות ששיעור תשואתן

עלה על 6 אחוזים, לא זו בלבד שנתנו פחות הלוואות לחבריהן, באורח יחסי, אלא, כנראה, דרשו, בדרך כלל, שיעורי ריבית גבוהים יותר על הלוואות כאלה.

לוח ט־6: הרכב ההכנסות מהשקעות של קופות התגמולים והפנסיה [1], לפי שיעורי תשואה: 1957

(באחוזים)

	שיעור התשואה [2]				
	שלילי– 0.99	–1.00 3.99	–4.00 5.99	–6.00 7.99	+8.00
ריבית מפקדונות בבנקים	20.8	13.4	17.1	2.6	1.9
ריבית מחברת "גמול"	1.8	7.2	24.6	18.0	0.7
ריבית ודיווידנדות מניירות־ערך	14.3	13.2	17.0	17.1	16.2
ריבית מהלוואות ישירות	—	0.8	6.1	4.2	14.4
דמי שכירות	—	4.4	0.9	3.6	17.1
ריבית מהלוואות לחברים	37.5	32.3	13.8	13.4	14.5
ריבית ממעבידים	0.7	6.4	3.6	8.0	20.2
הכנסות שונות	23.7	21.4	11.9	29.3	10.4
סך הכל הכנסה שוטפת	*98.8*	*99.1*	*95.0*	*96.2*	*95.4*
רווחי הון	1.2	0.9	5.0	3.8	4.6
סך־כל ההכנסה	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
סך־כל ההכנסה (אלפי ל"י)	15	928	4,989	1,563	854

[1] למעט קרנות ביטוח.
[2] ראה הערה 1 בלוח ט־3.
מקור: חושב לפי דינים־וחשבונות פיננסיים.

5. שיעור התשואה על השקעות אלטרנטיביות

מדיניות ההשקעות והיעילות הכלכלית של קופות הגמל משקפות את התנאים היסודיים של שוק ההון. בכדי להקל על ניתוח תנאי השוק המשתנים, חושבו שיעורי תשואה כוללים עבור אפשרויות ההשקעה העיקריות שעמדו בפני הקופות, במשך התקופה הנסקרת.

שיעורי התשואה הכוללים משקפים גם הכנסות מדיבידנדות (ריבית) וגם את העלייה או הירידה בערך השוק של הקרן. השיעורים השנתיים מבוססים על השקעה מחדש של כל ההטבות (כולל פדיון ביניים של איגרות־חוב), בעת התקבלן. במניות רגילות פירוש הדבר השקעה מחדש של דיבידנדות במזומנים, מניות הטבה וערך השוק של זכויות שחולקו. מאחר שכל ההטבות שנתקבלו במשך השנה מושקעות מחדש, חישוב שיעור התשואה הכולל [16] לשנה מסויימת נעשה על ידי השוואת ערך השוק של ההשקעה בסוף שנה, לערכה בתחילתה

[16] שיעור התשואה הכולל של מניה, למשל, מחושב לפי הנוסחה הבאה:

$$r = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

כאשר: V_0 = ערך השוק בתחילת השנה.
V_1 = ערך השוק בסוף השנה (מספר המניות בסוף השנה מוכפל במחירן בסוף השנה).
r = שיעור התשואה הכולל לאותה שנה.

וחלוקת ההפרש בערכה בתחילת השנה. עבור תקופות השקעה העולות על שנה אחת, שיעור התשואה השנתי המצטבר הממוצע מחושב על ידי הממוצע הגיאומטרי של השיעורים השנתיים [17].

לוח ט־7 מראה את שיעורי התשואה הכוללים של מניות רגילות וטבי דולר במשך התקופה 1952 עד 1957. השפעת האינפלציה על התשואה מהשקעות משתקפת בבירור מנתוני הלוח. המחירים, כפי שנמדדו על ידי מדד המחירים לצרכן, עלו בין 1952 ו־1957 בשיעור שנתי של 16 אחוז. כתוצאה מכך, היתה התשואה הריאלית על השקעות במניות רגילות שלילית, בכל אחת משש השנים הנסקרות; ובכל התקופה היה שיעור התשואה הממוצע של המניות 15– אחוז בשנה.

לוח ט־7: שיעורי תשואה כוללים נומינליים וריאליים של מניות רגילות [1] וטבי דולר: 1952 עד 1957

(באחוזים)

	שיעורי תשואה נומינליים		הגידול השנתי [2] במדד המחירים לצרכן (באחוזים)	שיעורי תשואה ריאליים	
	מניות רגילות	טבי־דולר		מניות רגילות	טבי־דולר
1952	–4.8	25.0	66.4	–42.8	–24.9
1953	18.9	103.7	19.1	–0.2	71.0
1954	3.8	–3.5	7.5	–3.4	–10.2
1955	–4.1	0.4	4.8	–8.5	–4.2
1956	–14.9	8.8	4.6	–18.6	4.0
1957	–3.4	20.7	5.2	–8.2	14.7
1952 עד 1957—					
ממוצע [3]	–1.3	21.6	16.2	–15.1	4.7

[1] מבוסס על מידגם בן 10 חברות.
[2] חושב מנתוני סוף התקופה.
[3] ממוצע גיאומטרי. השיעורים הריאליים הממוצעים מחושבים על־ידי ניכוי בגידול המחושב של מדד המחירים לצרכן.

מקור: שיעורי תשואה —
M. Sarnat: *The Development of the Securities Market in Israel*, List Institute, Basel (Forthcoming)
מדד המחירים לצרכן — ל.מ.ס., שנתון סטטיסטי 1964, מס. 15, עמ' 231.

תוצאה דומה ניתן לייחס להלוואות ישירות ולפקדונות הקופות בבנקים בתקופה זו. שיעור הריבית המירבי באותן השנים היה 9 אחוזים, ומאחר שקופות הגמל לא נתנו, בדרך־כלל, הלוואות ב"שוק השחור" לאשראי, הרי התשואה הריאלית על הלוואות ופקדונות בלתי־צמודים היתה גם היא שלילית.

באשר לטבי הדולר, היה שיעור התשואה הריאלי לאותה תקופה חיובי (4.7 אחוזים).

[17] לגבי n שנים הנוסחה היא:

$$\bar{r} = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^{n} (1+r_i)} - 1 = \sqrt[n]{\frac{V_n}{V_0}} - 1$$

אולם, יש לציין, שבשלוש שנים מתוך ארבע, בין 1952 ל־1955, היתה התשואה של טבי הדולר שלילית; שנת 1953 היתה בבחינת חריג, כאשר בעלי טבי דולר נהנו, במאוחר, מתשואה גבוהה עקב הפיחות ב־1952. בדרך כלל הצליח שוק ההון לספק לקופות הגמל אמצעי השקעה שיש בו כדי להביא שיעור ריאלי חיובי, רק מ־1955, כאשר החלו לראשונה בהנפקת איגרות חוב צמודות הנושאות 6.5 אחוז ריבית.

לאחר 1957, עוצבה מדיניות ההשקעה של קופות הגמל, במידה רבה, על ידי פיקוח ישיר מצד הממשלה. כיוון שתקנות האוצר הפנו חלק ניכר מהשקעות הקופות לאיגרות־חוב (או פקדונות) צמודים, ניתן למדוד את השפעתן, החל ב־1958, על־ידי בדיקת שיעורי התשואה הכוללים להשקעות מסוג זה. מאחר שלפיחות הל"י ב־1962 היתה השפעה ניכרת על תשואת השקעות בכלל, ועל זו של איגרות־חוב צמודות בפרט, הוארכה התקופה שנסקרה, כך שתכלול גם את שנת 1962.

לוח ט־8 מציג שיעורי תשואה כוללים עבור סוגים שונים של איגרות חוב ועבור מניות רגילות, לכל אחת מהשנים 1958 עד 1962, ואת שיעור התשואה הממוצע של השקעות אלה עבור התקופה כולה. שיעור התשואה הריאלי הממוצע של טבי הדולר הגיע ל־9.6 אחוז, שיעור שעלה על זה של איגרות־חוב צמודות מדד, שהיה 5.6 אחוזים.

לוח ט־8: שיעורי תשואה כוללים נומינליים וריאליים של מניות רגילות [1] איגרות־חוב צמודות דולר [2] ואיגרות־חוב צמודות מדד [3]: 1958 עד 1962

(באחוזים)

	שיעורי תשואה נומינליים			הגידול השנתי [4] במדד המחירים לצרכן	שיעורי תשואה ריאליים		
	מניות רגילות	איגרות־חוב צמודות דולר	איגרות־חוב צמודות מדד		מניות רגילות	איגרות־חוב צמודות דולר	איגרות־חוב צמודות מדד
1958	7.6	16.7	10.5	4.2	3.3	12.0	6.0
1959	94.3	3.4	4.5	2.1	90.3	1.3	2.4
1960	130.8	–0.1	10.7	3.4	123.2	–3.4	7.1
1961	–9.5	8.8	15.8	9.0	–17.0	–0.2	6.2
1962	32.1	59.2	18.2	10.2	0.9	44.5	7.3
1958 עד 1962—							
ממוצע [5]	42.0	15.9	11.6	5.7	34.3	9.6	5.6

[1] כל המניות הרגילות הרשומות.
[2] ממוצע ל־4 איגרות־חוב צמודות דולר.
[3] ממוצע ל־3 איגרות־חוב צמודות מדד.
[4] ראה הערה 2 בלוח ט־7.
[5] ראה הערה 3 בלוח ט־7.

מקור: שיעורי תשואה — ח. בן־שחר ומ. סרנת, "ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות, 1959 עד 1962", סקר בנק ישראל 22, ירושלים, עמ' 38; מדד המחירים לצרכן — ל.מ.ס., שנתון 1964, מס' 15, עמ' 231.

יש לציין, שבין 1959 ל־1961 עלתה תשואת איגרות־חוב צמודות מדד על תשואת איגרות־חוב צמודות דולר, אולם הרווחים הגדולים שהיו למשקיעים בצמודות דולר אחרי הפיחות ב־1962, העלו את שיעור התשואה הממוצע לצמודות דולר על זה של צמודי מדד, לגבי התקופה כולה.

אולם המימצא הבולט ביותר בלוח ט־8 הוא גודלו של שיעור התשואה הכולל על מניות רגילות. הנתונים משקפים בבירור את התעוררותו של שוק המניות ב־1959 וב־1960. שיעור התשואה הריאלי היה 3 אחוזים ב־1958, אולם שיעורי התשואה במניות הגיעו ל־90 אחוז ב־1959 ול־123 אחוז ב־1960. אחרי שפל ב־1961 כאשר שיעור התשואה היה שלילי (17– אחוז), הגיע שיעור התשואה ל־20 אחוז ב־1962. על פני תקופת חמש השנים, שיעור התשואה הריאלי של מניות רגילות הגיע ל־34 אחוז [18], כלומר למעלה מפי 3 משיעור התשואה של איגרות־חוב צמודות דולר, וזאת למרות העובדה שההשפעה המלאה של הפיחות משתקפת בחישובים [19].

כיוון שהממשלה עודדה באופן פעיל את ההשקעה במניות רגילות באותן שנים, קשה להבין את העובדה, שלמעשה, הורחקו קופות הגמל משוק המניות [20]. הנתונים מצביעים על כך, שבמידה ומנעו למעשה מקופות הגמל להשקיע במניות רגילות, בגלל תקנות האוצר, הן הרוויחו שיעור תשואה נמוך יותר משהיו נהנים אילו השקיעו בתיק מגוון המורכב מאיגרות חוב ומניות רגילות.

[18] זהו ממוצע לכל המניות הרשומות, כשכל מניה מקבלת משקל שווה. שיעור התשואה לענפים נבחרים, לדוגמא — כספים ומקרקעין, עולה על השיעור הממוצע.

[19] גם ב־1963 היה שיעור התשואה של המניות הרגילות גבוה מזה של איגרות חוב צמודות. השפל בשוק המניות ב־1964 הביא לתשואה שלילית על מניות רגילות, אך גם אם כוללים הפסדים אלה נשאר שיעור התשואה הממוצע של המניות במשך כל התקופה שבין 1958 עד ל־1964 גבוה משיעור התשואה הממוצע הן של איגרות החוב הצמודות לדולר והן של אלו הצמודות למדד. ראה מרשל סרנת, ש ם, פרק 4.

[20] אחד ההסברים האפשריים לכך, הינו הפיקוח הממשלתי המקיף על שוק ההנפקות החדשות של איגרות החוב.

פרק י

סיכום ומסקנות

1. מבנה קופות הגמל

בישראל, היתה ההסתדרות ראשונה בייזום הקמתן של קופות גמל עבור העובדים. אף כי כל קופות הגמל משמשות כאמצעי להפקדת חסכונות לזמן ארוך, ניתן להבחין בשני סוגים עיקריים: תכניות תגמולים ופיצויי פיטורין, המעניקות תשלומים חד פעמיים בשעת הפרישה או הפסקת העבודה, ותכניות גימלאות המעניקות לעובד, לאחר פרישתו, תשלומים סדירים לכל חייו.

במשך עשר השנים המסתיימות ב־1961, גדל מספר חברי קופות הגמל במהירות; חל מעבר, בקנה מידה גדול, מתכניות תגמולים לתכניות גימלאות, וגדל היקפן של קופות התגמולים לעובדים עצמאיים. ב־1952, היו 176,000 עובדים מאוגדים בכ־450 קופות, אשר בדרך כלל היו קשורות, כל אחת, למעביד יחיד. קופות אלה, להוציא חריגים בודדים, העניקו תגמולים חד־פעמיים. ב־1961 הצטמצם מספר הקופות והגיע ל־400, ובה בשעה הגיע מספר החברים ל־385,000 — היינו, יותר מכפליים בהשוואה ל־1952. הגידול במספר החברים, שלווה בצמצום מספר הקופות שינה, באורח קיצוני, את המבנה הכללי של הקופות.

ב־1961, היו מאוגדים בתשע קופות הגימלאות 67,000 חבר, או 18 אחוז מכלל חברי קופות הגמל באותה שנה. נתון זה איננו כולל את שלוש קרנות הביטוח של ההסתדרות. קרנות אלה, שעליהן נמנו 188,000 חברים, עברו באופן חלקי בתקופה זו, מתכניות תגמולים חד־פעמיים לתכניות גימלאות. בתוספת חברים אלה, מגיע מספר הנהנים מתכניות הגימלאות של הקופות ליותר מרבע מיליון. ב־1961 היו איפוא שני שלישים מכלל חברי הקופות קשורים, בצורה כלשהי, לתכניות גימלאות.

שינוי נוסף, בעל חשיבות, במבנה קופות הגמל, חל ב־1957, משהוקמו קופות הגמל עבור העצמאיים. בסוף 1961, היו קיימות 14 קופות כאלה, ובהן נתאגדו 26,000 חבר.

הגידול במספרם של חברי הקופות השפיע גם, באורח ניכר, על גודלן הממוצע של הקופות. בעוד שב־1952 הגיע הגודל הממוצע של הקופות ל־190 חבר, הרי ב־1961 הוא עלה ל־520. גידול זה, במספר הממוצע של החברים לקופה, משקף את העלייה במידת הריכוזיות בקרנות הפנסיה המרכזיות הגדולות. ב־1961 איגדו 8 הקופות המרכזיות הגדולות ביותר 78 אחוז ממספר החברים הכללי (בכל אחת מהן היו למעלה מ־1,000 חבר), לעומת 52 אחוז ב־1952. (אם כוללים את קרנות הביטוח מתקבל, ש־90 אחוז מחברי קופות הגמל היו מאוגדים ב־11 קופות מרכזיות). על אף ריכוזיות זו, המשיכו ופעלו קופות קטנות רבות, וב־1961, מנו 62 אחוז מן הקופות פחות ממאה חברים, כל אחת. מבנה זה משקף את ריבוי המפעלים הקטנים בישראל.

התרחבותן של תכניות הגמל עלתה על צמיחתו הכללית של המשק. חברי קופות הגמל היוו, ב־1952, 32 אחוז מכוח העבודה האזרחי המועסק, וב־1961 הגיע משקלם ל־50 אחוז.

סיכום ומסקנות

אם מתבוננים בנתונים על שכירים בלבד, מתברר, שב־1961 הקיפו קופות הגמל המאגדות שכירים, למעלה מ־70 אחוז ממקבלי השכר והמשכורת באותה שנה. ואם מנכים את עובדי המדינה, שגימלאותיהם משולמות מתקציב המדינה, עולה שיעור זה ומגיע ל־80 אחוז.

היקפן היחסי של קופות הגמל מתבטא גם בעובדה, שסך ההפרשות לקופות עלה על סך ההפרשות לביטוח הלאומי, הן בשנת 1957 והן בשנת 1961. יחס זה שבין היקף הביטוח הלאומי לבין היקף תכניות הגמל הלא־ממשלתיות מצוי בוודאי, באורח בלעדי, בישראל, והוא משקף את היקפן הרב של הקופות, מבחינת מספר החברים, ולא פחות מכך, את התפקיד המרכזי שמילאה ההסתדרות הן לפני קום המדינה והן לאחר מכן, בהבטחת הטבות סוציאליות לחבריה.

2. זרמי הכספים

רובם של תקבולי קופות הגמל בא מהפרשות המעבידים והפרשות העובדים לגימלאות, לחסכונות תגמולים ולפיצויי פיטורין. הגידול במספר חברי הקופות, העלייה בשיעורי ההפרשות (עקב המעבר לתכניות הגימלאות) ומגמת העלייה הממושכת בשכר העבודה, תרמו יחדיו לגידול הרב בהפרשות לקופות הגמל, במשך העשור הנידון במחקר זה. סך כל ההפרשות לקופות הסתכם ב־22 מיליון ל״י ב־1952, ועלה לכדי 136 מיליון ל״י ב־1961, במחירים שוטפים (או ל־69 מיליון ל״י במחירי 1952).

העלייה בתשלומי הגמל היתה תלולה עוד יותר — מ־4.1 מיליון ל״י ב־1952 ל־39.5 מיליון ל״י ב־1961, במחירים שוטפים (או ל־20 מיליון ל״י במחירי 1952). שיעור הצבירה נטו של קופות הגמל, במשך העשור הנסקר, נשאר בגבולות 70 אחוז מהתקבולים; והגידול הניכר, יחסית, בתשלומי הגמל, קוזז בעלייה מהירה אף יותר בהכנסות נטו מהשקעותיהן של הקופות. כתוצאה מכך, עלה סך התקבולים של הקופות (במחירים קבועים) מ־17.4 מיליון ל״י ב־1952 לכ־66 מיליון ל״י ב־1961.

3. החסכונות בקופות הגמל והאינפלציה

בישראל, מהוות ההפרשות השוטפות לקופות הגמל, המחושבות כאחוז קבוע מן ההכנסה, את המרכיב העיקרי בחסכון משקי הבית. בארצות הברית ובבריטניה, לעומת זאת, מהווה ביטוח החיים את צורת החסכון החוזי המקובלת ביותר.

החסכון הגולמי השנתי, באמצעות קופות הגמל, גדל, במשך העשור הנסקר, באורח תלול — מ־17 מיליון ל״י ב־1952 ל־123 מיליון ל״י ב־1961, במחירים שוטפים (או ל־62 מיליון ל״י ב־1961 במחירים קבועים). במשך תקופה זו, עלה קצב הגידול של החסכון ברוטו באמצעות קופות הגמל, על קצב הגידול של היווי ההון המקומי, וכתוצאה מכך, גדל היחס שבין החסכון ברוטו באמצעות הקופות לבין ההשקעה המקומית הגולמית — מ־5.2 אחוזים ב־1952 לכ־8.4 אחוזים ב־1961. החסכון נטו (החסכון ברוטו בניכוי הגידול בהלוואות לחברים) וסך החסכון נטו הניתן להעברה (החסכון נטו בניכוי הגידול בהתחייבויות המעבידים לקופות), גדלו בקצב מהיר עוד יותר. חלקו של החסכון נטו באמצעות קופות הגמל, בהיווי ההון המקומי, עלה מ־4.2 אחוזים ב־1952, ל־6.9 אחוזים ב־1961, ובה בשעה הוכפל חלקו של החסכון הניתן להעברה — מ־2.9 אחוזים ב־1952 ל־6 אחוזים ב־1961. בהקשר זה, מן הראוי לציין, שהעלייה הניכרת בחסכון נטו, באמצעות קופות הגמל, היוותה מרכיב חשוב בעלייה בשיעור החסכון המקומי במשך התקופה.

השפעתה של האינפלציה על מבנה החסכון באמצעות הקופות היתה ניכרת בתקופה

הנידונה. העלייה ברמת המחירים ובשכר הביאה אמנם, באורח ישיר להעלאת החסכון ברוטו באמצעות קופות הגמל, אולם היקף ה"דליפות" של החסכון ברוטו (היינו העלייה בהלוואות לחברים ובחובות המעבידים), נטה להשתנות במקביל לשינויים במידת האינפלציה. במשך שנות עליית המחירים המהירה, ירד היחס, שבין החסכון נטו (והחסכון הניתן להעברה), לבין החסכון הגולמי, והוא הגיע לשפל המדרגה ב־1954, שעה שרמת המחירים המשיכה לעלות בשיעור גבוה, יחסית. מאידך, נטו הדליפות מן החסכון הגולמי להצטמצם, יחסית, שעה ששיעור עליית המחירים התייצב.

יצויין במיוחד שיעור הגידול השנתי בהלוואות לחברים. שיעור זה היה גבוה ביותר במשך השנים הראשונות של התקופה, שעה שעליית המחירים היתה ניכרת ביותר. במידה שהלוואות אלה שימשו לחברים לשם מימון רכישת דיור (במקרים רבים היה זה השימוש המקובל), לא חל שינוי ברמת החסכון הכללית של המשק. למעשה, חל שינוי בהרכב החסכון של החברים — המתבטא במעבר מנכסים פיננסיים לנכסי־דלא־ניידי — עובדה שנקל להבינה על רקע ההתפתחויות האינפלציוניות שחלו באותה תקופה.

ניתן להבחין בדפוסי התנהגות דומים לגבי חובות המעבידים לקופות הגמל המסונפות למפעלים. משקל ההלוואות שניתנו למעבידים, באורח בלתי ישיר (לעתים קרובות ללא ריבית), היה גם כן גבוה בראשית התקופה. לפיכך הצטמצם — במשך השנים, שבהן שררה אי יציבות מחירים חמורה — חלקו של החסכון הניתן להעברה לסקטורים אחרים במשק.

שתי הדליפות הללו עירערו את אופיו היסודי של חסכון הגמל. אילמלא דליפות אלה, היה חסכון זה ניתן להעברה. ריבוי ההלוואות, הן לחברים והן למעבידים, בשנות החמישים המוקדמות, הקטינו אפוא את יעילותן של תכניות הגמל, במשך תקופת האינפלציה.

4. שיעור התשואה והשקעות קופות הגמל

הדליפה הניכרת מחסכונות הגמל, במשך השנים הראשונות של התקופה, משקפת בין היתר את שיעור התשואה הנומינלי הנמוך (במונחים ריאליים היה שיעור זה שלילי), שנשאו השקעות הקופות במשך שנות החמישים הראשונות. העלות האלטרנטיבית של ההלוואות לחברים היתה בשפל המדרגה (מבחינת ויתור על הכנסה אלטרנטיבית), שעה שהלחצים האינפלציוניים הגיעו לשיאם. עובדה זו החלישה, במידה ניכרת, את יכולתן של הנהלות הקופות לעמוד בפני הביקוש הגובר, מצד המעבידים, להלוואות בלתי ישירות; כמו כן הגביר שיעור התשואה הריאלי השלילי את הביקוש להלוואות, מצד החברים [1].

אולת היד של הקופות בהגנה על חסכונות חבריהן נגד האינפלציה, והירידה בערכם הריאלי של חסכונותיהם שנתלווה לכך, פעלו, יותר מכל גורם אחר, בעיצובה של מדיניות ההשקעות של קופות הגמל, במשך שנות החמישים המוקדמות. בשנים אלה, היתה התשואה הממוצעת של הקופות מנכסיהן בעלת ערכים ריאליים שליליים. ב־1957, עלה שיעור התשואה הנומינלי והגיע ל־5 אחוזים. שיעור זה הינו חיובי בערכים ריאליים, אם כוללים הפרשי הצמדה, שטרם מומשו. ב־1960, עלה שיעור התשואה הנומינלי והגיע ל־5.6 אחוזים. אם נביא בחשבון שב־1960 היו 55 אחוז מסך נכסי הקופות צמודים (לעומת שליש ב־1957), וכן שרמת המחירים הכללית עלתה ב־3 אחוזים בלבד (לעומת 6 אחוזים ב־1957) פירוש הדבר עלייה ניכרת בשיעור התשואה הריאלית ב־1960, בהשוואה ל־1957.

[1] מן הראוי לציין שהמדיניות, שבה נקטו הקופות: מתן הלוואות לחברים בשערי ריבית נמוכים באורח ניכר מאלה הנהוגים בשוק, היתה סיבה נוספת לכך, שרמת הביקוש להלוואות אלה נשארה גבוהה.

העלייה בשיעורי התשואה היתה משותפת לכל סוגי קופות הגמל [2]. ב־1953 השיגו 19 אחוז מן הקופות רמת תשואה העולה על 4 אחוזים. ב־1957, השיגו למעלה מ־50 אחוז מן הקופות רמת תשואה כזאת, וב־1960 היו בקבוצה זו 85 אחוז מן הקופות. שיפור זה, ביעילות הכלכלית, משקף את היכולת לרכוש בשוק ההון, החל ב־1955 ואילך, איגרות חוב צמודות שתשואתן גבוהה, יחסית; וכן את מגמתן של הקופות להשקיע חלק גדל והולך בהשקעות אלה.

מימצא חשוב, שנתקבל מניתוח זרם ההשקעות של קופות הגמל הינו השינוי הקטן, יחסית, בדפוסי ההשקעה שחל בהשפעת הפיקוח הממשלתי [3]. התקנות הממשלתיות חיזקו ולא שינו, כנראה, את המגמות שניתן להבחין בהן, בתקופה שקדמה לפירסום התקנות ב־1957. חלק ניכר מהשינוי במדיניות ההשקעה נבע, כנראה, מן המעבר מתגמולים חד־פעמיים, נומינליים, לתשלומי גימלאות צמודים, ומהתפתחותו של השוק ליירות־ערך, שאיפשרה לקופות להשיג השקעות, שהיה בהן כדי לקזז את השפעתה הרת הסכנה של האינפלציה.

בעניין התפתחות שוק ההון, יש להדגיש, שלפני הטלת פיקוח ממשלתי ישיר, לא הצטמצם התפקיד שמלאו הקופות בהתפתחות שוק זה, להיותן הלקוח החשוב ביותר בו. לפני 1955, הביאו הקופות להכללת סעיפי הצמדה בחלק מהשקעותיהן. תקנות מס הכנסה, משנת 1957, היוו בלם ממשי לפעילותן החדשנית של הקופות בשוק, ומאז נעשו הקופות לגורם פחות־ערך במעבר למניות, שחל במשך השנים שלאחר מכן.

עקב תקנות האוצר, הוחש קצב רכישת איגרות חוב. במשך התקופה שבין 1958 ל־1960, היווה הגידול באיגרות החוב, המוחזקות על ידי הקופות, 67 אחוז מסך ההנפקות החדשות, ובשנים שלאחר מכן חל גידול נוסף במשקלן. אולם היחס, שבין הרכישות לבין ההנפקות החדשות מהווה אמת מידה, שמשמעותה מועטת, לצורך הערכת השפעתן האמיתית של הקופות על התפתחות שוק ניירות־הערך. חיוב הקופות לרכוש את רובן של איגרות החוב המאושרות מהנפקות חדשות, בודד אותן, באורח ממשי, מן השוק המשני, והביא להחלשת מבנה שוק זה, שהיה רעוע בלאו הכי. נוסף על כך יתכן, שאי הכללתן של מניות רגילות ברשימת ההשקעות המאושרות, מנעה משוק המניות גורם מייצב, שהעדרו הורגש ביותר, בשנים שבהן עוצבו דפוסיו של שוק זה. הדבר עמד בניגוד בולט למאמצים שעשתה הממשלה באותה תקופה לפתח את שוק המניות. גם כאן היתה הדרישה, שהשקעה במניות שאושרו תיעשה מתוך הנפקות חדשות בלבד, בעלת השפעה מעוותת על השוק. כמה מן הקופות הומרצו לרכוש ולהחזיק מניות בלתי מאושרות בזמנים שבין הגשת הדו"חות הרבע־שנתיים למשרד האוצר, ובכך חיזקו את האופי הספקולטיבי של הבורסה.

בהקשר זה מן הראוי להדגיש, שעצם המושג "מניות מאושרות" נראה בעל בסיס רעוע, והוא מתעלם מן ההבדלים היסודיים בין התחייבויות להון עצמי. אישורן של איגרות החוב של הממשלה וההסתדרות שהינן, במהותן, חסרות סיכון פיננסי, מהווה עניין אחד; אבל אישורן של מניות רגילות, אפילו של מפעלים גדולים ביותר, עשוי להתפרש כמתן ערבות ממשלתית לתשלום דיבידנדות ואולי אף לערך הקרן, דבר שאינו בכוונתה או ב י כ ו ל ת ה של הממשלה.

[2] התשואה הנומינלית של קרנות הביטוח מנכסיהן, ב־1953 וב־1957, היתה שלילית. ב־1960 היתה התשואה הנומינלית חיובית. שיעורי התשואה הנמוכים, יחסית, של קרנות אלו, משקפים את הרמה הגבוהה של ההוצאות התפעוליות.

[3] בידודן היחסי של קופות הגמל משוק המניות עיכב, כנראה, בעד המגמה לרכוש מניות, מגמה שעשויה היתה להיווצר, אילמלא הפיקוח, כתוצאה מן השינויים בדפוסי התשואה בתקופה הנידונה.

פרק י

5. הפיקוח הממשלתי

מאז 1957, הלכה וגדלה מידת התלות של פעולות קופות הגמל, בתקנות הממשלתיות. התקנות הקיימות מכילות הוראות הקובעות "תקרה" לחובות המעבידים ולהלוואות לחברים, וזאת כדי להעלות את חלקן של ההשקעות בנכסי הקופות. הן גם כוללות הוראות המקנות לממשלה פיקוח ישיר על הרכב תיק ההשקעות של קופות הגמל.

יש נימוקים טובים למדי להצדקת הפיקוח הממשלתי על חובות המעבידים וההלוואות לחברים. מנקודת מבט חברתית טהורה, הלוואות למעבידים הינן שימוש בלתי־רצוי במקורות הקופות, הואיל והלוואות אלה קושרות את תגמולי החברים אל כושר הפרעון של המעביד. אם הלוואות אלה ניתנות בהיקף רחב, קיימת אפשרות שהעובדים יפסידו את מקום עבודתם וחלק ניכר מתגמוליהם, בעת ובעונה אחת. אשר להלוואות לחברים, מן הראוי להדגיש, שעצם קיומן של הלוואות כאלה הינו בניגוד לרוח פקודת מס הכנסה המאפשרת ניכוי ממס, בדרך כלל, רק לגבי תשלומים של ממש. מבחינה מהותית, אין זה משנה לאיזו מטרה נועדו הלוואות אלה.

שאלה אחרת, השנויה במחלוקת, עולה מן הפיקוח הממשלתי הישיר על הרכב השקעותיהן של הקופות. קיימים שני נימוקים להצדקת פיקוח זה:

(א) הפיקוח הוא לטובתן של הקופות עצמן.

(ב) הואיל והקופות נהנות מפטור ממסים, מן הראוי לדרוש מהן להשקיע לפחות חלק ממקורותיהן לטובת כלל הציבור.

הנימוק הראשון נשמע לעתים קרובות בישראל [4] והוא נשען, כנראה, על ההנחה, שלממש־לה מונופול על הידע הדרוש לביצוע השקעות בהצלחה. הנסיון בעניין זה, בישראל ובארצות אחרות, איננו תומך בטענה זו. אין גם עדות לכך שבראש מעייניה של הממשלה עמדה שאלת הבטחת זכויותיהם של חברי הקופות, שעה שהטילה את ההגבלות על ההשקעות [5].

הטיעון השני, שלפיו יש לכוון את השקעות הקופות בהתאם לסטנדרט כלשהו של טובת הציבור, הינו משפט ערכי [6], ועל כן אין אפשרות להפריכו על סמך העובדות [7]. טיעון זה, מבחינה מהותית, הינו דרישה, שהקופות תוותרנה, במידת הצורך, על תשואה צפויה, וכן שלא תתחשבנה באפשרויות הקיימות בשוק ההון, לפחות לגבי חלק מהשקעותיהן. בישראל, נתמך שיקול זה בכוח העובדה, שממילא קיים פיקוח חמור על שוק ההון בכללו. כל הנפקה של מניות ואיגרות חוב חייבת באישור משרד האוצר [8], פרט לחריגים מועטים [9]. ניתן איפוא

[4] ראה למשל: בעיות השקעותיהן של קופות הגמל: תגמולים, פנסיה ופיצויים (ירושלים, רשות החסכון, משרד האוצר, 1959), עמ' 5.

[5] הממשלה לא הקדישה, כנראה, תשומת לב מרובה לבעיות האקטואריות, שעלו כתוצאה מאי ההתאמה בין בסיס ההצמדה של איגרות החוב (מדד המחירים לצרכן) לבין בסיס הגימלאות: שכר היסוד ותוספת היוקר. על פי ההגדרה, ההתחייבויות לגימלאות נוטות לעלות מהר יותר מהמדד, מחמת העלייה בשכר היסוד, בטווח הארוך.

[6] מאמר תמציתי, הדוחה השקפה זו, כתב רוג'ר מורי, ראה:
Roger Murray, "Impact of Pension Funds—Discussion". *The Journal of Finance* XVI (May 1961) p. 357.

[7] יש לציין, כי שתי המתחרות העיקריות על מקורות קופות הגמל — הממשלה וההסתדרות — תומכות, כנראה, בגישה זו, אף כי לעיתים נחלקו דיעותיהן באשר להרכבן המדויק של ההשקעות "הרצויות".

[8] הפיקוח על ההנפקות מבוסס על תקנות ההגנה (כספים), 1941. תקנות אלה התקינו השלטונות המנדטוריים במשך מלחמת העולם השנייה, והן עדיין בתוקף.

[9] הנפקת מניות של חברות, שהונן הנפרע אינו עולה על 100,000 ל"י (כולל ההנפקה המוצעת), פטורה

לומר שההגבלות המוטלות על השקעות קופות הגמל אינן מהוות סטייה מן המדיניות הכללית.

אולם עצם קיומו של פיקוח מקיף על שוק ההון מביא לידי דרישה להסרת רוב ההגבלות המוטלות כיום על השקעות הקופות, בטענה שאין בהן צורך [10]. ניתן לקיים דרגה דומה של פיקוח בפועל על ההשקעות, באמצעים פשוטים הרבה יותר. ניתן להחליף את הרשימה המסורבלת של ההשקעות המאושרות ואת ההוראות המחייבות רכישה במקור, בשתי הוראות כלליות כדלהלן:

(א) קופות הגמל תהיינה חייבות להשקיע את המקורות שלרשותן רק בניירות־ערך, הרשומים בבורסה;

(ב) ניירות־ערך אלו יירכשו בשוק ההנפקות החדשות או בבורסה לניירות־ערך [11].

שינוי כזה יחזיר לקופות, המהוות ביחד את המשקיע המוסדי הנכבד ביותר בישראל, אותה דרגת חופש הבחירה, שאחרי הכל הינה תנאי הכרחי להתפתחות שוק ניירות־ערך של ממש, ויסיר את העיוותים הטבועים בתקנות הקיימות.

מן הראוי לציין, שהצעת תיקון זאת תואמת את כלל המטרות של המדיניות הממשלתית, היינו פיתוח השוק כדי שיהווה מכשיר להקצאת הון. אשר לאחת התוצאות הנובעות מהצעת התיקון — מתן חופש לקופות בדבר הרכב תיק ניירות־הערך שלהן — יש להדגיש שבתשלומי הגימלאות הנהוגים עתה אין באיגרות החוב הצמודות למדד כדי לספק פתרון משביע רצון לבעיות ההשקעה של הקופות [12]. תלותן של הגימלאות ברמות שכר היסוד שתתקיימנה בעתיד אינה משתקפת בהצמדה למדד. בעבר, פנו הקופות לאיגרות חוב צמודות דולר; בעשור הבא ייתכן מעבר חלקי למניות רגילות. אין זה מן התבונה להניח, שיש בכוחן של תקנות ממשלתיות לשנות בנקל את כיוונם של כוחות כלכליים יסודיים. אם מכירים בעובדה זו, הרי אפשר לקדם את מטרותיהן של קופות הגמל והממשלה, כאחד, בזה שלקופות תינתן הרשות לפתור ללא כפייה את בעיות ההשקעה שלהן בשוק ההון.

מאישור ממשלתי. ברור שהנפקות מסוג זה, אינן רלבנטיות לצורך ניתוח זה.

[10] הכוונה לפיקוח הישיר על הרכב ההשקעות ולא להוראות אחרות המצויות בתקנות.

[11] בהנפקות חדשות נכללות, לעניין זה, גם הנפקות פרטיות.

[12] מאז נכתב פרק זה, ריככה הממשלה את ההגבלות והרשתה לקופות להשקיע 10 אחוזים ממקורותיהן במניות רגילות. ועדה ממשלתית הרחיקה לכת עד כדי כך, שהציעה, ב־1965, שהקרנות תקצינה 5 אחוזים ממקורותיהן לרכישת מניות. ניתן בקלות לייחס את השינוי הקיצוני במדיניות הממשלה לשפל החמור שפקד את הבורסה לניירות ערך ב־1964 ו־1965, ובנסיבות אלה נקל להבין מדוע לא הסכימו הקופות להצעות אלה.

מיותר להדגיש, כי מנקודת ראות ההצעות הכלולות במחקר זה אין הבדל מהותי בין החיוב להשקיע במניות רגילות לבין החיוב להשקיע באיגרות חוב צמודות.

נספח

מקורות ושיטות

1. מקורות

המימצאים הסטטיסטיים מבוססים על נתונים מתוך דו"חות כספיים שאושרו על־ידי רואי־חשבון ו/או דו"חות רשמיים מתיקי המשרדים הממשלתיים הבאים: רשות החסכון במשרד האוצר, רשם החברות במשרד המשפטים ורשם האגודות השיתופיות במשרד העבודה. כן נעשה שימוש בניירות עבודה של מחלקת המחקר של בנק ישראל. וכשהמקורות הציבוריים לא היו מספיקים נלקחו הנתונים, באורח ישיר, מקופות הגמל הבודדות.

הנתונים ל־1952, 1953 ו־1957 רוכזו מהדינים והחשבונות הכספיים של הקופות הבודדות, ומהווים מפקד של חשבונותיהן הכספיים של הקופות באותן השנים. ביחס לשנים 1952 ו־1953 היה צורך בריכוז נתונים ממקור ראשון, כיוון שלא ניתן היה להשיג אומדנים מהימנים עבור כל קופות הגמל לשנים אלה. מפקד קופות הגמל ב־1957 נערך כדי לקבוע אבן בוחן לניתוח פעולות הקופות בין 1952 ו־1957. לגבי השנים הנותרות בסדרות העיתיות, התבסס המחקר על אומדני רשות החסכון ובנק ישראל. אומדנים אלה תוקנו לשנים 1958 עד 1961, כך שיקיפו קופות שלא נכללו באומדנים המקוריים. לשנים 1954 עד 1956 לא ניתן היה לבצע תיקון מקביל, משום שניירות העבודה המקוריים לא נשמרו. האומדנים לשנים אלה (במיוחד 1955 ו־1956) מוטים איפוא כלפי מטה ואינם בני השוואה מדוייקת לשנים אחרות בסדרות העיתיות.

2. קביעת התאריך

בישראל מכינים, בדרך־כלל, דו"חות כספיים לסוף השנה הקלנדרית (31 בדצמבר), סוף שנת הכספים (31 במרס) או סוף שנת הלוח העברי (30 בספטמבר). לצורך מחקר זה, הוגדרה שנה נתונה כשנה הכוללת דו"חות כספיים שנערכו לתאריכים, שבין חודש יוני של אותה שנה ועד לחודש מאי בשנה לאחריה. שנת 1957 למשל, כוללת מאזנים שתאריכיהם מיוני 1957 ועד למאי 1958.

3. הלוואות לחברים

לעיתים קרובות, מעניקות קופות גמל הלוואות לחברים באמצעות פקדונות "צד שלישי" בבנקים. נוהג זה נפוץ במיוחד בקרנות הביטוח הגדולות. לפני פרסום תקנות מס הכנסה ב־1957 נכללו הלוואות אלה, במקרים רבים, בסעיף "פקדונות לזמן קצוב", המופיעים בדו"חות המקוריים של הקופות. אולם, החל ב־1958 נרשמו הלוואות צד שלישי, בהתאם לתקנות האוצר, תחת הכותרת "הלוואות לחברים". מאחר שהלוואות צד שלישי מהוות חלק ניכר מסך ההלוואות לחברים בכל השנים, גורם הבדל זה ברישום לחוסר האפשרות להשוות בין השנים 1952 עד 1957 ובין השנים 1958 עד 1961.

על מנת לעקוף בעיה זו נעשו תיקונים לגבי התקופה הראשונה. התיקונים נערכו עבור ארבע קרנות הביטוח, שמהן נבע החלק הארי של פקדונות צד שלישי למתן הלוואות, בשנים אלה [1]. לגבי 1957, זיהוי הלוואות כאלה נעשה על־ידי בדיקת נתוני 1957 ש"סווגו מחדש", כפי שהם מופיעים בדו"חות הכספיים של הקופות ל־1958. היקף ההלוואות באמצעות צד שלישי בשנים 1952 עד 1956 נאמד בעזרת נתונים על "השתתפויות חברים" בהוצאות לריבית הנובעות מהלוואות מסוג זה. היחס הממוצע בין ה"השתתפויות" לבין יתרת הלוואות צד שלישי בשנים שאחרי 1957, נקבע לגבי כל קופה. ביחס זה נעשה שימוש בכדי לאמוד הלוואות באמצעות צד שלישי עבור שנים לגביהן לא היו נתונים על הלוואות כאלה. אומדן הלוואות צד שלישי נוכה מ"פקדונות לזמן קצוב" והן הועברו ל"הלוואות לחברים".

4. חובות מעבידים

לפני 1958 נרשמו חובות מעבידים, לעיתים קרובות, בדו"חות המקוריים תחת הכותרת "שטרות לקבל". הדבר חזר והתברר מהשוואת הדו"חות המקוריים ל־1957 לדו"חות "שסווגו מחדש" של אותה שנה, המופיעים במאזני הקופות ל־1958. עבור השנים שלפני 1958, "שטרות לקבל" בקרנות הביטוח הועברו לסעיף "חובות מעבידים", אולם לא ניתן היה לבצע התאמה מקבילה לגבי יתר קופות הגמל, וכתוצאה מכך ייתכן שחובות מעבידים, בשנים שלפני 1958, מוטים במעט כלפי מטה [2].

5. התקבולים והתשלומים

התקבולים והתשלומים, לשנים 1952 ו־1957 רוכזו מחשבונות ההכנסות וההוצאות של הקופות הבודדות; עבור 1961 נעשה שימוש באומדנים של רשות החסכון ושל בנק ישראל (שתוקנו בהתחשב עם קופות שלגביהן לא הושג דיווח). הנתונים על התקבולים והתשלומים של קופות הגמל ניתנים בניכוי העברות פנימיות מחשבון לחשבון. נתונים על הכנסות והוצאות ניהול תוקנו בכדי לנכות מהם סעיפים המשקפים זרם הון ולא זרם הכנסות; תיקונים אלה נכללו במחקר תחת הכותרת המתאימה או כתקבולים ותשלומים שונים. בגלל הסיבות שנמנו בפרק ט דלעיל, כוללים הנתונים על התקבולים והתשלומים העברות בין הקופות.

6. זרמי הכספים

לגבי קופות שהמציאו מאזנים, אך לא דווחו על זרמי ההכנסות בחשבון הון, נעשתה התאמה. הגידול בסך הנכסים (בניכוי הגידול ב"זכאים"), רוכז עבור קופות אלה ומופיע בטור "טעויות והשמטות" בלוחות זרמי הכספים. לא נעשה כל נסיון להקצות התאמה זו בין סעיפי התקבולים וההוצאות השונים.

[1] לא ניתן לבצע תיקון מלא עבור קופות התגמולים והפנסיה, כיוון שבמקרים רבים לא היתה אפשרות לזהות את ההלוואות הבלתי ישירות. אולם, יש לשער שבקופות אלה היה חלקן של ההלוואות הבלתי ישירות, קטן.

[2] סעיף "חייבים" בקופות אלה הסתכם בסכומים קטנים, יחסית, בכל השנים הנדונות, והוא מופיע כ"נכסים אחרים" בלוחות הנספח. נראה, שההטיה כלפי מטה, הנובעת מחוסר יכולת לזהות חובות מעבידים ממקור זה, הינה קטנה מאוד.

7. סיווג ענפי

קופות הגמל והשקעותיהן סווגו לפי ענפי משק עיקריים. הקבוצות מבוססות על הסיווג הענפי המופיע באומדנים ארעיים של ההכנסה הלאומית של ישראל 1952–1953, של דניאל קרימר[3]. הקופות מסווגות בהתאם לפעילות הכלכלית של חברת האם. כאשר מפעל עוסק ביותר מסוג אחד של פעילות, החברה כולה מסווגת בהתאם לפעילותה העיקרית. מפעלים ממשלתיים ומפעלים הסתדרותיים מסווגים בהתאם לפעולתם הכלכלית ולא בהתאם לבעלות עליהם. שיטה דומה אומצה באשר לסיווג השקעות, לפי ענפי הייעוד.

8. סיווג לסקטורים

סיווג הקופות וההשקעות לסקטורים מבוסס על בעלות ולא על פעילות כלכלית. במקרים בהם הבעלות מעורבת, סווגה החברה כולה באותו סקטור, שאליו שייך בעל השליטה בחברה. יוצא מן הכלל הונהג בנוגע לקבוצת בנק לאומי, הנמצאת בשליטת הסוכנות היהודית. בשל אופי פעולותיהם, נכללו מפעלים אלה (וקופות הגמל הקשורות בהם), בסקטור הפרטי. אם כי חברות רבות מסונפות לקרנות הביטוח המרכזיות, סווגו קרנות אלה בסקטור ההסתדרותי, משום שהשליטה הממשית על פעולותיהן נמצאת בידי המדור לפנסיה של ההסתדרות.

9. מספר החברים

מספר חברי הקופות ניתן לסוף שנת המאזן. האומדנים מבוססים על דיווח הקופות הבודדות לרשות החיסכון ועל נתוני מספר החברים הנספחים לדו"חות הכספיים השנתיים של הקופות. במקרים שלא ניתן היה להשיג נתונים ממקורות אלה, נשאלו הקופות הבודדות במישרין. במקרים בודדים (במיוחד בשנים המוקדמות יותר), נאמד מספר החברים כדלהלן:

א. סך־כל המשכורות המתייחסות לקופה חושב על־ידי הנוסחה הבאה:

$$\text{סך כל המשכורות} = \frac{\text{סך־כל הפרשות העובדים (בל"י)}}{\text{שיעור הפרשות המעבידים (באחוזים)}}$$

ב. מספר החברים התקבל על־ידי חלוקת סך־כל המשכורות בשכר השנתי הממוצע ששולם באותו ענף.

מספר החברים בקרנות הביטוח היווה בעיה מיוחדת. קרנות אלה מדווחות על מספר חשבונותיהן, ולא על מספר חבריהן. במקרים אחדים קיימת כפילות ניכרת. במקרים אחרים החשבונות מייצגים "חשבונות מתים" של עובדים, אשר אינם מועסקים עוד במפעל המסונף לקרן, ושכנראה אינם יודעים על הזכויות שנותרו להם בקרן הביטוח. הנתונים על מספר החברים בקרנות הביטוח, שבהם נעשה שימוש במחקר זה, מבוססים על אומדנים של מספר החברים הפעילים, אולם יש להדגיש כי אומדנים אלה כוללים מידה מסויימת של אי דיוק.

[3] בהוצאת מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, ירושלים, 1955. (סדרת פרסומים מיוחדים מס' 29).

לוח־נספח 1: הרכב נכסי קופות הגמל: 1952–1961

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
						(מיליוני ל"י)				
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*3.3*	*4.1*	*3.9*	*6.3*	*6.7*	*4.6*	*5.7*	*5.5*	*9.4*	*9.4*
השקעות:	*28.3*	*41.4*	*52.4*	*67.2*	*103.7*	*145.6*	*194.1*	*269.0*	*357.2*	*450.8*
פקדונות לזמן קצוב	8.4	14.7	19.0	17.6	23.8	30.6	45.7	40.5	20.5	25.5
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	52.9	89.6	140.2	96.2
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	6.1	10.1	15.2	23.0	33.6	40.6	—	—	—	—
ניירות־ערך	5.8	6.8	7.1	12.0	27.9	45.9	73.7	115.2	171.0	297.9
הלוואות למפעלים ולמוסדות	4.0	4.5	4.9	7.3	9.9	18.2	9.5	8.2	8.3	8.7
נכסי־דלא־ניידי	4.0	5.3	6.2	7.3	8.5	10.3	12.3	15.5	17.2	22.5
הלוואות לחברים	*7.5*	*12.7*	*22.0*	*26.4*	*29.8*	*48.6*	*59.0*	*71.1*	*82.0*	*103.0*
חובות מעבידים	*9.2*	*13.3*	*17.6*	*19.7*	*25.7*	*37.9*	*44.3*	*48.2*	*49.5*	*62.7*
נכסים אחרים	*1.8*	*3.1*	*4.5*	*7.3*	*9.8*	*6.5*	*6.4*	*8.6*	*9.3*	*12.8*
סך־כל הנכסים	**50.1**	**74.6**	**100.4**	**126.9**	**175.6**	**243.4**	**309.5**	**402.4**	**507.6**	**638.7**
						(אחוזים)				
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*6.6*	*5.5*	*3.9*	*5.0*	*3.8*	*1.9*	*1.8*	*1.4*	*1.9*	*1.5*
השקעות:	*56.5*	*55.5*	*52.2*	*52.9*	*59.0*	*59.8*	*62.7*	*66.8*	*70.4*	*70.6*
פקדונות לזמן קצוב	16.8	19.7	18.9	13.9	13.5	12.5	14.7	10.1	4.1	4.0
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	17.1	22.2	27.6	15.1
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	12.2	13.5	15.1	18.1	19.1	16.7	—	—	—	—
ניירות־ערך	11.5	9.1	7.1	9.5	15.9	18.9	23.8	28.6	33.7	46.6
הלוואות למפעלים ולמוסדות	8.0	6.1	4.9	5.7	5.7	7.5	3.1	2.0	1.6	1.4
נכסי־דלא־ניידי	8.0	7.1	6.2	5.7	4.8	4.2	4.0	3.9	3.4	3.5
הלוואות לחברים	*15.0*	*17.0*	*21.9*	*20.8*	*17.0*	*20.0*	*19.1*	*17.7*	*16.2*	*16.1*
חובות מעבידים	*18.4*	*17.8*	*17.5*	*15.6*	*14.6*	*15.6*	*14.3*	*12.0*	*9.7*	*9.8*
נכסים אחרים	*3.5*	*4.2*	*4.5*	*5.7*	*5.6*	*2.7*	*2.1*	*2.1*	*1.8*	*2.0*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

לוח־נספח 2: הרכב נכסי קרנות הביטוח: 1952–1691

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
						(מיליוני ל"י)				
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	0.3	0.3	0.4	0.5	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
השקעות:	11.2	16.9	20.8	27.4	37.1	51.2	67.8	95.5	125.8	159.5
פקדונות לזמן קצוב	3.4	6.9	9.0	9.1	10.7	13.0	3.3	4.3	6.6	8.0
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	30.0	38.6	44.8	32.8
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	2.0	2.7	4.0	8.3	9.5	13.6	—	—	—	—
ניירות־ערך	1.6	1.7	1.4	1.9	6.5	12.5	20.0	36.5	54.3	97.2
הלוואות למפעלים ולמוסדות	1.7	2.0	2.6	3.6	5.5	6.2	6.5	5.9	6.7	5.1
נכסי־דלא־ניידי	2.5	3.6	3.8	4.5	4.9	5.9	8.0	10.2	13.4	16.4
הלוואות לחברים	1.6	2.3	4.1	4.7	5.2	8.6	12.7	17.6	20.1	25.8
חובות מעבידים	3.4	4.7	7.6	10.9	14.4	19.6	23.8	27.4	31.1	39.4
נכסים אחרים	0.6	1.2	1.4	2.4	3.1	2.5	2.9	4.0	3.3	4.4
סך־כל הנכסים	17.1	25.4	34.3	45.9	60.8	82.8	108.4	145.6	181.3	230.1
						(אחוזים)				
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	1.7	1.2	1.1	1.1	1.7	1.1	1.1	0.7	0.5	0.5
השקעות:	65.4	66.5	60.7	59.7	61.0	61.8	62.5	65.6	69.4	69.3
פקדונות לזמן קצוב	19.9	27.1	26.2	19.9	17.6	15.7	3.0	2.9	3.6	3.5
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	27.7	26.5	24.7	14.3
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	11.7	10.6	11.7	18.1	15.6	16.4	—	—	—	—
ניירות־ערך	9.3	6.7	4.1	4.1	10.7	15.1	18.5	25.1	30.0	42.2
הלוואות למפעלים ולמוסדות	9.9	7.9	7.6	7.8	9.1	7.5	6.0	4.1	3.7	2.2
נכסי־דלא־ניידי	14.6	14.2	11.1	9.8	8.0	7.1	7.3	7.0	7.4	7.1
הלוואות לחברים	9.4	9.1	11.9	10.2	8.5	10.4	11.7	12.1	11.1	11.2
חובות מעבידים	19.9	18.5	22.2	23.8	23.7	23.7	22.0	18.8	17.2	17.1
נכסים אחרים	3.6	4.7	4.1	5.2	5.1	3.0	2.7	2.8	1.8	1.9
סך־כל הנכסים	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

לוח־נספח 3: הרכב נכסי קופות התגמולים והפנסיה: 1952–1961

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
					(מיליוני ל"י)					
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*3.0*	*3.8*	*3.5*	*5.8*	*5.7*	*3.7*	*4.5*	*4.4*	*8.4*	*8.4*
השקעות:	*17.1*	*24.5*	*31.6*	*39.8*	*66.6*	*94.4*	*126.3*	*173.5*	*231.4*	*291.3*
פקדונות לזמן קצוב	5.0	7.8	10.0	8.5	13.1	17.6	42.4	36.2	13.9	17.5
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	22.9	51.0	95.4	63.4
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	4.1	7.4	11.2	14.7	24.1	27.0	—	—	—	—
ניירות־ערך	4.2	5.1	5.7	10.1	21.4	33.4	53.7	78.7	116.7	200.7
הלוואות למפעלים ולמוסדות	2.3	2.5	2.3	3.7	4.4	12.0	3.0	2.3	1.6	3.6
נכסי־דלא־ניידי	1.5	1.7	2.4	2.8	3.6	4.4	4.3	5.3	3.8	6.1
הלוואות לחברים	*5.9*	*10.4*	*17.9*	*21.7*	*24.6*	*40.0*	*46.3*	*53.5*	*61.9*	*77.2*
חובות מעבידים	*5.8*	*8.6*	*10.0*	*8.8*	*11.3*	*18.3*	*20.5*	*20.8*	*18.4*	*23.3*
נכסים אחרים	*1.2*	*1.9*	*3.1*	*4.9*	*6.7*	*4.0*	*3.5*	*4.6*	*6.0*	*8.4*
סך־כל הנכסים	**33.0**	**49.2**	**66.1**	**81.0**	**114.8**	**160.6**	**201.1**	**256.8**	**326.3**	**408.6**
					(אחוזים)					
מזומנים ופקדונות עובר־ושב	*9.1*	*7.7*	*5.3*	*7.2*	*5.0*	*2.3*	*2.2*	*1.7*	*2.6*	*2.0*
השקעות:	*51.8*	*49.8*	*47.8*	*49.1*	*57.9*	*58.8*	*62.8*	*67.6*	*71.0*	*71.3*
פקדונות לזמן קצוב	15.2	15.8	15.1	10.5	11.4	11.0	21.1	14.1	4.2	4.3
פקדונות "מיוחדים"	—	—	—	—	—	—	11.4	19.9	29.3	15.5
פקדונות והלוואות באמצעות "גמול"	12.4	15.0	16.9	18.2	21.0	16.8	—	—	—	—
ניירות־ערך	12.7	10.4	8.7	12.5	18.6	20.8	26.7	30.6	35.8	49.1
הלוואות למפעלים ולמוסדות	7.0	5.1	3.5	4.5	3.8	7.5	1.5	0.9	0.5	0.9
נכסי־דלא־ניידי	4.5	3.5	3.6	3.4	3.1	2.7	2.1	2.1	1.2	1.5
הלוואות לחברים	*17.9*	*21.1*	*27.1*	*26.8*	*21.4*	*24.9*	*23.0*	*20.8*	*19.0*	*18.9*
חובות מעבידים	*17.6*	*17.5*	*15.1*	*10.9*	*9.8*	*11.5*	*10.2*	*8.1*	*5.6*	*5.7*
נכסים אחרים	*3.6*	*3.9*	*4.7*	*6.0*	*5.9*	*2.5*	*1.8*	*1.8*	*1.8*	*2.1*
סך־כל הנכסים	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

לוח־נספח 4: חשבונות הון והתחייבויות מאוחדים של קופות הגמל, שנים נבחרות: 1961–1952

	1952	1953	1957	1958	1959	1960	1961
				(מיליוני ל"י)			
הון גימלאות	. .	. .	. .	126.7	182.1	236.9	304.8
הון תגמולים	. .	. .	. .	114.5	127.6	152.4	185.6
הון פיצויי פיטורין	. .	. .	. .	27.5	38.4	54.1	70.4
סיכום משנה	*38.5*	*60.8*	*205.8*	*268.7*	*348.1*	*443.4*	*560.8*
קרנות עזר הדדי	4.6	5.1	15.8	18.9	26.1	32.0	38.2
קרנות שמורות	3.3	2.8	4.7	5.8	8.9	8.1	10.7
רווחים שלא חולקו	0.5	0.5	2.4	3.0	3.7	4.7	8.5
זכאים	3.2	5.4	14.7	13.1	15.6	19.4	20.5
סך־כל ההתחייבויות וההון	**50.1**	**74.6**	**243.4**	**309.5**	**402.4**	**507.6**	**638.7**
				(אחוזים)			
הון גימלאות	. .	. .	. .	40.9	45.3	46.7	47.7
הון תגמולים	. .	. .	. .	37.0	31.7	30.0	29.1
הון פיצויי פיטורין	. .	. .	. .	8.9	9.5	10.7	11.0
סיכום משנה	*76.8*	*81.5*	*84.6*	*86.8*	*86.5*	*87.4*	*87.8*
קרנות עזר הדדי	9.2	6.8	6.5	6.1	6.5	6.3	6.0
קרנות שמורות	6.6	3.8	1.9	1.9	2.2	1.6	1.7
רווחים שלא חולקו	1.0	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9	1.3
זכאים	6.4	7.2	6.0	4.2	3.9	3.8	3.2
סך־כל ההתחייבויות וההון	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

לוח־נספח 5: חשבונות הון והתחייבויות מאוחדים של קרנות הבטוח: 1952–1961

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
					(מיליוני ל"י)					
הון גימלאות, תגמולים ופיצויי פיטורין	10.3	16.4	22.9	29.8	41.4	58.6	79.3	106.8	136.1	171.9
קרנות עזר הדדי	4.2	4.6	5.7	8.2	11.1	14.0	18.0	24.6	29.5	34.6
קרנות שמורות	0.6	0.9	1.1	1.3	1.0	1.3	2.1	4.1	4.0	7.9
רווחים שלא חולקו	0.1	—	0.1	—	0.1	0.1	0.2	—	—	—
זכאים	1.9	3.5	4.5	6.6	7.2	8.6	8.8	10.1	11.7	15.7
סך־כל ההתחייבויות וההון	**17.1**	**25.4**	**34.3**	**45.9**	**60.8**	**82.8**	**108.4**	**145.6**	**181.3**	**230.1**
					(אחוזים)					
הון גימלאות, תגמולים ופיצויי פיטורין	60.2	64.6	66.8	64.9	68.1	70.8	73.2	73.4	75.0	74.7
קרנות עזר הדדי	24.5	18.1	16.6	17.9	18.3	17.1	16.6	16.9	16.3	15.0
קרנות שמורות	3.6	3.5	3.2	2.8	1.6	1.6	1.9	2.8	2.2	3.5
רווחים שלא חולקו	0.6	—	0.3	—	0.2	0.1	0.2	—	—	—
זכאים	11.1	13.8	13.1	14.4	11.8	10.4	8.1	6.9	6.5	6.8
סך־כל ההתחייבויות וההון	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

לוח־נספח 6: חשבונות והתחייבויות הון מאוחדים של קופות התגמולים והפנסיה, שנים נבחרות: 1952–1961

	1952	1953	1957	1958	1959	1960	1961
				(מיליוני ל"י)			
הון גימלאות, תגמולים ופיצויי פיטורין	28.2	44.4	147.2	189.4	241.3	307.3	388.9
קרנות עזר הדדי	0.4	0.5	1.6	0.9	1.5	2.5	3.6
קרנות שמורות	2.7	1.9	3.4	3.7	4.8	4.1	2.8
רווחים שלא חולקו	0.4	0.5	2.3	2.8	3.7	4.7	8.5
זכאים	1.3	1.9	6.1	4.3	5.5	7.7	4.8
סך־כל ההתחייבויות וההון	**33.0**	**49.2**	**160.6**	**201.1**	**256.8**	**326.3**	**408.6**
				(אחוזים)			
הון גימלאות, תגמולים ופיצויי פיטורין	85.5	90.2	91.7	94.2	94.2	94.2	95.2
קרנות עזר הדדי	1.2	1.0	1.0	0.5	0.6	0.8	0.9
קרנות שמורות	8.2	3.9	2.1	1.8	1.9	1.2	0.7
רווחים שלא חולקו	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0
זכאים	3.9	3.9	3.8	2.1	2.1	2.4	1.2
סך־כל ההתחייבויות וההון	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

לוח־נספח 7: תקבולים ותשלומים ברוטו של קופות הגמל: 1952, 1957 ו־1961

(מיליוני ל"י)

	1952			1957			1961		
	כל קופות הגמל	קרנות ביטוח	קופות התגמולים והפנסיה	כל קופות הגמל	קרנות ביטוח	קופות התגמולים והפנסיה	כל קופות הגמל	קרנות ביטוח	קופות התגמולים והפנסיה
תקבולים									
הפרשות מעבידים	*14.6*	*7.0*	*7.6*	*45.2*	*24.2*	*21.0*	*90.3*	*45.4*	*44.9*
גימלאות				15.8	4.5	10.4	35.8	13.6	22.2
תגמולים	10.3	2.7	7.6	11.3	3.6	7.7	15.9	4.2	11.7
פיצויי פיטורין				5.8	2.9	2.9	16.4	6.0	10.4
הטבות נלוות	4.3	4.3	—	12.3	12.3	—	22.2	21.6	0.6
הפרשות חברים:	*7.4*	*2.5*	*4.9*	*21.6*	*9.8*	*11.8*	*46.1*	*19.0*	*27.1*
גימלאות				8.8	4.1	4.7	24.6	12.4	12.2
תגמולים	7.4	2.5	4.9	12.8	5.7	7.1	21.5	6.6	14.9
העברות מקופות אחרות	*0.2*	. .	*0.2*	*0.9*	*0.1*	*0.8*	*7.3*	*0.9*	*6.4*
הכנסה מהשקעות גמל	*1.4*	*0.4*	*1.0*	*11.7*	*3.7*	*8.0*	*30.3*	*9.7*	*20.6*
רווחי הון				*0.5*	*0.1*	*0.4*	*7.4*	*2.7*	*4.7*
תקבולים שונים	*1.2*	*0.6*	*0.6*	*2.0*	*0.6*	*1.4*	*3.1*	*1.2*	*1.9*
סך־כל התקבולים	**24.8**	**10.5**	**14.3**	**81.9**	**38.5**	**43.4**	**184.5**	**78.9**	**105.6**
תשלומים									
תשלומי הגמל:	*4.1*	*2.7*	*1.4*	*17.8*	*11.5*	*6.3*	*39.5*	*21.4*	*18.1*
גימלאות				2.7	1.0	1.7	13.8	4.9	8.9
תגמולים	2.0	0.6	1.4	7.2	2.0	4.6	9.0	2.4	6.6
פיצויי פיטורין					0.6		4.0	1.6	2.4
הטבות נלוות	2.1	2.1	. .	7.9	7.9	—	12.7	12.5	0.2
פרמיות ביטוח	*1.0*	*0.2*	*0.8*	*1.9*	*0.5*	*1.4*	*2.3*	—	*2.3*
הוצאות מנהליות	*1.6*	*1.3*	*0.3*	*5.1*	*4.1*	*1.0*	*9.3*	*6.7*	*2.6*
העברות לקופות גמל אחרות	*0.5*	*0.2*	*0.3*	*2.3*	*0.9*	*1.4*	*3.0*	*8.1*	*1.2*
תשלומים שונים	*0.3*	*0.2*	*0.1*	*1.5*	*0.7*	*0.8*	*1.9*	*0.7*	*1.2*
סך־כל התשלומים	**7.5**	**4.6**	**2.9**	**28.6**	**17.7**	**10.9**	**56.0**	**30.6**	**25.4**

לוח־נספח 8: החסכון הגולמי, החסכון נטו, והחסכון נטו הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל: 1952 עד 1961

(מיליוני ל"י)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
א. קופות הגמל										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	20.1	24.5	25.8	26.5	48.7	67.8	66.1	92.9	105.2	131.1
(2) רווחי הון	..	0.3	..	0.5	0.5	0.5	1.2	5.1	3.8	7.4
(3) השינוי נטו בחשבונות הזכאים	2.7	2.2	1.4	2.6	2.6	2.6	−1.6	2.5	3.8	1.1
(4) החסכון הגולמי [(1)−[(2)+(3)]]	**17.4**	**22.0**	**24.4**	**23.4**	**45.6**	**64.7**	**66.5**	**85.3**	**97.6**	**122.6**
(5) השינוי נטו בהלוואות לחברים	3.6	5.2	9.3	4.4	4.3	18.8	10.4	12.1	10.9	21.0
(6) החסכון נטו [(4)−(5)]	**13.8**	**16.8**	**15.1**	**19.0**	**42.2**	**45.9**	**56.1**	**73.2**	**86.7**	**101.6**
(7) השינוי נטו בחובות המעבידים	4.3	4.1	4.3	2.1	6.0	12.2	6.4	3.9	1.3	13.2
(8) החסכון נטו הניתן להעברה [(6)−(7)]	**9.5**	**12.7**	**10.8**	**16.9**	**36.2**	**33.7**	**49.7**	**69.3**	**85.4**	**88.4**
ב. קרנות הביטוח										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	7.8	8.3	8.9	11.6	14.9	22.0	25.6	37.2	35.7	48.8
(2) רווחי הון	..	0.3	..	0.5	0.5	0.5	1.2	1.7	0.9	2.7
(3) השינוי נטו בחשבונות הזכאים	1.9	1.6	1.0	2.1	0.6	1.4	0.2	1.3	1.6	0.4
(4) החסכון הגולמי [(1)−[(2)+(3)]]	**5.9**	**6.4**	**7.9**	**9.0**	**13.8**	**20.1**	**24.2**	**34.2**	**33.2**	**42.1**
(5) השינוי נטו בהלוואות לחברים	1.5	0.7	1.8	0.6	0.5	3.4	4.1	4.9	2.5	5.7
(6) החסכון נטו [(4)−(5)]	**4.4**	**5.7**	**6.1**	**8.4**	**13.3**	**16.7**	**20.1**	**29.3**	**30.7**	**36.4**
(7) השינוי נטו בחובות המעבידים	2.1	1.3	2.9	3.3	3.5	5.2	4.2	3.6	3.7	8.3
(8) החסכון נטו הניתן להעברה [(6)−(7)]	**2.3**	**4.4**	**3.2**	**5.1**	**9.8**	**11.5**	**15.9**	**25.7**	**27.0**	**28.1**
ג. קופות התגמולים והפנסיה										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	12.3	16.2	16.9	14.9	33.8	45.8	40.5	55.7	69.5	82.3
(2) רווחי הון	..	..	..	..	..	..	..	3.4	2.9	4.7
(3) השינוי נטו בחשבונות הזכאים	0.8	0.6	0.4	0.5	2.0	1.2	−1.8	1.2	2.2	−2.9
(4) החסכון הגולמי [(1)−[(2)+(3)]]	**11.5**	**15.6**	**16.5**	**14.4**	**31.8**	**44.6**	**42.3**	**51.1**	**64.4**	**80.5**
(5) השינוי נטו בהלוואות לחברים	2.1	4.5	7.5	3.8	2.9	15.4	6.3	7.2	8.4	15.3
(6) החסכון נטו [(4)−(5)]	**9.4**	**11.1**	**9.0**	**10.6**	**28.9**	**29.2**	**36.0**	**43.9**	**56.0**	**65.2**
(7) השינוי נטו בחובות המעבידים	2.2	2.8	1.4	(1.2)	2.5	7.0	2.2	3.0	−2.4	4.9
(8) החסכון נטו הניתן להעברה [(6)−(7)]	**7.2**	**8.3**	**7.6**	**11.8**	**26.4**	**22.2**	**33.8**	**43.6**	**58.4**	**60.3**

לוח־נספח 9: החסכון הגולמי, החסכון נטו והחסכון נטו הניתן להעברה באמצעות קופות הגמל: 1952 עד 1961

(מיליוני ל״י, מחירי 1952)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
א. קופות הגמל										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	20.1	19.1	17.9	17.4	30.0	39.3	37.0	51.3	56.8	66.3
(2) החסכון הגולמי	**17.4**	**17.2**	**17.0**	**15.4**	**28.1**	**37.5**	**37.3**	**47.1**	**52.7**	**62.0**
(3) השינוי נטו בהלוואות לחברים	3.6	4.1	6.5	2.9	2.1	10.9	5.8	6.7	5.9	10.6
(4) החסכון הנקי [(3)–(2)]	**13.8**	**13.1**	**10.5**	**12.5**	**26.0**	**26.6**	**31.5**	**40.4**	**46.8**	**51.4**
(5) השינוי נטו בחובות מעבידים	4.3	3.2	3.0	1.4	3.7	7.1	3.6	2.1	0.7	6.7
(6) החסכון הנקי הניתן להעברה [(5)–(4)]	**9.5**	**9.9**	**7.5**	**11.1**	**22.3**	**19.5**	**27.9**	**38.3**	**46.1**	**44.7**
ב. קרנות הביטוח										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	7.8	6.5	6.1	7.6	9.1	12.8	14.3	20.5	19.3	24.7
(2) החסכון הגולמי	**5.9**	**5.0**	**5.5**	**5.9**	**8.5**	**11.7**	**13.6**	**18.9**	**17.9**	**21.3**
(3) השינוי נטו בהלוואות לחברים	1.5	0.6	1.3	0.4	0.3	2.0	2.3	2.7	1.4	2.9
(4) החסכון הנקי [(3)–(2)]	**4.4**	**4.4**	**4.2**	**5.5**	**8.2**	**9.7**	**11.3**	**16.2**	**16.5**	**18.4**
(5) השינוי נטו בחובות מעבידים	2.1	1.0	2.0	2.2	2.2	3.0	2.4	1.9	2.0	4.2
(6) החסכון הנקי הניתן להעברה [(5)–(4)]	**2.3**	**3.4**	**2.2**	**3.3**	**6.0**	**6.7**	**8.9**	**14.3**	**14.5**	**14.2**
ג. קופות התגמולים והפנסיה										
(1) הגידול נטו בסך־כל הנכסים	12.3	12.6	11.8	9.8	20.9	26.5	22.7	30.8	37.5	41.6
(2) החסכון הגולמי	**11.5**	**12.2**	**11.5**	**9.5**	**19.6**	**25.8**	**23.7**	**28.2**	**34.8**	**40.7**
(3) השינוי נטו בהלוואות לחברים	2.1	3.5	5.2	2.5	1.8	8.9	3.5	4.0	4.5	7.7
(4) החסכון הנקי [(3)–(2)]	**9.4**	**8.7**	**6.3**	**7.0**	**17.8**	**16.9**	**20.2**	**24.2**	**30.3**	**33.0**
(5) השינוי נטו בחובות מעבידים	2.2	2.2	1.0	(0.8)	1.5	4.1	1.2	0.2	(1.3)	2.5
(6) החסכון הנקי הניתן להעברה [(5)–(4)]	**7.2**	**6.5**	**5.3**	**7.8**	**16.3**	**12.8**	**19.0**	**24.0**	**31.6**	**30.5**

לוח־נספח 10: תיק ניירות־הערך המאוחד של קופות הגמל: 1953, 1957 ו־1960
(מיליוני ל״י)

	1953	1957	1960
איגרות חוב			
ממשלה ומוסדות לאומיים	3.5	27.9	86.1
מפעלים ציבוריים	0.2	5.9	40.7
מפעלי הסתדרות	1.4	6.1	20.6
מפעלים פרטיים	0.8	1.7	13.9
בלתי־מוגדרים	0.2	2.5	1.6
סך־כל איגרות החוב	**6.0**	**44.1**	**162.9**
מניות			
מפעלים ציבוריים	0.3	0.1	2.7
מפעלי הסתדרות	0.2	0.7	3.7
מפעלים פרטיים	0.3	1.0	0.4
בלתי־מוגדרים	—	—	1.3
סך־כל המניות	*0.8*	*1.8*	*8.1*
סך־כל ניירות־הערך	**6.8**	**45.9**	**171.0**

ביבליוגרפיה

בנק ישראל, "הצמדת ניירות־הערך בישראל", סקר בנק ישראל מס' 3, (יולי 1950).

— דין וחשבון שנתי 1961, ירושלים, מאי 1962.

— דין וחשבון שנתי 1962, ירושלים, מאי 1963.

— ח. בן שחר ומ. סרנת, "ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות 1959 עד 1962", סקר בנק ישראל מס' 22, מחלקת המחקר, בנק ישראל, ירושלים, יולי 1964.

ברית פיקוח לקופות תגמולים ופנסיה, קופות פנסיה ותגמולים בארץ־ישראל, תל־אביב, 1948.

— קופות פנסיה ותגמולים בישראל: 1949–1950, תל־אביב, 1951.

גמול, חברה להשקעות בע"מ, דין־וחשבון שנתי.

המוסד לביטוח לאומי, מאזן ודין־וחשבון כספי לשנת 1961/62, ירושלים, 1962.

— דין וחשבון שנתי 1959/60, ירושלים, אפריל 1961.

הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, שנתון סטטיסטי לישראל 1964 מס' 15, ירושלים.

ההסתדרות הכללית של העובדים העבריים בישראל, האיגוד הארצי של פועלי הבנין, האיגוד המקצועי של פועלי הבנין בישראל, תל־אביב (ללא תאריך).

ההסתדרות הכללית של העובדים העבריים בישראל, קרנות הביטוח, תל־אביב, 1951.

— פרקים בבטחון סוציאלי בישראל, המכון למחקר כלכלי וסוציאלי בשיתוף מרכז קופת חולים והמחלקה למחקר ולסטטיסטיקה. תל־אביב, 1960.

ההסתדרות הכללית של העובדים בשיתוף עם המועצה הלאומית לחסכון, קרנות הפנסיה, ספטמבר 1963.

לביטוב, י., "ביטוח ויעילות משקית", רבעון לכלכלה מס' 3 (ינואר 1954).

מיכאלי, מ., סחר החוץ ויבוא ההון בישראל, עם עובד, תל־אביב, 1963.

משרד האוצר, רשות החסכון, יום עיון לבעיות השקעת כספי תגמולים, פנסיה, פיצויים. נערך בבית לסין בתל־אביב ביום כ"ו בסיון תשי"ט, 2.7.59. ירושלים, 1959.

— יום עיון לבעיות בטחון סוציאלי לעצמאיים, נערך בבית סוקולוב, תל־אביב, ביום י"ט בתמוז תש"ך, 14.7.60, ירושלים.

— מגמות במרכיבי החסכון הלאומי בשנת 1962, ירושלים, פברואר 1963.

— מדריך לקרנות: תגמולים, פנסיה, פיצויים, ירושלים, יוני 1960.

משרד העבודה, "קופות תגמולים וקרנות ביטוח, 1951", ירחון העבודה מס' 4, (אפריל 1953).

סקר חסכונות המשפחה 1957/58 (תוצאות ראשונות), מרכז פאלק בשיתוף עם הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בנק ישראל והמכון למחקר חברתי שימושי ירושלים, דצמבר 1959.

פטינקין, ד., המשק הישראלי בעשור הראשון, מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל, ירושלים, 1960.

ANDREWS, VICTOR L., "Pension Funds in the Securities Markets," *Harvard Business Review,* XXXVII, (November-December 1959).

— "The Supply of Loanable Funds from Non-Insured Corporate State and City Administered Employee Pension Trusts," *The Journal of Finance,* XVI (May 1961).

ANGLO-PALESTINE BANK LTD., *Handbook of Palestinian Securities,* Tel Aviv, 1947.

ARVIDSSON, GUY, "Reflections on Index Loans," *Skandinaviska Banken Quarterly Review,* XL (January 1959).

BANK LEUMI LE-ISRAEL, *Israel Companies and Cooperative Societies Yearbook,* Kollek and Son, Jerusalem, n.d.

BECKER, AHARON, "The Work of the General Federation of Labour in Israel," *International Labour Review,* LXXXI (May 1960).

"Cost of Non-Statutory Social Security Schemes," *International Labour Review,* LXXVIII (October 1958).

DEARING, CHARLES T., *Industrial Pensions,* The Brookings Institution, Washington D.C., 1954.

DUESENBERRY, J., S., *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior,* Harvard University Press, Cambridge Mass., 1949.

FINCH, DAVID, "Purchasing Power Guarantees for Deferred Payments," *IMF Staff Papers,* V (February 1956).

FRIEDMAN, MILTON, *Capitalism and Freedom,* University of Chicago Press, 1962.

GARVY, GEORGE, "The Effect of Private Pension Plans on Personal Savings," *Review of Economics and Statistics,* XXXII (August 1950).

GOLDSMITH, RAYMOND W., and Others, *A Study of Saving in the United States,* 3 Vols., Princeton University Press, 1955, 1956.

—, *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900,* NBER, New York, 1958.

GUTHMANN, HARRY, G., "Effect on the Economy of Channeling Savings Through Pension Funds," *The Journal of Finance,* VII (May 1952).

HAMILTON, JAMES A. and BRONSON, DORRANCE C., *Pensions,* McGraw-Hill, New York, 1958.

HARBRECHT, PAUL P., *Pension Funds and Economic Power,* The Twentieth Century Fund, New York, 1959.

HEIN, JOHN, "A Note on the Use of Index Clauses Abroad," *The Journal of Finance,* XV (December 1960).

HELLER, W. W., BODDY F. M. and NELSON C. L., *Savings in the Modern Economy,* University of Minnesota Press, Minneapolis, 1953.

Histadrut, *The Central Pension Funds of the Histadrut—The Jewish Federation of Labour,* Department of Pensions, Tel Aviv, 1962.

HOSKING, GORDON A., *Pension Schemes and Retirement Benefits* (2nd Ed.), Sweet and Maxwell, London, 1960.

HOWELL, PAUL LLOYD, "A Re-Examination of Pension Fund Investment Policies," *The Journal of Finance,* XIII (May 1958).

—, "Common Stocks and Pension Fund Investing," *Harvard Business Review,* XXXVI (November-December 1958).

Kollek and Son, *Israel Economist Annuals,* Jerusalem.

KAHN E., *Der Effektenmarkt Als Mittel Zum Aufbau Palestinas,* Jewish Agency Economic Research Institute, Jerusalem, 1937.

LEWIS, ARTHUR W., *The Theory of Economic Growth,* Allen and Unwin, London, 1955.

LIEFMAN-KEIL, ELIZABETH, "Index-Based Adjustment for Social Security Benefits," *International Labour Review,* LXXIX (May 1959).

MILLER, EUGENE, "Trends in Private Pension Funds," *The Journal of Finance,* XVI (May 1961).

MURRAY, ROGER F., "Investment Aspects of the Accumulation of Pension Funds," *The Journal of Finance,* VII (May 1952).

—, "The Impact of Pension Funds—Discussion," *The Journal of Finance,* XVI (May 1961).

NATHAN, ROBERT R., GASS, OSCAR, and CREAMER, DANIEL, *Palestine: Problem and Promise,* Public Affairs Press, Washington D.C., 1946.

NEVIN, EDWARD, *Capital Funds in Underdeveloped Countries: the Role of Financial Institutions,* Macmillan, London, 1961.

PILCHER, J. C., *Raising Capital with Convertible Securities,* Bureau of Business Research, School of Business, University of Michigan, Ann Arbor, 1955.

Report of the Committee on the Working of the Monetary System, HMSO, London, 1959 (Radcliffe Report).

Report of the Committee on the Taxation Treatment of Provisions for Retirement (Cmd. 9063), HMSO, London, 1954 (Tucker Report).

SARNAT, MARSHALL, *The Development of the Securities Market in Israel,* Kyklos-Verlag, Basel; J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, in press.

"Supplementary Pension Scheme in France," *International Labour Review,* LXXVI (October 1957).

Survey of Family Saving 1957–58 and 1958–59 (Preliminary Report), Joint report of Falk Project, CBS, Bank of Israel, and Israel Institute of Applied

Social Research, Falk Project Research Paper No. 8 (reprinted from Bank of Israel *Annual Report* 1959, Jerusalem, September 1960.

Tel Aviv Stock Exchange, *Official Israel Stock Exchange Yearbook* 1955–56, Kollek and Son, Jerusalem, 1956.

—, *Annual Reports.*

TILOVE, ROBERT, "Social and Economic Implications of Private Pensions," *Industrial and Labour Relations Review,* XIV (October 1960).

United Nations, *Domestic Financing of Economic Development,* New York, 1951.

מפתח העניינים

איגרות חוב צמודות : 74–76 ;
הנפקות, 77–80, 82 ;
חלקן בשוק ניירות־הערך, 80 ;
תנאים, 79.
אחריות קולקטיבית, 9, 27.
אינפלציה : 22, 56 ;
השפעה על הפרשות, 52 ;
השפעה על תגמולים נומינליים, 17 ;
— ובעיית ההשקעה, 12 ;
— והמעבר לגימלאות, 26 ;
— והתשואה הריאלית על השקעות, 24–25 ;
— וחסכון גמל, 11–12, 62, 105–106 ;
— וחסכון רצוני, 11 ;
— וערך ריאלי של חסכונות, 22, 26, 29, 62.

בורסה לניירות־ערך, 31, 34, 36, 83.
ביטוח הדדי, 19–20.
ביטוח לאומי : 14 ;
בהשוואה עם קופות גמל, 58–59, 105 ;
— והשפעה על הפרשות, 47–48 ;
כלול בגימלאות, 18.
בנק לאומי (קופת תגמולים), 21.
ברית פיקוח, 14, 21–22, 31.

גימלאות תקציבית, 14, 26, 41.
"גמול", חברה להשקעות :
אישורה כקרן השקעה מרכזית, 25 ;
הצמדת השקעות, 25, 86–87 ;
ייסוד, 25 ;
ייעוד השקעותיה, 25 ;
פקדונות ואיגרות חוב, 25, 71, 73.

דו"ח רדקליף, 35.
"דור לדור", 14.

האוניברסיטה העברית, (קופת פנסיה), 15, 27.
הדסה (קופת גמל), 15.
הוצאות תפעוליות, 15, 56, 91, 96.
הטבות גלוות, 19–20, 23, 49, 53–54, 58, 67.
הטבות סוציאליות — ראה הטבות גלוות.
הכנסות מהשקעות, 56, 91.
הלוואות לחברים : 11–12 ;
בקרנות ביטוח, 63 ;
הגבלות בחוק, 31, 33 ;
הכללתן בהשקעות, 70–71 ;
השפעה אינפלציונית, 62, 73, 106 ;
השפעת תקנות על —, 71 ;
— ושיעור התשואה, 97–100 ;
ריבית על —, 71.
המיסלקה לניירות־ערך, 77.
הסתדרות : 46 ;
הקמת קופות, 14, 21–22, 26, 104 ;
הקמת קופות מרכזיות, 23, 45 ;
הקמת קרנות ביטוח, 23 ;
השקעות הקופות ב־, 74, 88–89 ;
השתייכות קופות ל־, 44 ;
ניהול קופות (ראה מדור לפנסיה) ;
תיאום השקעות, 24.
העברת זכויות גמל, 16, 20, 32, 55.
הפרשות :
גודל, 22, 51–52 ;
השוואה לחו"ל, 52–53 ;
חלקן בסך התקבולים, 56 ;
כאחוז משכר, 21, 47–50 ;
מיגבלה בחוק, 28, 30, 32 ;
עבור פיצויים, 50.
הפרשי הצמדה — ראה רווחי הון.
הצמדת השקעות : 16 ;
— ובעיה אקטוארית, 69 ;
יוזמת הקופות, 78, 86–87 ;
סוגי הצמדה, 79.
הקלות מס :
אי־שוויון, 34–35 ;
זיכוי להפרשת חברים, 29–30 ;
עקרונות, 34–35 ;
פטור הפרשות מעביד, 28–29 ;
פטור רווחים, 30.
השקעה :
השקעה במניות, 70 ;
בהשוואה לחו"ל, 86 ;
השקעה במקרקעין, 70 ;
יחס הקופות ל־, 73 ;
השקעה בניירות־ערך, 73, 75 ;
העדפת איגרות חוב, 83–84 ;

השקעה בפקדונות לזמן קצוב, 71–73, 75 ;
תשואה על —, 71 ;
מדיניות ההשקעה, 69–72 ;
השפעת ההשתייכות לסקטור, 75 ;
השפעה על שיעור תשואה, 97–99 ;
— והפטור ממס, 69.
השקעה מוכרת, (ראה ניירות־ערך מאושרים).

ועדה לניירות־ערך, 36.

חובות מעבידים :
איסור על־פי חוק, 31 ;
בקרנות ביטוח, 63 ;
השפעת התקנות על —, 76 ;
— ושיעור התשואה, 98–99 ;
ריבית על —, 71 ;
שאינם נכללים בהשקעות, 70–71.
חוק לעידוד החסכון, 33.
חישוב אקטוארי :
בעיית ההערכה, 26–27 ;
היעדר בעיה בתגמולים, 16 ;
— והצבירה בקרנות כלליות, 67–68 ;
— והתשואה הצפויה, 91.
חסכון :
"דליפות" מהחסכון, 12, 62, 64–67, 106 ;
חשיבותו במדינות מתפתחות, 11, 60 ;
חסכון אישי, 11, 105 ;
הגדרה, 60–61, 63 ;
חסכון ברוטו,
הגדרה, 60 ;
— והיווי הון, 64, 105 ;
ערך ריאלי, 63, 105 ;
חסכון גמל, 11, 12 ;
הגדרות אלטרנטיביות, 60–61 ;
כחסכון כפוי, 68 ;
קיזוזים, 68 ;
חסכון חוזי, 11 ;
חסכון נטו,
הגדרה, 61 ;
— והיווי הון, 64, 105 ;
חלקו בחסכון ברוטו, 63, 65, 105 ;
חסכון נטו הניתן להעברה,
הגדרה, 61 ;
— והיווי הון, 64, 105 ;
חלקו בחסכון ברוטו 63, 65, 105 ;
חסכון מוסדי — ראה חסכון חוזי.
חסכון משקי בית — ראה חסכון אישי.
חשבונות אישיים, 14, 36, 41, 51, 67, 91.

יעילות כלכלית, 91–92, 100.
יתרונות לגודל, 95–96.

"לפקיד", 26.

"מבטחים", 24, 26, 38, 42, 46.
"מגן", קופת הפנסיה לקואופרציה יצרנית־שירותית, 26.
מדור לפנסיה, 15, 26–27, 44, 113.
מניות רגילות :
הנפקות, 78, 81 ;
מדד מחירים של —, 80–81.
מעבר לגימלאות : 26, 40 ;
השפעה על ההפרשיות, 52 ;
השפעה על השקעות, 75–76 ;
השפעה על ריכוזיות, 44 ;
השפעה על תשלומי גמל, 53–54.
"מציב", 14.

ניירות־ערך מאושרים :
הגדרה, 32–34 ;
השוואה לחו"ל, 35–36 ;
השפעה על השקעות, 35, 85–86 ;
רכישה במקור, 33–34 ;
השפעה על הבורסה, 36.
(ראה גם תקנות מס הכנסה)
"נתיב", 26.

פנסיה "בסיסית", 17.
פנסיה "מקיפה", 17.
פנסיה תקציבית — ראה גימלאות תקציבית.
פקדונות מיוחדים : 33;
המרה לאיגרות חוב, 88 ;
הסכמים על השקעתם, 33, 35 ;
השקעות ב—, 75 ;
תנאי הצמדה, 76 ;
תשואה על —, 76.
פיקדונות "צד שלישי", 171 111–112.
פיקוח ממשלתי — ראה תקנות מס הכנסה.

קופות גמל :
אומדן מספר חברים, 38–40, 104 ;
בתקופת המנדט, 21–22 ;
היקף הנכסים, 42–44 ;
השתייכות לסקטור, 44–45 ;
התפלגות לפי גודל (חברים), 41–42 ;
התפלגות לפי גודל (נכסים), 43–44 ;
התפלגות לפי ענף, 45–46 ;
יחס העובדים, 22, 24 ;
ייסוד, 14 ;
ירידת מספר הקופות, 38–40 ;
מבנה נכסים, 70–71 ;
מבנה תיק ניירות־ערך, 83–85 ;
מטרה, 13, 16, 58 ;

מעמד משפטי, 14 ;
גיהול, 14–15, 45 ;
צבירה שנתית, 21, 58, 69, 105 ;
תכונות עיקריות, 13–14.
קופות תגמולים לעצמאיים :
בהשוואה לכוח אדם, 41 ;
חלקן בסך הנכסים, 42–43 ;
כחסכון רציני, 68 ;
מספר החברים, 40, 104, 113 ;
מספר הקופות, 40, 104 ;
ניכוי מס על ההפרשות, 29.
(ראה גם קופות גמל)
קרנות ביטוח :
הוצאות, 56, 58 ;
הפרשות, 20, 49, 56 ;
הקמתן, 23–24 ;
חשבונות "מתים", 113 ;
מדיניות השקעה, 73, 75 ;
מספר החברים, 24–25, 40, 113 ;
מעבר לגימלאות, 40 ;
צבירה בקרנות כלליות, 67–68 ;
תשלומים, 53–54.
קרן ביטוח לעובדי אריזה, 24.
קרן ביטוח לפועלי בניין, 23, 26.
קרן ביטוח לפועלים שכירים בחקלאות, 23–24, 26.
"קרן הגימלאות המרכזית", 26, 45.
קרנות פיצויים :
השפעה על שיעור ההפרשות, 48 ;
— וניידות עובדים, 50–51.
(ראה גם קופות גמל)
קרנות פנסיה :
בהשוואה לכוח אדם, 41 ;
חלקן בסך הנכסים, 42 ;
מספר החברים, 40–41, 104 ;
מספר הקופות, 40 ;
קרנות מרכזיות, 24, 39, 44, 104.
(ראה גם קופות גמל)
קופות תגמולים :
היעדר בעיה אקטוארית, 16 ;
זכויות חברים פורשים, 16 ;
חלקן בסך הנכסים, 42.
(ראה גם קופות גמל)

רווחי הון, 16–17, 36, 56.
רשות החסכון, 31, 32, 94, 111, 112, 113.

שוק ההון :
אישור הנפקות, 108–109 ;
הצמדה ב—, 77–80 ;
השפעת אינפלציה, 77–78 ;
השפעת הקופות על—, 84–87 ;
התפתחות, 76–83 ;
— והתשואה הריאלית הצפויה, 70 ;
מימון היווי הון באמצעות—, 81–83.
(ראה גם בורסה לניירות־ערך)
שוק ניירות ערך — ראה שוק ההון.
שיעור התשואה כולל :
איגרות חוב צמודות, 101–102 ;
הגדרה, 100–101 ;
מניות רגילות, 101–102 ;
פקדונות בבנקים, 101.
שיעור תשואה : 91–103, 106–107 ;
הגדרה, 91–92 ;
השפעת מדיניות השקעה על—, 97–99 ;
השפעה על מעבר לגימלאות, 93–94.

תקבולים, 55–56, 105.
תקנות מס הכנסה :
אישור קופות גמל, 30–32 ;
אישור קרנות השקעה, 25 ;
הגבלת השקעות, 31–34 ;
השפעה על חסכון גמל, 65 ;
השפעה על ייעוד השקעות, 75, 87–90, 107–109 ;
השפעה על שיעור ההפרשות, 47 ;
השפעה על שיעור תשואה, 96, 102–103.
(ראה גם ניירות־ערך מאושרים)
תשלומי גימלאות : 53–54 ;
הצמדה למשכורת אחרונה, 18, 27, 68 ;
הצמדה לתוספת יוקר, 18–19, 27, 68, 109 ;
השוואה עם חו"ל, 19 ;
זכויות חברים, 17–18, 20, 53 ;
חיוב במס, 29 ;
נוסחת הגימלאות, 17–18.
תשלומי פיצויים :
זכויות חברים, 17 ;
לפי משכורת אחרונה, 17 ;
פטור ממס, 29.
תשלומי תגמולים :
הצמדה לאחר 1962, 36 ;
זכויות חברים, 16, 17 ;
פטור ממס, 29.

על הספר

הספר, המבוסס על עבודת הדוקטורט של מרשל סרנת, עוסק בפעולותיהן הכלכליות והפיננסיות של קופות הגמל בתקופה שאופיינה על־ידי קיום לחצים אינפלציו־ניים חזקים והגברת הפיקוח הממשלתי. הספר סוקר את קווי ההתפתחות של קופות הגמל בארץ ומנסה לבחון את השפעת האינפלציה וההתערבות הממשלתית על החסכון, ועל המבנה והייעוד של ההשק־עה. לאור התוצאות נעשה גם נסיון להעריך ולבקר את מדיניות הממשלה כלפי קופות הגמל. כמו כן נבחנו התמו־רות שחלו ביעילותן הכלכלית של הקופות על־ידי מדידת שיעורי התשואה על נכסיהן.