



רבעון לבנקאות

07 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2010

20 | מנגנונים משפטיים התומכים בריכוזיות

44 | מצב כלכלי כחוסם מימוש ערבות בנקאית
אוטונומית?



רבעון לבנקאות

תוכן העניינים

06 | דבר העורך
ד"ר גד שפרון

07 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2010
ד"ר יובל רבינוביץ

20 | מנגנונים משפטיים התומכים בריכוזיות
ד"ר עדי אייל

44 | מצב כלכלי כחוסם מימוש ערבות בנקאית אוטונומית?
ד"ר דרורה פלפל

60 | דוקטרינת השטרות הריאליים של אדם סמית
והמדיניות הבנקאית בארה"ב - מבט לאחור
פרופסור אריה מלניק

78 | החוק להשוואת זכויות ההצבעה של מניות הבנקים
פרופסור איתן ברגלס ז"ל

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

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

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

חברי המערכת:

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

העורך: ד"ר ג' שפרון

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

מותר להעתיק או לצטט מהחומר המופיע בחוברת זו בתנאי שהמקור יצוין

רבעון לבנקאות: ISSN 0557-1480

הפקה ועיצוב גרפי: שני הבדלה

shani.havdala@gmail.com | 052.6685887

Editorial Board:

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

Editor: Dr. G. Shifron

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

רשימת המשתתפים בגליון 170

(לפי סדר הופעת המאמרים בחוברת)

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

ד"ר עדי אייל - בעל דוקטורט במשפטים ודוקטורט בכלכלה, ומלמד באוניברסיטת בר-אילן. הוא מתמחה בדיני הגבלים עסקיים, דיני חברות, ותורת המשחקים ויישומיה במשפט.

ד"ר דרורה פלפל - ס/נשיאה של ביהמ"ש המחוזי בת"א-יפו.

פרופסור אריה מלניק - החוג לכלכלה, אוניברסיטת חיפה.

פרופסור איתן ברגלס ז"ל - פרופסור לכלכלה, אוניברסיטת תל אביב 1966 עד 1992, יו"ר מועצת המנהלים של בנק הפועלים 1985 עד 1992.

הזמנה להגשת מאמרים לרבעון לבנקאות

הרבעון לבנקאות מזמין בזה את קהל קוראיו להגיש מאמרים ועבודות לפרסום. יתקבלו בברכה מאמרים איכותיים העוסקים בנושאי הבנקאות, הכספים ושוק ההון. ההגשה תעשה בעותק מודפס, בצורה שהכותב חפץ לפרסם את עבודתו, בלווית תקציר. הערות השוליים, הלוחות והדיאגרמות ישובצו במקומות המתאימים בתוך הטקסט ויצורפו גם כקבצים נפרדים. רשימת הקריאות תוצג במתכונת המקובלת. המחברים מתבקשים להוסיף את שמם, תאריהם ואת שם המאמר באנגלית.

ההגשה:

לכבוד עורך הרבעון לבנקאות, איגוד הבנקים בישראל, ת.ד. 2258, תל אביב 61021

ניתן לשלוח גם בדוא"ל: shifrong@zahav.net.il

הגליון הנוכחי נפתח במאמרו של דר' יובל רבינוביץ המנתח את ביצועי המערכת הבנקאית אשתקד. בכמעט כל תחומי הפעילות נרשם שיפור בשנת 2010, כהמשך לשיפור לאחר היציאה מהמשבר הפיננסי, אולם שיעור השיפור הואט לעומת 2009 וביצועי המערכת עדיין לא חזרו לרמתם מלפני המשבר.

גישה מקורית לנושא עודף הריכוזיות במשק מוצגת על ידי דר' עדי אייל המבחין בין שלושה מישורים של ריכוזיות: ריכוזיות בענף מוגדר, ריכוזיות משולבת רב ענפית וריכוזיות מההיבט הציבורי והקשר לשלטון. מפורטות מגבלות הטיפול של הממונה על ההגבלים העסקיים. הוא מציג תנאים כלכליים ומשפטיים התומכים בהמשך ואף בגידול הריכוזיות ומצביע על מקרים בהם לריכוזיות יש יתרונות.

השופטת דר' דרורה פלפל מציגה טיעון משפטי, המשכנע גם מבחינה כלכלית, שערבות בנקאית אוטונומית יש לשלם למוטב ללא קשר למצב הכלכלי של הערב. היא חולקת על פסק הדין של השופט א' גרוניס שפסק "שאם מימוש הערבות עלול לסכן באופן ממשי את המשך פעילות החברה יש מקום להורות על עיכוב ביצוע הערבות". שהרי עצם דרישה לקבלת ערבות בנקאית אוטונומית נועדה בין השאר להבטיח את הצד המקיים מפני מצב של קריסה – שעלול לקרות בעולם העסקים.

מאמרו של פרופ' אריה מלניק עוסק בתחום השפעת המחשבה הכלכלית של אדם סמית על המדיניות הבנקאית משלהי המאה ה-18. במאמר הוא מנסח מחדש את התיאוריה הבנקאית "דוקטרינת השטרות הריאליים" של אדם סמית ובוחר את השפעתה על התיאוריה הבנקאית והמדיניות הבנקאית בארצות הברית. בסיכום מוסברים הגורמים שהביאו לנטישת הגישה מאז שנות הארבעים.

המאמר האחרון בגיליון זה נכתב על ידי פרופסור איתן ברגלס ז"ל ב-1989 בתקופת היותו יו"ר מועצת המנהלים של בנק הפועלים ונשיא איגוד הבנקים. המאמר מתפרסם כאן לזכרו, כמעט עשרים שנים לאחר מותו. המאמר נועד אז כבסיס לדיון בפורום ספיר על מבנה השליטה הראוי על הבנקים, בעקבות משבר מניות הבנקים של 1983 וההסדר בעקבותיו. חלק מהרעיונות מתאימים גם היום ובצידם רעיונות שהתיישנו, אך כולם מעידים על הבנה מעמיקה בתחום הבנקאות. לאור ההתפתחויות בשנים האחרונות מעניינת התנגדותו להעברת גרעין השליטה על הבנקים הגדולים למשקיעים זרים. ■

07 | מערכת הבנקאות בישראל בשנת 2010

ד"ר יובל רבינוביץ¹

מבוא

שנת 2010 הייתה שנה טובה למערכת הבנקאות הישראלית במובנים רבים. אולם היא לא הייתה טובה בהרבה מהשנה שקדמה לה, ובחלק מהפרמטרים אפילו גרועה ממנה. ב-2008 פקד את העולם המערבי משבר פיננסי-כלכלי שתוצאותיו לא פסחו על המשק הישראלי ועל המערכת הבנקאית בארץ. כבר בשנת 2009 נרשמה התאוששות מרשימה, כמעט בכל המדדים. הרווחיות עלתה, היעילות השתפרה ורמת הסיכון ירדה. אבל ההתאוששות המרשימה הזו לא נמשכה ב-2010. אמנם הרווחיות עלתה, אך בשיעור מזערי. מדדי היעילות בחלקם הראו שיפור ובחלקם הרעה לעומת השנה הקודמת. והתמונה חזרה על עצמה גם בחלק ממדדי הסיכון. הנקודה הבולטת ביותר היא שבכל המדדים, השיפור לא הספיק להביא את המערכת לרמה ששררה ערב המשבר, בשנת 2007. "הבור" שיצר המשבר הפיננסי היה כנראה כה עמוק שגם אחרי שנתיים עדיין לא הצליחה המערכת לחזור להשגיה בתחום הרווחיות והיעילות שהיו נחלתה ב-2007. רק בנושא הסיכונים הפיננסיים, לא השפיע המשבר על המערכת וברוב המדדים העיקריים היא נמצאת במקום טוב יותר בהשוואה לשנים הקודמות.

התמונה המצטיירת ברוב הפרמטרים ובמיוחד בסעיפי הרווחיות והיעילות היא: שיפור חד ב-2009 והאטה גדולה בקצב השיפור בשנת 2010. אצל כל הקבוצות הבנקאיות התמונה הייתה דומה בקווים כלליים, אם כי לעיתים, העצמה והכיוון היו קצת שונים. אין אף קבוצה בנקאית שהתבלטה לטובה בכל המדדים.

הסקירה שלפנינו מתרכזת רק בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות המחזיקות כ-90% מהנכסים הבנקאיים של כל המערכת בישראל. סקירה זו שמה דגש בעיקר על יחסים ומדדים כלכליים ופחות על היחסים החשבונאיים המקובלים. גם הניתוח הוא מנקודת ראות כלכלית ולא חשבונאית. כל הנתונים נלקחו מהדוחות הכספיים השנתיים

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

שהתפרסמו לציבור והיחסים חושבו ע"י הח"מ. כמו כן חלק מהמסקנות מבוססות על נתונים שאינם מופיעים בלוחות שבסקירה. הניתוח הוא שנתי מאחר שיחסים רבים הם רק במונחים שנתיים ואינפורמציה חשובה אובדת בניתוח על בסיס דו"ח רבעוני. הסקירה והיחסים השונים מתייחסים לסכום או לממוצע של חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות אך לעיתים צוינו גם השינויים בקבוצה בנקאית ספציפית.

הרווחיות

בשנת 2010 נמשך השיפור כמעט בכל מדדי הרווחיות לעומת השנה הקודמת 2009. זו כבר השנה השנייה אחרי המשבר בסוף 2008 והמערכת עדיין לא חזרה לרמה ששררה ערב המשבר. כמעט בכל הפרמטרים נמצאת המערכת ברמת רווחיות פחותה מ-2007 ובכמה תחומים חזרה המערכת אפילו חמש עד שש שנים לאחור. עוד יש לציין שהשיפור לא היה אחיד בכל הקבוצות הבנקאיות. בעיקר נרשם שיפור אצל שתי הקבוצות גדולות, אך גם הן לא הצליחו לחזור לרווחיות שהייתה ערב המשבר.

מדד הרווחיות המקובל ביותר הוא, התשואה להון עצמי (ROE), הבוחן את התשואה להון הבעלים. מדד זה רשם שיפור בשנה שעברה לעומת השנה הקודמת, אולם מידת השיפור הייתה פחותה מאשר ב-2009. יתר על כן, למרות השיפור בשנתיים האחרונות, עומדת עדיין התשואה להון על כ-60% בלבד מהתשואה הממוצעת ב-2007, ופחות אפילו מהתשואה להון שהייתה ב-2004. קבוצת "המזרחי" הציגה את התשואה הגבוהה ביותר ושתי הקבוצות הגדולות ניצבות מיד אחריה. שתי הקבוצות האחרות הציגו הרעה לעומת 2009.

חלק מהרווחים בשנה מסוימת אינם נרשמים בדו"ח רווח והפסד, אלא ישירות במאזן (באחד מסעיפי ההון העצמי). במיוחד מדובר בהתאמות לשווי הוגן ולהפרכי שער בתיק ני"ע הזמין למכירה בארץ ובחו"ל. משום כך, נהוג לעיתים לחשב את התשואה להון העצמי כשינוי בהון העצמי מתחילת השנה עד סופה. זאת על מנת לקחת בחשבון, כאמור, את כל ההתאמות. כידוע, הרווח הנקי מגדיל את ההון העצמי הרשום במאזן. הגידול בהון העצמי ב-2010 היה בממוצע 8.98%, כמעט נקודת אחוז פחות מאשר "התשואה להון עצמי" (ROE) באותה שנה (ראה לוח מס. 1 להלן). להשוואה ב-2009

היה שיעור הגידול בהון העצמי 12.90%. נתון זה מבליט עוד יותר את התופעה שקצב השיפור ברווחיות הואט מאד ב-2010.

יחס "התשואה להון", למרות היותו מקובל, אינו מדד טוב לרווחיות הבנק (הוא מודד רק את תשואת הון הבעלים ולא את רווחיות הבנק) והוא גם מושפע מהכנסות חד פעמיות ופעולות חריגות אחרות. לכן כאשר רוצים לבדוק את רווחיות הבנק, נוהגים לבחון יחסים אחרים כמו למשל, היחס: "רווח מפעולות רגילות (לפני מס) להון עצמי". יחס זה אמור לא רק לנטרל את הפעולות החד-פעמיות והחריגות, אלא גם לתת תמונה אמינה יותר על רווחיות הבנק עצמו (יחס זה מקביל, פחות או יותר, לרווח התפעולי בחברה תעשייתית). כפי שאפשר לראות בלוח מס. 1, תבנית ההתפתחות של מדד זה הייתה, דומה למדד התשואה להון. כלומר, שיפור ניכר ב-2009 ושיפור קטן בהרבה בשנה שעברה. כמו כן, למרות העלייה הנמשכת, עדיין רחוקה הרמה המוחלטת של המדד הזה בהשוואה לשנים שלפני המשבר. גם כאן, השינוי לא היה אחיד בכל הקבוצות. קבוצת "המזרחי" וקבוצת "הפועלים" הצביעו על עלייה ניכרת ב-2010 לעומת 2009. אולם מנגד, אצל יתר שלוש הקבוצות נרשמה ירידה ברווח מפעולות רגילות לפני מס ביחס להון העצמי, כך שבממוצע יחס זה עלה בכארבע עשיריות אחוז בלבד לעומת 2009.

לוח 1

מדדי ביצוע של המערכת הבנקאית - רווחיות

2010	2009	2008	2007	2006	
9.72%	8.71%	0.35%	15.98%	17.53%	תשואה להון עצמי (ממוצע)
14.32%	13.92%	0.27%	20.60%	18.09%	רווח מפעולות רגילות לפני מס להון עצמי (ממוצע)
0.63%	0.52%	0.02%	0.96%	0.99%	תשואה לנכסים (ממוצע)
2.13%	1.76%	1.33%	2.31%	2.20%	רווח מימוני לנכסים
2.79%	2.17%	2.63%	2.20%	1.85%	פער הריבית (ללא השפעת נגזרים)
1.20%	1.08%	1.34%	1.43%	1.52%	פער הריבית (כולל השפעת נגזרים)
30,342	27,726	19,492	30,292	27,938	ערך מוסף - תוצר (מיליוני ש"ח)
636.2	587.7	416.6	684.1	665.2	פיריון העבודה - ערך מוסף למשרת עובד (אלפי ש"ח)
51.2%	51.9%	75.5%	47.9%	53.4%	עלות עבודה ליחידת תפוקה
37.5%	39.5%	48.7%	33.5%	32.5%	עמלות תפעוליות לסך הכנסות

כדי לבחון את רווחיות הבנק כולו (בניגוד לרווחיות ההון) נהוג בעולם להסתכל על היחס: "תשואה לנכסים" המראה את התשואה שהבנק הפיק מכל נכסיו. זהו היחס שבין הרווח (הנקי) לבין סך הנכסים. גם כאן התמונה דומה מאד לזו שהתקבלה בשני המדדים הקודמים. כלומר, בשנת 2009 חל שיפור גדול לעומת 2008, ושיפור מועט יותר ב-2010. אבל רווחיות הבנקים נמוכה עדיין בהרבה בהשוואה לשנים שקדמו למשבר.

כידוע, הרווח הינו תוצאה של מכפלת "הכמות" – הפעילות הכלכלית של הבנק, עם "המחיר" – פער הריבית בין השימושים למקורות. הנתונים ל-2010 מראים על שיפור גדול בפער הריבית (ללא השפעת הנגזרים) שהביא את המערכת למוצע הגבוה מזה שהיה בשנים שעברו. פער הריבית מושפע מכמה גורמים. הירידה בריבית שנמשכה עד סוף 2009 ושינתה את כיוונה ב-2010 הביאה לשיפור הניכר. כאשר הריבית במשק יורדת, יורדים שערי הריבית הן על השימושים והן על המקורות. אולם, לבנקים יש מקורות שהריבית עליהם היא אפס או קרוב לאפס, כמו למשל: חשבונות עו"ש והון עצמי. ולכן, הירידה בריבית גורמת לצמצום פער הריבית, ולהפך, בעליה. כמו כן מושפע פער הריבית משינויים בשע"ח. ב-2010 היה ייסוף חד בשקל לעומת הדולר והאירו שהשפיע על הגידול בפער הריבית הכולל. השפעת המכשירים הנגזרים תלויה, בין השאר, בתנודות שוק ההון. בשנה האחרונה, 2010, הייתה להם השפעה שלילית ואילו ב-2009 השפעתם הייתה חיובית. קשה לחזות כיצד יתפתחו פערי הריבית בשנה הנוכחית. מחד, צפוי בנק ישראל להמשיך ולהעלות את הריבית במשק ולכן צפוי שפער הריבית יגדל ויתרום לגידול ברווח. אולם העלייה בריבית גם בארץ וגם בעולם צפויה להיות בקצב מתון והדרגתי.

הפעילות הכלכלית של ענפי המשק ובכללם הבנקים, מתבטאת ב"ערך המוסף" השווה להכנסה של גורמי הייצור (מוגדר כרווח מפעולות רגילות לפני מס בתוספת הוצאות שכר ונלוות, פחת והפחתות, ואחזקת מבנים). הפעילות הכלכלית המשיכה לגדול ב-2010 והגיעה לרמת הפעילות שהייתה ערב המשבר בשנת 2007. בלוח 1. אפשר לראות שזוהי למעשה, הפרמטר היחיד שבו חזרה המערכת הבנקאית בישראל לרמה ששררה ערב המשבר הפיננסי הגדול. העלייה ברמת הפעילות ב-2010 (כ-9.5% לעומת 2009) הייתה מלווה בגידול נאה של האשראי לציבור (כ-7%), בעליה מזערית של סך הנכסים (כ-2.5%) אבל בקיטון מזערי בסכום הפיקדונות מהציבור (-0.7%). פירוש הדבר שהגידול באשראי נבע מהחלפת "שימוש בשימוש". הבנקים המירו את הפיקדונות בבנק ישראל שמניבים תשואה נמוכה יחסית, באשראי לציבור המניב תשואה גבוהה. חשוב להעיר שדרישות המפקח

על הבנקים לשמור על יחס הלימות ההון מעל 13%, מונעים מהבנקים, במקרים אחדים, להגדיל את האשראי לציבור. אלא אם כן הם יגדילו את ההון העצמי שלהם.

העלייה של פרוץ העבודה נמשכת כבר שנתיים. אבל ב-2010 עליה זו התמתנה מאד. אולם שלא כמו ב-2009, רשמו הבנקים, ב-2010, העלאות בשכר העובדים בשיעור דומה לגידול בפריון העבודה. התוצאה הייתה: צמצום מזערי (-1.35%) בעלות העבודה ליחידת תפוקה, המבטאת גם את חלקה של העבודה בתפוקה. התפתחות זו הייתה צפויה לאחר ירידה בשכר שנרשמה בשנה הקודמת. עלות השכר ב-2010 עלתה כמעט ב-8% והעלות למשרה גדלה בממוצע בכ-7%. רק שני הבנקים הגדולים הגדילו את השכר במידה ניכרת (כ-14%) בעוד שאר הבנקים הסתפקו בעליה מזערית ובנק המזרחי אף הוריד את השכר למשרה בשיעור חד. כאמור, התפתחות זו הייתה צפויה לאור משטר יחסי העבודה במשק. אם בשנה הנוכחית, לא יוכלו הבנקים לעמוד בפני תביעות העובדים לאחר התוספות שקיבלו מגזרים שונים במשק, השיפור ברווחיות עלול להיות מזערי אף יותר מאשר ב-2010.

הקיסון ביחס העמלות התפעוליות מסך ההכנסות (המימוניות והתפעוליות) המשיך בשנת 2010, אולם עדיין רחוק מהיחס שהיה בשנת 2007, ערב המשבר הפיננסי. הקיסון נובע בעיקר מעלייה חדה בסך ההכנסות (הכנסות המימון) ומגידול איטי יחסית בהכנסות מעמלות. אמנם, העמלות הן הכנסה לגיטימית כמו כל הכנסה אחרת, אבל הן מעוררות בציבור רגשות עוינים למערכת הבנקאית. מאחר וגם בנק ישראל רגיש לנקודה זו, ראוי שהמערכת תסמוך על ההכנסות מהפעילות הבנקאית הרגילה ופחות מהעמלות.

היעילות התפעולית

המושג, יעילות תפעולית, מתייחס ליכולת לייצר תפוקה מסוימת בפחות הוצאות, או לחלופין, לאפשרות להגדיל את התפוקה מבלי להגדיל את ההוצאות התפעוליות. כך שאם הבנק מצליח להקטין את ההוצאות התפעוליות ללא צמצום מקביל בתפוקה, אפשר לומר שהבנק מתיעל. ומכאן שבנק יעיל יותר הוא בדרך כלל גם רווחי יותר ומקצה את המשאבים שלו טוב יותר. התמונה המצטיירת כפי שמוצגת בלוח מס. 2 שלהלן, דומה לזו של מדדי הרווחיות, כלומר, שיפור מזערי ב-2010 לעומת 2009, אבל רחוק עדיין מרמת היעילות שהושגה ערב המשבר מקצתם של המדדים אפילו מצביעים על נסיגה והרעה לעומת 2009.

"יחס היעילות" (בעולם נהוגות מספר הגדרות ליחס זה), המבוטא באחוזים, מראה למעשה בכמה אגורות עולה ל"ייצר" שקל אחד של הכנסות, ולכן ככל שיחס זה קטן יותר, הבנק נחשב ליעיל יותר. מדד זה מקביל בערך לרווחיות התפעולית בדו"ח כספי של חברה תעשייתית. אחרי המשבר של 2008 נרשם ב-2009 שיפור ניכר ביחס היעילות, אבל בשנה שעברה, 2010, שיפור זה נעצר כמעט לגמרי ורמתו המוחלטת של יחס זה היא עדיין גבוהה (חוסר יעילות) מאשר ערב המשבר. בנק המזרחי ובנק הפועלים התיעלו בשנה שעברה בשיעור ניכר, ואילו יתר הבנקים הרעו את יחס היעילות שלהם, כך שבממוצע, יחס זה שופר רק בכ-1.5%. השיפור ביעילות שהציג בנק המזרחי נבע בעיקרו מירידה חדה בשכר בשיעור של כ-6.5% בשנה שעברה לעומת 2009. בשאר הבנקים השכר עלה ב-2010 לעומת 2009.

מרכיב חשוב ב"יחס היעילות" הוא המדד: "יחס הכיסוי", המראה עד כמה מכסות ההכנסות התפעוליות את ההוצאות התפעוליות. ככל שיחס זה גבוה יותר, פירושו שההכנסות המימוניות צריכות לכסות פחות הוצאות תפעוליות ונשאר יותר רווח. כפי שאפשר להוכיח מלוח מס. 2, יחס זה עלה מאד ב-2009 אבל חזר וירד בשנה שעברה. הסיבה העיקרית לנסיגה ביחס הכיסוי היא עליה חדה בהוצאות התפעול וירידה בהכנסות התפעוליות. העלייה בהוצאות התפעוליות מקורה בעליות השכר, בעיקר בשני הבנקים הגדולים. ואילו הירידה בהכנסות התפעוליות מקורה בקיטון ההכנסות מני"ע ושוק ההון העמלות גדלו ב-3.5%. תוצאה זו מעידה על התלות הרבה של הבנקים בשוק ההון. אולם נדגיש שיחס הכיסוי הוא מדד חלקי בלבד לרמת היעילות של המערכת הבנקאית.

לוח 2

מדדי יעילות תפעולית של המערכת הבנקאית

2010	2009	2008	2007	2006	
73.6%	74.7%	99.4%	67.7%	72.3%	יחס היעילות - הוצאות תפעוליות לסך ההכנסות
54.2%	63.2%	49.7%	60.5%	57.6%	יחס הכיסוי - הכנסות תפעוליות להוצאות תפעוליות
89.5%	91.3%	129.7%	80.0%	86.0%	הוצאות ממוצעות (הוצאות תפעוליות לערך מוסף)
2.54%	2.43%	2.50%	2.52%	2.60%	הוצאות תפעוליות לסך הנכסים
15.9%	15.3%	-2.4%	20.4%	15.7%	רווח נקי מפעולות רגילות לסך הכנסות

מדד ההוצאות הממוצעות (הוצאות תפעוליות ביחס לערך המוסף – תפוקה בנקאית), חשוב כאשר רוצים לבחון באיזו מידה יכולים הבנקים להמשיך ולהתיעל. מדד זה הינו "כלכלי" בניגוד למדדים "החשבונאיים" שתוארו לעיל. על פי התיאוריה הכלכלית מגיע תמיד הרגע שבו מתחילות ההוצאות הממוצעות לגדול כי הבנק נכנס לאיזור שבו אי אפשר יותר לנצל את היתרונות לגודל ולמגוון ("תפוקה שולית פוחתת"). מדד זה מבוטא באחוזים, אבל אפשר "לתרגם" זאת למספר האגורות הנחוצות "לתפעל" שקל אחד של תפוקה. גם במדד זה חוזרת אותה תמונה. אחרי גידול חד בשנת המשבר 2008, נרשם שיפור רב ב-2009. אבל שיפור זה הואט ב-2010 וההוצאות הממוצעות היו דומות מאד לאלו שהיו בשנה הקודמת, והרבה מעל השנים שלפני המשבר. בבנקים: פועלים ומזרחי, חל שיפור בשנה שעברה ואילו בלאומי ודיסקונט, נרשמה הרעה במדד.

היחס: "הוצאות תפעוליות לסך הנכסים" מראה כמה "עולה" לנהל ולתפעל את הנכסים של הבנק. ולכן ככל שיחס זה גבוה יותר, הבנק פחות יעיל. גם מדד זה ניתן לבטא באגורות לשקל אחד של נכסים. מדד זה הראה שיפור מתמשך מאז 2007 ואפילו שנת המשבר, 2008, לא שינתה את המגמה. אולם בשנה שעברה, 2010, חלה הרעה משמעותית ביחס זה. העליה בהוצאות היחסיות נרשמו בכל הבנקים, למעט בנק המזרחי שהצביע על שיפור ניכר (בגלל שהקטיף את תשלומי השכר).

המדד האחרון בלוח מס. 2, "רווח נקי מפעילות רגילה לסך ההכנסות" מראה את אחוז הרווח שהבנק מפיק מסך הכנסותיו. ככל ששיעור זה גבוה יותר, פירושו שהבנק יעיל יותר. מדד זה מתייחס רק לפעילות הרגילה של הבנק ומנטרל את הסעיפים שאינם שייכים לפעילות הרגילה כמו הוצאות למס והוצאות והכנסות מיוחדות. בשנים האחרונות מדד זה היה מאד תנודתי כאשר ב-2008 הוא אף היה שלילי. בשנה שעברה, 2010, הוא נותר ללא שינוי בהשוואה ל-2009, אבל נמוך מהרמה שהושגה ב-2007.

הסיכונים

בנושא הסיכונים הפיננסיים, אפשר לראות תמונה שונה וחיובית יותר מאשר בנושאים הקודמים, הרווחיות והיעילות התפעולית. ברוב מדדי הסיכון נרשם שיפור לעומת השנה הקודמת וגם בהשוואה לשנים שלפני המשבר. המשבר הפיננסי ב-2008 לא השפיע כמעט

על מדדי הסיכון במערכת הבנקאית בישראל. עם זאת, קצב השיפור לא היה אחיד ובחלק מהמדדים הוא היה מזערי ובאחד, יחס נכסי הסיכון לסך הנכסים, נרשמה הרעה.

החל מינואר 2011, נדרשים הבנקים לסווג את האשראי הבעייתי ולחשב את ההפרשות בגין החובות המסופקים לפי שיטה חדשה השונה מהשיטה שהייתה נהוגה בשנים האחרונות. הדוחות הכספיים שפורסמו לתאריך 31.12.2010 הוצגו עדיין לפי השיטה הישנה אולם ניתנו גם חישובי פרופורמה לפי השיטה החדשה. הנתונים בלוח מס. 3 שלהלן לשנת 2010 חושבו על פי השיטה הישנה ולכן הם בני השוואה לשנים הקודמות. מדוחות הפרופורמה עולה שעל פי שיטת החישוב החדשה יציגו הבנקים, ככל הנראה סכומים גדולים יותר להפרשות מאשר על פי חישוב בשיטה הישנה. אולם הפערים אינם מהותיים.

"יחס הלימות ההון" הפך להיות המדד המקובל ביותר בשנים האחרונות למדידת חוסנה של המערכת הבנקאית ואיתנותה הפיננסית. למעשה, יחס זה מבטא את איכותו של תיק האשראי (כולל התחייבויות חוץ מאזניות) של הבנק. המונה של יחס זה נקרא "הון הסיכון" והוא כולל את הון המניות שהוא המרכיב הראשי של "ההון הראשוני", וכן את שטרי ההון הנדחים וההפרשה הכללית המרכיבים העיקריים של "ההון המשני" ו"ההון השלישוני". המכנה מורכב מהנכסים המאזניים והחוץ מאזניים של הבנק המשוקללים לפי רמת הסיכון שלהם ולכן הם נקראים: "נכסי סיכון". ככל שיחס זה גבוה יותר הבנק נחשב מבחינה פיננסית חזק יותר. בשנת 2010 המשיך יחס הלימות ההון לעלות אם כי לא באותו קצב כמו בשנת 2009. הסיבה העיקרית להאטת קצב העליה היא שכל הבנקים, הגיעו לרמה הנדרשת על ידי המפקח על הבנקים, מעל 13%, בהתאם לכללי "באזל 2" העומדים להכנס לתוקף בשנה הנוכחית. רק הבנק הבינלאומי עדיין מפגר במקצת ונמצא מתחת לרמה הנדרשת. נזכיר שבנק ישראל לא הסתפק בדרישה פורמאלית מהבנקים אלא גם העמיד לרשותם ערבויות בסך 12 מיליארד ש"ח כדי לסייע להם להגיע לרמה הנדרשת.

השיפור בהלימות ההון נבע בעיקרו מגידול ניכר ב"הון הסיכון" המהווה את המונה ביחס הלימות ההון, בשיעור של כ-9.3% ואיפשר להרחיב את ההלוואות לציבור (בכ-7%) תוך כדי הגדלת יחס הלימות ההון. הגידול בביקוש לאשראי עקב המשך ההתאוששות הכלכלית, סופק על ידי המרת הפיקדונות שהיו מופקדים בבנק ישראל להלוואות לציבור.

”החלפת השימוש בשימוש” הגדילה את הרווח אבל הגדילה גם את סך נכסי הסיכון. הדבר לא פגע ביחס הלימות ההון ב-2010. אולם אם תהליך זה יימשך, הוא עלול לפגוע בהלימות ההון בעתיד.

לוח 3
מדדי סיכון במערכת הבנקאית

2010	2009	2008	2007	2006	
14.2%	13.5%	11.2%	11.0%	10.8%	יחס הלימות ההון
8.63%	8.19%	7.52%	7.68%	7.35%	הון ראשוני לנכסי סיכון (Tier 1)
79.6%	79.0%	81.7%	83.0%	79.4%	נכסי הסיכון לסך הנכסים
6.2%	7.8%	8.1%	6.9%	9.5%	סך האשראי הבעייתי לסך האשראי לציבור
19.2%	18.2%	18.0%	21.2%	20.6%	האשראי שאינו נושא הכנסה לסך האשראי הבעייתי
0.41%	0.75%	0.72%	0.44%	0.52%	הפרשה לחובות מסופקים מתוך האשראי לציבור
0.90%	0.73%	-0.40%	1.28%	0.84%	RAROC - התשואה להון המותאמת לסיכון

מדד יחס ”ההון הראשוני” לנכסי סיכון (Tier 1), חשוב למדידת איתנותו של הבנק. זאת מכיון שיחס הלימות ההון הכללי קשור ותלוי ביחס ההון הראשוני. על פי כללי ”באזל 2” לא ניתן להגדיל את יחס הלימות ההון, מעבר לשיעור מסוים, ללא הגדלה מקבילה של יחס ההון הראשוני. לכן שואפים הרגולטורים בארצות השונות להגדיל את היחס הזה שהוא, כאמור, התנאי החשוב ביותר להגדלת הלימות ההון הכוללת. זהו גם יחס יציב יותר מאשר היחס הכללי הכולל את ההון ”המשני”. בלוח מס. 3 לעיל אפשר לראות שבשנה שעברה, 2010, עלה גם יחס זה בממוצע בשיעור דומה לגידול ביחס הלימות ההון הכללי. עם זאת, גידול רב נרשם בבנקים: הפועלים ודיסקונט, ואילו בבנקים: לאומי ומזרחי יחס זה גדל בשיעור מזערי בלבד. בבינלאומי הראשון ירד יחס ההון הראשוני לעומת השנה הקודמת דבר שהוריד את הממוצע הכללי של המערכת. כאמור, יחס ההון הראשוני, בממוצע, עומד בדרישות המפקח על הבנקים.

מדד משלים לנושא ”הלימות ההון” הוא היחס שבין סך ”נכסי הסיכון” לבין סך הנכסים המאזניים. ככל שיחס זה גבוה יותר הוא מצביע על כך שחלקם של הנכסים המסוכנים בסך הנכסים גדול יותר. לאחר חמש שנים של שיפור מתמשך ביחס ”נכסי הסיכון” לסך הנכסים, חלה בשנה האחרונה נסיגה מזערית ויחס זה עלה במקצת. תרמו לעליה זו

הבנק הבינלאומי הראשון ובנק לאומי. הסיבה לגידול בנכסי הסיכון היא השינוי שעשו חלק מהבנקים בכך שהמירו פיקדונות שהיו מופקדים בבנק ישראל ושנחשבים לשימוש ללא סיכון, בהלוואות לציבור הנחשבות לנכסים מסוכנים. בדרך כלל, תהליך כזה היה פוגע ביחס הלימות ההון אך, בשנה שעברה הוא רק צמצם את השיפור ביחס הלימות ההון. תהליך זה סייע להגדלת הרווחיות של הבנקים כי התשואה על ההלוואות לציבור גבוהה יותר מהתשואה על הפקדונות בבנק ישראל.

חלקו של האשראי הבעייתי בסך האשראי לציבור הוא אחד המדדים החשובים המצביעים על איכות תיק האשראי של הבנקים. האשראי הבעייתי הינו נתון מאזני מצטבר הכולל גם את כל ההפרשות שנעשו בשנים עברו. ולכן הוא מראה גם את "הגיבנת" שסוחבים הבנקים משנים קודמות שהיו פחות טובות. משום כך, להתאוששות הכלכלית שהייתה במשק בשנתיים האחרונות השפעה מועטה על יחס זה. למרות זאת, ירד מדד זה בשנה שעברה בשיעור חד לעומת 2009 והגיע לרמה של 6.2%, נמוכה בהרבה מהרמה ששררה בשנים האחרונות. יש להעיר שהחל בשנה הנוכחית, שיטת החישוב אמורה להשתנות.

למרות הצמצום החד באשראי הבעייתי ביחס לאשראי לציבור, הרכבו השתנה לרעה ב-2010 לעומת 2009. כלומר: חלקו של "האשראי שאינו נושא הכנסה" בסך האשראי דווקא גדל בשנה שעברה, אך לא הגיע לרמה שלפני המשבר. האשראי הבעייתי מחולק, בדרך כלל, לכמה דרגות חומרה שהגבוהה ביותר היא: "אשראי שאינו נושא הכנסה". זוהי הדרגה שבה קיימת כבר וודאות ולא רק ספק שהלקוח אינו עומד בהתחייבויות שלו. בשלב זה הלקוח נכנס למצב של חדלות פירעון ומכאן קצרה הדרך לכינוס נכסים, הסדר נושים, פשיטת רגל וכו'. לכן, ככל שחלקו של אשראי זה מתוך כל האשראי הבעייתי גבוה יותר, איכותו של תיק האשראי גרועה יותר. גם בנושא זה יחולו בשנה הנוכחית שינויים בהגדרות ובחישובים.

ההתפתחות החיובית בענפי המשק בישראל באה לביטוי בירידה חדה בהפרשה השוטפת לחובות המסופקים ביחס לאשראי לציבור. למעט בנק המזרחי, כל יתר הקבוצות רשמו ירידה חדה בהפרשות לחובות מסופקים. אחוז ההפרשה שהגיעו אליה מרבית הבנקים ב-2010 היא נמוכה מאד בהשוואה לשנים הקודמות. ולכן יהיה קשה מאד בעתיד לרדת עוד ברמת ההפרשות. הירידה בהפרשה השוטפת נרשמה למרות גידול בחלקו של האשראי

שאינו נושא הכנסה. תוצאה זו נובעת מכך שההפרשות על האשראי שאינו נושא הכנסה נעשו כבר בעבר ולכן שינויים בחלקן אינם משפיעים על ההפרשה השוטפת.

על מנת לשלב את הרווחיות והסיכון יחדיו משתמשים במדד RAROC שהפך בשנים האחרונות מקובל מאד בחישוב הרווח של בנק מסחרי (מדד זה הוא למעשה שם כללי למדדי רווחיות המתחשבים בסיכון ויש לו מספר הגדרות שונות). מדד RAROC המופיע בלוח מס. 3 לעיל, חושב בדרך דומה לזו שמחשבים בבנק ישראל. מדד זה מקביל, פחות או יותר, למדד "Sharpe" הידוע. במונה מחושבת "התשואה העודפת" (מעל תשואה חסרת סיכון) ובמכנה רשומה סטיית התקן המרבית, בהסתברות של 99%, של התשואה להון. יחס זה מבטא, על כן, את הפיצוי במונחי תשואה עודפת עבור יחידת סיכון של השקעה בהון הבנק שכן, ההנחה היא שסטיית התקן של התשואה להון מגלמת את כל הסיכונים הפיננסיים של הבנק. לפיכך, ככל שיחס זה גבוה יותר התשואה ליחידת סיכון גבוהה יותר. בשנה שעברה נרשמה עליה חזקה לעומת 2009 אבל עדיין רחוק מהתשואה שנרשמה ב-2007. התמונה דומה לזו שהתקבלה בסעיף הרווחיות והיעילות שהוצגו לעיל.

סיכום

בשנת 2010 נמשכה ההתאוששות הכלכלית בענפי המשק לאחר המשבר הגדול של 2008. אולם קצב ההתאוששות הואט. התפתחות זו השפיעה, ככל הנראה, על המערכת הבנקאית והתמונה הכללית דומה מאד. רוב המדדים הצביעו על שיפור גדול ב-2009 לעומת 2008, שנת המשבר, אבל שיפור קטן בהרבה בשנת 2010 לעומת 2009. למרות השיפור שנמשך כבר שנתיים, לא חזרה המערכת הבנקאית לרמת הרווחיות והפעילות האחרת שהייתה לה לפני המשבר. ההאטה הזו בקצב השיפור שרשמה בשנה שעברה מערכת הבנקאות בישראל, מבשרת אולי שהרווחיות בשנה הבאה וכן מדדי היעילות והסיכון יראו על שיפור מזערי עוד יותר ואולי על הרעה במדדים אחדים.

הרווחיות עלתה בכל הקבוצות הבנקאיות וברוב המדדים. אולם קצב השיפור ברווחיות הואט בשנה שעברה לעומת 2009. מרבית המדדים עדיין רחוקים מהרמה שהייתה בשנת 2007, ערב המשבר הפיננסי האחרון. הגידול ברווחיות נבע בחלקו מהגידול בפעילות הכוללת של הבנקים ומגידול במרווחי הריבית כתוצאה מעליה בריבית במשק. עם זאת,

השפעתם השלילית של הנגזרים קיזזה חלק מהעליה ברווח. דבר זה גם מבליט את התלות הגדולה שיש לבנקים בשוק ההון. פריון העבודה המשיך לגדול, אבל בניגוד לשנת 2009, בשנה שעברה החליטו הבנקים להעלות את שכר העובדים בשיעור דומה לגידול בפריון. התוצאה הייתה שעלויות העבודה ליחידת תפוקה נותרה כמעט ללא שינוי ולא תרמה, כמו ב-2009, להגדלת הרווחיות. האשראי הבנקאי גדל בעיקר כתוצאה מהמרת "שימוש בשימוש" ולא כתוצאה מגידול במקורות. פעולה זו, חיובית כשלעצמה, לא יכולה להמשיך עוד זמן רב כי רוב הבנקים הגיעו למגבלות המוטלות עליהם מתוקף תקנות "באזל 2". הדרך היחידה להגדלת הפעילות הבנקאית תהיה על ידי הגדלת ההון העצמי.

בגלל שרוב הבנקים הגדילו את תשלומי השכר, כלומר, את ההוצאות התפעוליות, הואט מאוד קצב השיפור ביעילות הבנקים בשנת 2010. למרות השיפור ביעילות הנמשך כבר שנתיים (מאז המשבר הכלכלי) רמת היעילות ברוב המדדים נמוכה בהרבה מזו ששררה ערב המשבר. העלייה בשכר לא הייתה הסיבה היחידה לשיפור המזערי במדדי היעילות. גם ההכנסות התפעוליות, ובמיוחד אלה הנובעות משוק ההון, קטנו בשיעור ניכר וגרמו להרעה במדדי היעילות.

היעילות הנמוכה, יחסית, והשיפור האיטי הם ככל הנראה נקודת התורפה העיקרית של המערכת הבנקאית בישראל. רמת היעילות הנמוכה משפיעה גם על הרווחיות הנמוכה. הבנקים בישראל אינם יכולים, או אינם רוצים, לבלום את עליות השכר וגם מצבת העובדים ממשיכה לגדול. לפיכך, אין ברירה אלא לחפש דרכים להגדיל את ההכנסות המימוניות והתפעוליות ולהקטין את ההוצאות התפעוליות, על ידי יעול בתהליכי העבודה, שימוש מושכל בחידושי הטכנולוגיה והתקשורת.

בגלל דרישות המפקח על הבנקים עקב יישום תקנות "באזל 2", הגיעו כל הבנקים, למעט אחד, לרמת הלימות ההון הנדרשת וללא זעזועים מיוחדים. בנוסף, הציגו הבנקים בישראל שיפור חד בהפרשות לחובות מסופקים והצליחו להקטין את האשראי הבעייתי. למרות "כלל הברזל" של שוק ההון הקובע שככל שהרווח יגדל גם הסיכון יגדל, הצליחו הבנקים גם להגדיל את הרווחיות וגם להקטין את רמת הסיכון שלהם. אולם סך נכסי הסיכון בשנה שעברה גדל באופן יחסי ודבר זה עלול להעיב על המדדים בשנה הבאה. במקביל להתפתחות חיובית זאת, נדרשת המערכת הבנקאית לשנות מ-2011 את שיטת הסווג

והחישוב בכל הכרוך באשראי הבעייתי וההפרשות לחובות מסופקים. לא ברור עדיין כיצד תשפיע השיטה החדשה על מדדי הסיכון בעתיד.

קשה להעריך מה יקרה בשנה הנוכחית, 2011. המשק מתפתח וצומח, אם כי בקצב איטי יותר. הריבית ממשיכה לעלות וכך גם מחירי הדירות ומוצרים אחרים כמו מחירי הדלק. בנק ישראל פועל במרץ להקטין את ההלוואות למשכנתאות מחשש ליציבותם של הבנקים. גם המצב הגיאופוליטי באיזור מביא איתו הרבה אי וודאות לגבי העתיד. למרות הכל, המערכת הבנקאית בישראל מראה עדיין חוזק ויציבות נוכח כל המאורעות. ■

הקדמה

קיים דיון ציבורי ער לגבי עודף הריכוזיות במשק הישראלי, על שלל הבעיות הכלכליות והחברתיות הכרוכות במצב זה. נראה שה"בון טון" בתחום הוא להתלונן על מצבו הקשה של המשק הישראלי, על הניצול לרעה של המשאבים הציבוריים ועל הפגיעה ברוב הציבור הנושא בנטל. כותרות זועקות בדבר "השמות הגדולים" של השולטים במשק מסעירות את הציבור ומזינות פעילות בשדה הפוליטי, ונראה שקל מאוד להסכים שהמצב הקיים, בו רוב העושר נמצא בידי מיעוט קטן של משפחות/יחידים/קבוצות עסקיות, הוא מצב פגום ודורש תיקון. זהו תחום שכלכלה ומשפט חוברים בו יחדיו, שכן שינוי המצב הכלכלי אפשרי על-ידי שימוש בכלים משפטיים, ונשמעות קריאות בציבור ובעיתונות שבית המחוקקים, רגולטורים ספציפיים, ובתי המשפט, יעשו שימוש בסמכויותיהם כדי להגן על הציבור המפוזר מפני הכוח הכלכלי המרוכז בידי מעטים.

מטרת רשימה זו למקד מעט את הדיון על-ידי הצבעה על ההגדרות השונות בהן נעשה שימוש, ולהסביר את המנגנונים המשפטיים המאפשרים (ואולי אף מחזקים) את הריכוזיות בשוק. במקביל לתיאור ההנחות הסמויות העומדות מאחרי חלק מהטיעונים הרווחים, אנסה לתאר את הבעייתיות שבטיפול המשפטי בבעיית הריכוזיות – ובעיקר, ההשפעות הנלוות הצפויות מהשימוש במנגנונים משפטיים קיימים. מכיוון שהטיעונים כנגד הריכוזיות מוכרים ברובם ומושמעים תדיר על-ידי אחרים (כולל בכנס ממנו צמחה רשימה זו²) – אתמקד בנקודות מבט שונות, חלקן כופרות בעיקר (האם אכן יש בעיה?) וחלקן כופרות ביישום (האם כדאי לטפל בבעיה?). עם זאת, אין כוונתי לטעון שהריכוזיות טובה לעם ישראל, או שרצוי להשאיר את המצב על כנו. אלא שאם נכון לטפל בבעיה, בוודאי נכון שנשים לב לחסרונות שבפתרונות המוצעים. את חלקם ניתן

1. ד"ר למשפטים, ד"ר לכלכלה, אוניברסיטת בר-אילן. תגובות והארות מתקבלות תמיד בברכה: adi.ayal@biu.ac.il

2. "ריכוזיות הכוח הכלכלי בישראל: האם סכנה לעתיד?", כנס של המרכז לאתיקה בירושלים ומכון עזריאלי לחקר מדיניות כלכלית, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת בר אילן, שהתרחש באוניברסיטת בר-אילן בתאריך 3.3.11

למנוע בחשיבה מעמיקה על פתרונות עדיפים, ובחלקם צריך להכיר כרע הכרחי אם יוחלט להפעיל את הכלים המשפטיים הקיימים. מה שאסור ומזיק, לדעתי, הוא לתת לשטף הרגשי והציבורי לעזור את עינינו לנזקים שעלולים להיגרם מאימוץ פתרונות הקוסמים בטווח הקצר ובהקשר המידי, ועלולים להזיק לאינטרס הציבורי בטווח הארוך. אם נקודות אלו תתחדדנה מעט בעזרת רשימה זו – דייני.

מהי ריכוזיות?

קיימות הגדרות רבות לריכוזיות, ופרמטרים כלכליים שונים מאפשרים מדידתה באופנים שונים. אתמקד בשלוש נקודות מבט הבולטות בדיון הציבורי והמשפיעות על הטיפול הפוליטי והמשפטי בנושא:

- ההגבלית
- הרב-ענפית
- הציבורית

נקודת המבט ההגבלית

דיני ההגבלים העסקיים משמשים בסיס לרבים מן הדיונים בתחום, בעיקר בשל מיקודם בתחרות (הנתפשת כהופכית לריכוזיות) ובשל המנגנונים המשפטיים הקיימים בהם לטיפול מעשי בסוגיה. נשמעות קריאות לטיפול של הממונה על ההגבלים העסקיים בקבוצות ריכוז וחברות במבנה פירמידיאלי, לקבלת הצעת החוק לתיקון מס' 11 לחוק ההגבלים העסקיים, ולפיקוח הדוק יותר על מיזוגים והסדרים כובלים המגדילים את תופעת שיתוף הפעולה בין קבוצות עסקיות חזקות. טרם אכנס לקשיים הגלומים בחלק מאלו, חשוב להכיר את השפה והמינוחים המשמשים את העוסקים בתחום ההגבלים העסקיים – ובעיקר, את ההבדל בין 'ריכוזיות' במובן ההגבלי, לבין 'ריכוזיות' במובנים אחרים.

דיני ההגבלים העסקיים עוסקים בעידוד התחרות ומניעת בלימתה בשווקים ספציפיים. המונח 'שוק' בדיונים הגבליים מתייחס תמיד לשוק מוצר ושוק גיאוגרפי מסוימים, התחומים היטב ביחס למוצרים דומים (אך שאינם זהים) וביחס למוצרים זהים הנמכרים במקומות אחרים. הרעיון הוא פשוט: טרם כל התערבות הגבלית נשאלת השאלה "מהו השוק הרלוונטי?", כאשר המבחן הכלכלי המשמש להגדרת השוק הוא מבחן תחליפיות

הביקוש ויישומו העיקרי במבחן המונופוליסט ההיפותטי. תחילת הדיון תמיד בהגדרה מוצעת מסוימת של שוק רלוונטי, והשאלה הנבחנת היא "אם היה קיים מונופול מוחלט ביחס לאותו מוצר באותו איזור גיאוגרפי, האם היה זה רווחי עבורו להעלות את המחיר באופן משמעותי מעל המחיר התחרותי?".

בארה"ב זכה המבחן לכינוי SSNIP, ראשי תיבות של Small but Significant Non-Transitory Increase in Price, או בתרגום חופשי: העלאת מחיר (בדרך כלל מדובר על 5-10%) שמונופול היפותטי היה מיישם לאורך זמן, ומרוויח מהמהלך. היתכנות רווח ממהלך כזה נשענת על מידת כוח השוק של אותו מונופול היפותטי, כאשר השאלה היא עד כמה הצרכנים של אותו מוצר היו ממשיכים לרכוש אותו גם במחירו הגבוה. אם המחיר הגבוה היה מרתיעם, והם היו בוחרים בויתור על המוצר, או בהחלפתו במוצר אחר (הדומה אך אינו זהה לראשון), אז אותו מונופוליסט היפותטי לא היה מסוגל להרוויח מהמהלך – ולכן אין להגדיר את תחום המוצר (או האזור) עליו הוא חולש, כ"שוק" הגבלי. במונחים כלכליים, הבחינה היא של גמישות הביקוש העצמית (במקרה של השוואה בין רכישה לאי-רכישה) או גמישות הביקוש הצולבת (במקרה של החלפת המוצר שבמונופול למוצר אחר במקומו). הגמישות העצמית נותנת תשובה לשאלה אם מהלך של העלאת מחיר יכולה להיות כדאית לאותו "מונופול", ואילו הגמישות הצולבת נותנת תשובה לשאלה (במקרה שאין פוטנציאל רווח כזה), לאן הצרכנים היו "בורחים" – קרי, אילו מוצרים נתפשים על-ידי הצרכנים כ"קרובים" לראשון, וצריכים להיכלל באותו "שוק" הנבחן לפי דיני ההגבלים. תהליך הבדיקה מתחיל תמיד מהגדרת השוק הצרה ביותר שניתן להעלות על הדעת, והרחבה הדרגתית של השוק על-ידי הכללת מוצרים או אזורים שגמישות הביקוש הצולבת בינם לבין המוצר המקורי גבוהה – עד שמגיעים לשוק הצר ביותר שעדיין מקנה כוח שוק למונופול היפותטי שיכול היה להיות קיים בו.

אין זה המקום לפרט את הנעשה בדיני ההגבלים והאופן בו מתמודדים עם הבעיות והדקויות השונות המתעוררות ביישום מעשי של מבחן תיאורטי זה, אך חשוב לשים לב שכאשר עוסקים אנו בדיני ההגבלים, המונח "שוק" כוונתו תמיד להגדרה צרה של שוק מוצר ושוק גיאוגרפי, והתחרות הנבחנת היא רק ביחס להגדרה צרה זו. כך גם המושג "ריכוזיות" – משמעו מיעוט של מוכרים (או קונים) פוטנציאליים ביחס לאותו שוק מצומצם שהוגדר – מאוד שונה מרוב השימושים במושגים אלו בהקשרים אחרים, ובוודאי מהדיון על ריכוזיות במשק הישראלי.

לדוגמא, השוק הסלולארי עליו מדובר רבות (ובו אני מתעניין במיוחד), אינו באמת שוק במובן ההגבלי. מדובר בכמה שווקים השלובים זה בזה, כאשר לכל אחד מאפיינים שונים ורמת ריכוזיות אחרת. דיני ההגבלים יבחינו בין שוק אספקת התשתית הפיזית, שוק התדרים, שוק המכשירים, שוק התוכן המוצע דרך אותם מכשירים, ועוד (שלא לדבר על שוק הלקוחות הפרטיים לכל אחד מאלה, הנפרד משוק הלקוחות העסקיים בכל תחום). אחת המשימות שרגולטורים בתחום ההגבלים מתמודדים עימן, היא לשאול אם ראוי לאפשר לאותה חברה מסחרית לספק מוצרים ושירותים בכל אותם שווקים במקביל. קיימים תקדימים לפעולות הגבליות להפרדת חברות, כך שמי שפועל בשוק התשתית לא יוכל לפעול בשוק המכשירים, או שמי שפועל בשוק גיאוגרפי אחד לא יוכל לפעול באזורים אחרים. בארה"ב אכן הופרדה AT&T למספר חברות שונות בדיוק על-מנת לאפשר לכל שוק להתנהל באופן עצמאי, ולאפשר לחלק מאותם השווקים רמת תחרותיות גבוהה, הגם ששווקים אחרים (שוק התדרים ושוק התשתית, לדוגמא) מתאפיינים ביתרונות לגודל ולטווח ומהווים מונופול (או לפחות אוליגופול) טבעי. לא זה המקום לבחון את הצלחת רגולטורים הגבליים בהפרדת חברות מהסוג האמור, ודי לומר שמה שנראה רעיון מוצלח בשלב המלחמה בריכוזיות בשווקי טלקום, מתברר לעיתים בדיעבד כמקסם-שווא.³

סמכויות הממונה על ההגבלים העסקיים והרשות בראשה הוא עומד מתייחסות לפגיעה בתחרות בשוק מסוים, לפי ההגדרה לעיל של המונח "שוק". אם אותו גורם פועל במספר שווקים, לדוגמא קבוצה עסקית מחזיקה חברה בתחום תשתית הסלולר, חברה נוספת בתחום הדלק, וכך גם בשוק הבנייה, שוק הטלוויזיה הרב-ערוצית, שוק רשתות השידור, שוק הבנקאות, ושוק המזון – מבחינה הגבלית קלאסית אין בכך בהכרח תרומה לריכוזיות. רק אם באחד השווקים הספציפיים יש מעט מתחרים ייחשב אותו שוק לריכוזי, ורק אם הקשר בין הענפים השונים משפיע על התחרות באחד השווקים באופן ספציפי, קמה לממונה על ההגבלים העסקיים סמכות אפשרית לטפל בבעיה (וגם אז לא בהכרח). כאשר אנו עוסקים בריכוזיות במשק הישראלי כולו, במובחן מריכוזיות בענף

3. כך, פייוקה של AT&T בארה"ב כלל הפרדה לשוק בין-עירוני ושווקים מקומיים שהופקדו בידי חברות-בנות שזכו למונופול מקומי. מה שהחל בקול תרועה רמה התברר כקשה ליישום ומצריך פיקוח מתמיד על הקשרים שבין החברות, כמו גם הסדרה של מעמדן של חברות שניסו להתחרות בשוק הבין-עירוני ומצאו עצמן זוכות ליחס בעייתי מהמונופולים המקומיים שהעדיפו להמשיך לפעול מול החברה ממנה צמחו. גם השינויים הטכנולוגיים, שיצרו מחדש (ואף הגבירו) את היתרונות לגודל שגרמו למונופול לצמוח מלכתחילה, גרמו לקשיים בשמירת ההפרדה בין החברות – והביאו לגל מיוזגים בשוק הטלקום בארה"ב.

מאוד ספציפי בשוק מאוד מסוים – כלל לא ברור שיש טיפול הגבלי אפשרי בסוגיה (ולחריגים נגיע בהמשך).

נקודת המבט הרב-ענפית

נקודת המבט של השוק הישראלי בכללותו עושה שימוש בהגדרה אחרת למונח "שוק". כאן הכוונה לאותו מצב של קבוצה עסקית לה אחזקות במספר שווקים, כפי שתואר בדוגמה הקודמת, והבעיה עליה מצביעים היא של ריכוז רוב ההון (או השליטה, או הנכסים) בידי קבוצה קטנה של בעלי השפעה. קיימת שאלה פתוחה בספרות הכלכלית לגבי ההשפעה של ריכוזיות מהסוג האמור, כאשר הדיון הוא בדרך כלל ביחס לקונגלומרטים (קבוצה של חברות באחזקה משותפת או עם אחזקות צולבות) המעורבים בשוקי-מוצר שונים. ישנם אלה המדגישים את היתרונות שביכולת החברות השונות לתפקד ככרית-בטחון זו לזו, או לפעול במשותף בגיוס הון, רכישת שטחי פרסום, וכד', וישנם אלה המדגישים את ניצולם לרעה של יתרונות אלה על-מנת להפעיל לחץ מוגזם על ספקי תשומות (כולל הון ופרסום) או להעדיף את אינטרס בעלי השליטה על אינטרס משקיעים מקרב הציבור (כאשר מדובר בחברות ציבוריות).

הדיון הציבורי בדבר ריכוזיות בישראל בדרך כלל מתמקד בנקודת מבט זו, כאשר זיהוין של "המשפחות השולטות" נעשה לפי אחוז ההון המוחזק בידיהן ולפי מספר הענפים הדומיננטיים במשק בהן יש למשפחות אלו אחיזה. מכיוון שקיים כעת דיון ציבורי ער ביחס לקשרים הרב-ענפיים, ורבים הם הדוברים בעד פיקוח על הריכוזיות הרב-ענפית, אייחד דברי דווקא לנקודות בהן ניתן לסייג את הגישה הרווחת, שכן בהן אוכל לחדש או להאיר זוויות אחרות הזוכות לפחות "זמן מסך" בדיונים הציבוריים סביב בעיית הריכוזיות והטיפול הדרוש בה. אין בכך לומר כי אין בעיה של ריכוזיות, או שאין דרכי טיפול מתאימות בה, אלא רק למקד את הדיון הנוכחי להיבטים מסוימים (ובתקווה, מעניינים) של הנושא.

נקודת המבט הציבורית

לו בחנו את נושא הריכוזיות במשק הישראלי כמתבונן מבחוץ, הלמד את משמעות המונחים בהם נעשה שימוש לפי יישומם המעשי, ולא לפי הגדרות אקדמיות או משפטיות, המונח "ריכוזיות" היה מקבל משמעות שונה משתי אלה שהוצגו עד כה. נקודת המבט ההגבלית חשובה ורלוונטית בהליכים משפטיים ברמת המיקרו, ונקודת

המבט הרב־ענפית היא המרכזית בבחינה של פרמטרים כלכליים ברמת המקרו. נקודת המבט הציבורית, לעומת זאת, היא העיקרית המנחה את הדיון התקשורתי והפוליטי בסוגיה – שתיהן מופעלות על־ידי תחושות הקיפוח של הציבור והכעס המובע כלפי קבוצות עסקיות ומשפחות מרכזיות במשק (וגם משפיעות על המובע בפורום הציבורי). לו היה מדובר רק בהשפעה כלכלית המתבטאת במחיר גבוה מעט מזה שהיה שורר בשוק תחרותי, לא היה זוכה הנושא בכותרות ובמרכזיות הפוליטית שאנו עדים להן. לדעת עיקרה של התרעמות הציבור אינה בגלל המחיר הכספי, אלא זה מהווה נקודת־אחיזה נוחה כדי להביע כעס רחב יותר שנגרם בשל תחושה של קיפוח, כאשר נכסים הנתפשים כציבוריים מוחזקים בידיים פרטיות. מה הם אותם נכסים ציבוריים? עיתונות, בנקאות, אפיקי תקשורת הם בוודאי מרכזיים כאן, אך יותר מכך – השפעה פוליטית.

הקשר בין הון לשלטון מהווה נושא כאוב בציבוריות הישראלית, וריכוזיות רב־ענפית נתפשת כגורם מרכזי בהקשר זה. מבחינה כלכלית ניתן לתאר זאת כיתרון לגודל ברכישת השפעה פוליטית, כאשר קבוצה עסקית בעלת אחזקות במספר שווקים יכולה ליהנות משימוש בקשרים פוליטיים בכל אחד מהשווקים בה היא פועלת. על־מנת שגורם זה יהיה משמעותי, לא די בכך שההשקעות המושפעות תהיינה גדולות, שכן אז המרכיב הרלוונטי הוא היקף כספי ולא דווקא ריכוזיות. ספרות ה־Public Choice מלאה בהסברים לתמריץ הקיים לבעלי עסקים לרכוש השפעה בשוק הפוליטי והרגולטורי. כאן אנו עוסקים בזווית שונה לבעיה המוכרת – שהשפעה נרכשת יכולה להיות רלוונטית בכמה שווקים במקביל, ולכן מעבר לסך הכספי (שגם הוא גדול ברוב השווקים הריכוזיים) קיים יתרון לטווח המגדיל את הבעייתיות של "הון־שלטון" כאשר הריכוזיות הרב־ענפית גדולה. אדגיש, כי השפעה זו אינה מתקיימת בהכרח בכל מצב. ענפים בהם קיימת רגולציה ספציפית, לדוגמא, מצדיקים השקעה בהשפעה על פקידי השלטון הרלוונטיים, אך לאלה אין בהכרח השפעה על המתרחש בענפים אחרים. ככל שקיימת ריכוזיות גם בשוק הפוליטי, למשל כאשר בעל שררה משפיע על מינוי בעלי תפקידים בכמה משרדי ממשלה בו־זמנית, כך היתרון לגודל ברכישה והיתרון לטווח במכירה של השפעה פוליטית משמעותיים יותר.

נוסף להשפעה פוליטית הנתפשת כמשמעותית ומהווה גניבה של משאבים פוליטיים לשימוש פרטי של אילי־הון (או אולי גרוע יותר, רכישה על ידי שיחוד קובעי החלטות), רלוונטית גם תחושה הרווחת בציבור שחלק גדול מהשווקים המשפיעים על כל אזרח

בישראל נשלטים בידי אותם גורמים. הזעקה בדבר ריכוזיות במשק נראית לי כתגובת-נגד לתחושה של פגיעה באוטונומיה האישית של אזרחים הרואים עצמם בחזקת פיונים במשחק של גדולים מהם כאשר רוב האינטראקציות המסחריות שלהם נעשות מול מעט שחקנים. תחרות מהווה סמן לחופש בחירה של הצרכן, ואילו ריכוזיות מהווה סמן למיעוט אפשרויות והיעדר כוח יחסי במשא ומתן בשוק. לפי נקודת מבט זו, הפרדיגמה המובילה להבנת המאבק בריכוזיות צריכה להיות האוטונומיה האישית הנתפשת של הצרכנים, והתנגדותם ל"מושכים בחוטים" – אותן קבוצות עסקיות גדולות או משפחות דומיננטיות שנדמה שעומדות מאחרי כמעט כל רכישה. הציבור, כך נראה לי, מתנגד הן להשפעות הכלכליות ולמחיר הגדל, והן למצב בו אין בחירה אמיתית מול מי לבצע עסקאות ואין פיקוח אמיתי (של השוק או של השדה הפוליטי) על כוחם של השולטים במשק. התפישה הדמוקרטית גורסת שכוח פוליטי אמור להיות מבוזר בידי הציבור בכללותו. השפעה של ריכוזיות כלכלית על פעילות פוליטית נתפשת כשליילית (הון/שלטון) – ומעבר לאלה, קיימת התנגדות שכוח כלכלי יהיה בידי מעטים בשל התחושה שבכך מוקטן עוד יותר "האזרח הקטן".

נושא זה, המשפיע על תחושות בציבור ובא לידי ביטוי בכותרות בעיתונות (השפעה דו-כיוונית, שכן כותרות משפיעות על תחושות ולהיפך), הופך רלוונטי יותר ככל שמדובר בשוק מרכזי יותר מנקודת המבט של הצרכנים. מרכזיות זו יכולה להתבטא במספר האזרחים המושפעים (תחומי בנקאות/דלק/תקשורת למשל, ייחשבו מרכזיים), ויכולה להתבטא בתפישה שמדובר בשוק "השייך" לאזרחים – כך שתדרים המאפשרים תקשורת סלולארית, או גז הנשאב מקרקע מדינתית, ייחשבו "רכוש הציבור" בשל שייכותם הראשונית למדינה יותר מאשר דלק המיובא על-ידי חברות מסחריות.

המלחמה בריכוזיות

דיונים על "מלחמה בריכוזיות" הם פופולאריים בשל העובדה שהרוב הגדול של האזרחים יכולים להתכנס מאחורי הכותרת המשותפת לכולם, והם מאפשרים ל"אזרח הקטן" להילחם ב"כסף הגדול". מוטיב "דוד נגד גוליית" הוא תמיד פופולארי, גם כאשר מדובר במיליוני "דוידים" קטנים המתאגדים למלחמה ציבורית בכמה "גולייתים" מרכזיים. בחלק זה אתמקד בבעייתיות שבמלחמה הנוכחית בריכוזיות כלכלית, לא מתוך ניסיון להגן

על אותה ריכוזיות, אלא מתוך זהירות בכלים בהם נטען שיש לעשות שימוש, והצבעה על השפעות נלוות של מה שנראה בתחילה רצוי ואף מובן מאליו.

כפי שציינתי לעיל, אני מאמין שנקודת המבט הציבורית היא שמנחה את מירב הדיון הציבורי והפוליטי בסוגיית הריכוזיות. מצד שני, המונחים בהם נעשה שימוש, ומתוך כך המנגנונים המשפטיים בהם מתמקדים, שאובים בעיקר מנקודת המבט ההגבלית. הבעיה העיקרית בה בוחרים להתמקד היא הריכוזיות הרב-ענפית, ועדיין מירב הקריאות הן לטיפול של הממונה על ההגבלים העסקיים שהתמחותו היא בריכוזיות תוך-ענפית. במובן זה, נעשה לעיתים שימוש מוטא ומטעה במונחים מקצועיים, תוך הישענות על מעמד נתפש של אובייקטיביות ומקצוענות של הפועלים בתחום, גם כאשר היישומים הנדרשים אינם בתחום מומחיותם.

המושג "תחרות" הוא עמום ורב-משמעי, כפי שניתן בקלות לראות מקריאת ספרות ופסיקה בדיני ההגבלים העסקיים. הקריאה הציבורית לעשות שימוש ברשות ההגבלים העסקיים על-מנת לפרק מוקדי כוח נשענת על תפישה מוטעית שלרשות ולעומדים בראשה יש מומחיות רלוונטית וסמכות פעולה בנושא. אכן, אלה קיימות בהקשר של תחרות בתוך ענפים ספציפיים, אך אין הצדקה לגזור מכאן גם לעניין השפעה רב-ענפית. הדיון ההגבלי בעניין השפעות בין ענפים שונים (תחרות ב"שוק" אחד המשפיעה על "שוק אחר, במובן ההגבלי של המילה) קיים – אך רק ביחס להשפעות על אחד השווקים. כך, העובדה שבשוק התשתית לשידורים סלולאריים יש יתרון לגודל ולכן יש לצפות לריכוזיות גבוהה, תיבחן בשאלה אם לאפשר לחברות בתחום זה לספק גם שירותי תוכן ולמכור מכשירי טלפון. נטייתו של מונופול בשוק אחד "לקשור מוצרים", קרי לדרוש רכישת מכשיר על-מנת לרכוש מנוי לשימוש בתשתית, מוכרת בספרות ההגבלית ורבה המחלוקת לגבי המצבים בהם קשירה שכזו מזיקה ומהווה ניסיון להרחבת כוח המונופולין. שימוש בכוח שוק בענף אחד על-מנת ליצור כוח-שוק בענף אחר אכן מטופל בחוק ההגבלים העסקיים (בצורה חלקית) וניתן לומר שמהווה חלק מתחום מומחיותו של הממונה. אך אלה הם חלק מתפישת ה"מיקרו" שדיני ההגבלים אמונים עליה, ואין בהכרח זיקה לרמת ה"מיקרו" של השפעות רב-ענפיות שאינן פוגעות בתחרות בענף אחד ספציפי.

לממונה על ההגבלים העסקיים קיימת סמכות לטפל בעסקאות רב-ענפיות כאשר לאלו יש השפעה תוך-ענפית. עסקה שכזו יכולה להיתפש תחת האיסור על עריכת הסדרים כובלים או תחת הפיקוח על המיזוגים.⁴ אם באחד השווקים מדובר במונופולין (במובן ההגבלי, קרי רכישה או מכירה של מעל 50% מהנכסים בשוק הרלוונטי), מוקנית לממונה גם סמכות פיקוח מתמשכת, ולא רק פיקוח על עסקאות ספציפיות. חשוב לשים לב שברוב המקרים בהם עוסקים במסגרת הדיון בריכוזיות, אין בהכרח תקומה לסמכויות הפיקוח דנן. שלב יצירת הקבוצה העסקית, רכישת המניות הרלוונטיות, בדרך כלל מחייבת הודעת מיזוג – שבמקרה של מיזוג קונגלומרטי בדרך כלל מאושרת ללא בעיות כלל, שכן מקובל לחשוב שהשפעת מיזוג כזה על התחרות בכל אחד מהענפים **בנפרד** אינה משמעותית. הסדרים כובלים בין חברי הקבוצה ייתכן שקיימים, אך אין ראייה לכך שמדובר בתופעה רווחת או משמעותית, שכן אלו מתחרים בשווקים נפרדים (לפי ההגדרה ההגבלית של "שוק").⁵ חריג מעניין ניתן למצוא בתופעות של חרם קבוצתי על מפרסם, למשל כאשר קבוצה עסקית שלמה מפסיקה לפרסם בערוץ 10 בגלל יחס הערוץ לאחד מחברי הקבוצה או לעומדים בראשה. דווקא כאן, אפשר לחשוב על הגדרת החרם כהסדר כובל בין חברי הקבוצה שניתן לראות בהם מתחרים בשוק רכישת שטחי פרסום⁵ – אך שוב, מדובר בחריג צדדי יחסית לדיון הכללי ביחס ל"ריכוזיות במשק".

"קבוצות ריכוז" ותיקון מס' 11 לחוק ההגבלים העסקיים

חוק ההגבלים העסקיים, כבר בנוסחו הנוכחי, מקנה לממונה סמכות להכריז על מספר חברות כקבוצת ריכוז ולפקח עליהן כאילו היו מונופולין. למרות השימוש הרווח במושג "קבוצות ריכוז" במסגרת הדיון בריכוזיות במשק, אין הכוונה דומה. קבוצת ריכוז, לפי ההגדרה ההגבלית, קיימת כאשר התחרות בין הפועלים **באותו שוק** נמוכה, ועדיין לאף חברה בנפרד אין כוח מונופולין כהגדרתו בחוק (מעל 50% מהרכישה או המכירה בשוק). לדוגמא, בשוק הסלולארי פעלו עד כה שלוש חברות מרכזיות שלכל אחת מהן כ-30%

4. הסדרים כובלים מוגדרים בס' 2 לחוק ההגבלים העסקיים ככאלו שמקימים חשש משמעותי לפגיעה בתחרות – הגדרה עמומה המתפרשת כתחרות בתוך ענף ספציפי. הפיקוח על מיזוגים מופעל כאשר מדובר ברכישה של מעל 25% ממניות חברה (או עיקר נכסיה). כך, קבוצות עסקיות הנוצרות דרך אחזקה משותפת במניות של חברות בתחומים שונים מחייבים בדרך כלל מתן הודעת מיזוג בשלב רכישת המניות, ובקשת אישור להסדר כובל אם נוצר שיתוף פעולה בין החברות לאחר רכישתן.

5. כמובן, שאז עולה שאלה אם מדובר ביישות כלכלית אחת מאוחדת, או אוסף של תאגידים בעלי אינטרסים כלכליים נפרדים. מבלי להיכנס לעומק הסוגיה, אעיר רק כי המבחן המקובל בידי ההגבלים (למשל בדרישה להודעת מיזוג) הוא שבהיעדר בעלות מלאה (100% מהמניות) של תאגיד אחד במשנהו, לא יוכלו לטעון שמדובר באישיות כלכלית אחת, והם ייבחנו כמקרה מיוחד של תאגידים נפרדים.

מהמנויים בישראל (אם נתעלם מחברה רביעית קטנה יותר, והשינויים הצפויים בענף עם חדירת מתחרים נוספים כעת). אף אחת מהחברות אינה מונופולין על-פי ההגדרה שבחוק, ועדיין יכול הממונה להחליט כי בשל האופי האוליגופוליסטי המתנהל בשוק (או גרוע יותר, התיאום הקארטליסטי), יש הצדקה לפיקוח ישיר על החברות. החלטה שכזו (שלא ניכנס כאן לקשיים שבה ולטענות-הנגד שניתן להעלות כנגדה), תקים לממונה סמכות לפקח על החברות כאילו היו מונופולין – פיקוח נרחב המאפשר כמעט כל הוראה שרואה הממונה לנכון על-מנת למנוע או להקטין את הפגיעה בתחרות.

סמכות זו, רחבה ככל שתהיה, אינה רלוונטית ישירות לנושא הריכוזיות במשק (במובן הרב-ענפי שהוא הדומיננטי בסוגיה), שכן "קבוצת ריכוז" במובן ההגבלי היא כזו הפעילה בשוק מסוים ולא על-פני שווקים נפרדים. דבר זה נכון ברמת ההכרזה, קרי חייבת להתקיים "תחרות מועטה" בין חברי קבוצת הריכוז בשוק ספציפי שהוגדר במפורש (למשל, שוק המכשירים הסלולאריים, ועדיפה הגדרה אף צרה יותר – למשל, שוק המכשירים מדור שלישי הנמכרים ללקוחות פרטיים). בנוסף, מטרת הפיקוח האפשרי דרך הכרזת קבוצת ריכוז כאמור היא למנוע פגיעה בתחרות באותו שוק – קרי, סביר שהשפעות רב-ענפיות בין חברות בתחומים שונים, הפוגעות בצרכנים בשווקים שונים, לא תקים סמכות הכרזה ולא תקים סמכות פיקוח דרך המנגנון של "קבוצת ריכוז". במילים פשוטות, קבוצת ריכוז על פי דיני ההגבלים אינה קשורה לריכוזיות במשק במובן הציבורי בו עסקנו כאן.

מעבר להגדרה הקיימת כבר היום בחוק, יש הסומכים יהבם על תיקון מוצע לחוק, הצעת חוק לתיקון מס' 11 לחוק ההגבלים העסקיים. הצעת החוק המדוברת מרחיבה באופן מאוד משמעותי את סמכות הפיקוח של הממונה על מקרים שאינם מוסדרים לפי ההגדרה הקיימת, וכוללת אפשרות להסדרה של חסמי כניסה לשוק ועלויות מעבר של צרכנים בו. גם אלה הגדרות כלליות ועמומות, ונראה שכמעט בכל שוק ניתן לראות בהם מאפיינים חשובים. לא כאן המקום לדון לעומקם של דברים ביחס לבעייתיות שבהגדרות עמומות אלו וביחס לסמכויות הרגולטוריות הנרחבות שקבלת הצעת חוק זו תקנה לממונה על ההגבלים העסקיים. עדיין, גם אם תתקבל במלואה לא ברור שיש בכך רלוונטיות לנושא הריכוזיות במשק. עדיין מדובר בהסדרת הפעילות בשוק מסוים, וכפי שראינו לעיל, ההגדרה ההגבלית למושג זה צרה בהרבה ממה שנראה מבחון.

אפילו היינו מרחיבים את ההגדרות שבחוק ובהצעת החוק, כך שתוקם סמכות פיקוח לממונה על ההגבלים העסקיים גם להשפעות רב-ענפיות שאינן משמעותיות בשוק ספציפי אחד, לא ברור ששכרנו לא היה יוצא בהפסדנו. שתי בעיות דורשות התייחסות: הכוח המוענק כך לרגולטור כלל-ענפי (ושאלת אפשרות ניצול לרעה עתידי של כוח זה), והמומחיות של אנשי הגבלים בטיפול בהשלכות רחבות שאינן בתחום התחרות במובן הצר. הכוח המוענק לרגולטור המסוגל לפקח לא רק על כל שוק בנפרד אלא גם על השפעות רב-ענפיות הוא עצום, וגם אם מטרתו לאפשר פיקוח על קבוצות עסקיות חזקות כיום, יש לשאול אם רצוי לתת בידי פקיד-ממשל סמכות רחבה שכזו. ההיסטוריה המשפטית מלאה במקרים בהם על-מנת לטפל בבעיה אחת הוקם (או הורחב) גוף שלאחר מכן נותר בעל סמכויות שקשה לפקח עליהן בדיעבד. הדיון לעיל בדבר הקשר בין הון ושלטון נסמך על הבעייתיות שבידי פקידי שלטון כוח רב, וכאן מדובר ביצירת גוף נוסף שכזה. מה שנראה מבטיח בטווח הקצר, כדאי לבדוק את השלכותיו בטווח הארוך, וצריך לזכור שהמאבק על מינוי האדם שיעמוד בראש רשות חזקה כל כך, והתמריץ לנסות ולהשפיע עליו לאחר שמונה, צפוי לגדול משמעותית. מעבר לכך, מומחיותם של אנשי הגבלים היא בנושאי תחרות והבנת שווקים ספציפיים המוגדרים באופן צר בכל מקרה לגופו. למרות הקשר המילולי בין ריכוזיות לתחרות, מדובר כאן ביישום מאוד שונה של המושגים, עד כדי הישענות על מונח שזכה ליוקרה בשל הטיפול המקצועני בו – על מנת לעשות בו שימוש מסוג אחר לחלוטין. אם אכן יש צורך בפיקוח על השלכות כלל-שוקיות, יתכן שעדיף לחשוב על הגדרה ברורה של מושגים וסמכויות באופן הרלוונטי לסוגיה האמיתית המעסיקה אותנו.

באופן יותר כללי, ניתן לראות את הבעייתיות שבהגדרה עמומה במישור התחקית. בעולם המשפט מקובלת אבחנה בין כללים לבין סטנדרטים, שניתן ללמוד ממנה לענייננו. "כללים", הכוונה להוראות ברורות שניתן ליישמן במדויק, דוגמת האיסור על נסיעה במהירות שהיא מעל לחמישים קמ"ש בשטח בנוי. "סטנדרטים", או עקרונות, הכוונה היא להוראות עמומות הדורשות פרשנות – דוגמת האיסור על נהיגה באופן המסכן את הציבור לפי תנאי הדרך. בהקשר שלנו, "תחרות" היא מושג עמום שניתן לפרשו בדרכים רבות (והספרות ההגבלית עשירה בדוגמאות לכך), "ריכוזיות" כבר ראינו שדורשת הסברים למה הכוונה, והסמכת פקיד-ממשל כלשהו לטפל בבעיה, בין אם מדובר בממונה על ההגבלים העסקיים ובין אם מדובר בגורם אחר – יוצרת שיקול דעת פרשני רחב מאוד,

שנותן חופש פעולה לממונה על האכיפה בתחום. ככל שהמושג עמום יותר, כך שיקול הדעת רחב יותר, וכך הפיקוח על הרגולטור, בידו ניתנת הסמכות, בעייתי יותר.

מנגנונים תומכי ריכוזיות

אם עד כה עסקנו בשאלות "מקרו" של הגדרת התחום והבעייתיות בהסדרתו, ראוי לתת את הדעת למנגנונים המשפטיים הקיימים המאפשרים (ואף מעודדים) את המצב הקיים. כפי שניתן לראות, יש דרכים שונות בהן ניתן ליצור קשרים עסקיים המובילים לתוצאה הריכוזית, כל אחת ומאפייניה וכל אחת והיתרונות הגלומים בה (ולכן גם כל אחת והקשיים הגלומים בטיפול בה):

שירשור חברות (מבנה פירמידיאלי)

הטכניקה הדומיננטית, המככבת גם בעיתונות ובשיח הציבורי, היא אחזקה של חברה אחת במניות חברות אחרות, שלעיתים קרובות מחזיקות גם הן במניות של חברות אחרות. על פי דיני החברות אין מגבלה על החזקות משורשרות כאמור, למרות שמדובר בטכניקה המגדילה את הקשיים שבהפרדה בין בעלות לבין שליטה. תיאורטית, ניתן ליצור מצב של שליטה מלאה בתאגיד במורד השרשרת למרות שהאחזקה ההונית בה נמוכה. לדוגמא, פירמה א' מחזיקה ב-51% ממניות פירמה ב', שמחזיקה ב-51% ממניות פירמה ג', וכך הלאה. ניתן לראות שכמות המניות שפירמה א' מחזיקה בפירמה במורד השרשרת תלויה ביחס הפוך במספר הפירמות המעורבות (ליתר דיוק, $\frac{1}{2^n}$ כאשר n קשרי אם-בת מעורבים), בעוד השליטה נותרת מלאה בשל יכולת חברה א' למנות את כל חברי ההנהלה של חברה ב' (שכן ל-א' רוב באסיפה הכללית של ב'), אלא ממנים את כל חברה ההנהלה של חברה ג', וכך הלאה.

קל לראות מדוע למתבונן מבחוץ, מבנה פירמידיאלי נראה מצב חריג ובעייתי, ועדיין – יש לשאול מי ירכוש את שאר 49% המניות בכל אחת מן החברות. בהנחה שרוכשי המניות מודעים למצב אליו הם נכנסים, סביר שקיימים להם יתרונות עבורם הסכימו להשקיע במניות מיעוט שבצידם אין השפעה (כמעט) על התנהלות החברה. מצבים של שליטה מלאה בעוד האחזקה בהון היא חלקית (ואף נמוכה) רווחים מאוד לא רק בישראל, אלא בתאגידים בעולם כולו, והגם שקיימות כאן בעיות פוטנציאליות – אין לראות בכך בהכרח מצב של ניצול לרעה או סימפטום לבעיה הדורשת טיפול. מנגנון זה

רווח גם ללא קשר לנושא הריכוזיות במשק, ומעלה שאלות בהקשר תאגידי רחב יותר של בעיית הנציג וההפרדה בין בעלות לשליטה, נושאים המככבים בספרות דיני התאגידיים לפחות מאז 1932 עת פורסם ספרם המפורסם של Berle and Means בנושא.⁶

דירקטוריונים צולבים

גם ללא אחזקה ישירה במניות, ניתן לקשור בין חברות שונות באמצעות מינוי אותם האנשים לדירקטוריונים הרלוונטיים. נושא הדירקטוריונים הצולבים מוכר בספרות ההגבלית מאז 1914 עת נאסר ב־Clayton Act בארה"ב בשל מרכזיותו כמנגנון אנטי־תחרותי שאיפשר שיתוף פעולה בין חברות לכאורה בלתי־קשורות. עם זאת, אין איסור דומה בישראל, ובאופן כללי אין מניעה על מינוי של אדם אחד לכהונה כדירקטור במספר חברות במקביל. כמובן, כהונה מקבילה שכזו יכולה ליצור בעיה של הפרת חובות אמון, שכן על פי חוק החברות הדירקטור חב בנפרד כלפי כל חברה בה הוא מכהן ואמור לפעול למען אינטרס שלה ולא של חברות אחרות. כך גם, יכולה כהונה במקביל שכזו להעלות טענה בדבר הסדר כובל בין החברות המדוברות, בניגוד לחוק ההגבלים העסקיים. עם זאת, אין בהכרח בעיה כזו בכל מקרה של קשר בין דירקטוריונים, וכל מקרה ייבחן לגופו על פי הנסיבות האמורות בו.

אחזקה משותפת במניות

קבוצה עסקית יכולה להתקיים גם ללא קשר ישיר בין החברות המדוברות, אלא רק דרך אחזקה של גורם יחיד במניות חברות שונות. מצב זה שונה מהמצב הפירמידיאלי שתואר לעיל, שכן אין כאן חברת־אם המחזיקה במניות חברות־בת, אלא חברות שאינן קשורות באופן פורמאלי בינן לבין עצמן – ומניותיהן מצויות בידי אדם אחד (או קבוצה אחת). עם זאת, המשמעות המהותית לעניין יצירת זיקה בין החברות דומה, שכן מי שמחזיק בשיעור משמעותי של מניות בכל אחת מן החברות ישפיע על כל אחת בנפרד שתפעל לפי האינטרסים של קבוצת האחזקות כולה.

הסכמים לשיתוף פעולה

אם עד כה התמקדנו בקשרים מבניים בין החברות, חשוב לזכור כי הבעיה העיקרית בה אנו עוסקים היא של שיתוף פעולה ביניהן ושילוב האינטרסים שלהן. השפעה כאמור

⁶ Adolf Berle and Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (2nd ed. Harcourt, Brace and World, New York 1967)

ניתן ליצור גם ישירות דרך הסכמים, בין אם חוזים פורמאליים ובין אם הבנות שלא גובשו בחוזה מפורש. דיני החוזים, כמו גם דיני ההגבלים העסקיים, פורשים תחולתם גם על הסכמים שלא נכתבו ולא נחתמו. המינוח המקובל "בין אם בכתב, בין אם בעל פה, ובין אם בהתנהגות" חל בחוזים ובהגבלים גם יחד, כאשר דיני ההגבלים אף מוסיפים "בין אם מחייב על פי דין ובין אם לאו". ובקיצור, שיתוף פעולה או איחוד אינטרסים לכלייים אפשרי במגוון דרכים, והחוק חל על כולם.

מימון משותף

גם כאשר אין הסכם ישיר או קשר מבני פורמאלי, חברות המשתמשות באותו גורם מימון יוצרות אינטרס משותף הנאכף עליהן מבחוץ. כך, בנק המממן חברה א' וחברה ב' גם-יחד, יתכן וילחץ על שתיהן לפעול בדרך הממקסמת את האינטרס המשותף ולא דווקא את האינטרס הנפרד של כל אחת. יתר על כן, האינטרס של כל אחת בנפרד יכול להיות זהה לאינטרס המשותף בשל הקלות בשיעורי ריבית או מדיניות הביטחונות הנדרשים מהן. כך שמימון משותף מהווה לעיתים מחסה ליצירת שיתוף פעולה שהחברות נמנעו מלתת לו ביטוי ברור יותר כחלק מניסיון הסוואה מפני פיקוח חיצוני. חשוב כמובן לא לגזור מכך שכל מימון משותף יוצר בעייתיות כאמור, שכן השוק הפיננסי ריכוזי ממילא וחלק גדול מהפירמות במשק זוכות למימון מאותם גורמים ללא כל השפעה צולבת על התנהגותן המסחרית. לנושא זה של ריכוזיות השוק הפיננסי נחזור בהמשך.

השפעת־הרקע של דיני התאגידים המודרניים

שני מאפיינים של דיני התאגידים המודרניים מחייבים התייחסות בהקשר זה: ההיתר לקיומם של קונגלומרטים וההיתר להון עצמי בלתי מוגבל. שניהם אינם מובנים מאליהם ולא תמיד התקיימו במתכונתם הנוכחית, ושניהם הפכו כה מובנים־מאליהם שקל לפספס את השפעתם באפשרור הריכוזיות הרב־ענפית בה אנו דנים. שתי דוגמאות מפסקי דין מרכזיים ימחישו את המדובר: פסק הדין בעניין Standard Oil מ־1911 הוא אחד המרכזיים בדיני ההגבלים בארה"ב, וקבע את אמת־המידה של "כלל הסבירות" שנותר דומיננטי עד היום.⁷ באותו מקרה היה מדובר ביצירת קבוצת אחזקות גדולה, ששלטה בשוק זיקוק הנפט והשפיעה על שורה ארוכה של שווקים נוספים. העובדה הנזכרת פחות היא, שיצירת אותה קבוצה נעשתה בדרך של נאמנות בה בעלי מניות בבתי זיקוק

שונים הפקידו מניותיהם בידי נאמן שניהל את אחזקותיהם במשותף. המטרה הייתה שיתוף פעולה עסקי שיצר קרטל חזק בתחום, כנגדו פעל משרד המשפטים האמריקאי שהוביל לפסק הדין האמור (למרות שצריך לזכור שאותו שיתוף פעולה גם ייעל מאוד את ניהול העסקים השונים והביא לירידת מחירים משמעותית). הסיבה בגללה נבחר מנגנון של נאמנות הוא שבאותם הימים היה בלתי־אפשרי ליצור מבנה פירמידיאלי, שכן אסור היה לתאגיד להיות בעל מניות ורק על־ידי הקמת נאמנות (שמחזיקה במניות "עבור אחר" ולא כבעלת מניות ישירה) הצליחו Rockerfeller וחבריו לעסקים להשיג את מטרתם. המונח הלועזי לנאמנות (trust) הוביל למינוח מאז ועד היום של תחום דיני ההגבלים כולו (antitrust), שכן תחילת ההיסטוריה של התחום במלחמה בדיוק בתוצאות הבעייתיות של מנגנון משפטי זה.

פסק הדין השני, הזוכה למרכזיות בדיני החברות כפי שהקודם מרכזי בדיני ההגבלים, הוא Dodge vs. Ford.⁸ שם היה מדובר בתביעה של האחים דודג' כנגד חברה בניהולו של הנרי פורד על סירובו לחלק דיבידנדים והתעקשותו להמשיך ולהוזיל את מחיר המכוניות שנמכרו לציבור. פסק דין זה נלמד בשל האמירה הברורה בו שחברה מתנהלת לטובת בעלי מניותיה (ולא לטובת ציבור לקוחותיה), אך תוצאתו נקבעה לא לפי העיקרון הכללי אלא לפי האיסור הספציפי בחוקי מדינת Michigan דאז על שמירת הון עצמי גדול מ־\$50,000. פורד, שרצה לשמור את רווחי החברה להשקעה חוזרת והקמת מפעל חדש, נאלץ לחלק דיבידנד בשל רווחיות גדולה שהגדילה את הון החברה מעבר למגבלה הסטטוטורית, ודורות של מלומדי תאגידים זכו לפסק דין המצוטט עד היום בשל אמירתו המהותית על תכלית החברה העסקית (הגם שאינם תמיד מזכירים את הפן הפרוצדוראלי שהכתיב את התוצאה בפועל).

השורה התחתונה לענייננו, היא שמה שהיה נכון בתחילת ימי דיני התאגידים אינו נכון כיום, וקיומם של קונגלומרטים שהשווי הכספי של אחזקותיהם מגיע לסכומים דמיוניים הפך מובן מאליו. אם רציניים אנו ברצון הציבורי במלחמה בריכוזיות, שני גורמים אלה צריכים לכבד בדיונים – הגם שבצידם יש להביא בחשבון שהשינויים שבדין לא הגיעו במקרה, וניסיון להחזיר את הגלגל אחורנית אולי יצלח לעניין הריכוזיות, אך יכול להזיק בהקשרים אחרים. כאשר אנו עוסקים במנגנונים המאפשרים את המצב הקיים, עלינו

להכיר בכך שדיני התאגידים המודרניים תורמים מאוד לאפשרות קיומו, ולשקול היטב מהן ההשלכות של שינויו.

יתרונות הריכוזיות

כאשר דנים במלחמה בריכוזיות ובהשלכותיה השליליות, חשוב לזכור גם את יתרונותיה – בין אם לשם חידוד השאלה אם אכן כדאי להילחם בתופעה, ובין אם לשם היזהרות ממצב בו אנו "שופכים את התינוק עם מי האמבטיה". נחدد אם כן את חשיבות התינוק – אותם יתרונות שגורמים למצב הנוכחי בו ריכוזיות היא תופעה רווחת בארץ ובעולם, כפי שהייתה מאז ומעולם.

יציבות לאורך זמן

ככל שהגוף בו מדובר גדול יותר, וככל שיש לו עמידה במספר גדול יותר של שווקים, כך קיימת אפשרות רבה יותר להתגברות על משברים הנקרים בדרכו ומאיימים על המשך פעולתו. במשק מודרני קריסתו של עסק מרכזי משפיעה לא רק על בעלי המניות בו אלא גם על עובדיו, לקוחותיו, ספקיו, ואחרים הקשורים עימו בעקיפין (למשל, עובדים של ספקיו שיפוטרו אם קריסתו תגרום לקריסתם, או שכנים בקהילה בה רוב העובדים מרוכזים במפעל אחד, ופיטוריהם ישפיעו על האבטלה ואיכות החיים בעיר כולה). במצב זה, בהחלט יתכן שיציבות לאורך הזמן והאפשרות לצלוח משברים עיתיים מהווה יתרון משקי העומד כנגד החסרונות המוכרים. בצד יתרון זה, יש לזכור את הבעייתיות הגלומה בו, כולל בעיית Too Big to Fail שהפכה מוכרת לאור התמודדות ארה"ב עם המשבר שפקד את השוק הפיננסי שלה. יציבות היא יתרון, ופחד מקריסה מערכתית מהווה גם חסרון – בעיקר כאשר הפירמה מחלקת מרווחיה לבעלי עניין בתקופות הטובות, ונשענת על תמיכת הציבור בתקופות הרעות.

יציבות לרוחב הפעילות הכלכלית

פירמה (או קבוצת פירמות) המושקעת במספר שווקים בו־זמנית יכולה לעשות שימוש בסבסוד צולב בין מרכיביה. כך, למשל, ניתן לצלוח משבר מקומי הפוקד שוק אחד בעזרת העברה מפירמה הפועלת בשוק אחר. מעבר לתקופות משבריות, יש כאן גם אפשרות לעקיפה של שוק ההון ולהקטנה של עלויות המימון. העברת אינפורמציה בתוך ארגון קלה יותר בדרך כלל מאשר בין ארגונים, ופירמות בבעלות משותפת יכולות להסתמך

על כוח ההחזרה של הקבוצה כולה. אמנם יש הטוענים כי ניתן לממן כל פעילות על ידי גיוס הון בשוק הפיננסי, אך חשוב לזכור כי ההנחה הסמויה כאן היא כי אותו שוק פיננסי פועל באופן מיטבי ומסוגל לקבל ולעבד כל מידע רלוונטי בעלות אפסית וזמן זניח. במודלים תיאורטיים של שוק תחרותי משוכלל לא אמורה להיות השפעה כאמור, אך במציאות הרוויה במידע א-סימטרי ועלויות עסקה, יציבות פנימית בהחלט יכולה להיות משמעותית ולתת יתרון לקבוצה עסקית רחבת-השקעות על פני פירמות בודדות הפועלות בנפרד.

חיזוק מנגנון המוניטין

קבוצה עסקית הפועלת במשותף יוצרת לעצמה מוניטין מוסדי הרחב מזה של כל פירמה הכלולה בה בנפרד. מוניטין זה רלוונטי בעת גיוס הון ומתקשר לסעיפים לעיל, אך מעבר לכך גם בהבטחת איכות המוצרים, בטחון כלפי ספקים, הבטחות כלפי עובדים, ועוד. המוניטין הוא אחד המנגנונים השוקיים החשובים ביותר ביצירת יעילות, והשפעתו בדרך כלל מיטיבה וחשובה. כמובן שבצד היתרונות יש גם חסרונות, כגון האפשרות ל-*multi-market contact* שיכול להביא לעליית מחירים (תיאום אוליגופוליסטי בין-שוקי) ולאפשר תמחור טורף שלא היה מצליח להתקיים בשוק יחיד. יחד עם זאת, פירוק הקבוצה העסקית למרכיביה מאיין מוניטין שנצבר לרוחב הפעילות, ופוגע באחד ממנגנוני הפיקוח הפרטיים עליהם צרכנים ועסקים נסמכים. החלשת מנגנון המוניטין תצריך ככל הנראה חיזוק מנגנון אחר תחתיו, ועלולה לדרוש החזרת מנגנונים מוסדיים אחרים, דוגמת רגולציה מדינתית שהנטייה המודרנית היא למעט בה ככל האפשר.

חסכון בעלויות

קבוצה עסקית הרוכשת במשותף מסוגלת לנהל מו"מ נוקשה יותר, לטובתה ולרעת אלו המספקים לה תשומות. יתכן כמובן שבכך נוצר כוח שוק הדורש הסדרה דרך דיני ההגבלים העסקיים, אך אין סיבה להניח שתמיד מדובר בהשפעה חזקה כל כך. רכישת שטחי פרסום היא דוגמא שנזכרה לעיל (ולא רק בהקשר חיובי), אך מעבר לכך, כל מנגנון משותף (החל בנייהול, דרך לוגיסטיקה, תעסוקה, שיווק ועד למימון משותף שדנו בו לעיל) שמתקיימים בו יתרונות לגודל או לטווח, מקטינים את עלויות הקבוצה ומייעלים את פעולתה.

ריכוזיות כמנגנון ביטוחי

התוצאה של בחינת מרכיבי יתרונות הריכוזיות מפנה את תשומת ליבנו לכך שמדובר בעצם במנגנון המייצר יציבות, גם אם לעיתים (ולא תמיד!) על חשבון היעילות בטווח הקצר. לעניין זה כדאי לזכור את הריכוזיות במגזר הפיננסי, אצלנו ובעולם, כעת ובעבר. שווקים בהם יציבות היא משמעותית הם כאלה בהם כדאי לשלם עבודה, וריכוזיות משקית מהווה מנגנון שכזה. שוב, אין לגזור מכאן שריכוזיות היא בהכרח טובה, או שהמחיר כדאי – אלא רק לזכור שאם אנו מצדיקים פעולה כנגד מנגנונים קיימים הפועלים כביטוח כלל-משקי, יש לכך מחיר הנגלה בדרך כלל בטווח ארוך יותר ובעיקר בעת משברים.

הטיפול בריכוזיות בעזרת המשפט הקיים

אם ההחלטה החברתית היא שיש לטפל בבעיית הריכוזיות, ונניח שהגדרנו בדיוק מהי בעיה זו ומה בדיוק היינו רוצים לשנות, נשארת השאלה של כיצד – מהם המנגנונים המשפטיים העומדים לרשותנו. יש המציעים מנגנונים נוספים שכדאי ליצור וחוקים שצריך לשנות – אך לטעמי, רצויה הטיה לכיוון השימוש בקיים על פני יצירת החדש. משפט הוא תחום שמרני במהותו, ויש סיבות טובות להסס לפני שינויים שקשה לצפות את טווח השפעתם. מצד שני, כפי שאראה, גם שימוש חדש במנגנונים הקיימים אינו נקי מבעיות, וגם כאשר נוקטים בפרשנות חדשה לחוק קיים – יש לכך השפעות נלוות שקשה לצפות את כולן.

דיני ההגבלים העסקיים

דנתי מעט לעיל בדיני ההגבלים, ואיני רוצה להאריך יתר על המידה בכל הפרטים והדקויות. אתיחס אם כן בהכללה למנגנונים העיקריים, תוך התנצלות על השטחיות הכרוכה בקיצור. חוק ההגבלים הקיים כולל התייחסות להסדרים כובלים, מיזוגים, ומונופולין. שלושתם מנוהלים סביב מטרה משותפת, והיא ההגנה על התחרות. כפי שהסברתי לעיל, המושג "תחרות" עמום מאוד, והמבינים בתחום משקיעים זמן ומרץ רבים בדיונים על כיצד בדיוק משפיעה התנהגות מסוימת על אותה תחרות, וגם איך אפשר לדעת זאת – קרי, מה אמורים למדוד. מכיוון שהדיונים בדרך כלל סובבים על המצב הקיים מול מצב אחר, שבהגדרתו הוא מצב היפותטי (שכן אינו קיים), קשה לדעת מה באמת יקרה אם נתיר (או נאסור) דבר מה. תיאוריות יש למכביר, ומדידות לעולם

אינן של מלוא הפרמטרים, ולכן ברי-סמכא יכולים להתווכח על השפעות אפשריות ומה בדיוק צריך להכניס למשוואה (ולהתפרנס יפה מכך). במונחים של הדיון לעיל, כללים מול סטנדרטים, מדובר במושג עמום המקנה שיקול דעת רב לאוכפי המדיניות, במקרה זה – רשות ההגבלים העסקיים.

שימוש בסמכויות הקיימות בשדה ההסדרים הכובלים יכלול מן הסתם פירוש מרחיב למושג 'התחרות בעסקים' הכלולה בס' 2 לחוק.⁹ אין דבר בחוק המגדיר את אותה תחרות בעסקים, או באלו עסקים מדובר. אמנם המסורת המשפטית שפותחה בפסיקה בארץ ובעולם היא שמדובר בשוק צר במובן שהסברתי לעיל, אך ניתן גם לשנות מגמה זו. ניתן גם להקפיד יותר ביישום הקיים כלפי קונצרנים, ולבחון היטב מתי התנהגות מסוימת במישור הקונצרני משפיעה על תחרות באחד התחומים בהם הוא פועל. דוגמת חרם הפרסום על ערוץ 10 מתאימה כאן.

אפשר גם להפעיל פיקוח במישור המיזוגים, קרי לשנות מהמדיניות הקיימת של אישור קל יחסית למיזוגים קונגלומטרים, ולבחון ביתר קפידה את הודעות המיזוג שמגישות חברות הכלולות באחת מאותן קבוצות עסקיות שמככות בכותרות. ההבדל בין יישום מסוג זה לבחינה דרך הסדרים כובלים, הוא שמיזוגים יש רק פעם בכמה זמן, והפיקוח מוגבל לאיסור על שינוי במצב הקיים. הרשות יכולה לסרב ליתן אישור למיזוג (ולחברות שמורה זכות להגיש ערר לבית הדין להגבלים עסקיים) – אך לא להפריד חברות, זולת אם דרך ההכרזה על מונופולין ופנייה לבית הדין.¹⁰ כאן מתווספת בעיה של נוסח החוק, שכן סמכות הממונה להתנגד מוגדרת בחוק כתלויה בפגיעה אפשרית בתחרות "באותו ענף". שוב, ניתן להיות קפדניים יותר ביחס להשפעות קונצרניות על אחד הענפים בהן עוסקות החברות המתמזגות, אך אם זו בלתי משמעותית – אין סמכות התערבות.

9. סעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים:

א. הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפיו אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בינו לבין אדם שאינו צד להסדר.

ב. מבלי לגרוע מכלליות האמור בסעיף קטן (א) יראו כהסדר כובל הסדר שבו הכילה נוגעת לאחד העניינים הבאים:

1. המחיר שיידרש, שיוצע או שישולם;
2. הריווח שיופק;
3. חלוקת השוק, כולו או חלקו, לפי מקום העיסוק או לפי האנשים או סוג האנשים שעמם יעסקו;
4. כמות הנכסים או השירותים שבעסק, איכותם או סוגם.

10. קיימת גם הפרדת חברות לפי סעיף 25 לחוק, בפרק המיזוגים, אך זו רלוונטית רק במקרה שחברות התמזגו ללא קבלת אישורו של הממונה (גם שם על הממונה לפנות לבית הדין). אם השאלה היא סמכות פירוק של חברה לא בשל מיזוג אסור שביצעה, אלא בשל השפעתה הקונצרנית או נזקי הריכוזיות בהם מדובר בהקשר שלנו, רק האפשרות שבפרק המונופולין רלוונטית.

ניתן להשתמש בסמכויות שבפרק המונופולין, פיקוח ישיר ואולי אף הפרדת חברות, אך לשם כך על הממונה להכריז על קיומו של מונופולין, ולהראות כי מדובר ככזה לפי ההגדרות שבסעיף 26 לחוק.¹¹ מכיוון שהמבחן הוא של נתח שוק ("יותר ממחצית מכלל אספקת נכסים"), ניתן לחזור לדיון לעיל בדבר פירוש מרחיב. גם כאן לא הוגדר מהו "שוק" וגם כאן ניתן להפוך את התקדימים ולנקוט בפירוש אחר. גם כאן מדובר בשינוי מרחיב שהשלכותיו רבות ועלולות להיות בעייתיות בשדות מאוד רחוקים משדה הריכוזיות בו אנו מתמקדים כאן.

יש המנסים להתייחס להגדרת המונופולין בדרך אחרת, של הגדרת "קבוצות ריכוז", אך זו בעייתית באותה מידה. ההגדרה הקיימת היא בס' 26(ד) לחוק, המפנה ישירות לס' 26(א) המגדיר את הריכוז הרלוונטי (נתח השוק) להגדרת מונופולין באופן כללי. התיקון המוצע לעניין קבוצות ריכוז, הצעת חוק לתיקון מס' 11, מרחיב את סמכויות הממונה – אך גם הוא חל רק אם הוכרז כמונופולין, ומחזיר אותנו להגדרה הבסיסית. לגבי כל היישומים, יש לזכור כי מדובר בשימוש מרחיב בכלים משפטיים שעד כה יושמו באופן צר. שינוי הגדרות-יסוד ישפיע לא רק על נושא הריכוזיות, אלא ייתן פתח לכל מי שהמצב הקיים אינו משביע את רצונו לטעון ששינוי הפרשנות משנה גם היישום בעניינו. מדובר גם בהרחבה משמעותית של סמכותו של הממונה וכוחה של רשות ההגבלים העסקיים. שימוש בהגדרה מרחיבה יותר הופך את המושג לעמום יותר, מה שמוותר בידי המיישם את הכוח להחליט מתי כן ומתי לא. ככל שמדובר ברשות מקצועית ואמינה, ניתן לסבור שייטב כך, אך עם הכוח בא החשש לניצולו לרעה, ובאה גם המוטיבציה להשפיע על בעל הכוח. החששות לגבי הון/שלטון בנושא זה יתעצמו עד

11. סעיף 26 לחוק ההגבלים העסקיים:

1. לעניין חוק זה יראו כמונופולין ריכוז של יותר ממחצית מכלל אספקת נכסים או מכלל רכישתם, או של יותר ממחצית מכלל מתן שירותים, או מכלל רכישתם, בידי של אדם אחד (להלן – בעל המונופולין). על קיומו של מונופולין כאמור יכריז הממונה בהודעה ברשומות; על הכרזה כאמור יחולו הוראות סעיף 43(ב) עד (ה), כאילו היתה קביעה לפי סעיף 43(א).
2. המונופולין יכול שיהיה באזור מסויים.
3. השר רשאי, לפי המלצת הממונה, לקבוע כי לגבי נכסים מסויימים או שירות מסויים, יראו כמונופולין ריכוז בשיעור נמוך ממחצית אם ראה כי למי שבדיור ריכוז כאמור יש השפעה מכרעת בשוק לגבי אותם נכסים או אותם שירותים.
4. היה הריכוז האמור בסעיף קטן (א) או שנקבע לפי סעיף קטן (ג) נתון בידי שני בני אדם או יותר שאין ביניהם תחרות או קיימת ביניהם תחרות מועטה בלבד (להלן – קבוצת ריכוז), יראו את הריכוז כמונופולין ואת קבוצת הריכוז כבעל המונופולין, אם הממונה קבע זאת לפי סעיף 43(א)(4).
5. הממונה ימסור לועדת הכלכלה של הכנסת, אחת לששה חדשים, רשימה של בעלי מונופולין.
6. בסעיף זה, "אדם" – לרבות חברה ובנותיה, בנות של חברה אחת וכן אדם וחברה שהוא שולט בה.

מאוד, וכאשר ההגדרות רחבות ועמומות – גם קשה לפקח ולהיות בטוחים שהשיקולים נותרו רק מקצועיים.

דיני החברות

גם בדיני החברות קיימים מנגנונים שניתן לעשות בהם שימוש. המקרה הקיצוני ביותר הוא בקשה מבית המשפט שיפעיל סמכותו לפרק חברה. ס' 257(5) לפקודת החברות מאפשר זאת אם בית המשפט "סבור שמן הצדק והיושר הוא שהחברה תפורק". גם כאן המושגים עמומים המקנים שיקול דעת כמעט בלתי מוגבל.

בצורה חריפה פחות, אך עדיין תקדימית ונועזת (שלא לומר נמהרת), ניתן לפרש בהרחבה את ס' 11 לחוק החברות, הקובע שחברה רשאית לשקול במסגרת "שיקולים עסקיים להשאת רווחיה" גם את "עניינו של הציבור בכללותו".¹² יישום שכזה בעייתי במיוחד בשל העובדה שהוא מכון כאן דווקא בניגוד לשיקוליה העסקיים, קרי שלא על-מנת למקסם רווחים אלא דווקא למעטם – לטובת הציבור. למצויים בדיני החברות, הרעיון עצמו עלול להיראות מופרך, אך בדיון הציבורי הקושר "חברות ציבוריות" עם "טובת הציבור", לא מן הנמנע שגם נושא זה יעלה על הפרק.¹³

ניתן לחשוב על שימוש בחובות ההתנהגות של נושאי משרה בחברה. ס' 254 לחוק החברות קובע חובת אמונים לחברה, קרי לאותה חברה בה מכהן אותו נושא משרה (מנהל, דירקטור). הוא אינו רשאי, למשל, לשקול את טובת הקבוצה העסקית השלטת בחברה על-פני טובת המיעוט המושקע בה. בהקשר הפירמידיאלי בו דנתי לעיל, זו אחת ההגנות של דיני החברות על מיעוט שמוצא עצמו בחברה הנשלטת על-ידי מי שאינטרס החברה הספציפית אינו כל מה שמנחה אותו. גם כאשר הדירקטור מונה בידי בעל שליטה, וגם כאשר הוא מכהן במקביל כדירקטור בחברה אחרת, הוא אמור

12. סעיף 11 לחוק החברות:

(א) תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין היתר, את ענייניהם של נושאי, עובדיה ואת עניינו של הציבור; כמו כן רשאית חברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון. (ב) הוראת סעיף קטן (א) לא תחול על חברה שבתקנונה נקבע כי היא הוקמה להשגת מטרות ציבוריות בלבד ואשר תקנונה אוסר חלוקת רווחים לבעלי מניותיה.

13. במקום אחר הסברתי איך קישור מושגי כזה עומד מאחרי תנועה ציבורית אחרת, המאבק נגד שכר הבכירים. יתכן שיש קשר בין הדיון הציבורי הנוכחי בדבר ריכוזיות והדיון בדבר שכר בכירים. ראו: עדי אייל, "רגולציית שכר הבכירים בישראל: פופולזם זול וערכים יקרים מאחריהם", **תאגידים** 10 (2010).

לשקול את אינטרס החברה הספציפית בה הוא מקבל החלטה באותו רגע. כאשר מדובר בקבוצות עסקיות, או "משפחות" של חברות, ברור לכל כי תיאור זה חוטא באופטימיות, והעולם המעשי מלא במקרים בהם דירקטורים פועלים לטובת מי שמינה אותם, ורואים עצמם נציגי בעל השליטה ולא נציגי החברה כולה. ככל שניתן להראות כי זה המצב, קיימת אפשרות לכל אחד מבעלי המניות לפנות לבית המשפט ולבקש להגיש תביעה נגזרת בשמה של החברה כנגד אותו נושא משרה. פרקטית, מדובר ברעיון טוב אך קשה (מאוד!) לביצוע.

כדאי גם לזכור, כי ההתנהגות הפירמידיאלית המטרידה את אלה הרוצים להילחם בריכוזיות אינה בהכרח, או אפילו לרוב, חשופה לטענה זו. דווקא המקרים בהם האינטרס של התאגיד הספציפי מתאחד עם זה של הקבוצה כולה הם המקרים הקשים מבחינה ציבורית. מה שטוב לקבוצה, טוב לפירמה חברת הקבוצה, שכן זו נשענת על כוחה של זו – ושתיהן מנוהלות באופן שעלול לפגוע בציבור מחוץ לחברה. הישענות על מנגנונים המגנים על בעלי מניות לרוב אינה רלוונטית לאלה שחוששים מכוח כלכלי גדול מדי של אותה חברה.

אז מה עושים?

התשובה לשאלה זאת אינה פשוטה בעיני. אם רוצים לפעול כנגד ריכוזיות כלכלית, צריך ראשית לדעת מהי בדיוק, ואילו היבטים שלה דורשים שינוי. המנגנונים המשפטיים הקיימים הם אלו שהביאונו למצב הקיים, וניסיון להשתמש בהם כדי לטפל במה שנראה כתוצאה בעייתית שלהם דורש שינויים מרחיקי לכת בדין הקיים או בפרשנותו. גם אם תיווצר תוצאה טובה במרחב ההשפעה המיידית של קבוצות עסקיות היוצרות ריכוזיות רב-ענפית, יהיה בכך כדי לזעזע את השיטה הנוהגת ביחס למגוון עצום של מקרים אחרים החוסים תחת אותן הגדרות משפטיות. ניתן כמובן להציע הצעות חוק חדשות במגוון אינסופי – וכל אחת תידרש לדיון מעמיק נפרד כדי לבחון את יתרונותיה וחסרונותיה.

ניסיתי להצביע על יתרונות הריכוזיות על-מנת להראות שגם שינויים ממוקדים יותר אינם בהכרח זכים מהשפעה שלילית. כאשר מתלהט הדיון הציבורי סביב בעיית הריכוזיות, חשוב להזכיר כי זו לא רק בעיה, ולעיתים יש בה גם פן חיובי. מטרת לא

הייתה לטעון שהמצב הקיים הוא המיטבי, או שהריכוזיות רצויה באופן כללי, אך מכיוון שקל ופופולארי להסכים עם כולם ולעודד את דוד כנגד גוליית, עלול להיווצר "עליהום" ציבורי המשכיח צדדים שאינם מסתדרים אם אותו קו מחשבה.

לדעתי, נקודת המבט הציבורית שתיארתי לעיל היא הגורם המוביל את הדיון בדבר גולציה רצויה, והיא זו שצריכה להישאר במרכז תשומת-הלב כאשר בוחנים דרכי יישום. פרדיגמת "המושכים בחוטים" היא המעוררת את הכעס הציבורי, והתחושה המובעת היא של איבוד אוטונומיה בשל קיומם של גורמים מעטים גדולים השולטים במגוון גדול של מעשינו הקטנים. לא מדובר בחיפוש אחר יעילות, וגם לא בקינאת עשירים גרידא. הפחד הוא מאוליגרכיה כלכלית והשפעת ההון הגדול על השלטון שאמור להיות נציג העם. ככל שפחד זה מוצדק, ראוי שנביט לא רק אל ההון הכלכלי שתמיד היה מרוכז בעיקר בידי מעטים, אלא גם (ובעיקר) אל השלטון הציבורי – שאנו בוחרים בידי מי להפקידו.

קיימים לטעמי שני כיוונים ליישום חברתי של מה שאנו לומדים מדיון זה: ראשית, עד כמה חשוב שנציגי הציבור לא יהיו מהסוג שכל כך רוצים לקבל את מה שלהון יש לתת; ושנית, שטובות ההנאה שיש בידי השלטון לתת לא יהיו מרובות כל כך שההון ירצה לרכשם. האחד הוא בכיוון של מוסר ואיכות האדם, האחר הוא כיוון של הקטנת כוחה של המדינה וסמכויותיהם של נציגיה. שני הכוונים המדוברים הם אופטימיים ביותר ורלוונטיים יותר כקריאת כיוון מאשר כהצעה ליישום, וממילא דורשים עוד הרבה זמן ומקום על-מנת לפתחם כראוי. אם דברי ישמשו רק כתזכורת לחשיבותם – דייני. ראוי לשים לב, אם כבר דנים אנו במוסר וחובות אישיות, שכאשר הטיעונים המועלים לטובת התערבות הם של המחירים הגבוהים שמשלם הציבור, והדגש הוא על הוצאה כספית, כאילו רק הנאה כלכלית אישית היא המניעה את נציגי הציבור. בעיני גישה זו חוטאת ברדידות בהתעלמה ממורכבות הנושא, ומחטיאה את הציבור בהאשמת "הפוסל-במומו פוסל". אם רק רווח כלכלי הוא המניע אותנו, מדוע רע הוא כי כך יעשו גם ראשי אותן קבוצות עסקיות? ומדוע רע הוא כי כך יעשו גם אותם נציגי ציבור המואשמים בהעדפת אינטרס אישי על לאומי? דווקא הדגש על נקודת המבט הציבורית – לא על היעילות אלא על האוטונומיה – מחזיר את הדיון להשלכותיו הערכיות – שגם אם אינן היחידות, ראויות להיות המרכזיות.

אם החברה הישראלית, כקולקטיב המקבל החלטות, באמת רוצה לשנות את המצב הקיים אפשר, ואולי רצוי, להציב שאלה גם לגבי גבולות התאגיד. כפי שהערתי לעיל, דיני התאגידים המודרניים מאפשרים חופש מוחלט לתאגידים להקים חברות-בנות, להחזיק במניות של חברות אחרות, ולגדול עד אינסוף. מותר להחליט גם אחרת – לומר שיש גבול למספר התאגידים בקבוצה עסקית או להיקף עסקותיהם. חשוב להיות ישרים עם עצמנו לגבי התוצאות המסתברות מהחלטות מסוג זה – תהייה גם פגיעה (ולפעמים משמעותית) ביעילות. מותר גם להגביל את ההון העצמי של תאגידים הפועלים בישראל ולשמור תאגידים קטנים יותר – שיהיו יעילים פחות וגם מאיימים פחות. השאלה האמיתית היא אם כחברה אנו רוצים לקחת על עצמנו את המאבק הזה, ואם אנו גם מוכנים לשלם את המחיר. כדי לדעת מה הם המחירים, צריך לבחון את כל ההיבטים הרלוונטיים, ואני מקווה שתרמתי בזה. מעבר לכך, כדי לפעול לקראת יישום, יש צורך במהלך של בחינה ממוקדת של כל מקרה לגופו, שכן כפי שהאמריקאים אומרים: *the devil is in the details*, הקושי הוא בפרטים. זו מלאכה מרובה הדורשת הרבה לימוד ותשומת לב.

המכשלה הגדולה ביותר שלנו כבני אדם בעניין זה, היא נטייתנו להאמין במה שנראה לנו נכון, ולכן לשכנע את עצמנו (ואחרים) בצדקתנו תוך התעלמות או הקטנת חלק מהתמונה. דווקא כאשר ההסכמה החברתית רחבה כל כך, חשוב להזכיר את הצד שנוח להתעלם ממנו – "הרעים". המבנים הכלכליים היוצרים את מה שאנו מכנים "ריכוזיות" נוצרו בגלל הלחץ להרוויח ובאמצעות כלי המשחק המשפטיים שכחברה, יצרנו. גם אם החברות גדולות מדי, וקיים צורך חברתי למנוע ריכוז כוח כלכלי רב מדי בידי קבוצה מצומצמת, אלה לא האנשים שאנו באים להגביל, אלא המבנים התאגידיים שנוצלו להשגת צמיחת הקבוצה העסקית. המלחמה בריכוזיות היא בעצם חשיבה מחדש על המישור התאגידי, אך גם כאן, ההשפעה רחבה הרבה יותר מאשר רק במישור הריכוזיות. סופו של דבר, הטענות כנגד צמיחתן של קבוצות עסקיות חזקות מהוות בעצם קריאה למדינה לשמור על מעמדה כמונופול על הפעלת הכוח, על היותה הגורם החזק ביותר בספרה הציבורית. כדי לשמור על מעמד זה, עליה להקטין את כוחם של מוסדות מתחרים על השפעה, כולל כוחן הכלכלי של קבוצות עסקיות גדולות. מה בדיוק המחירים של מניעת תחרות זו, ועד כמה אכן קיימת החלטה קולקטיבית שראוי לשלם מחירים כלכליים כדי לשמר אוטונומיה פרטית וחופש פוליטי – אלו שאלות כבדות משקל הדורשות דיון מעמיק יותר, ויישום מדוקדק יותר בכל מקרה לגופו. ■

44 | מצב כלכלי כחוסם מימוש ערבות בנקאית אוטונומית?

ד"ר דרורה פלפל¹

הדיון במאמר זה בא בעקבות רע"א 1221/10 א. ארנסון בע"מ נ' מע"צ – חברה לאומית לדרכים בישראל, ובנק לאומי לישראל בע"מ².

1. ההלכה, המקור המשפטי, וסימני ההיכר של הערבות האוטונומית.

ה ה ל כ ה ש נ פ ס ק ה

"במקרה דנא טוענת חב' ארנסון, כי התנהלותה של מע"צ עולה כדי "נסיבות מיוחדות" המצדיקות את עיכוב מימוש הערבויות הבנקאיות עד תום ההליכים המשפטיים בין הצדדים. כך, טוענת ארנסון, כי התנהלותה של מע"צ בקשר עם סילוק ידה מביצוע הפרויקט לוקה בחוסר תום לב ומונעת משיקולים זרים, ואולם בנסיבות הענין לא התרשמתי כי מתקיים חריג זה... לצד זאת, סבור אני כי יש מקום להורות, בנסיבות הענין, על עיכוב ביצוע הערבויות, בהתבסס על האמור בתצהירו של מנכ"ל ארנסון... כי מצבה הכלכלי של ארנסון אינו מאפשר את מימוש הערבויות בעת הזו מבלי לסכן באופן ממשי את המשך פעילות החברה."

מסקנת ביניים – לאור הלכה זו, מצב של קריסה כלכלית אינו "נסיבה מיוחדת" שהינה חריג לאוטונומיה של הערבות, ויכולה לעצור את מימושה של הערבות הבנקאית, אבל הוא נימוק טוב אחר שכן מוביל לעצירתה. במסגרת רשימה זו נבחן את הרציו לעיל.

ה מ ק ו ר ה מ ש פ ט י

הנושא שנדון בפס"ד ארנסון הוא:

האם ניתן לעכב מימוש ערבות בנקאית אוטונומית בנימוק של: "נסיבות מיוחדות"; שזה נימוק, שהוכר כאחד החריגים המאפשרים פטור ממימוש ערבות בנקאית אוטונומית.

1. השופטת ד"ר דרורה פלפל, ס/נשיאה של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו

2. ניתן ע"י השופט א' גרוניס. פורסם ב-נבו

אין מקור מפורש בדין הישראלי בו קיים המינוח של ערבות בנקאית אוטונומית.³ הפסיקה עשתה מימים ימימה אנלוגיה עם מוסד בינלאומי דומה לערבות בנקאית, שהוא האשראי הדוקומנטרי, וניסתה להתאימו "לתנאי הארץ".⁴ הבסיס העיוני למוסד הערבות הבנקאית האוטונומית הוא בהוראות סעיף 16 לחוק הערבות התשכ"ז – 1967.⁵ סעיף 16 דן בהתחייבות לשיפוי, כשאין מחלוקת שעליה להיות בכתב.⁶ כדי לבחון את מושג ההתחייבות לשיפוי, ובמיוחד את חריגיו, נתאר בקצרה את מקבילו הידוע יותר, עסקת האשראי הדוקומנטרי.

בעסקת האשראי הדוקומנטרי שלושה צדדים, שביניהם קשר משפטי משולש: ניטול לדוגמא עסקת מכר, כשכל צד נמצא במדינה אחרת. להבטחת חיובי העסקה (בד"כ תשלום התמורה) מבקש המוכר מהקונה הוצאת מכתב אשראי דוקומנטרי; הקונה פונה לבנק בארצו ומבקש שיוצא מכתב לפיו הבנק מתחייב כלפי המוכר, כי עם המצאת מסמכים הנקובים במכתב האשראי, הוא ישלם לו את מלוא התמורה בגין העסקה. פניה זו יצרה שני קשרים משפטיים, שנפרדים מעסקת היסוד שבין המוכר לקונה:

- בין הבנק לבין הקונה, שביקש ממנו הוצאת מכתב האשראי לטובת המוכר.
- בין הבנק לבין המוכר, שזכאי לקבל מהבנק את הסכום הנקוב במכתב האשראי, עם פניה ודרישה, והצגת מסמוך שמתואר במכתב האשראי.

לאחר התשלום למוכר⁷, – פונה הבנק בתביעת שיפוי לקונה. במקרה מעין זה האשראי הדוקומנטרי הוא תשלום בגין עיסקה שנעשתה. במתכונת זו הוא הומצא, למעשה, במאה ה-19, ומכונה COMMERCIAL LETTER OF CREDIT. נוסף להיות האשראי אמצעי תשלום הוא התפתח גם כמכשיר ליצירת ערבויות של בנקים, שכונו בשם

3. ר' בן-אוליאל "דיני בנקאות (חלק כללי)", המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים, 1996, עמ. 482 ואילך.

4. רע"א 1821/98 ניקו בדים בע"מ נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד נג(1) 773; בן אוליאל, דיני בנקאות, חלק כללי, 1996, בעמ. 482; ששון, יפרח, שנקר, אשראים דוקומנטריים, מהד. 2 1996 עמ. 66-60.

5. ע"א 300,255/89 פ'רדו ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד מו(5)641,650. ר' בן-אוליאל, "דיני בנקאות: ערבות לטובת תאגיד בנקאי ומשכון של נכסים נדים וניירות ערך, הוצאה לאור של לשכת עוה"ד, 2002, 6 ואילך.

6. ר' פלאטו-שנער "דיני בנקאות חובת האמון הבנקאית" הוצאה לאור של לשכת עוה"ד 2010 סעיף 6.7 והסקירה שם.

7. סקירה מפורטת על הערבות הבנקאית האוטונומית והאשראי הדוקומנטרי ר' רע"א 1821/98 ניקו בדים בע"מ נ' ביק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד נג(1) 773; ע"א 3130/99. חברה שובל הנדסה ובנין (1988) נ' י.ש.מ.ב קבלנית לבנין בע"מ, בנק דיסקונט לישראל בע"מ ואח, פ"ד נח(3) 118.

STANDING LETTER OF CREDIT⁸. ההתפתחות האחרונה מתאימה, מבחינת תוכנה,

להוראות הסעיף 16 לחוק הערבות התשכ"ז – 1967 שקובע:

**"התחייבות של אדם לשפות נושה בשל אי קיום חיובו של חייב כלפי
הנושה כשהתחייבות אינה בבחינת ערבות, יחולו עליה סעיפים
3,9,11,12 בשינויים המחוייבים לפי הענין".**

סעיף 3 – עניינו דרך יצירת הערבות.

סעיף 9 – עניינו זכות החזרה מהערבות.

סעיף 11 – עניינו היעדר הגנה.

סעיף 12 – עניינו אפשרות החזרה לחייב ולנושה לגבי שעבודים לאחר הפרעון.

סעיף 16 אינו ערבות קלאסית, וספק אם הוא בכלל ערבות⁹. הוא יחול כ"ברירת מחדל",
מבחינת סיווגו, כלומר אם אין המדובר בערבות כהגדרתה בחוק, קרי: טפלה לחיוב
העיקרי ונהנית מהגנותיה והגנותיו. או אז במידה וקיימת התחייבות כמתואר בסעיף
16 – זו התחייבות לשיפוי. מהי התחייבות לשיפוי?

"סימנים" לערבות הבנקאית האוטונומית

ההתחייבות לשיפוי היא אחד המינוחים לתיאור ערבות בנקאית אוטונומית. זו הוגדרה
בפסיקה כך:

**"הערבות הבנקאית האוטונומית הינה התחייבות של בנק-ערב לכבד
דרישה של מוטב הערבות לשלם לו סכום כסף בהתקיים תנאי הערבות.
תוכנה של התחייבות כאמור מנותק בדרך כלל במידה זו או אחרת
מהחייב העיקרי שבין יוזם מתן הערבות לבין המוטב. יוזם הערבות
– הוא לקוח הבנק, המבקש מהבנק ליתן את הערבות, מתחייב מצידו
לשפות את הבנק עבור מתן הערבות ותשלומה. הסדר זה מערב שלושה
צדדים: הלקוח, הבנק-הערב, והמוטב. צדדים אלה קשורים ביניהם
במספר קשרים חוזיים: חוזה היסוד בין הלקוח לבין המוטב; חוזה בין
הבנק-הערב והלקוח, בו מתחייב הלקוח לשפות את הבנק במקרה
שיידרש לשלם את סכום הערבות; ואחרון – הערבות הבנקאית עצמה,**

8. ר' סקירה אצל מ מאוטנר: עסקת היסוד ומכתב האשראי : תרמית וביטול החוזה בדרך של התנהגות, עיוני משפט

יא(1) התשמ"ו 501,505

9. על ההתחבטויות ר' בר קהן, "ערבות בנקאית: החריגים לעקרון העצמאות, הפרקליט נ' תש"ע 403, 404

המהווה חוזה בין הבנק-הערב לבין המוטב, בו מתחייב הראשון לממש את הערבות בהתקיים תנאי ערבות מסוימים שהוסכם עליהם¹⁰.

"מאפיינה" של התחייבות לשיפוי זה – או ערבות מסוג זה – הוא היותה חיוב עצמאי, שאינו תלוי בחיובי הצדדים בעיסקה המקורית.¹¹ כמעט "חסין" הגנות לסוגן השונה (למעט חריגי: מרמה חמורה ונסיבות מיוחדות, עליהם אעמוד להלן). הקשר המשפטי לעיל, הזכיר לבתי המשפט, ובצדק, את חיובי האשראי הדוקומנטרי, ולכן ראו בסעיף 16 את ביטוי של הערבות האוטונומית, שמייצגה העיקרי הוא הערבות הבנקאית האוטונומית¹².

האפיון של הערבות הבנקאית האוטונומית הוא בשניים:

- היותה עצמאית ובלתי תלויה בעסקת היסוד.
- דרישת המימוש צריכה להיות בהתאמה מלאה לנוסח כתב הערבות.
- מכאן, שהחיובים הנגזרים ממנה, כעקרון, אינם תלויים בעסקת היסוד.

הנושה, יכול להסתמך עליה בלבד, לצורך קבלת כסף, ללא התייחסות לעסקת היסוד, ולהביא לחילוטה, עפ"י ההוראות הנקובות בה, דבר שמכונה בפסיקה דרישת ההתאמה המלאה.¹³

"הערבות הבנקאית הינה עצמאית ובלתי תלויה במערכת היחסים שבין הנושה לחייב. אחת מהתכליות של כתב הערבות... היא "לבודד" את תביעת הנערב כלפי הערב מכל מיני השגות שהחייב העיקרי עשוי להשיג על תביעת הנערב כלפיו... האוטונומיה של הערבות, המתבטאת בהתחייבות הערב לשלם לפי דרישה ראשונה של הנערב, בלי שהלה יצטרך לבסס את דרישתו אינה נפגעת על ידי ציון העילה למתן הערבות בכתב הערבות"¹⁴.

10. ע"א 3130/99 שובל הנודה ובנין (1988) נ' י.ש.מ.פ. חברה קבלנית לבנין בע"מ ואח', פ"ד נח(3) 118.

11. בר"ע 46/71 מדינת ישראל נ' החברה הא"י לקירור ואספקה בע"מ, פ"ד כה(1) 529, 531; ג' טדסקי, על ההתחייבות לשיפוי וסביבתה, משפטים (כתשנ"א) 337, 342; ע"א 241/64 זיברט נ' ב.ל.ל פ"ד יח(3) 609, 613; ע"א 732/86 ארנס נ' בית אל זכרון יעקב, פ"ד לח(2) 642, 661; ד.1. 4/82 קוט נ' קוט, פ"ד לח(3) 197, 213; גינוסר, חוק הערבות תשכ"ז – 1967 תשמ"ד, 1984 עמ. 68.

12. ע"א 732/80 ארנסט נ' בית אל, פ"ד לח(2) 645.

13. ע"א 241/64 זיברט נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פ"ד יח(3) 609; ע"א 264/69 הית לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועל המזרחי בע"מ, פ"ד כג(2) 282; ע"א 7168/03 חבר נ' עו"ד צוריאל לביא בתוקף תפקידו כנאמן של נגה אלקטרוניקה בע"מ.

14. על התנהלות שונה לגבי האוטונומיה של הערבות כמו במקרה של ניהול קונצרן ע"י אותם אנשים, (חייב ומוטב באותו קונצרן) ר' ו' אלשיך ג. אורבן, "הקפאת הליכים הלכה למעשה, ההוצאה לאור של לשכת עוה"ד 2005, בעמ. 290.

מה יכול למנוע את חילוט הערבות?

"ייתכנו חריגים, וזאת במקרים נדירים שבהם התנהגות הנערב היתה חמורה במיוחד, וכלל זה אינו מוגבל רק למקרי מרמה זיוף. בהתקיים נסיבות מיוחדות יכול בית המשפט להורות על עיכוב מימוש הערבות".¹⁵

מסקנת ביניים – ככלל, בהתמלא דרישות הערבות הבנקאית האוטונומית, הבנק ישלמה למוטב כנקוב בדרישה, וללא קשר לעסקת היסוד. חריגים למימוש הם:

- מרמה, (כשמושג זה כולל גם זיוף מסמכים, שזו בעצם פעולת מרמה במסמכים)¹⁶;
- נסיבות מיוחדות¹⁷, כשהתנהגות חמורה של נערב הינה תיאור פרטני של אחד המקרים שניתן לכוללם במסגרתה.

אין די במחלוקת חוזית כדי להפעיל חריגים אלה¹⁸. ההפעלה תיעשה במשורה¹⁹, ושימוש בחריגים ייעשה לעיתים נדירות בהיות התנהגות הנערב חמורה במיוחד²⁰. בית המשפט יצר מינוח חדש של "נסיבות הענין" כפוטר חילוט ערבות בנקאית אוטונומית. נבחן מינוח זה כשלעצמו, וכן נבחן האם חריג "הנסיבות המיוחדות" יכול לכלול בחובו נימוק מעין זה של אפשרות קריסה כלכלית כנותן פטור לחילוט הערבות האוטונומית.

2. קריסה כלכלית כמאפשרת פטור מחילוט ערבות בנקאית אוטונומית?

"נסיבות מיוחדות" היא טענת "פטור" שאין עניינה תרמית²¹; המדובר בחלופה שונה קלה יותר, שיכולה מצד אחד לעקוף את האלמנטים הנחוצים לתרמית, ומצד שני אולי

15. רע"א 4256/93 שיכון עובדים בע"מ נ' ארז תעשיות בנייה בע"מ ובנק לאומי לישראל בע"מ פ"ד מח(1) 450; ע"א 3130/99 שובל הנדסה ובנין ואח' נ. י.ש.מ.פ. חברה קבלנית לבנין בע"מ ואח, לעיל.

16. ע"א 508/89 טפחות נ' דובובי-אלמוג, פ"ד מה(3) 68; רע"א 4256/93 שיכון עובדים בע"מ נ' ארז, תעשיות בנייה בע"מ, פ"ד מח(1) 450, 455; מ' מאוטנר, עסקת היסוד ומכתב האשראי: תרמית וביטול החוזה בדרך של התנהגות, עיוני משפט, 1986, י"א(3) 501;

17. רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית נ' תשורה ייזום, פ"ד נה(2) 452, 453; רע"א 1228/01 מלון הודים המלח בע"מ נ' שגב תאילנד בע"מ תק-על 2001 (2) 356; ע"א 5717/91 מליבו ישראל בע"מ נ' אז דז טרום (1973) בע"מ ואח', פ"ד נ(2) 698.

18. ע"א 4033/07 עו"ד רות נחמד נ' עו"ד ראובן בן ארי ואח', תק-על 2008(4) 1804.

19. ע"א 11123/03 ט.ש.ת. חברה קבלנית לבנין בע"מ נ' מדינת ישראל-משרד הבינוי והשיכון תק-על 2005 (4) 403. ר' גם, ר' בר-קנהן, "ערבות בנקאית: החריגים לעקרון העצמאות, הפרקליט נ' תש"ע עמ. 403.

20. רע"א 332/10 ש. אנפה בע"מ נק אם דבליון זנדר פסילטי אנג'יניירינג ישראל ואח'. רע"א 9389/06 מערכות דביים מתקדמות בע"מ נ' אפ.טי. אס-פורמולה טלקום סולושנס בע"מ, פורסם בנבו.

21. בגדר מקרה זה גם לא ייכלל המקרה של קיום מחלוקת חוזית בין הצדדים לעסקת היסוד. בר"ע 239/80 יוטבין מהנוטים וקבלנים בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד לה(2) 335, 336; ע"א 590/74 חירם נ' פיתוח מקורות מים, פ"ד נט(2) 141.

לפתח מקרים נוספים לחריג. החריג נזכר לראשונה בפס"ד איליט בצורה ערטילאית זו, ולמעשה הותיר שיקול דעת נרחב לבית המשפט כיצד לפרשו; ודוק: אין מחלוקת כי הפירוש והיישום צריכים להיות מצומצמים.

1. עובדות מקרה ארנסון בע"מ:

ארנסון ומע"צ התקשרו בחוזה לפיו התחייבה ארנסון לבצע בעבור מע"צ עבודות סלילה והרחבה של דרכים. במסגרת החוזה מסרה ארנסון למע"צ ארבע ערבויות בנקאיות אוטונומיות בסכום כולל של כ- 13 מליון ₪.

בין הצדדים התעוררו מחלוקות בקשר לליקויים שונים שלטענת מע"צ התגלו בביצוע. לכן דרשה מע"צ ביום 28.1.2010 לחלט את הערבויות הבנקאיות, והודיעה ב-2.2.2010 לארנסון שהיא שוקלת להסתלק מהפרויקט בכפוף לשמיעת עמדת ארנסון. כן הודיעה על כוונתה להגיש כנגד ארנסון תביעה בגין ליקויים בגובה של כ-22 מליון ש"ח. תביעה זו הוגשה ביום 10.2.2010. ביום 3.2.2010 הגישה ארנסון בקשה למתן צו מניעה זמני לעיכוב מימוש הערבויות וביהמ"ש המחוזי דחה את הבקשה.

על כך נסובה בקשת רשות הערעור בבית המשפט העליון. בית המשפט העליון, כאמור לעיל, קבל את הערר, והעניק לארנסון צו מניעה זמני, שאסר על מימוש הערבויות הבנקאיות האוטונומיות.

2. קביעת בית המשפט העליון

בית המשפט מצטט בהסכמה את הפסיקה הקיימת²², כי ערבויות בנקאיות אוטונומיות יעוכבו: "רק במקרים חריגים" של מרמה ונסיבות מיוחדות²³. והוא מגיע למסקנה, שחריגים אלה – אינם ישימים לעניננו, א ב ל:

"ומבלי שיש בכך קביעה עקרונית באשר לחריגים לעקרון העצמאות, סבור אני כי יש הצדקה לעיכוב המימוש...אמירה מפורשת בדבר

22. רע"א 4256/93 שיכון עובדים בע"מ נ' ארז תעשיות בניה בע"מ, פ"ד מח(1) 450; ר' גם עמדת א' גרוניס ב- רע"א 1084/04 פיריון חברה להשקעות פיתוח ובנין בע"מ נ' לוקי בניה ופיתוח בע"מ, בנק לאומלישראל בע"מ, פ"ד מח(5) 535 שם חוזר בית המשפט על פסיקתו בעבר ומדגיש כי: "על בית המשפט לשקול את הצורך להגן על מוסד הערבות, ומנגד לו - את הצורך למנוע מימו ערבויות בידי מוטב הנגוע במרמה או בחוסר תום לב ואי הגיונות בולטים... קיומה של מחלוקת חוזית אינו תנאי מספיק כדי לחסות בצילו של חריג הנסיבות המיוחדות... כוחה ומעמדה של הערבות הבנקאית האוטונומית ייפגעו באופן ניכר, אם די יהיה בהעלאת טענות רגילות הנוגעות לעסקת היסוד, אף אם נתמכות הן בראיות לכאורה, בכדי להביא למתן סעד זמני שימנע את מימוש הערבות..."

23. רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית לבנין (1998) בע"מ נ' תשורה ייזום ובנין בע"מ (בניהול מיוחד) פ"ד (2) 447.

מצבו הכלכלי הקשה של גוף עיסקי אשר ניתנה על ידי המנהל הכלכלי בגדר תצהיר, הינה אמירה אשר ראוי לייחס לה משקל... היא תרתיע אחרים מלעשות איתו עסקים ועלולה להביא לנקיטת צעדים כלכליים ומשפטיים נגדו... לכן... צריכה לזכות לאוזן קשבת".

בית המשפט מציין כי המנהל לא נחקר על תצהירו, וגם לא הובאה כל ראיה סותרת; גישת מע"צ היתה כי מהלכים מעין אלה אינם רלבנטיים לאור ההלכות הקיימות בדבר האוטונומיה של הערבות וחריגיה. במילים אחרות: הנובע מהחלטת ביהמ"ש העליון הוא כי קשיים כלכליים אינם כמובן חריג של מרמה, אינם חריג של נסיבות מיוחדות, לא הוכח היעדר תום לב אבל בכל זאת הם בסיס לפטור. האם נוצר לנו מימד נוסף (לא חריג) של נסיבות הענין?

3. מה היו נסיבות הענין?

ניתן תצהיר של מנכ"ל ארנסון שגרס כי מצבה הכלכלי של ארנסון אינו מאפשר מימוש הערבויות כעת מבלי לסכן באופן ממשי את המשך פעילות החברה. כאמור לעיל, מע"צ, לא ביקשה לחקור את המנכ"ל על תצהירו, לאור ההלכות הקיימות, בדבר החריגים שיכולים להוות בסיס לעיכוב חילוט הערבות הבנקאית האוטונומית.

בית המשפט העליון סבר אחרת, ונתן מספר טעמים לאי חילוט הערבות:

- אמירה של היעדר יכולת כלכלית עלולה להיות בעלת השלכות קשות מבחינת הגוף העסקי בכך שהיא תרתיע אחרים מלעשות איתו עסקים.
- היא עלולה להביא לנקיטת צעדים כלכליים ומשפטיים נגדו.
- מצב כלכלי עשוי להשתנות בין לחיוב ובין לשלילה והדבר לא מונע פניה נוספת לבית המשפט בבקשה לבטל את צו המניעה הזמני.

מה ניתן ללמוד מטעמים אלה?

בית המשפט יצא מנקודת ההנחה כי האמור בתצהיר אודות המצב הכלכלי הקשה-, הוא נכון. נראה כי מידת הרחמים היא שעמדה לנגד עיניו של בית המשפט, בהחלטתו לעיל, במובן של לחוס על גוף עסקי, שמא אכן יקרוס, לחוס על המתפרנסים ממנו ומסביבתו הקרובה, ולמנוע צעדים משפטיים, שאולי יתייתרו במידה והקהילה העסקית-משפטית, לא תחשוש מקריסה עקב חילוט הערבות הבנקאית, ובכך יתאפשר

לו עוד חמצן לעיסוקיו בנוסף, מה שעמד לנגד עיני בית המשפט הוא כי במידה והמצב ישתנה – עדיין פתוחה הדרך לבית המשפט לעניין מתן צווים.

אשר לשני הנימוקים הראשונים –

מנכ"ל חברה צריך להיות אמיץ או מיואש כדי להצהיר שמצבו לפני אפשרות קריסה כלכלית, במידה וערבות בנקאית תמומש נגדו בזמן הקרוב. מטבע הדברים גופים כלכליים – עסקים ערניים לדיונים בבית המשפט והצהרה מעין זו, בוודאי לא תיעלם מעיניהם.

• האם כתוצאה מכך הם יעבו את יחסיהם עם הקורס הפוטנציאלי?

• האם כתוצאה מכך בנקים יתנו לו אשראי?

• האם כתוצאה מכך יתקשרו עמו בעסקאות חדשות?

נראה כי התשובה לכל השאלות לעיל, היא שלילית (אלא אם כן הגוף יעמיד עצמו מרצונו לתוכנית הבראה כזו או אחרת).

אז מה הועילה ההצהרה האוטנטית והרצינית, מבחינת נימוקי בית המשפט? רוב אנשי העסקים זהירים, והצהרה מעין זו עלולה לגרור בעקבותיה בדיוק את התוצאה ממנה גם המצהיר חושש, וגם בית המשפט לקח בחשבון.

אשר לנימוק השני –

אין זה בטוח שלא יינקטו נגדו הליכים משפטיים כתוצאה מהצהרה זו. בנקים יכולים להעמיד מיידית אשראי לפרעון או להעמידו לפרעון תוך זמן קצר מאד; ודרישה לתשלום שלא תיענה, עלולה לגרור הגשת תביעות מצידם. ספקים עלולים לשנות תנאי תשלום ו/או אשראי ולדרוש תשלום במזומן, דבר שעלול להכביד, אם לא לשתק עסקאות ועסקים. גם צד לחוזה יכול להקדים פניותיו לבית המשפט בבקשה לחילוט הערבות הבנקאית האוטונומית, בתקווה שאחת מפניותיו, – תיענה. (ע"כ ר' להלן).

אשר לנימוק השלישי –

בחלק ניכר מהערבות הבנקאיות האוטונומיות יש הגבלת זמן. המועד האחרון למימוש נקוב בכתב הערבות – והבנקאי לא יכבד כל פניה או בקשה לאחר מועד זה. בסיטואציה מעין זו, היה והמצב הכלכלי יחמיר, אין עוד כל נפקות לפניה לבית המשפט, באשר לא יהיה מה לממש. היה והערבות אינה מוגבלת בזמן, האם אפשר

להסיק מפסה"ד של בית המשפט כי במקרה של קריסה כלכלית "מתמשכת", אזי פניה נוספת לבית המשפט תיענה ולא יינתן צו מניעה כנגד חילוט הערבות? אם זה המצב – האם פרשנות מעין זו לא תהווה תמריץ לצד לחוזה שצופה הפרתו ע"י הצד שכנגד או שזה כבר הפר את החוזה הפרה לא "מזיקה" ביחסים שבין הצדדים, שיקדים להגיש את בקשתו לחילוט הערבות, כדי שיוכל, במידה ובקשתו הראשונה תושב בשלילה, לפנות שוב לבית המשפט לאחר מועד קצר כדי שהפעם ייענה בחיוב והערבות תחולט? הדבר יביא לריבוי התדיינויות, במקום לצמצמן.

אם זו התשובה – מה ההבדל בין קריסה כלכלית אפשרית לבין קריסה כלכלית מתמשכת? האם הרצון לאפשר לגוף עסקי להשתקם, אמור להיות על חשבון זכויות כלכליות של הצד שכנגד, שכנגדו הופרו חיובים עפ"י החוזה, ואילו הוא קיים את החוזה?

אם זה המצב – ומצבה האוטונומי של הערבות מתערער, ספק אם יהיו אנשי עסקים שיהיו מוכנים לקבל ערבות בנקאית אוטונומית כבטוחה למילוי חיובים של צד לחוזה, ולא יעדיפו במקומה כסף מזומן. הדבר עלול לייקר עסקאות, ולמעשה לתמוך רק בעסקים גדולים במיוחד.

ונושא אחרון – הפילוסופיה של הגמול

ערבויות בנקאיות אוטונומיות מוגשות לחילוט בדר"כ בסמוך למועד הנקוב בכתב הערבות. אחד הטעמים האפשריים הם שצד לעסקת היסוד איפשר לחייב למלא חיוביו, – וזה לא הסתייע מסיבות שונות. והנה – הצד המקיים לוקה שלוש פעמים:

- פעם ראשונה – למרות שהוא מקיים את עסקת היסוד החיובים כלפיו מופרים.
- פעם שניה – למרות שהוא הצד ה-"תם" והמקיים בית המשפט מתחשב דווקא בצד המפר ובמצבו הכלכלי, ולא במצבו הכלכלי שלו, שיכול להיפגע וכשלמטרה זו בדיוק הוא ביקש וקיבל ערבות בנקאית אוטונומית.
- פעם שלישית – לאור עיכוב החילוט, הצד המקיים יצטרך לפתוח בהליכים משפטיים לפי עסקת היסוד, שיכולים להימשך זמן ממושך יותר ממשך הזמן

הנחוץ לחילוט ערבות בנקאית אוטונומית וקבלת התמורה בגינה. ייתכן גם שבמהלכם יתגלו נושאים אחרים, עמם יצטרך "להתחלק" בפירות עמלו.

מסקנתנו היא –

אני ערה לכך שבית המשפט קבע כי החלטתו זו אינה באה לאמור מאומה לגבי החריגים הקיימים לעצמאותה של הערבות הבנקאית האוטונומית, וכן כי חריגים אלה (שמצב קריסה כלכלית אינו נמנה עליהם) צריכים להיות מופעלים בצמצום. אבל, המבחן הוא מבחן התוצאה – ומבלי שהנימוק ישמש חריג, הוא בכל אופן כן שימש חריג ועל כל פנים איפשר מתן פטור למימוש הערבות הבנקאית האוטונומית, ולכן יש משמעות משפטית.

שאלה היא – האם במקרה ונסיבות המקרה לעיל יחזרו על עצמם, יש להפעיל חריג נוסף מעין זה?

המדיניות המשפטית-כלכלית צריכה להשיב לכך בשלילה. שימוש בנימוק מעין זה, עלול לגרום נזק כלכלי עודף ויתר משפטיזציה, דברים שאותם בית המשפט למעשה רצה למנוע. מהותה של הערבות הבנקאית האוטונומית הוא מתן בטוחה אמינה ויציבה בחיי המסחר לצד שמקבל אותה. הרחבת החריגים הקיימים, – ממוטטת יציבות זו ועלולה לפגוע בשטף חיי המסחר, שיחפשו להם פתרונות אחרים: כמו אמינות יתר כלכלית של לקוח, או מקור בטחון אחר שיכול להיות גם יקר יותר, ולא בהישג ידו של מתקשר ממוצע.

אפשרות לפתרון מוסכם יכולה להיות, שבכתב הערבות הבנקאית האוטונומית ייכתב, בהסכמת כל הצדדים, כי היא תשולם בכל מקרה לרבות אם תיטען טענה של קריסה כלכלית אפשרית ברמה כזו או אחרת.

שאלה נוספת שיכולה לעלות בעקבות הפסיקה לעיל היא – האם נימוק של אפשרות קריסה כלכלית או גרימה להתמוטטות כלכלית יכול להיות מוסט כחלק מחרגית "הנסיבות המיוחדות"?

3. מהן "נסיבות מיוחדות"

מאחר והמינוח לא הוגדר והושאר עמום, ניסו בתי המשפט לצקת תוכן למשמעות של: "נסיבות מיוחדות"²⁴.

נסיבות מיוחדות הוכרו במקרים הבאים:

- בין תרמית לחוסר יושר.
- "כשהמוטב דורש מימוש ערבויות ביצוע שניתנו בהקשר לעיסקת יסוד מקום שאישר בכתב לצד האחר את דבר סיום ביצוע העבודות, או כאשר דורש הוא את מימוש הערבויות כאשר חוסר תקפותה של עיסקת היסוד אינו מוטל בספק"²⁵.
- דרישה לחילוט ערבות שלא למטרה שניתנה.

לענין זה, בית המשפט העצים את תום הלב על דיני הערבות²⁶. בית המשפט המחוזי קרא את התצהירים ואת כתבי הטענות מהם עלה כי גביית הערבות הבנקאית האוטונומית, משמעה בעצם גביית כספים על חשבון נזקים שלא הוכחו; מאחר והפרשנות הנכונה של כתבי הערבות, לעמדת בית המשפט היתה שלא עולה מהמסמכים שהוסכם על שימוש בערבות לשם כך, לכן התקיימו נסיבות מיוחדות המצדיקות את הוצאת צו המניעה שהתבקש.

במילים אחרות – גם עמידה על זכות מימוש הערבות הבנקאית צריכה להיות בתום לב. במאמר מוסגר יצוין, כי כדי להגיע למסקנה זו בית המשפט היה צריך להשוות את עסקת היסוד לכתב הערבות הבנקאית האוטונומית, דבר שמתעלם מאחד המאפיינים של ערבות בנקאית אוטונומית, קרי: שהיא תשולם עם דרישה, וכנקוב בדרישה ולא להידרש לטיעוני הצדדים לגבי עסקת היסוד, תנאיה והשפעתה על הערבות הבנקאית ומימושה.

24. החריג נזכר בפסיקת ביהמ"ש העליון רע"א 22/87 פיתוח כוכב יאיר אגודה שיתופית בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, פ"ד מא(4) 430; וכן ר' רע"א 4256/93 הע"ש 7 לעיל.

25. ע"א 3130/99 לעיל. ר' בר-קהן, "ערבות" שירן הוצאה לאור 2006 בעמ. 106 שם נאמר שבמידה וקיים אישור על ביצוע, הבנק מופטר מתשלום הערבות הבנקאית האוטונומית. השופט א' רובינשטיין ב-רע"א 9123/05 אדמוב פרוייקטים (89) בע"מ (בפירוק מרצון) נ' א. אדמוב בע"מ ואח' מתייחס לנקודה זו בצריך עיון ומדגיש כי אם יש הפטר ברור של החייב

הבנק לא יבדוק את עסקת היסוד, או במלים אחרות – הבנק לא ישלם. נעיר כי בצורה כזו מועברת למעשה האחריות לבנק – השופט הזמני – לבחון את הראיות שיוצגו לו, משקלן, והאוטנטיות שלהן לפני שהוא מחליט אם לשלם אם לאו ערבות בנקאית אוטונומית.

26. ת"א(ת"א) אחים רחמני בע"מ נ' אלבריצ'י, תקדים מחוזי כרך ו(39) תשנ"ג-תשנ"ד 880.

- קריסה כלכלית.

במקרה נוסף בעבר²⁷, נטענה טענה של פגיעה חמורה במצב כלכלי: העובדות היו, שבנק נתן הלוואה לחברה לצורך רכישת אוטובוסים; האוטובוסים שועדו כבטחון לאותה הלוואה באג"ח. משלא שולמה ההלוואה מונה כונס נכסים שרצה למכור את האוטובוסים. התובעת טענה כי כתוצאה מחיובי ריבית לא נכונים היא לא חייבת לבנק כספים, אלא הבנק חייב לה. ביהמ"ש המחוזי (השופט דורנר) השוותה את אגרת החוב לערבות בנקאית אוטונומית וסברה כי יש ממש בטענה בדבר גובה החוב, ולכן:

"מכירת האוטובוסים...הינה למעשה חיסול העסק של המשיבה מס.
1 זהו צעד דרסטי, ולא נראה כי יש הצדקה לנקיטתו בנסיבות הענין,
כאשר למשיבה יש טענות כנגדו, שייתכן שיתבררו בתיק העיקרי".

כובד המשקל של ההחלטה נסמך על כך שמדובר בסעד ביניים זמני, כשטענות הצד אודות גובה החוב יכולות להתברר בהליך המרכזי ולא בשלב הביניים. ונעיר, כי אם בית המשפט השווה את האג"ח לערבות הבנקאית האוטונומית, שומא היה עליו, שלא לבדוק את פרטי עסקת היסוד, אלא להתיחס לערבות בלבד, לאור עקרון הפרדה המוחלט שבין השניים. גישה מעין זו, לא אומצה בפסיקת בית המשפט העליון.

- נקמנות.

נקמנות בהגשת הבקשה לחילוט הערבות ג"כ הוכרה בנסיבה מיוחדת²⁸. תוך שבית המשפט מציין שיש לשמור על משקלה המיוחד בשוק של הערבות האוטונומית כך שעיקוב מימושה יהיה חריג לכלל. בפס"ד מאוחר יותר²⁹ ניסח השופט ריבלין את משמעות הנסיבות המיוחדות כך:

"להצביע על התנהגות חמורה או שרירותית מצד הנערב בבואו לדרוש את חילוט הערבות... או התנהגות המונעת בעליל משיקולים זרים הפעלת לחץ או נקמנות".

שילוב של: היעדר תום לב בהגשת הבקשה לחילוט הערבות הבנקאית האוטונומית בצירוף לאפשרות התמוטטות כלכלית מוחלטת, גרמו לכך שבית המשפט העליון החזיר את הדיון לבית המשפט המחוזי, כדי לדון בטיעונים אלה³⁰.

27. ת"א(י-0) 844/89 בנק הפועלים נ' מ. כובשי בע"מ תקדין מחוזי, כרך 90(1), תש"נ/תשנ"א עמ. 116, 122.

28. רע"א 22/87 פיתוח כוכב יאיר אגודה שיתופית בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, פ"ד מא(4) 430.

29. רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית לבנין (1988) בע"מ נ' תשורה ייזום ובנין בע"מ.

30. רע"א 1228/01 מלון הוד ים המלח בע"מ נ' שגב תאילנד בע"מ.

-היעדר תום לב³¹

במקרה בו התבקש מימוש ערבות בנקאית אוטונומית כ-9 חודשים לאחר קרות האירוע שאיפשר את חילוטה, גרס ביהמ"ש כי המדובר בפעולת שהינה חסרת תום לב, וכי הדבר מדבר בעד עצמו; אשר על כן הנושא ידון במסגרת שמיעת הראיות הכללית במשפט, והערבות הבנקאית האוטונומית לא תחולט³².

מה לא הוכר כנסיבה מיוחדת?

• נזק העולה על גובה הערבות.

כשנטענה טענה כי נגרמו למבקשת נזקים העולים על גובה הערבות-, לא ראה בכך ביהמ"ש העליון נימוק שיכול למנוע חילוט הערבות הבנקאית האוטונומית³³.

• סיכול חוזה.

סיכול חוזה – ג"כ לא היווה בסיס להוצאת צו מניעה כנגד מימוש ערבות בנקאית אוטונומית³⁴.

• ערבות לעסקת יסוד לא חוקית

הדעות בנושא חלוקות.³⁵ יש המדגישים את יסוד ההפרדה שבין עסקת היסוד לבין הערבות הבנקאית האוטונומית, ויש המדגישים את נושא אי החוקיות, שאמור להשליך על כל מה שנובע ממנו. טעם נוסף שניתן לטוען לחיזוק ההפרדה שבין עסקת היסוד לבין הערבות הבנקאית האוטונומית הוא עקרון המניעות. מי שהיה צד לעסקה לא חוקית, מנוע מלטעון אי חוקיות כלפי הבנק האמור לשלם, שאינו צד לעסקת היסוד.

31. רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית לבנין (1988) בע"מ נ' תשורה ייזום ובנין בע"מ, פ"ד נה(2) 447,

453-452; רע"א 4256/93 שיכון עובדים בע"מ נ' ארז תעשיות בנייה בע"מ, פ"ד מח(1) 450.

32. ת"א(ת"א) 72552/99 מיצר לפיתוח נ' בנק הפועלים ואח'. לא פורסם. הרחבה נוספת מציע ר' בר-קנה בספרו ערבות (הוצאת שירז, 2006) בעמ. 111, האומרת, שאם ברור שהחייב הופטר, גם הערבות האוטונומית לא קיימת, באשר עקרון ההחזר-, לא קיים.

33. שם. אבל ב-רע"א 3779/04 א. ארנסון נ' חשוב חיפויי שוש וגרניט בע"מ, בנק הפועלים בע"מ, קבע השופט א' גרוניס כי אומנם דרישת חילוט הערבות היתה מאוחרת, דבר שיכול להעיד על היעדר תום לב, אבל לא במידה מספקת להיענות לצו מניעה, אבל לכן מצטרפת תמיהה מדוע לא סתר מר ארנסון בתצהיר טענה עובדתית שהועלתה בפניו. ולכן בנסיבות בו היו תלויות ועומדות תביעות כספיות הדדיות בפני ביהמ"ש - לא תוחזר הערבות הבנקאית אבל תוארך עד סיום ההליכים.

34. ת"א(ת"א) פילובסקי נ' לנדקו רובינושטיין, פ"מ(תשמ"ח) 1(1) 474.

35. דנ"א 4465/98 טבעול (1993) בע"מ נ' שף הים (1994) בע"מ, פ"ד נו(1) 56; פש"ר(ת"א) 1357/03 כונסת הנכסים של חברת מיאב נ' עיריית תל אביב, פדאר 40(20) 29.

הוא יוכל להעלות טיעון זה במשפט שיתנהל, אם יתנהל, מול הצד שכנגד לעסקת היסוד. במקרה מעין זה לאור סעיף 30 לחוק החוזים (חלק כללי) התשל"ג – 1973 העסקה בטלה, אא"כ חלק ממנה הוחיה עפ"י הוראות הסעיף 31 לחוק שם. הליך כזה יכול לגרום הן לצדק בין צדדים ישירים, והן שלא לשבש את חיי המסחר התקינים והבטחון הנחוץ בהם.

מסקנת ביניים –

יש להמשיך ולמצמצם את הפגיעה באוטונומיה של הערבות הבנקאית.³⁶ חריג הנסיבות המיוחדות יופעל רק במקרים נדירים.

המקרים הפרטניים של:

- התנהגות חמורה או שרירותית של המוטב בבואו לדרוש את חילוט הערבות.³⁷
 - התנהגות המונעת משיקולים זרים³⁸, הפעלת לחץ או נקמות³⁹.
- הם תיאור חלקי שאינו ממצה של כל האפשרויות הטמונות בחריג "הנסיבות המיוחדות", ובמיוחד כשבית המשפט מתיחס במסגרת זו גם לנושא של היעדר תום לב ודרך מקובלת. ניתוח דוגמאות אלה מעיד כמאה עדים על כך כי מבחינה נורמטיבית ורעיונית, יסוד "הנסיבות המיוחדות", הוא בעצם המונח החדש יותר משפטית, של היעדר תום לב ודרך מקובלת.⁴⁰

ושאלה היא – האם בכך לא החלפנו מושג עמום ארכאי, במושג עמום חדיש? וכן – האם מתכונת זו של ערבות בנקאית אוטונומית, שהינה כמעט זהה למוסד של אשראי דוקומנטרי⁴¹, יכולה להכיל בתוכה, או בסביבתה המשפטית הקרובה, עקרון של תום לב ודרך מקובלת, כמשפיע על התנהלותה?

36. רע"א 332/10 ש. אנפה בע"מ נ' אם זבליון זנדר פסילטי אנג'לינינג ישראל ואח', פורסם בנו; רע"א 1084/04 פיריון חברה להשקעות פיתוח ובנין בע"מ נ' לוקי בניה ופיתוח בע"מ ואח', פ"ד נח(5) 535; רע"א 713/05 קרית שדה התעופה בע"מ נ' הסוכנות היהודית לארץ ישראל ואח', פורסם ב-תקן-על 2004(1) 3633. רע"א 9123/05 אדמוב פרויקטים(89) בע"מ (בפירוק מרצון) נ' סיטי סטייט מקבוצת אלפו בע"מ, תקן-על 2007(4) 533.

37. ע"א 340/78 איליט בע"מ נ' אלקו חרושת אלקטרו מכנית ישראל בע"מ, פ"ד לב(3) 318.

38. רע"א 5273/07 אמקור בע"מ נ' א. אונסון בע"מ, הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ תקן-על 2007(3) 3149.

39. רע"א 222/87 יתוח כוכב יאיר, אגודה שיתופית בע"מ נ' דביר ג.פ.ש. חברה לבנין ופיתוח, פ"ד מא(4) 430.

40. חוץ מענין הקריסה הכלכלית, אם כי כאן יכולה להיטען הטענה, שעצם הגשת הבקשה למימוש בדיעה על מצב כלכלי קשה, מהווה היעדר תום לב ודרך מקובלת. טענה שכמוכן אין לקבלה.

41. ר' הפרק בספרו של ר' בר-קאהן עמ. 103 – 109 והפסיקה המצוטטת שם, ומחלוקת בדבר זיהוי הערבות הבנקאית עם האשראי הדוקומנטרי.

4. הפרשנות הרצויה

כשהפסיקה קבעה את חריג "הנסיבות המיוחדות" לעניין אי מימוש הערבות הבנקאית האוטונומית, היה זה עובר להכרה של ספר החוקים בסעיף על מלכותי⁴² שייבא ארצה את המושג של תום לב ודרך מקובלת. אין מחלוקת שההכרה בחריג הנסיבות המיוחדות, בא לאפשר שיקול דעת נוסף לבית המשפט, ליתן פטור למימוש ערבות אוטונומית מעבר למקרים שהפסיקה כבר חשבה עליהם, בנושא האשראי הדוקומנטרי, שהועתק לארץ לעניין זה. ואכן במדינה שבה גם מלחמה אינה מביאה לסיכול חוזה⁴³, היה צורך בסעיף מילוט "מדינתי" פנימי שימנע ניצול לרעה של מוסד כמעט אבסולוטי זה לתשלום. ואם הגענו למסקנה שזה מצב של היעדר תום לב, אזי מבחינת ההגדרה והמדיניות המשפטית הרצויה, נוכל לתת בהם את הסימנים הבאים:

אלה מקרים לא צפויים עתידיים שמקורם בקשר חוזי קיים בין הצדדים, בהם צד מסחרי לא אמור להיתקל בחיי מסחר הוגנים. לא צריך לתחום אותם במדויק, שכן בכך נשלול את שיקול הדעת של בית המשפט להגיע לתוצאה צודקת, בנסיבות שטרם נדונו. לאור הגדרה זו:

פשיטות רגל, קשיים כלכליים, התמוטטות של עסקים, ונזקים נטענים בביצוע חוזה ברמה כזו או אחרת, – הם אירועים שגרתיים בחיי מסחר רגילים, ולעיתים גם נצפים מראש, כשלמשל ערבות בנקאית אוטונומית באה כדי להבטיח שצד מקיים לא יפגע. תום הלב הקיים בחוקים הספציפיים ולרבות בחוק החוזים (חלק כללי) התשל"ג – 1973⁴⁴. צורתו עמומה ואינה מפורטת, והוא בא כדי לסטות מהעקרון האנגלי ששלט בארץ בחיי המשפט והמסחר של CAVEAT EMPTOR (יזהר הקונה), מחד גיסא, ולאפשר בתי המשפט למלא תוכן עדכני של נושא תום הלב והדרך המקובלת, – מאידך גיסא⁴⁵. ודוק: ניהול חיי מסחר בתום לב ובדרך מקובלת, בין אם הצדדים הסכימו על כך ובין אם לאו, – אינו נתון שאפשר להתנות עליו.⁴⁶

42. ד. פלפל, "חובות הבנק כלפי ערב, הפרקליט מא עמ. 414,423 ומכלול הפסיקה ב-הע"ש 11

43. בר"ע 47/71 מדינת ישראל נ' החברה הא"י לקירור והספקה בע"מ, פ"ד (נה) 1) 529

ת"א(ת"א) פילובסקי נ' לנדוק רובינשטיין, פ"מ תשמ"ח(1) 474.

44. טעיפים 12 ו- 39 לחוק החוזים (חלק כללי) התשל"ג – 1973.

45. ד' 45 פלפל, "יזהר המוכר ויזהר הקונה", עיוני משפט כרך (תשל"ן-תשל"ז) 94, 332.

46. ד. 22/82 בית יולס בע"מ נ' רביב משה ושות' בע"מ ואח', פ"ד מג(1) 462.

לכך יש להדגיש כי המוסד של היעדר תום לב – קרי חריג הנסיבות המיוחדות – לא יופעל כל אימת שבית המשפט יגיע למסקנה שאין תום לב ודרך מקובלת בביצוע פעולה משפטית. לא די בחוסר תום לב "סתם", אלא יש צורך בדרגה גבוהה יותר של היעדר תום לב, בבחינת "התנהגות חמורה במיוחד מצידו של המוטב"⁴⁷. משמעות התנהגות חמורה זו תבחן לפי מבחן התוצאה, שכן הגיגים וכוונות לא תמיד יכולים לבוא לידי ביטוי.

מסקנה –

להפעלת חריג היעדר תום הלב, שמחליף בפועל את חריג "הנסיבות המיוחדות" שני תנאים מצטברים:

הראשון – כשהיעדר תום הלב היה לא צפוי, או שהציפיות לגבי הופעתו היא נמוכה ביותר;

השני – כשהתוצאה של היעדר תום הלב היא שלילית קרדינלית.⁴⁸ וזה מחזיר אותנו לשאלה בה פתחנו – האם קריסה כלכלית פוטנציאלית של צד אמורה לפטור את הבנק מלממש את הערבות הבנקאית האוטונומית, במסגרת חריג "הנסיבות המיוחדות"?

והתשובה ברורה – המדובר באירוע צפוי בחיי עסקים; המדובר באירוע, שמשמעותו היא אפשרות של כשלון עסקה למעשה, כשהצד המקיים רצה להבטיח את עצמו בדיוק מפני אירוע מהסוג הזה, באמצעות ערבות בנקאית אוטונומית. התערבות בערבות הבנקאית האוטונומית, משמעה ערעור משמעותי של חיי המסחר, ואיבוד האמון בבנק, כגורם ניטרלי בעל חוסן כלכלי, שבאפשרותו להבטיח עסקאות והפסדים.

ומכאן שגם במסגרת חריג "הנסיבות המיוחדות" וגם מעבר לו אין להתחשב במצב כלכלי גרוע ו/או בקריסה אפשרית כדי לעכב חילוטה של הערבות הבנקאית האוטונומית. ■

47. רע"א 6435/04 רשות שדות התעופה בישראל נ' סולל בונה בע"מ, בנק לאומי לישראל בע"מ.
48. בארה"ב למשל, קבעו כי דרישה לתשלום כשזה בוצע, עונה על הגדרת תרמית. ר' לענין זה אנלוגיה מ-רע"א 713/05 קרית שדה התעופה בע"מ נ' הסוכנות היהודית לארץ ישראל, תק-על 2004(1) 3663; על הצורך בחוסר תום לב קיצוני לענין קיום הנסיבות המיוחדות חזר השופט א' גרוניס ב-רע"א 1084/04 פיריון חברה להשקעות פיתוח ובענין בע"מ נ' לוקי בניה ופיתוח בע"מ (ר' לעיל). נראה לי כי את המושג של חוסר תום לב קיצוני יש לפרש הן בהקשר להתנהלות במצורף לתוצאה שלה.

60 | דוקטרינת השטרות הריאליים של אדם סמית והמדיניות הבנקאית בארה"ב - מבט לאחור

פרופסור אריה מלניק¹

1. מבוא

עיסוקו של אדם סמית בתחום הבנקאות נסב על הבעיה המרכזית העומדת בפני מנהלי בנקים מסחריים: כיצד לנהל את הנכסים וההתחייבויות של הבנקים תוך פשרה בין המטרות הסותרות של הבטחת רווחיות מחד ושמירה על נזילות מאידך. סמית הקדים להעניק הכרה לתפיסה שכל בנק ובנק מחויב לאזן בין צרכים מנוגדים ולוותר על חלק מרווחיו הפוטנציאליים למען שמירה על נזילות נכסיו. כיוון שפיקדונות עו"ש הם מעצם טבעם מקורות בלתי יציבים, על כל בנק לחתור לנזילות הולמת על ידי החזקת תיק "הלוואות מסחריות הנפרעות מאליהן" שכונו בזמנו שטרות ריאליים (Real Bills). היבט זה של התיאוריה הבנקאית של סמית הונצח בספרות כ"דוקטרינת השטרות הריאליים". למן פרסומו של "עושר העמים" ב-1776 ועד לשנות ה-1930 תפסה דוקטרינת השטרות הריאליים מקום נכבד בספרות העוסקת בהתנהגות בנקים.

לשיטתו של סמית, מאחר שבנקים נשענים על התחייבויות לטווח קצר, עליהם להלוות כספים לטווח קצר. לא זו אף זו, על הבנקים להגביל את הנכסים המניבים ריבית להלוואות עסקיות לטווח קצר הנפרעות מאליהן. לתיאוריה בנקאית פשוטה זו הייתה השפעה ניכרת על עיצוב המדיניות הבנקאית בארצות הברית. העיקרון הגורס שעל הבנקים להעמיד הלוואות מסחריות רק כנגד ביטחונות נזילים (ומכאן ההתמקדות בשטרות ריאליים ובאשראי לטווח קצר) זכה לתמיכה בקרב כלכלנים רבים שקדמו לאדם סמית ושאחריו. ואולם אדם סמית ידע להציג באופן שיטתי הן את המנגנונים הדרושים ליישום רעיונותיו והן את הרצינות שמאחוריהם. התיאוריה הבנקאית שלו הייתה מעשית מאוד, והיא משכה אליה בסופו של דבר יותר תומכים מאשר מתנגדים. עם זאת, השלכותיה במונחי מדיניות מוניטארית ומדיניות בנקאית לא תמיד התקבלו בהתלהבות.

מטרת הסקירה הזאת לנסח מחדש את התיאוריה הבנקאית של אדם סמית ולבחון את השפעתה על התיאוריה הבנקאית והמדיניות הבנקאית בארצות הברית. בפרט,

1. פרופסור אריה מלניק, החוג לכלכלה, אוניברסיטת חיפה.

מטרתה להסביר מדוע הדוקטרינה של סמית השתרשה עמוק כל כך. הסקירה מתחקה אחר התפתחויות היסטוריות שהתבססו על תמיכה בתיאוריה הבנקאית של סמית או לחלופין על דחייתה. לאורך הסקירה – המכילה מדגם מייצג של מובאות מהספרות הכלכלית – יובאו מסקנות באשר להשפעתו של סמית על הפעילות הבנקאית בארצות הברית.

הסקירה פותחת בתיאור קצר של תפקיד הבנקים על פי התיאוריה הכלכלית של סמית. בפרק השני נבחנת הזיקה שבין התיאוריה הבנקאית של סמית לתפיסתו בתחומים אחרים. כן נדונים בו ארבעת העקרונות המיקרו־בנקאיים המרכיבים את התיאוריה הבנקאית של סמית, והנוגעים לניהול עתודות נזילות, לשימוש בעתודות משניות ולניהול תיק האשראי.

הפרקים השלישי והרביעי עוסקים בהשלכות התיאוריה שלו על ניהול המדיניות הבנקאית ועל יישומה בארצות הברית בשנים שבין 1776 ל־1863. בפרקים אלה מתואר תהליך האימוץ של דוקטרינת השטרות הריאליים של סמית על ידי בנקים בארצות הברית, ונבחנות הסיבות לאימוץ זה.

הפרק החמישי מוקדש לסקירת המדיניות הבנקאית בארצות הברית החל ממלחמת האזרחים ועד לכינון הפדרל ריזרב בנק, והוא מראה כיצד התיאוריה הבנקאית של סמית עיצבה את החשיבה בקרב הכלכלנים והבנקאים כאחד באותה תקופה. בפרק השישי מתוארות ההתפתחויות מ־1914 ואילך. בפרק האחרון נבחנות הסיבות לנטישת דוקטרינת השטרות הריאליים ב־40 השנים האחרונות.

2. התיאוריה הבנקאית של אדם סמית

במשך המאה ה־18 התפתחו בנקים מסחריים אבל עדיין לא היו בנקי השקעות במובן המקובל בימינו.

ברבע השלישי של המאה ה־18 כבר היו הבנקים לענף עסקי לכל דבר ועניין. במחצית השנייה של המאה ה־18 חלה עלייה ניכרת בפעילות הבנקאית המחוזית בבריטניה. להתפתחות זו היה ביטוי כמותי מורגש ביותר. ב־1750 פעלו 12 בנקים פרטיים מחוץ ללונדון (לא כולל הבנקים הסקוטיים). ב־1776 נמנו 150 בנקים בפריפריה, ועד 1790 גדל מספרם ל־350. אדם סמית היה מודע למגמה זו, וכינה אותה בספרו: "ריבוי מאוחר של חברות בנקאיות". התפתחות הבנקים המסחריים בבריטניה באותה עת מתוארת על ידי Powell (1915, עמ' 116-122). רבים מהבנקים המחוזיים הלכו כספים

כנגד ביטחונות לא-נזילים (כגון נכסי דלא-ניידי) ונאלצו להתמודד עם בעיות נזילות. יתרה מזו, גם במקרים שבהם ידעו לחזות התרחשות קרובה של משבר נזילות, הבנקים המחזזים התקשו להחזיר במהירות את עתודות הנזילות שהיו להם בבנקים בלונדון בשל קשיי תעבורה.² שיעורי הנזילות הנמוכים בד בבד עם תיקי הנכסים הלא-נזילים ותנאי התעבורה הירודים היו הגורמים העיקריים לשכיחות הגבוהה של קריסות בנקים במחצית השנייה של המאה ה-18.

בכתבתו על הפעילות הבנקאית, סמית נשען על ניסיון בנקאי שנצבר בבריטניה ובאירופה. הוא סיכם את ההתפתחויות ההיסטוריות של בנק אופ אינגלנד (1776, עמ' 304-302) וסקר בפרוטרוט את התפתחות הבנקים והפעילות הבנקאית בסקוטלנד ובאנגליה. מקצת רעיונותיו כבר הוצגו קודם לכן, על ידי כלכלנים ובנקאים כאחד. ואולם הבחנותיו ההיסטוריות הובילו לתיאוריה בנקאית איכותית יותר ומקיפה יותר מהתיאוריות שהציגו קודמיו. בכל הקשור לבנקאות, סמית היה החוקר הראשון שסקר באופן שיטתי לא רק את תפקיד הבנקים בכלכלה אלא גם את מנגנון הפעלתם. הוא גם החוקר הראשון שהציע רעיונות ברורים לגבי הפיקוח על האשראי הבנקאי, לגבי סוג הנכסים שראוי שהבנקים ישקיעו בהם, ולגבי עקרונות ניהול הנזילות במערכת הבנקאית.

סמית ראה בענף הבנקאות ההולך ומתפתח גורם חיוני לצמיחה כלכלית מהירה. ברמה המקרו-כלכלית, הבנקים משפיעים על הצמיחה כיוון שהם משכללים את השימוש בהון פיזי (Smith, 1776, עמ' 304). ברמת החברה הבודדת, הבנקים תורמים לשיפור הביצועים הכלכליים בשלושה מובנים. ראשית, הם מסייעים במימון מחזור הייצור.³ שנית, החברות משתמשות באשראי בנקאי כדי לממן מלאים של מוצרים מוגמרים או כאלה שנמצאים בתהליך ייצור (Smith, 1776, עמ' 284). שלישית, קווי האשראי מגנים על חברות מפני תקופות של תזרימי מזומנים שליליים ("ביקושים מזדמנים") (Smith, 1776, עמ' 289).

תפקיד הבנקים בכלכלה ובעיות המדיניות של אותה תקופה דחפו את אדם סמית לספק ניתוח מפורט של ענף הבנקאות. בייחוד העסיקה אותו יציבות המערכת הבנקאית. כיוון שכך, הוא לא הסתפק בתיאור היסטורי של הפעילות הבנקאית, אלא הציג גם תיאוריה

2. סמית מתאר בספרו את הזיקה שבין הבנקים האזוריים לבנקים הגדולים בלונדון ואת תנאי התעבורה הבעייתיים (Smith, 1776, עמ' 287-286). התייחסות מפורטת לזיקה זו ניתנת על ידי Richards (1929, עמ' 195-192).

3. "פעילות בנקאית המושכלת מאפשרת [ללווה] להפוך את המלאי המת שלו למלאי פעיל ויצרני; לחומרים הראויים לשמש לייצור, לכלים הראויים להשתמש בהם [...], למלאי המייצר תפוקה הן לעצמו והן לארצו." (Smith, 1776, עמ' 304).

נורמטיבית לגבי פעילות זו. אפשר לומר שסמית הציע רשימה של קווים מנחים לפעילות בנקאית מושכלת.

הבנקים התבססו באותם ימים, כמו גם היום, על עתודות נזילות חלקיות. סמית הכיר בעובדה שעתודות אלה הכרחיות כדי להבטיח יכולת המרה של שטרי הבנקים לכסף מזומן. הווי אומר, הבעיה העיקרית שבנק מתמודד אתה היא שמירה על נזילות. ראוי לציין שסמית היה מודע לעלות של שמירה על נכסים נזילים במובן של ויתור על הכנסות: "מעבר להוצאות הרגילות בכל ענף פעילות; כגון הוצאות שכירות בניינים, הוצאות שכר למשרתים, פקידים, רואי חשבון וכיו"ב; ההוצאות הייחודיות לבנק הן בעיקר העלות שבשמירה מתמדת של סכום כסף גדול בכספותיו, שלגביו הוא מפסיד ריבית, כדי שיוכל לספק דרישות מזדמנות מצד מחזיקי השטרות שלו" (Smith, 1776, עמ' 285). שמירה על רמה נאותה של עתודות נזילות היא הכרחית להפעלתו המוצלחת של הבנק כחברה. נוכח ההעדר של בנק מרכזי על פי הקיים בימינו ונוכח קשיי התעבורה, אין פלא שהושם דגש כה חזק על נזילות הבנקים ב"עושר העמים".

על פי תפיסתו של סמית, אפשר לשלב רמת נזילות נאותה עם שמירה על פעילות רווחית על ידי היצמדות לארבעה קווים מנחים ברמת הבנק: (1) הקפדה על רמה נאותה של עתודות נזילות לשימוש מידי; (2) שמירה על עתודות משניות ועל קשרים עם בנקים קורספונדנטים כדי לאפשר השלמת מחסור בעתודות; (3) הגבלת תיק האשראי להלוואות מסחריות לטווח קצר (המכונות Real Bills) שנפרעות מאליהן; (4) הגבלת תיק האשראי ללווים בענפי התעשייה והמסחר תוך קיום בקרה מתמדת אחר איכות הלווים. הקווים המנחים השלישי והרביעי מוכרים כ"דוקטרינת השטרות הריאליים".

שני העקרונות הראשונים לעיל פשוטים למדי. עתודות נזילות הכרחיות כדי להבטיח ששטרות שמנפיק הבנק (והן בחזקת התחייבויות שלו) ופיקדונותיו יהיו בני-המרה למזומנים. מכאן שעל כל בנק להגדיל את עתודותיו ככל שתפוצת הפיקדונות והשטרות שהנפיק גדלה (Smith, 1776, עמ' 285). במקרה של אובדן עתודות בלתי צפוי, אפשר להשתמש בעתודות המשניות כדי להשיג את הכמות הדרושה של מטבעות כסף או זהב הנדרשות להמרה (Smith, 1776, עמ' 300). סמית היה מודע לכך ששימוש זה בעתודות המשניות מתבצע לעתים קרובות בתנאי שוק שליליים. ולכן, אף שהפתרון הזה יעיל ורצוי, הוא עשוי להיות יקר.⁴

4. דרך חלופית להשלמת צורך דחוף בעתודות נזילות היא פנייה לבנקים קורספונדנטים. סמית מספק תיאור מפורט של השימוש בקשרי קורספונדנטים בין בנקים (Smith, 1776, עמ' 287-286).

עקרון הבנקאות השלישי לעיל נועד גם למנוע פשיטת רגל של בנק. סמית הסתמך על הניסיון שנצבר בתקופתו בגישתו הקובעת כי על הבנקים להגביל את מתן ההלוואות למימון פעילות ייצור ומסחר לטווח הקצר, וגם אז להימנע ממימון הפעילות העסקית במלוא שווייה (Smith, 1776, עמ' 288). סמית טען שרק שטרות ריאליים הנפרעים מאליהם יכולים להבטיח תזרים מזומנים יציב. הוא המליץ על סוג אשראי זה שכן, מלבד היותו כרוך בסיכון נמוך יותר, הוא גם היה נזיל יותר (Smith, 1776, עמ' 293). סמית סבר שמכשירים המייצרים תזרים מזומנים בטווח הרחוק אינם נזילים, ועל כן המליץ שהלוואות לטווח ארוך לא יועמדו על ידי בנקים מסחריים (Smith, 1776, עמ' 291). עקרון הבנקאות הרביעי עוסק בבקרה אחר תיק האשראי. הוא קובע כי על הבנק לבחור לקוחות שהקשר עמם צפוי להיות מתמשך. מלבד זה, הוא קובע כי על הבנק לקיים מעקב צמוד אחר תזרימי פירעון ההלוואות (Smith, 1776, עמ' 289). בכל הקשור לצד ההתחייבויות בפעילות הבנקים לא הציג סמית גישה חד-משמעית. נראה שהוא תמך בקיום הלימות הון כלשהי, אבל ההיבט הזה לא נדון מפורשות ב"עושר העמים". ואולם אין ספק שהוא היה מודע לחשיבותו של קיום בסיס הוני. יתרה מזו, הוא תמך בהטלת מגבלות על כניסת בנקים חדשים לענף. ייתכן אף שתמיכתו בביטול השטרות הנקובים בסכומים קטנים שנהגו הבנקים להנפיק מדי פעם משקפת גישה הדוגלת בדרישות הון מזערי. סמית היה מודע לעובדה שהטלת מגבלות על כניסת בנקים חדשים לענף סותרת את עקרון חופש המסחר. ואולם בטיחות המערכת הבנקאית הייתה חשובה דייה בעיניו כדי להצדיק חריגה זו (Smith, 1776, עמ' 308).

3. סקירת תרומתו של סמית למדיניות הבנקאית בארצות הברית לפני מלחמת האזרחים

לתיאוריה הבנקאית של סמית נודעו השלכות כבדות משקל. ברמת הבנק הבודד, היא הבטיחה מדיניות עסקית זהירה (בכפוף להקפדה על קיום עקרונותיה). ברמת הענף, היא הבטיחה התאמת התנודות בהיצע הכסף לצרכים העסקיים. מנקודת מבט מקרו-כלכלית, התיאוריה הבנקאית של סמית חתרה לגמישות בהיצע הכסף. רוצה לומר, בהנחה של היצמדות לדוקטרינת השטרות הריאליים, היקף שטרי הבנקים ופיקדונות הציבור אמור להתרחב ולהצטמק בהתאם להיקף המסחר הריאלי. סמית אמנם לא הציג את התיאוריה שלו בדרך זו, ואולם ההתייחסות לדוקטרינת השטרות הריאליים כאל אמצעי יעיל למניעת התרחבות יתר של היצע הכסף הלכה ונפוצה.

כלכלנים רבים שיבחו את התפיסה הבנקאית של סמית כמדיניות אנטי-מחזורית. ואולם הזיקה בין מדיניות האשראי הבנקאי לרמה המיטבית של היצע הכסף משכה גם לא מעט חצי ביקורת. אין בכוונת הסקירה הנוכחית לדון במחלוקות אלו.⁵ אולם מן הראוי להדגיש את השלכות התיאוריה הבנקאית של סמית על המדיניות המקרו-כלכלית על רקע הוויכוחים העקרוניים שהתגלעו בארצות הברית במחצית הראשונה של המאה ה-19. הגופים העיקריים שהנפיקו שטרי נייר, אשר שימשו ככסף מזומן, בארצות הברית לפני 1862 היו הבנקים המסחריים. משום כך הם היו גורם חשוב בכל דיון מדיני או כלכלי. לאור החשיבות הגוברת של ענף הבנקאות והסיום הקרב של היתר הפעלת "הבנק הראשון של ארצות הברית", הרבו כלכלנים ומדינאים לעסוק בתיאוריה בנקאית ברבע הראשון של המאה ה-19. הסוגיה הבנקאית העיקרית שנדונה באותה עת הייתה יצירת מנגנון הגנה כנגד הנפקת יתר של שטרי בנקים המשמשים ככסף מזומן. דוקטרינת השטרות הריאליים לא עמדה במוקד ההתעניינות כשלעצמה, אבל היא שימשה כטיעון בפי אלה שסברו שהמערכת הבנקאית יכולה לפקח על עצמה ולשמר את יציבותה. כלכלנים רבים טענו שאם הבנקים יגבילו עצמם להנפקת שטרות כנגד הלוואות לטווח קצר, היצע הכסף יתיישב עם צמיחה מסחרית יציבה.⁶

הפעלת הבנק השני של ארצות הברית עוררה גל שני של התעניינות בתיאוריה בנקאית ובמדיניות בנקאית בארצות הברית. חילוקי הדעות על מדיניות היצע הכסף לא הסתיימו עם הפסקת הפעלתו של הבנק השני של ארצות הברית ב-1836.⁷ בין השנים 1820 ו-1840 הלכה ונפוצה יכולתם של הבנקים להנפיק כסף. השיטה המקובלת ביותר לפקח

5. מסיבה זו לא מובאת כאן רשימת הביקורות שנמתחו נגד היבטי המקרו בתיאוריה הבנקאית של סמית. המחלוקת - שמקורה מן הסתם בדיון הבוליוניסטי שפרץ בבריטניה בתחילת המאה ה-19 - מתועדת אצל Mints (1945, עמ' 30-41) ו-Morgan (1943, עמ' 49-60).

6. לפי Mints (1945), התיאור הקולע ביותר של החשיבה הרווחת בארצות הברית ניתן על ידי א' בולמן, שהיה בקיא בספרות הבריטית (לרבות כתביהם של סמית, טורנס, ריקארדו ותורנטון). בולמן הרחיב את התיאוריה הבסיסית של סמית על ידי הכללת שיעור הריבית במנגנון הגדלת היקף הפיקדונות. אפשר היה להאריך את תוקפם של שטרי בנקים שאינם בני-המרה, גם אם הם הונפקו כנגד שטרות ריאליים. ואולם הדבר היה גורר אחריו עליית מחירים ועלייה בשיעור הריבית. שיעור הריבית על האשראי היה מגביל את היקף השטרות המונפקים על ידי הבנקים. השילוב של הגבלת האשראי הבנקאי למימון עסקאות "ריאליות" ושל מנגנון קביעת הריבית על ידי השוק היה מבטיח את גמישות היצע הכסף. הצורך להישען על שיעור הריבית עורר ביקורת בקרב חלק מאנשי המקצוע. אחרים ראו בהישענות זו מתן גושפנקה לעקרונות היסוד של סמית. לפרטים נוספים, ראו Mints (1945, עמ' 68-73).

7. מנגנון הבנקאות המדינתית (State Banking) היה אף הוא נתון לחילוקי דעות. השאלה בדבר מעמדה החוקתי של הנפקת שטרות על ידי בנקים מדינתיים נדונה בבית המשפט העליון ב-1824 וב-1829. ב-1837 קבע בית המשפט העליון ששטרות, גם אם הונפקו על ידי בנק בבעלות מדינה, מותרים על פי החוקה, וב-1839 הוא קבע שכל אדם זכאי להנפיק שטרות, ואולם הממשלה המדינתית עשויה להגביל זכות זו. גם אם ההיבטים האמפיריים של ההחלטות האלה אינם חד-משמעיים, הן שופכות אור על אופן הפעלתם של הבנקים.

על היצע הכסף הייתה להקפיד על קיום עתודות הולמות. כמו כן, רבים החזיקו בדעה שהגבלת האשראי למגזר המסחרי תמנע שינויים חדים בהיצע הכסף. בתקופה שבין 1840 ל-1860 הועבר הדגש מהצורך בשליטה על היצע הכסף לצורך למנוע קריסת בנקים בעתות משבר פיננסי. התיאוריה הבנקאית של סמית שימשה שוב כבסיס, והתווספו לה אי-אלו הצעות. אחת מהן הייתה להנהיג דרישת הון מזערי. במספר מדינות (States) בארה"ב שבו והמליצו על הגבלת יכולתם של הבנקים להנפיק שטרי נייר על פי שיעור כלשהו של בסיס ההון שלהם. מדינות אחרות המליצו על הטלת מגבלות לכניסת בנקים חדשים למערכת. באותה תקופה החל להתפתח שוק הכספים הלאומי, ויחד עמו צמח הרעיון של תלות הדדית בין בנקים אזוריים (regional banks) לבנקים כלל-ארציים שכונו אז city banks. ההכרה שבנקים תלויים זה בזה מן הסתם הגבירה את חשיבות ההיצמדות לדוקטרינת השטרות הריאליים. אם בנקים מוכרים מכשירים פיננסיים לבנקים אחרים, הבנקים הרוכשים ודאי ירצו להצטמצם לרכישת הלוואות באיכות הגבוהה ביותר. מכאן שעל הבנק המוכר לוודא שתיק האשראי שלו מורכב אך ורק מהלוואות שכאלה. כלומר, ההצטמצמות לניכיון שטרות ריאליים (real bills) חשובה לא רק כאמצעי למניעת הנפקת יתר של פיקדונות וגם שטרי בנקים אלא גם כשיטה המבטיחה את הצלחת פעילותו של הבנק הבודד. לסיכום, התקופה שקדמה למלחמת האזרחים (1861–1865) מאופיינת באימוץ עקרונות היסוד של התיאוריה הבנקאית של סמית. אין זה אומר שלא חלו שינויים בתיאורה זו. היו המלצות רבות לשיפור השיטה. השאיפה של רוב הרפורמות שהומלצו הייתה להסדיר את פעילות ענף הבנקאות במידה רבה יותר משהוצע על ידי סמית. ההמלצה הרווחת ביותר הייתה להגביל את היקף הנפקת השטרות לכפולה כלשהי של הון הבנק. היו גם המלצות להנהגת רמה גבוהה של עתודות סטטוטוריות. יחד עם זאת, הצעותיו של אדם סמית לקבוע רצפה לסכום הנקוב של שטרי בנקים שבמחזור ולהגביל את האשראים המסחריים לשטרות ריאליים (מימון פעילות תעשייתית ומסחרית) זכו לתמיכת רוב הכלכלנים שעסקו בנושאי בנקאות בארצות הברית. הנושא העיקרי שבו הייתה תמימות דעים היה הצורך בהבטחת יכולת ההמרה של שטרי הבנקים למטבעות זהב או כסף. באופן כללי סברו שיש לקבוע בחוק הטלת קנסות כבדים על בנקים במקרים של עיכוב בהמרת שטרות.

4. עיצוב מדיניות בנקאית ויישומה בארצות הברית: 1863-1776

הדיון הציבורי בנושא בנקאות מסחרית בארצות הברית החל בשנת 1785. כמו שקורה מפעם לפעם, דיון זה החל בעקבות התדיינויות במערכת התחיקה. התדיינויות אלה החלו כשמדינת פנסילבניה ביטלה את היתר הפעלתו של בנק אוף נורת' אמריקה (Bank of North America). הגישה הרווחת בראשית המאה ה-19 תאמה את עקרונותיו של אדם סמית כמתואר לעיל. אלכסנדר המילטון, למשל, סבר שעל הון הבנק להוות חלק נכבד מסך המאזן שלו, ושעל מבנה הנכסים לאפשר קיומן של עתודות נזילות בהיקף מספק. הבנקים הראשונים בארצות הברית אכן אימצו את מרכיב השטרות הריאליים שבתיאוריית סמית. בנקים אלה (ובכללם בנק אוף ניו יורק, Bank of New York, שבניהולו של המילטון) הלוחספים אך ורק לטווחים קצרים ביותר בצורה של רכישת שטרי חוב של חברות יצרניות או מסחריות. התקופה הרווחת לפירעון הייתה אז 60 יום, ולא הייתה כמעט אפשרות של הארכה אוטומטית.

הסוגיות העיקריות ברמת הבנק, לפני מלחמת האזרחים, היו כיצד מספקים אמצעי הגנה מפני הנפקת יתר של שטרי בנקים ששימשו תחליף למזומן מצד אחד, וכיצד מונעים קריסת בנקים מצד שני. התיאוריה הבנקאית של סמית מילאה תפקיד מפתח בשתי הסוגיות האלה. החל מהעשור השני של המאה ה-19 הושם דגש על הצורך בבנק מרכזי. התומכים ברעיון הבנק המרכזי טענו שבנק זה ינפיק מטבע יציב ואחיד ויגביל את הנפקת השטרות על ידי הבנקים המדינתיים (state banks).

קבוצה אחרת תמכה במדיניות השוללת הענקת זכויות מונופוליסטיות למוסד בנקאי אחד כלשהו.⁸ קבוצה זו טענה שאפשר למנוע תנודות חדות בהיצע הכסף על ידי הטלת כללי התנהגות מתאימים על מערכת הבנקאות. כללים אלה תאמו במידה רבה את התיאוריה הבנקאית של סמית.

רוב ההמלצות בדבר שינוי השיטה לאחר מלחמת האזרחים בארה"ב הסתמכו על הניסיון שנצבר בבנקאות החופשית שקדמה למלחמת האזרחים. רבים סברו אז שבנקים לא ידעו לפקח על עצמם באופן המונע תנודות בהיצע הכסף וברמות המחירים. אחת הטענות הרווחות שהועלו כנגד הבנקים לפני מלחמת האזרחים הייתה שהם נוקטים מדיניות אשראי פרו-מחזורית. על פי טענה זו, הבנקים גרמו להרחבת האשראי (והיצע הכסף) בתקופות צמיחה, ומכאן גם לעליות מחירים ולזרימת כסף וזהב מהמדינה החוצה. בשלב מאוחר יותר, כתוצאה מהצרת בסיס העתודות, הם נאלצו לצמצם את מתן האשראי, ובכך הביאו

8. סקירה מפורטת של היוכחים התחיקתיים האלה מצויה בכתביהם המקיפים של Hammond (1957) ו-Miller (1927).

לפשיטות רגל של חברות. תומכי הגישה הזאת ייחסו את צמצום מתן האשראי לייצוא הכסף והזהב אל מחוץ למדינה. אבל רבים מהם סברו שמדיניות האשראי של הבנקים הוסיפה לחומרת הבעיה. הפתרון שהוצע היה להטיל חובת נזילות מחמירה. לאמתו של דבר אחת הגישות הרווחות צידדה בהטלת דרישת נזילות על הבנקים בשיעור 100%.⁹ אותם כלכלנים שהתייחסו אל הבנק כאל חברה הנמצאת בפיקוח התמקדו בהיבט של נזילות הבנק. הם היו מוטרדים מהעובדה שחלק מהתחייבויות הבנקים הם פיקדונות לפי דרישה, ועל כן המליצו להעמיד הלוואות רק לטווח הקצר. גישה זו תאמה את גישתו של אדם סמית. רוב הכלכלנים במחצית השנייה של המאה ה-19 דבקו ברעיון שפיקדונות שנוצרו מניכיון שטרות ריאליים ישתנו על פי עיקרון של פיקוח עצמי. ואולם ככל שנצבר יותר ניסיון ממחזורי פעילות עסקית, כן הלכה וגברה ההסתייגות מהגישה הזאת. מצד אחד נמשכו חילוקי הדעות לגבי יתרונותיה התיאורטיים של התיאוריה הבנקאית של סמית, ומצד אחר התקבלו המלצותיו המעשיות במידה רבה, הן בקהיליה הבנקאית והן בקרב רבים ממעצבי המדיניות. על פי התפיסה הכללית, תפקידו של הבנק היה לספק הון חוזר לתעשייה ולמסחר. אשראי זה, שניתן בצורת רכישה של שטרות ריאליים שהנפיקו מקבלי האשראי (כלומר, חברות יצרניות ומסחריות), נחשב לתכלית קיומם של הבנקים המסחריים.¹⁰ כאמור, הבנקים המדינתיים (state banks) הראשונים אימצו מלכתחילה את הגישה של סמית בדבר ניכיון שטרי חוב של לקוחות מסחריים. בתקופת הנשיא ג'קסון (1829–1837), הבנקים נהגו גם לרכוש אגרות חוב שהונפקו על ידי המדינה. נוהג זה לא נבע כלל מרצון הבנקים לגוון את נכסיהם, אלא מלחץ שהופעל עליהם על ידי רשויות החקיקה. במקרים רבים היה חידוש ההיתר להפעלת בנק מותנה בהעמדת אשראי למדינה שהעניקה את ההיתר. רוב ההלוואות הועמדו לתקופה של 6 חודשים לכל היותר.¹¹

9. הגישה שעל הבנקים להחזיק יתרות נזילות בשיעור 100% כנגד פיקדונות שוטפים, כדרך לייצוב היצע הכסף ולמניעת קריסות בנקים, הוזכרה מספר פעמים בין תחילת שנות ה-1820 למלחמת האזרחים. Carroll (1985) מספק ניתוח מעולה של גישה זו. ברמת רשויות הפיקוח, החל מ-1837 הטילו מספר מדינות חובות נזילות סטטוטוריות על בנקים מסחריים. הראשונה בהן הייתה מדינת וירג'יניה (1837), אחריה באו מדינת ניו יורק ומדינת ג'ורג'יה (1838), ובעקבותיהן אוהיו (1839), לואיזיאנה (1842), קונטיקט (1848) ואינדיאנה (1853). שיעורי הנזילות נעו לרוב בין 10% ל-25%.

10. לאור היצמדות הבנקים לדוקטרינת השטרות הריאליים, היו מדינות שבהן הבנקים נדרשו להעמיד חלק מהאשראים לחקלאים. דרישות אלה הוטלו, בין היתר, על בנקים מדינתיים (state banks) במסצ'וסטס ובפנסילבניה בין השנים 1810 ל-1830. מדינות אחרות (כגון לואיזיאנה בשנות ה-1820 המאוחרות) עודדו בנקים ייעודיים להעמיד הלוואות נדל"ן כיוון שבנקים מסחריים רגילים סירבו להעמיד אשראי מסוג זה.

11. בעקבות הבנק הראשון של ארצות הברית, גם הבנק השני של ארצות הברית הנהיג בתחילה מגבלה של 60 יום לגבי ניכיונותיו. ואולם לקראת סוף שנות ה-1820 הועמדה המגבלה על 6 חודשים. משנות ה-1830 ואילך הוגבלה התקופה המקובלת לפירעון לרוב ל-6 חודשים. Klebaner (1974, עמ' 35) מצטט מחקר שנעשה לגבי הלוואות בנקים לחברות בענף הטקסטיל בניו אינגלנד בין 1840 ל-1860, המראה כי 87% מההלוואות הועמדו ל-6 חודשים או פחות מזה.

בנקים אמנם כללו בנכסיהם אגרות חוב שהונפקו על ידי הממשלה הפדרלית או המדינתית (וכן אי-אלו חוזי הלוואות אחרים לטווח הארוך), אבל מטרתם הראשונית כחברות הייתה מתן הלוואות עסקיות הנפרעות מאליהן. עדות לכך ניתן למצוא לא רק ברשומות בנקים אלא גם בדיונים שהתקיימו בנושא ובחוקים שנחקקו הן ברמה הפדרלית והן ברמת המדינה.¹² הניסיון שנצבר לפני מלחמת האזרחים תמך בדוקטרינת השטרות הריאליים של סמית. עדויות סטטיסטיות מראות שבנקים שהלוו כספים לענפי הנדל"ן והחקלאות קרסו לעתים קרובות יותר מבנקים שנתנו לוואות כנגד שטרות ריאליים.¹³ רשויות החקיקה במדינות למיניהן (לפני מלחמת האזרחים) הכירו בצורך להעמיד אשורים לטווחים ארוכים יותר. הגישה המקובלת הייתה לאפשר העמדת אשורים לטווח ארוך אך ורק כנגד ההון העצמי של הבנק. הלוואות שהועמדו כנגד פיקדונות הוגבלו, מטעמי נזילות, לטווחים קצרים. דוגמה מובהקת לגישה זו מצויה בפקודת הבנקאות של מדינת לואיזיאנה משנת 1842. במסמך זה נקבע כי על הבנקים "להבחין בין אשראי הניתן מההון הנפרע לבין אשראי הניתן מכספי פיקדונות. אשראי הניתן מהון הבנק יכול לכלול הלוואות כנגד ערבות אישית או כנגד משכנתא [...] או כל סוגי השקעה אחרים שאינם בני-מימוש תוך 90 יום". אשר לאשראי הניתן כנגד פיקדונות, אפשר היה להעמיד 2/3 מהמקורות כהלוואות לטווח קצר, והייתה חובה להחזיק 1/3 כעתודה נזילה. החקיקה שעסקה באכיפת אמצעי זהירות על הבנקים נשענה אף היא על רכיבים מסוימים מהתיאוריה הבנקאית של אדם סמית. במדינות מסוימות הוגבלה יכולתם של בנקים להנפיק שטרות הנקובים בסכומים קטנים, וב-1862 נקבע כי הנפקת שטרות הנקובים בסכומים נמוכים מדולר אחד היא עבירה על החוק הפדראלי. כמו כן הוטלה דרישת הלימות הון בחלק מהמדינות. חלקן אף הרחיקו לכת לעומת המלצותיו של סמית. דוגמה ידועה היא זו של חוק שנחקק במדינת ניו יורק, שקבע כי בעלי המניות של בנקים מחויבים כלפי הבנק בסכום השווה להשקעתם.¹⁴ מחויבות כפולה זו של בעלי המניות

12. למשל, נאום שנשא הסנטור דניאל ובסטר ב-25 במאי 1832 מכיל ניסוח מחודש של התיאוריה הבנקאית של סמית (Krooss, 1969, עמ' 796-800). כעבור שני עשורים כתבה ועדה תחקיקתית בקנטאקי כי "עסקי שטרות מוגבלים על ידי פעילות מסחרית ממשית, ומן הראוי שהבנקים יעדיפו עסקים אלה".

13. קרוב לרבע מהבנקים חדלו לפעול בשנים 1837 עד 1842. מתוך 2,500 בנקים שהתאגדו בין השנים 1781 ל-1861, 38% נסגרו תוך עשור מהפעלתם. לדיון על שכיחות קריסות הבנקים, ראו: Fischer (1967), Helderman (1931) ו-Scroggs (1927).

14. אפשר להבין את הצורך בחקיקה מחמירה זו על רקע ריבוי השיטות הלא-מוסריות שנקטו בנקאים מסוימים. דוגמה לנוהג מפקפק היא הפצת שטרי בנק במרחק רב מהבנק המנפיק, שהיה ממוקם בכפר קטן. נוהג זה גרם למדינת אילינוי (ב-1857) להנהיג דרישה שבאזור שבו שוכן בנק צריכים להתגורר לפחות 200 תושבים. לפרטים נוספים על התנהגות בנקאית לא-מוסרית, ראו Dowrie (1913), Caldwell (1935) ו-Klebaner (1974).

הונהגה במספר מדינות אחרות, ואף נכללה ב"חוק המטבע הלאומי" (National Currency Act) שנחקק ב-1863. גישתו של סמית, שתמכה במגבלות מדינתיות על פעילותם של בנקים, שימשה כטיעון בעד הפעלת פיקוח מדינתי מרחיק לכת על הבנקים. טיעון זה שימש, בין היתר, בתהליך החקיקה במדינת ניו יורק שקדם ליישום "חוק קרן הביטחון" (Safety Fund Act) ב-1829, ושבמסגרתו הופעלה לראשונה רשות מיוחדת לפיקוח בנקאי בארצות הברית.

5. דוקטרינת השטרות הריאליים והמדיניות הבנקאית בארצות הברית - 1913-1863

שלוש התפתחויות השפיעו על התיאוריה הבנקאית לאחר מלחמת האזרחים. הראשונה הייתה התפתחותו של שוק כספים לאומי, והנהוג של הפקדת כספים עודפים על ידי בנקים אזוריים אצל בנקים בניו יורק. לאחר מלחמת האזרחים החלו בנקים ברחבי ארצות הברית להפקיד חלק מעתודות הנזילות שלהם אצל בנקים הממוקמים ב"ערי נזילות" (Reserve Cities) וב"ערי נזילות מרכזיות", ובייחוד אצל בנקים בניו יורק. תשלום הריבית על יתרות בנקים המופקדות אצל בנקים בניו יורק היוו כוח משיכה להפקדות כספים בבנקים בניו יורק, ואפשרו למערכת הבנקאית בכללותה לנצל את עתודותיה ביעילות. הבנקים גם ציפו שיוכלו להישען על הקורספונדנט לגיוס הלוואות בעתות מחסור בנזילות. בעשור שבין 1870 ל-1879 הגיע האשראי הבין-בנקאי להיקף יומי ממוצע של 9 מיליון \$. השנייה הייתה התפתחות הפיקוח על ענף הבנקאות וקביעת מגבלות לפעילותו. ההתפתחות השלישית, שהחלה בשנות ה-1890, הייתה שיפור איכות המחקר האמפירי ויחד עמו העמקת הידע באשר למנגנוני הפעילות הבנקאית ולהשפעת הפעילות הבנקאית על הכלכלה. באותה תקופה נודעה השפעתו של שינוי היחס שבין יתרות המזומנים שבידי הציבור להיקף פקדונות הציבור בבנקים על היצע הכסף. כן חל שיפור בהבנת ההשפעה של תנודות בהיצע הכסף על מחזור העסקים, והועמק הידע במנגנון יצירת הלוואות והפיקדונות. התפתחויות אלה הביאו לאי-אלו שינויים ביישום התיאוריה הבנקאית של סמית, ואולם בליבת התיאוריה לא חל שינוי של ממש. בשני העשורים שלאחר מלחמת האזרחים סברו כלכלנים ובנקאים רבים שהפיקוח המוגבר על עסקי הבנקאות, ובייחוד הדרישה להחזיק אג"ח של ממשלת ארצות הברית כבטוחה לשטרי מטבע של בנקים לאומיים (national banks), יביאו לצמצום החשש מפני קריסת בנקים. ואולם גם הגברת הפיקוח, בד בבד עם נטיית הבנקים (בשנות ה-1870

וה-1880) להעלות את שיעורי הנזילות לא מנעו מקרים של בהלה פיננסית.¹⁵ התברר שהעלאת שיעור הנזילות אינו מהווה אמצעי הגנה שיש בו כדי לפצות על אי-נזילות תיק האשראי, ולפיכך הוחלט לשים דגש חזק יותר על נזילות תיקי האשראי ראוי לציין שקשרי לקוחות הקשו על הבנקאים למנוע מלקוחותיהם הטובים לחדש הלוואות, ועובדה זו למעשה פגעה בנזילות תיק האשראי. דוקטרינת השטרות הריאליים קבעה כי אין לאפשר חידוש אוטומטי של הלוואות. ואולם בפועל הבנקים לא ממש דבקו בכלל זה. וכך, למרות שדוקטרינת השטרות הריאליים של התיאוריה הבנקאית של סמית הוותה עקרון יסוד בתיאוריה הבנקאית של אותה תקופה, לא תמיד הביצוע היה עקבי עם התיאוריה.

סיכום התיאוריה הבנקאית הרווחת בשלהי המאה ה-19 מובא בספרו של Dunbar (1929), שהיה לפרסום העיקרי בנושאי בנקאות ופיננסים בראשית המאה ה-20. התיאוריה שלו מציגה עקרונות חשובים לגבי הפעילות הבנקאית, הדומים במידה רבה לעקרונות שהציג אדם סמית. כלל היסוד המומלץ על ידו, נוכח אופייה האקראי של משיכת פיקדונות, הוא לשמור על תיק נכסים נזיל. הדרכים להשיג זאת הן: ניכיון שטרות מסחריים של חברות תעשייה ומסחר, החזקת יתרות נזילות נוספות, הימנעות מהיקפים גדולים של הלוואות נדל"ן כנגד משכנתא, ושמירה על שיעור גבוה של עתודות, הן לשם הנזילות והן מסיבות של צמצום סיכוני האשראי.

עדיין היו כלכלנים רבים שסברו שהגבלת האשראי הבנקאי להלוואות מסחריות לטווח הקצר תשפר את הבקרה על העמדת הלוואות. רוב הכלכלנים החזיקו בדעה שעל הלוואות בנקאיות לשמש למטרות מסחריות, והסתייגו מאשראים למטרות נדל"ן או ספקולציה. הם טענו שהגבלת האשראים כאמור בהכרח תמנע אינפלציה שמקורה בהנפקת יתר של שטרי בנקים (bank notes), המשמשים תחליף למזומן, ותמנע קריסות בנקים שמקורן בבהלה.¹⁶ המנגנון הכלכלי שהיה צפוי להביא לתוצאה המקווה היה שיעור הריבית. עליית הריבית בעתות אינפלציה הייתה אמורה להגביל את פעילות האשראי על ידי ייקור האשראי. תומכי דוקטרינת השטרות הריאליים סברו שהביקוש להלוואות לטווח קצר היה גמיש למדי ונתון להשפעת שיעור הריבית (ומכאן שעלייה בריבית הייתה אמורה להניא את

15. מחקרו של Howe (1915, עמ' 103-101) מראה שבשנות הבהלה 1837 ו-1857, בסוף החודש שקדם לבהלה, הגיע שיעור נזילות המערכת הבנקאית ל-29% ול-25% בהתאמה, ואילו בשנות הבהלה 1873 ו-1883 הגיע שיעור זה ל-37% ול-30% בהתאמה. ניתוח כמותי מפורט של הנתונים המוניטריים לתקופה זו מובא על ידי Friedman & Schwartz (1963).

16. ראו, למשל, Scott (1913). טענה זו אכן יושמה בפעילות הבנקאית. ב-1900, כמחצית הנכסים המניבים ריבית בבנקים המסחריים היו הלוואות עסקיות לחברות בענפי תעשייה ומסחר לטווח קצר. הלוואות עסקיות לטווח ארוך (אחזקות אג"ח של חברות) היו פחות מ-10% מתיק הנכסים הכולל.

הלקוחות מלקחת הלוואות). לטענת Irving Fischer (1896), הלווים אכן מתחשבים בשיעורי הריבית, ואולם השפעת הריבית על האשראי פועלת בפיגור, ולפיכך, בטווח הקצר, אין לצפות להשפעה ניכרת של שינויים בשיעורי הריבית על תיקי האשראי. בעשור הראשון של המאה ה-20 הדגישו רוב הכלכלנים את חשיבותה של הנזילות. ומכאן שהם היו תומכים נלהבים של דוקטרינת השטרות הריאליים. הגישה השלטת הייתה שהיות ולבנקים יש התחייבויות הנפרעות לפי דרישה, על נכסי הבנקים להיות נזילים. אשראים עסקיים לטווח הקצר נחשבו נכסים נזילים. ואולם לאחר תחילת המאה ה-20, הבנקאים שינו את השיטות הבסיסיות לבחינת איכות האשראים. הם החלו להישען על מדד עודף הנכסים השוטפים על התחייבויות שוטפות (במאזן הלווה) כקריטריון העיקרי להעמדת אשראי, במקום לחפש בעסקה הספציפית את ההבטחה להחזר ההלוואה. מלבד אופי הנכסים, הומלץ לארגן את תזרים הפירעונות באופן שבכל יום עסקים ייפרעו הלוואות בסכום קבוע. הלוואות לרכישת נדל"ן הוגדרו כבלתי נזילות.¹⁷ הייתה גם הסתייגות מפני דרישת פירעון של הלוואות המובטחות על ידי שעבוד מניות, בטענה שהבטחה לא תמיד סחירה, ושהיא עלולה לאבד את רוב שווייה תוך זמן קצר ביותר.

רוב החוקרים היו מודעים לעובדה שמה שתקף לגבי בנק יחיד אינו תקף בהכרח לגבי המערכת הבנקאית בכללותה. כלומר, סילוק תיקי אשראי של בנקים לא יכול להתקיים בו־זמנית בלי שתהיה לכך השפעה שלילית על הפעילות העסקית. בנקים בודדים יכולים למכור חלק מנכסיהם כדי להגדיל את עתודותיהם. אבל ניסיון מרוכז של כל הבנקים לממש את נכסיהם בו־זמנית, בהינתן מצב של בהלה, עלול להוביל לקטסטרופה. התפיסה שלאף בנק אין נכסים נזילים בעתות חירום בהיעדר בנק מרכזי הייתה לטיעון חשוב בעד הקמת הפדרל ריזרב בנק (Federal Reserve Bank).

כל בנק בנפרד החזיק, בנוסף לעתודות מזומנים, גם מכשירים פיננסיים לטווח קצר כיוון שצפה נסיבות שבהן הוא עצמו ירצה להמיר אותם במזומנים. לאחר סיום מלחמת האזרחים החלו בנקים לגוון את תיקי הנכסים שלהם וכללו בהם גם אג"ח ממשלתיות בנוסף להלוואות. גיוון זה לא נבע מתיאוריה כלשהי לגבי ניהול נכסים, אבל הוא סייע בשמירה על נזילות הבנקים. חוקרים דוגמת Laughlin (1910) ציינו שהחזקת ניירות ערך יכולה לסייע לבנקים המעוניינים בהגדלת תיק האשראי בתגובה לעלייה בביקוש לאשראי. הבנקים החזיקו גם תיקים נרחבים של אג"ח קונצרניות. ב־1900 הגיע סך

17. חוק הבנקאות הלאומי אסור על העמדת אשראי לרכישת נדל"ן, וכמו גם אסרו זאת החוקים במדינות רבות בראשית המאה ה־20. הסתכמו המשכנתאות למגורים לא־חקלאיים בפחות מ־5% מסך הנכסים של הבנקים המסחריים.

תיקי ההשקעות באג"ח ל-7% מסך הנכסים הבנקאיים. השקעות הבנקים באג"ח צמחו בקצב מהיר יותר מתיק האשראי: ב-1914 הגיע סך תיקי ההשקעות באג"ח ל-17% מסך הנכסים הבנקאיים. ואולם אג"ח ממשלתיות הניבו אז שיעורי תשואה נמוכים, ורבים סברו שאין לראות בהן תחליף לחלק ניכר מתיק האשראי הבנקאי.

6. המדיניות הבנקאית ודוקטרינת השטרות הריאליים לאחר 1914

עוד לפני הקמת הפדרל ריזרב היה מקובל על הכלכלנים האמריקנים שהדרך הטובה ביותר להתמודד עם בהלות (financial panics) היא אספקת עתודות על ידי גוף ממשלתי כלשהי למערכת הבנקאית.¹⁸ ואולם רבים מאלה שתמכו בהקמת בנק מרכזי לא תפסו אותו כרשות מוניטרית השואפת להשפיע על משתנים מקרר-כלכליים, אלא כבנק של בנקים, שייעודו העיקרי לשמש סוכנות ניכיון משנה בעבור בנקים חברים הסובלים מקשיי נזילות. מאחר שהפדרל ריזרב נתפס בראש ובראשונה כבנק, החקיקה שהביאה להקמתו הושפעה על ידי רכיבים בתיאוריה הבנקאית של סמית. דברי ההקדמה לחוק הפדרל ריזרב מכילים התייחסות ישירה לאחד העקרונות של סמית, כיוון שהם קובעים כי מטרת החוק הייתה "לספק אמצעי לניכיון משנה של שטרי חוב". אחת המטרות העיקריות של החוק, כפי שצוינה על ידי ועדת הבנקאות של הסנאט האמריקני, הייתה "לאפשר מתן אשראי מסחרי יעיל ליחידים העוסקים בענפי התעשייה, המסחר, המימון והעסקים בהיקף הנחוץ להם".

רוב הכלכלנים ומעצבי המדיניות בשני העשורים שלאחר כינון הפדרל ריזרב בנק סברו שפעילות האשראי של הבנקים תוגבל למתן הלוואות מסחריות הנפרעות מאליהן (כלומר, real bills). התחושה הייתה כי הקפדת הבנקים על מדיניות אשראי זו תספק הגנה מסוימת מפני משברי אשראי חוזרים ונשנים. בנקים רבים הסתמכו על עיקרון זה מתוך תורתו של סמית כטיעון לסירובם להעמיד אשראי לענף החקלאות.¹⁹ במקביל להם היו בנקים רבים שבחרו להתעלם מדוקטרינת השטרות הריאליים ושהעמידו הלוואות

18. האוצר האמריקני השפיע על עתודות הבנקים זמן רב לפני הקמת הפדרל ריזרב (Federal Reserve Bank). ואולם השפעת האוצר לא הייתה חזקה, ורבים הסתייגו מהתערבותו. לפירוט נוסף על הפעולות שנקט האוצר האמריקני בעניין עתודות הבנקים ראו Patton (1907) ו-Taus (1943). סקירת המערכת הבנקאית בתקופה שקדמה להקמת מערכת הפדרל ריזרב מצויה אצל Perrin (1911).

19. עובדה זו עשויה להסביר את מחויבות ממשלת ארצות הברית לספק מימון לענף החקלאות. הממשלה הפדרלית נכנסה לראשונה לתחום האשראי לחקלאות ב-1916, כשהקימה בנקים פדרליים מחזיים להעמדת הלוואות משכנתא. בעקבות חוק האשראי לחקלאות מ-1923 הוקמו 12 בנקים פדרליים למתן אשראי לחקלאות (Federal Intermediate Credit Banks), שהעמידו הלוואות בין היתר לאגודות קואופרטיביות של מכירת תוצרת חקלאית.

לרכישת נדל"ן בשנות ה-1920. היקף האשראי הבנקאי לנדל"ן מכל הסוגים הוכפל מ-1920 ועד 1929. הבנקים השתתפו במימון ההתפתחות המואצת בעסקי הנדל"ן שהחלה בפלורידה ב-1920 ובקליפורניה ב-1921. סך יתרות המשכנתאות על נדל"ן למגורים הסתכמו ב-8% ממאזני הבנקים ב-1929. ואולם חשוב לציין שהלוואות אלה הוגבלו לרוב לטווח של 3 שנים ולשיעור של מחצית ערך הנכס.

נטייתם של בנקים רבים להאריך את התקופה לפירעון על האשראי בשנות ה-1920 היו מקור לדאגה בקרב מעצבי המדיניות הבנקאית. היו כלכלנים שהמליצו לפדרל ריזרב לאפשר לבנקים העמדת הלוואות כנגד ביטחונות לטווחים ארוכים יותר, כחלק לגיטימי של תיקי האשראי המסחרי.²⁰ הם סברו שהגידול בהשקעות הבנקים בניירות ערך (אג"ח ממשלתיות וקונצרטיות) שחל בשנות ה-1920 הספיק כדי לספק את צורכי הנזילות של הבנקים המסחריים. ואולם הרוב עדיין החזיקו בעמדה שעל הבנקים להגביל את פעילות האשראי שלהם להלוואות מסחריות מטעמי נזילות. מכאן שדוקטרינת השטרות הריאליים הוסיפו למלא תפקיד מרכזי הן בספרי העיון בנושא בנקאות והן בשיח המדיני.

הדוקטרינה של סמית זכתה לתמיכה משמעותית גם מצד הפדרל ריזרב בנק (Federal Reserve Bank) עצמו. בשני העשורים הראשונים לקיומו עסקה מועצת הנגידים של הפדרל ריזרב בהגדרת דרישות כשירות לניכיון שטרות. בהגדרת הקווים המנחים לכשירות הסתמכה מועצת הנגידים בעקביות על גישת השטרות הריאליים. הדוח השנתי של הפדרל ריזרב ל-1923 מכיל ניסוח מחודש של דוקטרינת השטרות הריאליים. הדוקטרינה נוסחה מחדש פעם נוספת ב-1929, על רקע החשש מפני העלייה בהלוואות ספקולטיביות (כנגד מניות). הדוקטרינה הוזכרה שוב על ידי הפדרל ריזרב ב-1936. ואולם באותה עת היא יושמה בגרסה ממותנת, על ידי מתן אפשרות להשקיע כספי פיקדונות לזמן קצוב בניירות ערך לזמן ארוך יותר. הניסיון של תחילת שנות ה-1930 הראה שגם תיקי אשראי לטווח קצר אינם נזילים כשהבנק המרכזי מסרב לרכוש אותם מבנקים. חלק מהכלכלנים (ובכללם Morton (1939) ו-Mints (1945)) הסתמכו על הניסיון הזה כשהמליצו על נטישת דוקטרינת השטרות הריאליים. ואולם הם לא ייצגו את העמדה הרווחת בנושא זה.

החל משנות ה-1930 חלו שלושה שינויים מהותיים בתיקי הנכסים הבנקאיים, שהביאו לצמצום הישענות הבנקים על הלוואות עסקיות הנפרעות מאליהן ומכאן לירידה בפופולאריות של דוקטרינת השטרות הריאליים של סמית. השינוי הראשון נגע לאופי

האשראי העסקי. החל משנות ה-1930 הפכו הלוואות לזמן קצוב לחלק מתיקי האשראי הבנקאי, וחלקם הועמדו לטווחים שעלו על שנתיים. במקביל לכך גם הורחב טווח הביטחונות המקובלים. חוק הבנקאות שנחקק ב-1935 סמך את ידו על המגמה החדשה ועודד מתן אשראי לטווח ארוך יותר. הבנקים גילו שסטייה זו מדוקטרינת השטרות הריאליים אין בה כדי לפגוע בנזילותם. בעזרת תכנון הולם של תזרים הפירעונות ומעצם אופיים המתחסל מאליו, הלוואות אלה סיפקו נזילות מתקבלת על הדעת. ב-1940, כמחצית ההלוואות הבנקאיות לחברות לא-פיננסיות (למעט לענף החקלאות) היו לתקופה של שנה ומעלה.

ההתפתחות השנייה שהחלה בשנות ה-1930 הייתה רכישה נרחבת של תיקי משכנתאות על ידי הבנקים המסחריים. מנהל הדיור הפדרלי (Federal Housing Administration) העניק ביטוח להלוואות משכנתא והפך אותם לאפיק השקעה בטוח. הבנקים הגיבו בחיוב לשינוי זה ורכשו כשליש מסך הלוואות המשכנתא המובטחות על ידי מנהל הדיור הפדרלי מ-1935 ועד לתחילת שנות ה-1950.

ההתפתחות השלישית הייתה השקעת הבנקים בניירות ערך ממשלתיים במלחמת העולם השנייה. בשנים שבין 1940 ל-1945 רכשו הבנקים 40% מסך המלווים שהממשלה הפדרלית הנפיקה לציבור. כתוצאה מכך עלו ב-1943, לראשונה, הכנסות הבנקים מהשקעות בניירות ערך על הכנסותיהם מהאשראי. בתהליך ההשקעה בניירות ערך של ממשלת ארצות הברית בוטלו רוב העודפים בעתודות הבנקים משנות ה-1930, בלי שהדבר פגע בנזילות הבנקים. תיקי ההשקעות הגדולים שהבנקים החזיקו בעקבות מלחמת העולם השנייה פיצו במידה רבה על צמצום הנזילות של תיקי האשראי עקב המעבר לאשראי לזמן קצוב ולהלוואות נדל"ן.

7. פעילות בנקאית בעשורים האחרונים ודוקטרינת השטרות הריאליים: הערות מסכמות

בסוף שנת 1945 היוו החזקות של אג"ח של ממשלת ארצות הברית 57% מסך הנכסים הבנקאיים, ואילו האשראים מכל סוג היוו 17% בלבד. בתוך עשור אחד שוב עלו יתרות האשראי על יתרות תיקי ההשקעות, ועד 1972 הגיע סך תיק האשראי הבנקאי לסכום הכפול מתיק ההשקעות. אופיו והרכבו של תיק האשראי השתנה מהותית ככל שהבנקים הלכו והתנתקו מדוקטרינת השטרות הריאליים. הלוואות לזמן קצוב הפכו להיות המרכיב העיקרי בתיקי האשראי הבנקאי בשנות ה-1960, ובתחילת שנות ה-1970 הם

היוו כמחצית האשראי העסקי. הבנקים הגבירו את מעורבותם במימון ציוד (למשל: הלוואות חכירה), והדגש על מימון מחזור הייצור הלך ופחת. מלבד השתתפותם בשוקי המשכנתאות, הבנקים גם הגדילו את חלקם באשראי צרכני. אשראי זה, שהיווה 1% מסך מאזני הבנקים ב-1945, צמח לכדי 9% ממאזני הבנקים בראשית שנות ה-1970, והוכפל לכ- 19% עד סוף המאה ה-20.

למרות ההתמקדות המחודשת בתיק האשראי הבנקאי לאחר מלחמת העולם השנייה, אין ספק שההסתמכות על דוקטרינת השטרות הריאליים הצטמצמה. הכלכלנים וגורמי הפיקוח הבנקאי צמצמו את הרלוונטיות של הדוקטרינה. ברמת המקרו, היה ברור שהיצמדות לדוקטרינה אינה יכולה לשמש כאמצעי ביטחון נגד השפעות פרו-מחזוריות של שוקי האשראי. הניסיון משנות ה-1930 הראה שלגבי המערכת הבנקאית בכללותה, הלוואות הנחשבות בטוחות בזמנים רגילים עשויות להפוך לא-בטוחות בעתות משבר, ללא קשר לתקופה לפירעון.

ברמת המיקרו ננטשה הדוקטרינה על ידי הבנקאים מכמה סיבות: ראשית, היא עמדה בסתירה להשקפה שעל הבנקים לספק צרכים לטווח ארוך של צרכנים. שנית, מאחר שהפדרל ריזרב הוכר כספק הנזילות הן למערכת הבנקאית והן לבנקים יחידים, צומצם הצורך בהחזקת תיקי אשראי נזילים. כתוצאה מכך אפשרו הבנקים שינויים בתיקי האשראי שלהם, שהפכו אותם לנזילים פחות. שלישית, הביטוח שהוענק למשכנתאות הפך את האשראי לנדל"ן לפחות מסוכן; ושיפור השיטות לבחינת אשראי הפחיתו את הסיכון הכרוך באשראי צרכני. רביעית, העלייה בחוב הממשלתי סיפק עתודות משניות שתרמו לנזילות הנכסים הבנקאיים. יתר על כן, ניהול ההתחייבויות הבנקאיות סיפקו לבנקים מקורות מימון גמישים, שצמצמו את הצורך בהישענות על תיק האשראי כמקור נזילות. ■

ביבליוגרפיה:

- Smith, A., The Wealth of Nations (1776), (edited by Edwin Cannan), published by Random House, 1937.
- Caldwell, S., Banking History of Louisiana, Louisiana State University Press, Baton Rouge, 1935.
- Carroll, C.H., "The Gold of California and Paper Money", Hunt's Merchants' Magazine, XXXV (1856), pp. 166–172.
- Crick, W.F., "The Genesis of Bank Deposits", Economica, VII. (1927), pp. 191–202.
- Dowrie, G.W., Development of Banking in Illinois, University of Illinois Press, Urbana, 1913.
- Dunbar, C.F., The Theory and History of Banking, (Fifth, revised edition), G.P. Putnam's Sons, New York, 1929.
- Fischer, G.C., American Banking Structure: Its Evolution and Regulation, Columbia University Press, New York, 1967.
- Fischer, I., "Appreciation and Interest", Publications of the American Economic Association, XI (1896), pp. 54–79.
- Friedman, M. and A.J. Schwartz, Monetary History of the U.S.: 1807–1960, Princeton University Press, Princeton, 1963.
- Hammond, B., Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War, Princeton University Press, Princeton, 1957.
- Helderman, L., National and State Banks: A Study of their Origins, Houghton Mifflin, Boston, 1931.
- Howe, R.L., The Evolution of Banking, Charles H. Kerr & Co., Chicago, 1915.
- Klebaner, B.J., Commercial Banking in the U.S.: A History, Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1974.
- Krooss, H.E., (ed), Documentary History of Banking and Currency in the United States, Vol. II, Chelsea House Publishers in Association with McGraw–Hill, New York, 1969.
- Laughlin, J.L., "Bank Notes and Lending Power", Journal of Political Economy, XVIII, (1910), PP. 780–790.
- Miller H.E., Banking Theories in the U.S. before 1860, Harvard University Press, Cambridge, 1927.
- Mints, L.W., A History of Banking Theory, University of Chicago Press, Chicago, 1945.
- Morgan, V.E., The Theory and Practice of Central Banking: 1794–1913, Cambridge University Press, Cambridge, 1943.
- Morton, W.A., "Liquidity and Solvency", American Economic Review, XXIX (1939), pp. 381–385.
- Moulton, H.G., "Commercial Banking and Capital Formation III", Journal of Political Economy, XXVI (1918), pp. 720–28.
- Patton, E.B., "Secretary Shaw and Precedents as to Treasury Control over the Money Market", Journal of Political Economy, XV (1907), pp. 65–87.
- Perrin, J., "What is Wrong with Our Banking and Currency System?" Journal of Political Economy, XIX (1911), pp. 862–63.
- Powell, E.T., The Evolution of Money Markets 1385–1915, Frank Cass & Co., London, 1915.
- Richards, R.D., The Early History of Banking in England, Augustus M. Kelly, London, 1929.
- Scott, W.A., "Investments Vs. Commercial Banking", Proceedings of the Investment Bankers' Association, 1913, pp. 76–85.
- Scroggs, W.O., A Century of Banking Progress, Doubleday, New York, 1924.
- Taus, E.R., Central Banking Functions of the U.S. Treasury, Columbia University Press, New York, 1943.

78 | החוק להשוואת זכויות ההצבעה של מניות הבנקים¹

איתן ברגלס²



פרופסור איתן ברגלס ז"ל (1934-1992), אחד מבכירי הכלכלנים בישראל, בין תפקידיו הרבים היה יושב ראש מועצת המנהלים של בנק הפועלים ונשיא איגוד הבנקים (1985-1992). ברגלס שימש כיועץ הכלכלי לממשלה בשנות הששים וראש אגף התקציבים בשנות השבעים. ב־1966 היה בין מייסדי המחלקה לכלכלה באוניברסיטת תל אביב. בין השאר שימש כדיקן הפקולטה למדעי החברה, סגן הרקטור והיה ממונה על הקתדרה למימון ציבורי ע"ש סימונסן. בשלהי 1992 הוחלט להרחיב את המחלקה לכלכלה ולהפכה לבית הספר לכלכלה ע"ש איתן ברגלס. המאמר המובא כאן נכתב על ידי פרופסור ברגלס ב־1989 והווה תרומה לדיון בהפרטת השליטה בבנקים. מאמר זה תרם היבטים ייחודיים לנושא אך לא פורסם, חלק מהרעיונות המובאים הוכחו כנכונים ולא איבדו מתקפותם. ראינו לנוכח להעלות את זכרו של פרופסור ברגלס ולשתף במסקנותיו את העוסקים בבנקאות.

1. מאמר זה הופיע כנייר דיון מס' 89-5 בפברואר 1989, של המרכז לפיתוח ע"ש פנחס ספיר ליד אוניברסיטת תל אביב.

2. הדעות המובאות במאמר זה הינו הינן עמדת המחבר בלבד.

1. מבוא

הבעיה העכשווית של הבעלות והשליטה בבנקים בישראל הינה תולדה של וויסות מניות הבנקים, שהביא למשבר ב-1983, ושל הסדר המניות הבנקאיות שנעשה באותה שנה. היום ברור שההסדר שנעשה, אם כי בא בתגובה לוויסות, היה בבחינת שגיאה נוספת שהחמירה את תוצאת הוויסות. על מדינת ישראל לפתור עתה את הבעיות הנובעות מהוויסות ומההסדר שהושג בעקבותיו.

ההתמודדות עם הבעיה מאפשרת חופש בחירה של פתרונות. במאמר זה כוונתי להוכיח שהפתרון שהצעת החוק מצביעה עליו יוסיף שגיאה חדשה שלה השלכות חמורות למשק ולחברה הישראלית. ניתן לומר שהסכנות שהמשק יעמוד בפניהן אם יאומץ החוק יותר גדולות מאלו שנגרמו על ידי ההסדר.

הגישה בעבודה זו תהיה להציג את החוק המוצע, להסביר את תוצאותיו האמיתיות, השונות מהמוצהר ולאחר מכן להציג אלטרנטיבה.

הטענה העיקרית במאמר זה הינה שאם יאומץ החוק המוצע הוא לא ישיג את מטרותיו. התוצאה בפועל תהיה הלאמה של הבנקים ושל חלקים משמעותיים נוספים מהמשק לתקופה ממושכת.

המטרות שמנסחי החוק הציבו הינן המטרות הרצויות, ולכן תוצע במהלך העבודה דרך אלטרנטיבית להשגת אותן מטרות מתוך הנחה שיש סיכוי גבוה יותר להשגתן דווקא בדרך זו.

ארבע מטרות לחוק המוצע:

- א. להקטין את עלות הסדר המניות.
- ב. ליצור מצב בו השליטה בבנקים תבטא את הבעלות.
- ג. לשמור על יציבות מערכת הבנקאות.
- ד. להמנע מהלאמה בזמן הארוך.

כבר בהגדרת המטרות נראה שמנסחי החוק אינם ערים לעובדה שהמדובר בשנוי יסודי ביותר בכל ארגון המשק הישראלי לא תהיה זו הגזמה לומר שלא היה עד כה וקשה לצפות שיהיה בעתיד, אירוע כלכלי או חקיקה, שיגרום לשנוי כה מרחיק לכת במבנה המשק.

השאלות המרכזיות לגבי תפקוד המשק, יציבות המשק, המבנה הרצוי בזמן הקצר ובזמן הארוך, המעמד הבינלאומי של מערכת הבנקים, האפשרות לפעול במערכת בנקאות בבעלות משותפת של ועדה באוצר לטווח ביניים, האם ניתן למכור את הבנקים לגורמי פנים או חוץ. כל ההיבטים הללו אינם מוזכרים. מהצעת החוק עולה שלדעת מנסחיו הדבר החשוב הוא הקטנת עלויות בעין. הם אינם ערים להבחנה שהמחיר הכלכלי הרלבנטי למקרה זה הוא המחיר למשק ולא המחיר בו נמכרת המניה.

העלות המרכזית הרלבנטית של הסדר מניות הבנקים היא העלות הנובעת מכך שחלק ניכר מאוד מהמשק יולאם לתקופה ארוכה. ההלאמה תקיף את הבנקים עצמם, את החברות שבבעלותם ואת החברות החייבות לבנקים סכומים גדולים, לפחות אלה מביניהן הנמצאות במצב כלכלי קשה. סקירה שטחית תראה שמדובר במרבית המשק העסקי בישראל. הנסיון בעולם מראה שתהליך ההלאמה הוא קל וקצר ללא השוואה לתהליך ההפרטה. הנסיון, גם בארץ, מורה כי קשה לממשלה למכור נכס שבבעלותה. בעולם של שנות השמונים לא קשה להסביר שהלאמה גורמת לאי יעילות, חונקת יזמות, ופוגעת בצמיחה כלכלית. קשה יהיה להסביר בעולם של היום מדוע מדינה בוחרת בדרך של הרחבה סוחפת של בעלות המדינה על פעילויות כלכליות.

בניתוח להלן לא אנסה לאמוד את העלות של משק מולאם. אסתפק בהוכחת הטענה שהחוק המוצע יגרום לסיכוי גבוה של הלאמה נרחבת במשק הישראלי ולא לזמן קצר. בסופו של המאמר יוצע כיצד להתקדם בכיוון הרצוי, משמע למכור את מניות הבנקים לגורמים עסקיים ולציבור הרחב תוך זמן קצר יחסית תוך מזעור העלות הכלכלית האמיתית – סכנת ההלאמה במשק.

2. זכויות הקניין וכיבוד הסכמים

הצעת החוק מציעה בצורה בוטה להפקיע ללא תמורה את מניות ההצבעה מידי אלה המחזיקים בהם כיום. זאת בניגוד להסכם מפורש שחתמה הממשלה. המומחים יטפלו בשאלת

המשמעויות החוקתיות של צעד כזה. אומר רק שהממשלה מציעה לקונים פוטנציאליים של המניות להכנס אתה לשותפות בפועל לפיה יחזיקו הם את השליטה לתקופות ביניים (יתכן ארוכות) כאשר רוב המניות עדיין בידי הממשלה. האם אז יאמינו לממשלה שתהיה באמת שותף שקט כאשר אינה נזקקת אפילו לחקיקה כדי לבטל את ההסכם. ניתן היה אולי להצדיק חקיקה מעין זו אילו בעלי השליטה הקיימים היו מגלים אטימות ציבורית ולא היו נכונים להכנס למשא ומתן עם הממשלה לגבי זכויות ההצבעה. הויתור על שלב המשא ומתן, ההצהרה כי לא יינתן פיצוי, והמעבר המיידית להצעת החוק לא יסייעו למו"מ ועשוי גם לפגוע במסלול פתרון מרכזי (ואולי במקרים מסויימים גם היחיד הריאלי) של גיוס אמצעים גם על ידי בעלי שליטה קיימים.

3. זכויות ההצבעה שוות

הרעיון המרכזי בו פותחת הצעת החוק הנה זכויות הצבעה שוות כלומר (פרופורציונליות לערך הנקוב), נתייחס לעקרון זה כקול אחד למניה אחת. לגבי רבים זהו עקרון מובן מאליה המשקף, במרכאות או בלעדיהן את רצון העם. איננו רשאים לפתור את עצמנו מבדיקה מהותית של עקרון זה. ניתן לבחור את החוק בשני מישורים:

1. המשמעות המיידית.
2. ההשפעה על מחיר ויכולת המכירה.

המשמעות המיידית:

המשמעות המיידית של השוואת זכויות ההצבעה, כאשר המניות בידי הממשלה, הינה שהשליטה עוברת לידי מחזיק המניות דהיינו לידי אוצר המדינה. למען הסר ספק קובע החוק במפורש כי תוך חודש מאימוץ החוק יוחלפו הדירקטורים בכל הבנקים. הדירקטורים החדשים ייבחרו על די ועדה לבחירת דירקטורים שתמונה על ידי שר האוצר.

פרט לנושא מינוי הדירקטורים הצעת החוק איננה מפרטת כלל מי ימלא את תפקיד הבעלים במצב החדש. בשנים האחרונות הרבו לדבר אצלנו על תפקיד בעלי המניות בהכוונת הפירמות. הוויסות נתפס לא אחת כשלונם של בעלי השליטה והחוק כולו בא להעניש את בעלי השליטה על השגיאה שעשו בעת ויסות המניות. מי הם אם כן בעלי השליטה שיכוונו את הדירקטורים החדשים? אם יוצר משבר בדירקטוריון מסוים מי יטפל בו – הועדה למינוי הדירקטורים? שר האוצר? ממשלת ישראל? על השאלה

הזאת אין תשובה בחוק. כאשר יהיה צורך להחליף מנהל כללי בבנק מסויים מי ייזום? מי ימליץ? אין לי ספק שבמבנה החדש יסתבר שהחלל מתמלא על ידי האוצר שיהיה מעורב תדיר ולעומק מכאן שגורם אחד האוצר, או ועדה מטעמו, ישלטו בו זמנית בבנקים מתחרים.

האם בתנאים כאלה ניתן יהיה לקיים תחרות בין הבנקים? האם יתכנו אז תנאי שכר שונים בבנקים השונים? האם יוכלו הבנקים לעמוד בויכוח עם האוצר כאשר שר האוצר יבקש מהם לסייע למפעל מסוים או למנוע סיוע מגורם אחר, לממן השקעה מסוימת ואפילו לקדם מישהו בתפקיד?

במישור אחר עולה השאלה האם תהיה בחירה נאותה של חברי הדירקטוריונים. בחירת דירקטור טוב לבנק איננה בחירה קלה כל שכן בחירת דירקטוריון שלם. צריך להכנס לשאלות של יכולת אישית, כישורים מקצועיים, הכרות עם המשק וידע בבנקאות ומכל אלה להרכיב קבוצה שתדע גם לעבוד יחד וגם לשמש משקל נגד להנהלות הבנקים. תפקיד הדירקטוריון מורכב ביותר מאחר שהוא פועל כמאזן להנהלות המורכבות מאנשי מקצוע שבידיהם אינפורמציה עדיפה והמקדישים את מלוא זמנם לבנק. אין לקנא בתפקיד שיוטל על "ועדת החכמים" שיצטרכו להרכיב שמונה דירקטוריונים תוך חודש ימים. על פי איזה קריטריונים ייקבעו מי הולך לבנק לאומי, מי לבנק הפועלים ומי לבנק דיסקונט? האם יעמדו בקשר עם הבנקים כדי להיות מוכנים להציע חליפים לדירקטורים שיצטרכו לפרוש מתפקידם? האם ימנו את היו"ר של הדירקטוריון או שזה יבחר על ידי הדירקטורים? האם למנהיגי המפלגות הפוליטיות יהיה מעמד בתהליך? לשר האוצר? לנגיד בנק ישראל? אילו תהליכים יעברו על מערכת הבנקאות הישראלית כאשר בעת ובעונה אחת יוחלפו כל הדירקטוריונים? ובעקבותיהם אולי גם ההנהלות.

הצעה זו של החלפה סימולטנית מפתיעה במיוחד כאשר מנסחי החוק רואים כמטרה מרכזית "לשמור על היציבות של המערכת הבנקאית" ועוד מוסיפים על כך שיפעלו "למכור את המניות הבנקאיות בהקדם". אחרי מכירה זו ישונו הדירקטוריונים פעם נוספת.

חילופי הדירקטוריונים הסוחפים שהבנקים הישראלים כבר עברו, פגעו בתדמיתם הבינלאומית. קשה להסביר לבנקאים בעולם אך עליהם להתייחס לבנקים ישראלים כאשר מרחפת הצעת חוק של שר האוצר לפיו יוחלפו בקרוב הדירקטוריונים על ידי ועדה מטעם שר האוצר. על איזה בסיס ניתן לקיים יחסים מסחריים עם בנקים כאלה, כיצד ניתן להסביר שמטרת חילופים כאלה הינה להגביר יציבות? לשאלות אלה עונים

מצדדי החוק בשאלות – וכי המצב הנוכחי טוב יותר? האם אין היום מעורבות פוליטית בבחירת הדירקטוריונים של בנקים מסוימים?
התשובה הינה ללא ספק חיובית. קיימת מעורבות כזו גם היום והמעורבות הזו לא תמיד הביאה למינויים טובים. אבל ניתן לומר על ההליכים עד כה שהם השכילו באופן ברור לשמור על מידה של עצמאות לבנקים השונים, אפשרו תחרות ביניהם ומנעו שליטה מלאה של האוצר בבנקאות הישראלית. עצמאות זו מצאה ביטוייה בטיפול בלוויים בודדים ברמת המיקרו ובטיפול בבעיות מקרו כמו היקף האשראי, גובה הריבית ושכר העבודה. יהיה זה משק אחר לגמרי אם הבנקים יאבדו עצמאותם ונושאים אלה יורדו להם כהנחיות מהאוצר או מבנק ישראל.

יש הרואים תרופה כוללת לכל הבעיות לעיל בהקמת ועדה ניטרלית במקום הוועדה האוצרית. כאילו כל הבעיות יפתרו אם הוועדה שתמנה דירקטורים תהיה "ניטרלית", כאשר בראשה יעמוד שופט והיא כולה מורכבת מנציגים של האוצר ובנק ישראל. מינוי דירקטורים רבים, איזון מועצות מנהלים, מינוי מחליפים, טיפול בבעיות אישיות שיווצרו מחייב ידע רחב בפעילות הבנקים והכרויות רבות עם אנשים ומוסדות. בניגוד למה שנדמה לעיתים אין כאן רק שאלה של טוהר כפיים ומניעת ניגוד אינטרסים. תפקידו של גוף כזה מחייב צוות טכני שיעץ ויעקוב. במשך הזמן יהפוך לצוות חברת החזקות. לחברה כזו יפנה חלק הביקורת על הבנקים, על הדירקטורים ובקשות להתערבות בנושאים שונים. ספק בעיני אם שופט בישראל צריך לקבל עליו תפקיד מעין זה.

בנוסף עולה שאלת השליטה של הוועדה למינוי דירקטורים, או של שר האוצר. לבנקים בעלות בחברות רבות במשק. כיום מאפשר להם הדבר למנות דירקטורים באותם החברות. האם לשר האוצר, או לוועדה שמינה, תהיה סמכות להתערב במינויים אלה? לדירקטוריונים סמכויות החלטי על מכירת החברות, השקעות, גיוסי הון, חלוקת דיבידנדות. האם שר האוצר יהיה מעורב בהחלטות אלה? יש עוד סוגיות רבות ודומות, יתכן שאת החשובות בהן אין הדעת תופסת. כיוונו של התהליך ברור והוא מוביל למעורבות שתלך ותיגבר. דומני שדי בשאלות שהעלינו כאן כדי לבסס את הטעון שלא ניתן יהיה לשמור על עצמאות הבנקים באמצעות התרגיל של ועדת המינויים ואפילו שר האוצר ישמור אותה במטחווי זרוע.

לבנקים הישראליים מערכת מאוד מפותחת של שלוחות בארצות חוץ. פיתוח מערכת כזו מחייבת השקעות מרובות, פיתוח קשרים והשגת זכיונות משפטיים. למערכת השלוחות של הבנקים הישראליים תפקיד מרכזי בגיוס אשראי למשק הישראלי ובתמיכה במערכת סחר החוץ של המשק הישראלי.

מדינות רבות ובמיוחד ארה"ב, רגישות מאוד לשאלת השליטה והבעלות בבנקים השונים, בעיקר בנקים המקיימים שלוחות בארצותיהם. גם לקוחות רבים ערים לשאלה זו. תקנות שונות בארצות חוץ יכולות להביא לכך שבמקרה של העברת השליטה לממשלה תוגבל הפעילות של שלוחות הבנקים הישראליים בחו"ל כולל היכולת שלהם להלוות כספים לממשלת ישראל או לחברות בבעלות ממשלתית. להעברת השליטה עשויות להיות השלכות על גובה יתרות מט"ח של המשק הישראלי ועל עלות גיוס האשראי מחו"ל וזאת נוסף לנזקים רציניים שייגרמו למערכת הבנקאות הישראלית.

הנושא של פעילות בחו"ל הוא קשה ומורכב וגורר בעיות משפטיות בינלאומיות. המערכת המשפטית הביין לאומית משתנה היום במהירות. דוגמה אחת תספיק: – לבנק איטלקי גדול (בנקא קומרציאלה) שהוא חברת בת של חברה ממשלתית איטלקית היתה חברת בת בנקאית גדולה בארה"ב. משיקולים כלכליים החליט הבנק האיטלקי למכור את אותה חברה ועשה זאת ברווח גדול. כעבור פרק זמן החליט הבנק שחשוב לו לקנות שליטה בבנק אמריקני אחר.

הרשויות הפדרליות אמרו שגישתם השתנתה והטילו על הבנק מגבלות שמקודם היה פטור מהן. המגבלות היו כה חמורות, בעיקר בתחום הדיווח על פעולות חברות ממשלתיות איטלקיות אחרות ועל אשראי לחברות אלה, שהבנק האיטלקי החליט לוותר על הרכישה של הבנק האמריקני. בהתאמה עם המעבר של הבנקים הישראליים לשליטה של ממשלת ישראל תיבחן מחדש כל מערכת הזכאויות שיש לבנקים אלה בארצות חוץ ויש חשש שיוטלו עליהם מגבלות חדשות, כלומר הזכויות שהושגו בעבר יועמדו בסכנה, דבר שעשוי לפגוע בפעילות התקינה של השלוחות בארצו חוץ.

ההשפעה על המחיר ויכולת המכירה

הבנקים הישראליים הם גופים גדולים מאוד. ההון העצמי של כל אחד מהם על פי ההערכה המאזנית הינו למעלה ממיליארד דולר. נשאלת השאלה מהי ההשקעה הדרושה על מנת לרכוש שליטה בבנקים כאלה.

מבחינה אריטמטית התשובה תלויה בשניים: במחיר המניה ובאחוז המניות הדרוש על מנת להשיג שליטה.

מחיר מניה – המחיר שיציעו המתעניינים ברכישה תלוי בהערכתם את פוטנציאל הרווחיות של הבנקים מעיסוקיהם הרגילים, ובערך הצפוי של הנכסים שניתן יהיה להפריד מהבנקים ולמכור. אלה שיהיו מעוניינים בשליטה עשויים להתעניין בתמורה הנוספת שיוכלו להשיג בעתיד עבור השליטה. הבעיה המרכזית בבנקים הישראליים שלאורך זמן הרווחיות שלהם תלויה בעיקר במדיניות של הממשלה ובנק ישראל. מדיניות זו לא סייע לבנקים להשיג רוויות גבוהה בעבר, וקשה ביותר להעריך את המדיניות הכלכלית והמוניטרית עתיד ואת השפעתן על הערך של הבנקים. יתר על כן יש סיבות מיוחדות המקשות על ההערכה ביחוד בתקופה זו.

אנו נמצאים בתקופת שפל כלכלי, בתקופה כזו ההערכות לגבי הפוטנציאל הכלכלי של הלווים מהבנקים ושל הבנקים עצמם מוטים כלפי מטה. המצב הפוליטי של מדינת ישראל משפיע על דירוגה הכלכלי הבינלאומי ומשפיע בעקיפין על מעמד הבנקים הגדולים שהינם מוסדות בין לאומיים. ממשלת ישראל, בנק ישראל וכנסת ישראל עוסקים במכלול נושאי חקיקה מהסוג של חוק הבנקאות, הפרדת עסקים, הגבלות על תחומי פעילות של הבנקים בשוק ההון וכו'. לכל אחד מאלה השפעה משמעותית על הערך הכלכלי של המוסדות הבנקאיים. לא ברור אלו מחוקים אלה יאומצו ולפיכך קשה לאמוד השפעתם על הערך הנכסי של הבנקים.

נושא עקרוני אחר הינו הנכונות למכור שליטה לפרטים או לחברות בחו"ל. דומני כי מוסכם שאין מניעה למכור את הבנקים הקטנים והבינוניים לבעלים מחו"ל – עשינו זאת בעבר. כל המדינות המערביות מגלות רתיעה ממכירת הבנקים הגדולים שלהם למדינות חוץ. חלק מהן נוקט מדיניות מפורשת נגד מכירת השליטה בבנקים לבעלות זה. כיום אין מדינה בעולם המערבי בה הבעלות והשליטה על הבנקים הגדולים הינה בידי תושבי חוץ. במדינת ישראל הריכוזיות הן של השלטון והן של הבנקים גדולה במיוחד. כתוצאה מכך יש מעורבות רבה ביותר של השלטונות במדיניות הבנקים הגדולים ואילו לבנקים השפעה על קביעת המדיניות. העברת השליטה על הבנקים הגדולים לגורמי חו"ל תחייב שניים מרחיקי לכת במערכת היחסים בין הרשויות לבין הבנקים. מכירה לגורם חוץ של אחד משני הבנקים הגדולים משמעותה העברת למעלה משלושים אחוז

מענף הבנקאות לזרים. יתר על כן, זו בעת ובעונה אחת העברה של השליטה על חברות שבבעלות הבנקים ושל הלווים לרבות אלה הנמצאים בקשיים. אולי אין בקביעה זו כדי לשלול את הרעיון מיסודו, דומני שיש הסכמה על כך שהשאלה מחייבת דיון ממצה. מפתיע שעד היום טרם התקיים דיון כזה, הרשויות טרם נקטו עמדה גלויה בנושא ויחד עם זאת מגלגלים שיחות על מכירה בחו"ל ומעוררים גורמים זרים להתעניין בקנייה.

בעוד שאין דיעה מוסכמת לגבי האפשרות למכור שליטה לתושבי חוץ יש קונצנזוס שהפרטים או הגופים הרוכשים שליטה חייבים להיות מזוהים ולצורך זה יהיה גם שימוש בחוק הדורש מכל קונה (או קבוצת קונים) הקונים למעלה מ-10% מהון המניות (או זכויות הצבעה) לקבל אישור מוקדם מבנק ישראל. גישה זו המקטינה כמובן את מידת הסחירות של המניות ואת ערכן הכלכלי אומצה על ידי המחוקק. באמצע גישה זו הכירו המחוקק וגופי הממשלה כי השיקולים הישימים בעת מכירת בנק שונים משיקולים בעת מכירת עסק אחר. גישה זו הופעלה, ניתן לומר בהצלחה, לגבי מכירת בנקים קטנים. הבעיה מורכבת יותר והסיכון יותר רב לגבי הבנקים הגדולים.

מחיר השליטה תלוי לא רק במחיר המניות אלא גם במספר המניות אותן יש לרכוש על מנת להשיג שליטה. כדי להקל על הדיון נתייחס תחילה למצב המוצע בחוק לפיו לכל מניה קול אחד. בתנאים אלה, בארצות אחרות בהן שוק ההון מפותח, מספיק תכופות אחוז קטן מהמניות, לעיתים אפילו פחות מעשרה אחוזים, על מנת להשיג שליטה. בחלק מהמקרים פיזור המניות הוא כה גדול עד שגופים כלכליים גדולים מתנהלים ללא בעל שליטה ברור. הדיון בישראל מתקיים לעיתים כאילו זו גם המציאות בישראל. בפועל שוק המניות בישראל הוא מאוד בלתי מפותח והתייחסות אליו בקשר האמריקני גורמת לשגיאות רבות.

ההבחנה החשובה לעניינינו הינה שמחיר המניה מושפע מזכויות הצבעה. מהקביעה הנכונה שמחיר המניה עולה כאשר מוקנות לה זכויות הצבעה גוזרים מנסחי החוק שרצוי שלכל מניה יהיה קול אחד וכן שרצוי לאמץ את שיטת הצבעה המצטברת.

הטיעונים המובאים לעיל אינם מובנים מאליהם וחלקם דורשים הוכחה. אין ספק שלזכויות הצבעה יש ערך כלכלי. אילו הוצעו היום מניות הצבעה בבנקים הישראליים לקונים, עם הבטחה אמינה שזכויות אלה לא יופקעו, אין ספק שניתן היה לקבל עבורם

מחיר. המחיר של זכויות ההצבעה איננו תלוי איפוא בהסדר שלכל מניה יהיה קול אחד. השאלה היא זו: אם בידי הממשלה יהיו כל זכויות ההצבעה וכל מניות הבעלות והיא תחליט למכור את המניות ואת זכויות ההצבעה לציבור במחיר המירבי. האם אז מחיר מירבי מותנה בשיטה של לכל מניה קול אחד. והתשובה היא שקיים ספק ממשי. התאוריה הכלכלית איננה נותנת תשובה חד משמעית בנושא וניתן לבסס הטענה שחלוקת קולות לא שוויונית דוקא היא תביא למחיר גבוה יותר עבור סך כל המניות וזכויות ההצבעה.

אין בארץ חברות בהן הגורם השולט מחזיק מיעוט קטן של מניות. אצלנו תמיד בעלי השליטה מחזיקים ברוב מניות ההצבעה, או באחוז גבוה מהן, העברת בעלות בתנאים אלה קורית רק כאשר בעל השליטה נאלץ למכור את אחזקותיו או כאשר השליטה מותנית בקואליציה שחלק מהחברים בה מפר את ההסכם.

השלכת מצב זה על עניינינו הינה שבשיטה של קול אחד לכל מניה תידרש השקעה גדולה מאוד על מנת לקנות שליטה בבנק גדול. אם נאמוד את מחיר השוק של בנק גדול בישראל בסכום של 800 – 400 מיליון דולר ואם נאמר ששליטה מחייבת רוב בזכויות ההצבעה נובע כי מחיר השליטה הינו 400 – 200 מיליון דולר. כמה גופים המעוניינים להשקיע בקניית בנק ישראל מסוגלים לגייס סכום זה? בהעדר קונים פוטנציאליים רבים יהיה המחיר נמוך. אם לעומת זאת יהיו מניות עם זכויות הצבעה שונות, נניח 15% מהמניות עם חמישה קולות כל אחת, ו-85% עם קול אחד כל אחת ניתן יהיה לרכוש שליטה על ידי קניית 20% מהמניות שישלמו עבורן נניח 25% מהמחיר. במקרה כזה יספיק חצי מהסכום לעיל לקניית שליטה. קהל הקונים הפוטנציאלי יתרחב, התחרות תגדל ולכך השפעה כלפי מעלה על המחיר. ריבוי הקונים יאפשר סינון גבוה יותר בבחירת הקונה הרצוי. מציאת הקונה הרצוי עשויה לעלות בחשיבותה לאין ערוך על תוספות מסוימות במחיר המכירה.

מדוע בכל זאת הוצע החוק במתכונתו הנוכחית ומדוע קיימת תמיכה ציבורית בהשוואת זכויות ההצבעה. נראה שמספר שיקולים שונים תרמו יחד להצעה הזו וראוי להתייחס אל כל אחד מהם בנפרד.

א. ההנחה שמניות עם זכויות הצבעה ערכן בשוק גבוה יותר ממניות ללא זכות הצבעה, ובכך יתאפשר לממשלה למזער את הנזק שהביא עליה הסדר המניות. טעון זה מכיל מרכיבים נכונים אבל עשוי להביא למסקנות מוטעות. הרווח הנוסף שהממשלה תשיג ממכירת מניות עם זכויות הצבעה נובע ממכירה של נכס נוסף שהוא זכויות ההצבעה. אם יוצאים מהנחה שזכויות ההצבעה לאחר שהופקעו מבעליהן הנוכחיים הן בידי הממשלה והיא מוכרת את המניות ואת זכויות ההצבעה גם אז לא ברור שמחיר המכסימלי יושג דווקא כאשר יאומץ העקרון של לכל מניה קול אחד. סביר מאוד, ובטעון לעיל הועלו חלק מהשיקולים, שיצירת שני סוגים של מניות תביא תמורה כוללת גבוהה יותר.

ב. התנגדות למצב שיווצר עם השלמת פדיון מניות ההסדר לפיו לגבי חלק מהבנקים הרוב המכריע של המניות יהיה בידי הממשלה אך השליטה תישאר בידי הגופים השולטים כעת. מנסחי החוק מבקשים למנוע מצב בו השליטה בתאגידים בנקאיים אינה מבטאת את ההשקעה בהון. מוסכם כי המצב שנוצר לפיו בעלי השליטה אין כמעט כל השקעה בהון איננו סביר ומחייב שינוי. יש להדגיש שמהסכמה זו לא נובעת בהכרח המסקנה של שוויון זכויות ההצבעה. יש דרכים שונות לשנות את זכויות ההצבעה כולל זו שהוצגה לעיל, שיביאו לחיסולו של המצב הקיים על קיום שליטה כמעט ללא בעלות וליצירה של מצב חדש שונה באופן מהותי. המטרה ש"השליטה בתאגידים בנקאיים תבטא את ההשקעה בהון" באופן מלא איננה מציאותית ואף איננה רצויה. סביר להניח שהכל רוצים במערכת בנקאית המתפקדת ביעילות. ניהול בנק על ידי אסיפת בעלי המניות היא ערובה להשגת ההיפך, מה גם שהדבר אינו בר ביצוע.

ג. יש הרואים בשיטה של "לכל מניה קול אחד" שיטה צודקת יותר או דמוקרטית יותר. שתי אלה טענות בלתי נכונות. קיומן של מניות עם זכויות הצבעה שונות בשוק מאפשר לכל משקיע לקנות את המניות הרצויות לו. הבדל המחירים בין המניות המושפע מזכויות הצבעה שונות משקף הביקושים לזכויות הצבעה. חופש הבחירה של המשקיע גדל כאשר יש מבחר מניות עם זכויות הצבעה שונות. עקרונות הצדק המקובלים עלינו בדרך כלל הינם בכיוון ההפוך, קרי לאפשר לצרכן חופש בחירה. מדוע לחייב את המשקיע שאיננו מעוניין בכך, ולא ישתמש בזכות ההצבעה לשלם עבור זכות כזו? מדוע אם כן לא לאפשר לחברה למכור מניות עם זכויות הצבעה שונות? גם הטעון הדמוקרטי אינו במקומו. יש לזכור שהדמוקרטיה כאן איננה לגבי

אנשים אלא לגבי מניות. לא לכל איש יש קול אחד אלא לכל מניה קול אחד. רעיון "הדמוקרטיה של המניות" לא זכה עדיין לביסוס פילוסופי.

ד. בנטייתם לממש את הרעיון של יצירת "מצב לפיו השליטה בתאגידים בנקאים תבטא את ההשקעה בהון" מנסחי החוק מרחיקים לכת ומציעים לאמץ את שיטת ההצבעה המצטברת. מיותר להיכנס כאן לטכניקה של שיטת הצבעה זו ומספיק לדון בתוצאותיה. על פי שיטה זו גם לבעלי מניות המיעוט יהיה ייצוג בדירקטוריון. לדוגמא בדירקטוריון של 10 חברים (בנוסף לנציגי הציבור) ובשיעור הצבעה של 50% כל 5% מהקולות יוכלו לבחור נציג. ההנחה של בעלי ההצעה הינה שבדרך זו יתארגנו המצביעים, יבחרו נציגים טובים ואלה ישפרו את היעילות של הבנק. גירסה זו מבוססת גם על משקיע נאמן שיקנה 5% מהמניות על מנת לתרום לחברה ויעשה זאת לרוב כאשר מחיר השוק נמוך. בתרומתו לניהול יעלה את ערך המניה וירוויח מכך. הצרה היא שלעומת אותו המשקיע הנאמן מצוי גם המשקיע הנאמן לעצמו, הזוכה במקום בדירקטוריון, מחולל צרות, ומציע בגלוי למכור את מניותיו במחיר שמעל למחיר השוק. זהו המשקיע הקרוי בארה"ב "הסחטן הירוק". דוגמאות מסוג זה נפוצות למכביר. קיים כמובן גם סוג שלישי המתכוון להיות נאמן אבל איננו משתלב כראוי בפירמה וגורם להפרעות רציניות בתפקודה. צריך להדגיש שגם במקרה זה אין דרך להרחיק את אותו חבר, אשר איננו משתלב בדירקטוריון, אלא בדרך של קניית מניותיו – לרוב במחיר גבוה. לעיתים בעלי מניות שונים מתאחדים לבחירת נציג אשר ישפיע על מדיניות הפירמה בכוון הרצוי להם, השונה מהדרך המקובלת על הרוב. מקרים כאלה בפועל או בכוח גורמים להקטנת ערך השוק של הפירמה.

הנסיון בעולם מראה שחסרונותיה של השיטה המצטברת עולים על יתרונותיה, כך שבסופו של דבר היא מפחיתה ואינה מעלה את ערך הפירמה. ממדינות רבות בארצות הברית בהם היתה נהוגה השיטה המצטברת חלה בריחה של פירמות ציבוריות למדינות בהן השיטה איננה נהוגה. כדי למנוע תופעה כזו מתקנים היום במספר מדינות את החוק כך שהצבעה מצטברת לא תהיה חובה. דומני שחשוב ללמוד לקחים בנושא זה מארצות אחרות. אם הנסיון שם הוא רלוונטי לנו כי אז אימוץ השיטה יביא להגדלת עלות ההסדר לממשלה במקום להקטנתו.

ה. רבים טוענים, כי השיטה שלפיה לכל מניה קול אחד מקובלת במדינות המתוקנות, לדוגמא, בארה"ב. בפועל הגישה לא היתה קיימת בארה"ב אלא בבורסה של ניו-יורק. זו התלבטה בנושא והקימה לפני שנתיים ועדת מומחים שקבעה שהאיסור על רישום מניות עם זכויות הצבעה שונות איננו תורם לפעולה תקינה של שוק ההון. הוועדה המליצה לבורסה הניו-יורקית לרשום למסחר מניות עם זכויות הצבעה שונות וכך אמנם נעשה בשנתיים האחרונות. יחד עם זאת החליטה הבורסה הניו-יורקית לבקש את חוות דעתה של הרשות לניירות ערך האמריקנית (SEC) וזו הוציאה בשנת 1988 תקנה חדשה (C19-4), על פיה אין כל מגבלה על סוגי המניות שיכולה להנפיק חברה חדשה. כל מה שצריך להבטיח הוא שכאשר קיימים מספר סוגי מניות לא יפגעו בהנפקה שניה הזכויות של מחזיקי מניות כלשהם. הנימוק שניתן בעת תיקון התקנה הינו שמגוון זכויות ההצבעה מגדיל את יעילות שוק ההון ואיננו פוגע בשום עקרון של צדק. לפיכך יש לאפשר לפירמה היוצאת לשוק לבחור את מבנה זכויות ההצבעה הרצוי לה. בגלל מגבלות שוק ההון בישראל מתן הזכות לגוון מבנה זכויות הצבעה עשוי להיות חשוב עוד יותר מאשר בארצות הברית. ועדה ציבורית בישראל שטיפלה בנושא הייתה פחות נועזת, הציעה להגביל חופש בחירה של זכויות הצבעה אך גם היא קבעה מטעמים של תפקוד יעיל של שוק ההון כי יש לאפשר מניות עם זכויות הצבעה בלתי שוות.

4. מכירת השליטה ורפורמה במערכת הבאות

יש הטוענים שהמצב הקיים יוצר הזדמנות בלתי חוזרת לרפורמה במערכת הבנקאות. זאת משום שנחלש כוחם של בעלי השליטה הנוכחיים וניתן לשנות את המבנה לפני שחדשים ירכשו שליטה. אחרים טוענים כי הרפורמה תקל על מכירת הבנקים הגדולים. גישה זו גורסת שניתן, ביתר קלות, למצוא קונים לבנקים ולמרכיביהם אם אלה יעברו תהליכים שונים של פיצול.

הרפורמות הנידונות רבות ומגוונות. הפרדת הבנקים הקטנים, הפרדת עסקים, דהיינו הפרדת החברות הלא בנקאיות שבבעלות הבנקים, ובשלב נוסף הוצאה מהבנקים של חלק מהפעילויות הפיננסיות, למשל קופות גמל, קרנות נאמנות, יעוץ וניהול תיקים, חתמות נאמנות וכו'. במישור אחר מדובר אפילו בחלוקה מכוונת של הבנקים עצמם ליחידות קטנות. כרקע לכל אלה מוצע גם חוק בנקאות חדש שישנה לחלוטין את מעורבות הבנקים במשק.

המשותף לכל הרפורמות האלה הוא שאינן מגובשות כראוי. כולן יוצאות מנקודת ראות של הרצוי לבנקאות הפועלת בתנאים אידיאליים אך נעדרת השאלה של האפשרי והישים במציאות של המשק הישראלי בשלהי שנות השמונים. אין התייחסות ממשית לשאלה אלו גופים אחרים יבצעו את הפעולות שיוצאו מהבנקים. אין גם התייחסות לשאלה איך ישפיעו החוקים החדשים על רווחיות הבנקים. כמה אנשים יהיה צורך לפטר, מהי העלות, ומה המיסוי הכרוך בהצעות השונות. על מנת לחוקק ולבצע רפורמות כאלה תידרש תקופה של מספר שנים ובתקופה זו לא ניתן יהיה למכור את הבנקים הישראליים.

הקושי העיקרי במכירת מניות הבנקים בישראל נובע מהיעדרו של שוק הון מפותח בישראל, עובדה המשקפת את אִי־רצונם של הפרטים והמוסדות בישראל להשקיע במניות כלשהן. אילו היה בישראל קהל גדול של רוכשי מניות לא היה קושי למכור את מניות הבנקים.

לכל הרפורמות המוצעות יהיו השלכות מרחיקות לכת על שוק ההון. מכירת החברות בבעלות הבנקים לבורסה תגדיל את הצע המניות בשוק שהיקפו ממילא צר מדי. מניות של חברות אלה יתחרו במניות הבנקים. בנוסף לכך ובו זמנית צמצום פעילות הבנקים בשוק ההון תפגע בגורם התווך המרכזי בשוק ההון ותקטין את האפקטיביות של השוק הזה. כלומר השוק שהוא קטן יוצף במניות נוספות בזמן שמנגנוני הפעולה בו יוחלשו. הוצאה מהבנקים של קטעי המערכת העוסקת במכירה של מניות מלווה אמנם בתקווה שתקום מערכת חילופית. יש הרבה מן הנאיביות בציפייה שכל פעילות שתבוטל במערכת הבנקאית תיצור מיד מערכת חילופית עדיפה. הנסיון שנרכש מהגבלת פעילות הייעוץ בבנקים מראה שהייתה פגיעה ביעוץ והקטנת נגישות הציבור לשוק ההון מבלי שנוצרה מערכת חילופית כפי שקיוו המצדדים בקשירת ידי הבנקים.

לסיכום ניתן לומר שבטווח הקצר פוגעות הרפורמות המוצעות במערכת הבנקאות ביכולת המכירה של מניות הבנקים משלוש בחינות:

1. כל זמן שלא תובהר הרפורמה, ועדיין יש חילוקי דיעות לגביה, לא ברור מהם המוסדות העומדים למכירה. ההבהרה הדרושה תיקח זמן רב. מי יהיה מוכן לקנות מוסדות שלא ברור מה הרכבם.
2. הגדלת הצע המניות תביא לעומס נוסף על שוק מניות צר היקף.

3. פגיעה, לפחות בשלב המעבר, במערכת התווך הפיננסי בשוק ההון תקטין את כושר הספיגה שלו.

ניתוח זה מצביע על כך שקיים ניגוד בין העקרון של מכירת הבנקים בתקופה קצרה ככל האפשר לבין עשיית רפורמה משמעותית. נראה שבבחירה בין השניים חשוב לתת קדימות לנושא מכירת הבנקים. יש להמנע מאותן רפורמות שיגרמו לדחייה משמעותית בתהליך המכירה.

5. הצעה לפתרון

הפתרון המוצע כאן (להלן הפתרון המוצע) מתבסס על מספר הנחות:

1. צריך תוך זמן קצר לחול שינוי במצב הקיים בו השליטה מופרדת מהבעלות.
2. צריך להתקיים משא ומתן בין הממשלה לבין בעלי שליטה הקיימים ובמסגרתו יוותרו בעלי השליטה על מניות השליטה בתמורה לפיצוי שייקבע במו"מ.
3. צריך שהשליטה בבנקים הישראליים הגדולים תשאר בבעלות ישראלית.
4. בעלות ממשלתית בתקופת מעבר איננה רצויה.
5. שוק ההון הישראלי בלתי מפותח ויש צורך בנקיטת אמצעים על מנת לאפשר קליטה של מניות בהיקף גדול תוך זמן קצר.

להנחות 1 ו-2 התייחסנו במהלך הדיון. בסעיף 3 כאמור טרם התקיים דיון מעמיק. נראה שכאן חשובה ההבחנה בין בנקים קטנים לבנקים גדולים. לגבי בנקים קטנים אין מניעה שיימכרו למשקיעים מבחוץ בתנאי כמובן שיעמדו בתנאי הפיקוח. בבנקים גדולים יכולה להיות השתתפות של גורמי חוץ אך עיקר השליטה צריך להיות מקומי. קשה להניח שמדינת ישראל תוכל להרשות לעצמה למכור בנק גדול לשליטה חיצונית. תקנות הפיקוח הקיימות וכן הצעת חוק הבנקאות החדש מצביעים על חלק מהקשיים

הכרוכים בבעלות כזו. אם ישלטו גורמים זרים בבנק ישראלי גדול יהיה צורך להגביר עוד יותר את הפיקוח והמגבלות המוטלים עליהם.

נעבור עתה להנחות 4 ו-5 ונתייחס רק לבנקים הגדולים מאחר שאנו מניחים שאת בעיית הבנקים הקטנים ניתן לפתור בקלטת יחסית.

בעלות ממשלתית בתקופת המעבר

הצעת החוק מציעה בעלות ממשלתית בתקופת המעבר והשאלה מדוע קיים צורך בכך, והאם תהיה זו אמנם תקופה קצרה. מציעי החוק מצהירים שרצונם בתקופת מעבר קצרה. אם כוונתם כנה, מדוע יש צורך בכלל בהחלפת הדיקרטוריונים על ידי הממשלה. אם המכירה תהיה מהירה הרי הקונים בוודאי ימנו מיד דירקטוריונים והנהלה חדשה. חילופים תכופים בדירקטוריונים פוגעים ביציבות המערכת שהיא אחת מהמטרות שהציבו לעצמם מציעי החוק. כנראה שגם הם מבינים שתקופת המעבר לא תהיה קצרה, גם הם יודעים שהבעיה העקרית תהיה מציאת משקיעים לבנקים הגדלים.

לדעת מנסחי החוק פרוצדורת המכירה צריכה לכלול את השלבים הבאים: חקיקת חוק השוואת הזכויות, מינוי מועצות מנהלים חדשות, קיום תהליך של הערכת ערך הבנקים, איתור גורמים שיהיו מוכנים לקנות גרעיני שליטה ורק אחרי שיימכרו קבוצות גדולות של מניות לגרעיני שליטה יימכרו יתר המניות לציבור. עד שימכרו המניות כולן לציבור תהיה הממשלה מוכנה למסור את זכויות ההצבעה שלה – חלקם או כולם – לגרעיני השליטה.

ניתן לומר שיש מעט מאוד משקיעים פוטנציאליים בישראל שיהיו מסוגלים לרכז הסכומים הגדולים הדרושים על מנת להוות גרעין שליטה בבנקים ישראלים, במיוחד אם ייושם הרעיון של קול אחד למניה אחת. יתר על כן סביר מאוד שגורמים אלה יצינו מחירים שהממשלה תהסס לקבלם.

הפתרון המוצע כאן לגבי גרעיני השליטה הינו שהחלטה על זכויות ההצבעה תיעשה במקביל לגיוס גרעיני השליטה. להערכתנו יתברר שיצירת שתי קבוצות של מניות, עם יחס הצבעה 1:5, המקובל היום בבורסה הישראלית, יגדיל את הפוטנציאל של המועמדים לרכישת גרעיני השליטה ויאפשר מכירה מהירה יותר של הבעלות בבנקים. יותר מכך: מוצע שהממשלה תנהל מו"מ עם בעלי השליטה בבנקים במסגרתו ייקבעו הפיצוי

לבעלים ואפשרויות הרכישה של מניות נוספות על ידי הבעלים. במסגרת ההסכם תקבל הממשלה מהבעלים הקיימים את הזכות לנהל מו"מ על מכירת מניות וזכויות הצבעה מבלי שהיא תפקיע מהם את השליטה בתקופת המעבר.

להסדר זה יתרונות רבים: תצומצם המעורבות הפוליטית בבנקים בתקופת המעבר, יימנע חילוף מיותר בדיקטוריונים ובהנהלות, ולא יוצר אינטרס פוליטי בהמשכת המצב הקיים שפירושו הלאמה. למרות הביקורת על מבנה השליטה הקיים נראה שבשנים שלאחר משבר המניות, בסיוע הפיקוח של הציבור ובנק ישראל, נוצר משטר ניהול שניתן לעמוד בהימשכו עד ליצירת המערכת החדשה, מבלי צורך בשלב ביניים. יתר על כן, יש לעודד את בעלי השליטה הקיימים להשקיע אמצעים ברכישת שליטה בבנקים. סביר להניח שבעלי השליטה הקיימים יהיו גם בעתיד גרעיני שליטה בבנקים הגדולים אם כי יצטרכו כנראה לוותר על הבלעדיות בשליטה.

שיחורר מיגבלות שוק ההון

אילו היה שוק ההון בישראל מפותח דיו וניתן היה למכור בזמן קצר מניות בהיקף גדול, יש להניח שגם בעיית גרעיני השליטה היתה נפתרת. הבעיה הינה ששוק הון שלנו מצומצם ביותר. ערך המניות הרשומות בבורסה משתנה עם התנודות בשוק אך נופל מ-5 מילארד דולר. מספר זה קטן, ככל שיהיה, איננו משקף את בעלות הציבור על מניות. סך המניות בבורסה כולל את המניות המוחזקות על ידי הבנקים ועל ידי קבוצות החזקה. על פי אומדן גס ערך המניות המוחזקות על ידי הציבור מגיע למיליארד דולר בלבד. האומדנים הנמוכים של ערך מניות הבנקים מגיעים לאומדן שהוא למעלה מכפול מהסכום הזה, המשקף כאמור את פיזור כל המניות בארץ בידי הציבור הרחב. כמובן שללא שינוי יסודי במבנה שוק המניות קשה ביותר יהיה למכור בשוק זה כמויות משמעותיות של מניות הבנקים.

יחד עם זאת, צריך להדגיש שאין אלטרנטיבה אמיתית לפיתוח שוק המניות. באחרונה מרבים לדבר אצלנו על הפרטה של חברות ממשלתיות, ועל מכירת עסקים המוחזקים היום בבנקים. צמיחה מחייבת כמובן השקעות חדשות והנה אנו מוסיפים כאן את מכירת הבנקים עצמם כמשימה שצריכה לקבל קדימות לגבי שאר תחומי הפרטה. כל אלה מחייבים גיוס הון בעלות בממדים נרחבים מאוד. לעומת זאת בישראל של סוף שנות השמונים יוצאים מהשוק הגופים שבעבר גייסו את עיקר הון הבעלות. חברת העובדים

הפסידה אמצעים רבים. קיימת התנגדות מסיבות עקרוניות להשקעות עסקיות על ידי הממשלה והבנקים. נוצר במשק צוואר בקבוק מרכזי בכך שלא פותחה דרך אלטרנטיבית לגיוס הון בעלות-יזמות. צוואר בקבוק זה מקשה על הצמיחה ובלי פריצתו לא תצליח הממשלה להפטר מהבעלות על הבנקים.

רבות דובר אצלנו על החיוניות של פיתוח שוק ההון והבורסה. בפועל לא נעשה מאמץ לפיתוח שוק זה. במיעוט המאמץ שותפות הפירמות המגייסות שלא דאגו ליצירת אמינות אצל המשקיעים וגופי הממשל. הדיון הציבורי היחיד בנושאי שוק ההון היה בתחום המיסוי. הגישה היתה מתן דגש לשיקולי צדק במיסוי מבלי להתייחס לנושא התיפקוד של שוק ההון. המיסוי על חברות בארץ הינו בתחום הגבוה כאשר הוא מושווה לנעשה בחו"ל ובעיקר כאשר מדובר על המגמות הקיימות עתה בעולם. יחסית למס האישי המס על רווחים בלתי מחולקים בארץ הינו נמוך בעוד שהמס על דיבידנד גבוה. לגבי חברות רשומות בבורסה יש הקלה במיסוי הנוסף על דיבידנדים. יחד עם זאת רווחת טענה כאילו השקעות בבורסה נהנות ממס נמוך, מדי פעם מועלות הצעות למיסוי נוסף על רווחים בבוסה. בין הממליצים גם גופים רשמיים כבנק ישראל וועדת שישינסקי. האיום במיסוי נוסף התלוי ועומד משפיע כבר היום על היכולת לגייס הון בבורסה, שכן כל גיוס כזה הינו במהותו עסקה לטווח ארוך.

נראה שיש היום צורך בדיון ציבורי מעמיק על חשיבות הבורסה ועל העקרונות הנכונים למיסוי בה. במסגרת דיון זה ניתן יהיה לבסס את הטענה שאין זה נכון להכביד את המיסוי. ניתן מעמיק של מרכזיותה של הבורסה בישראל מחייב אפילו חשיבה על תמריצים נוספים להשקעה בבורסה.

בנושא המניות הבנקאיות ניתן להציע שני הסדרים שיכולים להגדיל את מכירותיהן של המניות לציבור הרחב. הראשון הינו ליצור התחייבות ארוכת טווח לחלוקת דיבידנדים. למרות שרווחים צבורים נראים המקור היחיד לגיוס הון עצמי לבנקים בשנים הקרובות ניתן להציע התחייבות (למשל על ידי הנפקת מניות בכורה שיוצמדו למניות הרגילות ביחס של אחד לאחד) לפיה בכל שנה, נניח במשך עשר שנים, יחלקו לבעלי מניות הבכורה שליש מהרווחים שיצבור הבנק באותה שנה (יתכן שמשקולי מס עדיף יהיה להבטיח חלוקה כזו על ידי שילוב של אגרת חוב ומניית בכורה). התחייבות מסוג זה עשויה להפוך את מניות הבנקים למכשיר השקעה מעניין לקופות הגמל. כדי לעניין את הציבור הרחב

בהשקעות במניות ניתן להציע הקלה במס למי שישקיע במניות לתקופה ארוכה מאוד, למשל שש שנים. הצעה כזו הייתה מרחיב לגבי כל ההנפקות של מניות חדשות. במסגרת כזו ניתן יהיה לעניין, נניח, ציבורי עובדים בהשקעה במפעלים בהם הם עובדים. זה עשוי אולי לסבך במידה מסויימת יחסי עובדים-בעלים אך דומני שבגישה נכונה אפשר לנצל "סיבוך" זה לטובת המפעל ועובדיו.

שתי ההצעות המועלות כאן עשויות לתרום להגדלת יכולת המכירה של מניות הבנקים ולאפשר לממשלה לקבל מחיר גבוה יותר עבורן. חלק מעלות ההקלה במס עשויה לחזור לקופת האוצר בשל העלאת ערך המניות שבידי הממשלה.

יחד עם זאת, צריך להדגיש כאן שפיתוח שוק המניות הוא נושא רגיש. וקשה להציע מרשמים בדוקים. מצד הממונים על המכירה של המניות יידרשו כשרון, דמיון, מאמץ והתמדה. מעבר לכל יידרש כאן אומץ להציג בפני הציבור מצג אמיתי של הבעיה. בפני הממונה על המכירות יש שתי בעיות. האחת עליו להשיג מחיר גבוה ככל האפשר אך בכל מחיר שייקבע הוא צפוי לביקורת שהמחיר שהשיג הינו נמוך מדי. מצד שני אם ידרוש מחיר גבוה מדי לא יהיו קונים ותיווצר בפועל סכנה של הלאמה. צריך לומר שמבחינת הסברה לציבור קל יותר להגן על מחיר גבוה ואי מכירה למרות שהאינטרס האמיתי של הציבור הינו מכירה מהירה.

כניסה לשוק המניות עם מניה חדשה הוא תמיד תרגיל מורכב. במקרה של המניות הבנקאיות המורכבות גדולה במיוחד. אין זה מקרה שגם למומחים בשוק ההון אין נוסחה אחידה כיצד לעשות זאת. בעל הצעה שתוגש קל יהיה להצביע על הסיכונים הכרוכים בה. עם זאת ניתן לומר שצריך לעשות את המאמץ המירבי להיכנס לשוק מוקדם ככל האפשר.

6. סיכום

מכירת הבנקים לציבור על ידי הממשלה צריכה להעשות תוך זמן קצר ביותר. אי מכירה תביא להלאמה.

מציאת קונים לבנקים וקביעת מחיר, הינם תהליך קשה ולא ודאי. כיוון שקיימת כאן אי ודאות חייבים להבטיח שגם במשך התהליך לא יינקטו צעדים שיכבידו על המכירה. לכן

זכויות ההצבעה צריכות לעבור שינוי תוך תהליך המכירה ולא לפניה. צריך ליצור קשר חדש, שונה מהמצב הקיים, בין שליטה לבין בעלות. יחד עם זאת חקיקה מראש של העקרון של קול אחד לכל מניה יכביכ על אפשרויות המכירה.

אין ליצור שלב ביניים בו מרבית זכויות ההצבעה, כלומר השליטה, תהיה בידי הממשלה. תהליך כזה יוצר את כל התמריצים להנצחתו. מצד אחד ההשפעה של הפוליטיקאים גדלה, הם יכולים לחלק משרות וטובות הנאה. מצד שני יש קושי אמיתי במציאת קונים ותמיד ניתן לטעון לגבי כל מחיר שיוצע שהמחיר איננו גבוה מספיק. מבחינה פוליטית טענה מקובלת הינה: אם מישהו מעוניין בקניה הוא ירוויח מהקניה ומוטב שהרווח ישאר בידי בציבור.

אסור להפקיע זכויות הצבעה ללא פיצוי. מי שהתנסה בהסברת הנושא לאמריקני רואה כמה מרוחקות תפיסות היסוד שלנו מאלה המקובלות בעולם. התגובה הטבעית הינה שלא יתכן לנהוג כך זה "לא חוקתי". כמובן שבהעדר חוקה בישראל אין חוק שהכנסת מחוקקת שהוא בלתי חוקתי. אבל תומכי החוקה בישראל ואלה שחושבים שרצוי להמשיך במצב הקיים של העדר חוקה צריכים להתאחד בצורך לחשוב היטב לפני שנוקטים בצעד שהינו בניגוד לחוקה אילו היתה קיימת כזו.

אסיים בנושא שהתחלתי. הלאמת הבנקים בישראל הינה צעד מרחיק לכת שאין דומה לו מבחינה כלכלית ופוליטית. אם תאומץ דרך שתגרום להלאמה, השותפים להחלטות על הדרך הזו יהיו אחראים לכשלון גדול יותר אפילו מהכישלון של ויסות המניות וההסדר שבא בעקבותיו. על מנת להמנע מכשלון לא מספיק להצהיר שאין מעוניינים בו. הכרח בכל שלב של הדרך לעשות כל דבר אפשרי למנוע היווצרות כשלון כזה.

בעיקר חשוב למנוע את השלב התמים של אימוץ הכישלון באופן זמני. אלה השותפים להחלטה על ההלאמה הזמנית לא יוכלו לפתור עצמם מהאחריות כאשר יתברר שהפתרון של הזמן הקצר הפך לפתרון של הזמן הארוך. הטענה שחלק גדול מהציבור נוטה לתמוך במהלכים לא תהיה הגנה טובה למי שישא באחריות לקבלת ההחלטות. ניתן לקבוע מראש כי אם יאומץ הפתרון של העברת השליטה לידי הממשלה לתקופה קצרה היא תישאר בידיה תקופה ארוכה. ובמחיר ישא המשק כולו. ■

QUARTERLY BANKING REVIEW

Contents

- 06 | **Editorial Comments**
Dr. Gad Shifron
- 07 | **The Israeli Banking system in 2010**
Dr. Yuval Rabinovitch
- 20 | **Economic Concentration and the Legal Mechanisms
Supporting It**
Dr. Adi Ayal
- 44 | **Could Economic Situation block Implementation of Guarantee
Letter of Credit**
Dr. Drora Pilpel
- 60 | **Smith's Real Bills Doctrine and Banking Policy in the USA:
A Retrospective View**
Professor Arie Melnik
- 78 | **The Law for Equalizing the Voting Rights of the Banks' Shares**
Professor Eitan Berglas

QUARTERLY BANKING REVIEW

07 | The Israeli Banking system in 2010

20 | Economic Concentration and the Legal
Mechanisms Supporting It

44 | Could Economic Situation block
Implementation of Guarantee Letter of
Credit