

הפיקוח על שוק ההון

עורך: אבי בן בסט

המכון הישראלי לדמוקרטיה הוא מוסד עצמאי, לא מפלגתי, הממוקם בתפר שבין האקדמיה לפוליטיקה. המכון עוסק בתכנון מדיניות ובעיצוב רפורמות בממשל, במנהל הציבורי ובמוסדות הדמוקרטיה.

בתכניותיו ובמפעליו המכון חותר לחזק את מוסדות הדמוקרטיה המתהווה בישראל ולגבש את ערכיה. בהמשך לעבודת מחקר מעמיקה הוא מגיש המלצות מעשיות לשיפור התפקוד של המשטר במדינת ישראל ולטיפוח חזון ארוך טווח של משטר דמוקרטי יציב, המותאם למבנה, לערכים ולנורמות של החברה הישראלית. המכון שואף לקדם בישראל שיח ציבורי בנושאים שעל סדר היום הלאומי, ליזום רפורמות מבניות, פוליטיות וכלכליות, לשמש גוף מייעץ למקבלי ההחלטות ולקהל הרחב, לספק מידע ולהציג מחקר משווה.

החוקרים במכון הישראלי לדמוקרטיה הם אנשי אקדמיה, והם מובילים פרויקטים במגוון תחומים של החברה והמשטר בישראל. מחלקת ההוצאה לאור של המכון מפיקה, משווקת ומפיצה את פירות עבודתם בכמה סדרות: ספרים ('הספרייה לדמוקרטיה'), מחקרי מדיניות, פורום קיסריה, כתבי עת ודברי ימי עיון.

פרופ' אבי בן בסט הוא עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה ופרופסור במחלקה לכלכלה באוניברסיטה העברית בירושלים. פרופ' בן בסט יזם וניהל את פרויקט המחקר 'הפיקוח על שוק ההון'.

ד"ר שרון בליי היא כלכלנית במחלקת הפיקוח על הבנקים ב-Federal Reserve Bank בסנט לואיס, ארצות הברית.

ד"ר אשר בלס הוא נשיא ERCG קבוצה למחקר וייעוץ כלכלי בע"מ.



הפיקוח על שוק ההון

עורך: אבי בן בסט

הספרייה
לדמוקרטיה

Regulation of the Capital Market

Edited by Avi Ben-Bassat

עריכת לשון: יצחק טישלר
עיצוב הסדרה: שוקי הרשקוביץ
עיצוב העטיפה: רון הרן, יוסי ארזה
סדר והדפסה: ארט פלוס, ירושלים

מסת"ב 978-965-519-038-0 ISBN

אין לשכפל, להעתיק, לצלם, להקליט, לתרגם, לאחסן במאגר מידע, לשדר או לקלוט בכל דרך או אמצעי אלקטרוני, אופטי או מכני או אחר - כל חלק שהוא מהחומר בספר זה. שימוש מסחרי מכל סוג שהוא בחומר הכלול בספר זה אסור בהחלט אלא ברשות מפורשת בכתב מהמוציא לאור.

להזמנת ספרים ומחקרי מדיניות בהוצאת המכון הישראלי לדמוקרטיה:

טלפון: 02-5300800, 1-800-20-2222; פקס: 02-5300867

דוא"ל: orders@idi.org.il

אתר האינטרנט: www.idi.org.il

המכון הישראלי לדמוקרטיה, ת"ד 4482, ירושלים 91044

© כל הזכויות שמורות למכון הישראלי לדמוקרטיה, תשס"ח

© Copyright by The Israel Democracy Institute 2007

כל מחקרי המדיניות, פרק נבחר מכל ספר והתקציר בערבית של ספר זה ניתנים להורדה חינם מאתר האינטרנט של המכון הישראלי לדמוקרטיה.

העמדות המובעות בספר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת הבנק המרכזי הפדרלי בסנט לואיס, ארצות הברית.

לזכרם של עובד ישע ושמואל קנדל **חוקרים ומורים בתחום שוק ההון שנפטרו בטרם עת**

עובד ישע, 1956-2003

עובד ישע היה דמות בולטת בקרב הכלכלנים בארץ ומחוצה לה בזכות תרומתו התאורטית והאמפירית. מחקריו ניחנו במקוריות ובראליזם והתמקדו בהיבטים המגוונים של שוק ההון – מבנה השווקים הפיננסיים, הפרטת בנקים העוסקים במגוון מוצרים, התחלופה בין תחרות ליציבות של המערכת הפיננסית, העלות והתועלת שיש בבנקים אוניברסליים, מנגנוני פיקוח על חברות וחלוקת הסיכונים הנובעים מזעזועים כלכליים בין מדינות ואזורים. נוסף על פעילותו האקדמית באוניברסיטת תל אביב שימש עובד יועץ למחלקת המחקר בבנק ישראל. מחקריו על שוק ההון בישראל תרמו לעיצובן ולשכלולן של הרפורמות שהביאו לשינוי מבנה שוק ההון הישראלי. עובד היה מרצה מצטיין, אהוד על תלמידיו ואהוב על חבריו. יהי זכרו ברוך.

שמואל קנדל, 1951-2007

שמואל קנדל היה חוקר בעל שם עולמי בתחום המימון, חבר הסגל בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטת תל אביב ודיקן הפקולטה במשך ארבע שנים. מחקריו המבריקים עסקו בניהול סיכונים בשוק הפיננסי, בתמחור נכסים ובתאוריה של תיק נכסים והקנו לו מעמד ויוקרה בקהילה האקדמית והעסקית. שמואל זכה בפרסים ולימד באוניברסיטאות חשובות בארצות הברית. בד בבד הקדיש ממרצו גם לשוק ההון בישראל – הוא כיהן כדירקטור מקרב הציבור בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובכמה בנקים וחברות פיננסיות וכן תרם מעצותיו למשרד האוצר ולבנק ישראל. כמחנך באוניברסיטת תל אביב היה אחראי למהפכה בלימודי ה-MBA ולפיתוח תכניות לניהול טכנולוגיה עילית ולתואר שני בחשבונאות. כישרונו ונועם הליכותיו יחסרו לכולנו. יהי זכרו ברוך.



תוכן העניינים

| | |
|-----|---|
| 9 | רשימת התרשימים והלוחות |
| 11 | תודות |
| 15 | הקדמה אבי בן בסט |
| | פרק ראשון הסמכויות של רשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל ועצמאות אבי בן בסט |
| 21 | א. מבוא |
| 22 | ב. מטרת הפיקוח |
| 27 | ג. סמכויות המפקחים |
| 41 | ד. עצמאות המפקחים |
| 46 | ה. משאבי המפקחים |
| 53 | ו. סיכום |
| 55 | נספחים |
| | פרק שני ניגודי עניינים פוטנציאליים ברשויות הפיקוח על שוק ההון והמבנה הארגוני הרצוי שרון בליי, אבי בן בסט |
| 75 | חלק ראשון: טיעונים מנוגדים בשאלת הפרדתו של הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי |
| 108 | חלק שני: מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי – הניסיון הישראלי |
| 124 | חלק שלישי: השלכות המיקום של רשויות הפיקוח על שוק ההון במשרדי הממשלה |
| 131 | נספחים |

פרק שלישי חלופות מבנה הפיקוח על שוק ההון בפרספקטיבה בין-לאומית

אשר בלס, אבי בן בסט

- 143 א. מבוא: היעדים הרצויים
- 145 ב. המבנה המסורתי של רשויות הפיקוח
- 147 ג. התפתחות מבנה הפיקוח בארצות אחרות
- 150 ד. היתרונות והחסרונות של מפקח יחיד לעומת כמה מפקחים
- 159 ה. שלוש גישות למערכת רבת מפקחים
- 162 ו. הגורמים המסבירים את מבנה הפיקוח בחתך רוחבי
- 170 ז. אומדן פונקציית ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח
- 182 נספחים

פרק רביעי מבנה התיווך הפיננסי בישראל

אבי בן בסט

- 189 מבוא
- 190 א. הריכוזיות והתחרות בבנקאות
- 193 ב. ההשלכות של היעדר תחרות על שערי הריבית
- 198 ג. מגוון העיסוקים בבנקאות וניגודי העניינים ביניהם
- 200 ד. הריכוזיות בביטוח
- 201 ה. השינויים המבניים בענף השירותים הפיננסיים ב-2005

פרק חמישי סיכום והמלצות למבנה הפיקוח

על שוק ההון בישראל

שרון בליי, אשר בלס, אבי בן בסט

- 207 א. הבעיות העיקריות ברשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל
- 210 ב. חלופות למבנה הפיקוח
- 210 ג. יתרונות המבנה המבוזר
- 211 ד. יתרונות המבנה המאוחד
- 212 ה. מבנה רשויות הפיקוח בפרספקטיבה בין-לאומית
- 213 ו. בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי
- 215 ז. ניתוח ומסקנות
- 217 ח. פירוט ההמלצות
- 221 ט. הסיכונים הגלומים בתהליך הרפורמה

225 רשימת המקורות

235 פרסומי המכון הישראלי לדמוקרטיה בנושא כלכלה

רשימת התרשימים והלוחות

פרק ראשון

| | | |
|-------|---|---------|
| 25 | מטרות הפיקוח המוצהרות | לוח 1 |
| 29 | מקור סמכויות המפקחים, 2005 | לוח 2 |
| 32 | סמכויות רישוי והסדרה, 2005 | לוח 3 |
| 36 | סמכויות אכיפה: איסוף מידע, 2005 | לוח 4 |
| 37 | סמכויות אכיפה: תיקון פגמים, 2005 | לוח 5 |
| 40 | סמכויות ענישה והתערבות בניהול, 2005 | לוח 6 |
| 44 | עצמאות ניהולית, 2005 | לוח 7 |
| 45 | מדד עצמאות המפקחים, 2005 | לוח 8 |
| 49 | התפלגות נכסי הפעילות המפוקחת, 2003 (מיליארדי ש"ח) | לוח 9 |
| | תקציב רשויות הפיקוח ואינדיקטורים לפעילות המפוקחת, 2003 | לוח 10 |
| 52 | | |
| | המועסקים, מאפייניהם ושכרם ברשויות הפיקוח בישראל, ממוצע 2003 | לוח 11 |
| 52 | | |
| | מדד עצמות הפיקוח: משאבי הפיקוח ביחס לפעילות המפוקחת, 2003 | לוח 12 |
| 53 | | |
| 56 | קריטריונים לקידוד מדד עצמאות המפקחים | לוח נ-1 |
| 65-60 | לוח נ-2 – לוח נ-8 מדד עצמאות המפקחים | |
| 71 | תקציב המפקחים על שוק ההון, 2003 (מיליוני ש"ח) | לוח נ-9 |

פרק שני

| | | |
|-----|--|---------|
| | יעד האינפלציה והאינפלציה בפועל, 1992-2005 (באחוזים) | תרשים 1 |
| 111 | | |
| | שיעור רשויות הפיקוח העצמאיות בענף, 2004 לעומת 1984 | תרשים 2 |
| 125 | | |
| | מיקום הפיקוח על הבנקים לפי הכנסה לנפש (חלוקה לעשירונים) | לוח 1 |
| 80 | | |
| | מיקום רשויות הפיקוח ב-76 מדינות, לפי ענף; סוף שנה, 1984 לעומת 2004 | לוח 2 |
| 124 | | |
| | סיכום הטיעונים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי | לוח נ-1 |
| 131 | | |
| 135 | מיקום הפיקוח על הבנקים לפי עשירוני הכנסה לנפש | לוח נ-2 |

| | |
|-----|--|
| 136 | לוח נ-3 התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה, 2004 לעומת 1984 |
|-----|--|

פרק שלישי

| | |
|---------|---|
| 179 | 1 תחזיות המודל בעבור ישראל בספציפיקציה של רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית |
| 145 | לוח 1 התפלגות הנכסים שבפיקוח בישראל על פי הרשות המפקחת, 2003 |
| 148 | לוח 2 כיווני השינוי במבנה הפיקוח ב-27 מדינות שעשו רפורמה |
| 148 | לוח 3 מבנה רשויות הפיקוח ב-76 מדינות, לפני הרפורמות ואחריהן |
| 166 | לוח 4 תיאור המשתנים המסבירים |
| 168 | לוח 5 משתנים הקשורים לבנקאות ולמבנה הפיקוח |
| 171 | לוח 6 כיוון קווי של המשתנים לאיחוד רשויות הפיקוח |
| 172 | לוח 7א גרסיה שלב I |
| 173 | לוח 7ב גרסיה שלב II |
| 177-176 | לוח 8א – לוח 18 מטריצות לניבוי יכולת הניבוי של המודל |
| 178 | לוח 9 ניבוי המודל בעבור ישראל: ההסתברות לאיחוד / שינוי |
| 181 | לוח 10 המדינות הדומות לישראל |
| 182 | לוח נ-1 כיווני השינוי במבנה הפיקוח ורשימת 27 המדינות שעשו רפורמה במבנה |
| 183 | לוח נ-2 דירוג המדינות לפי מידת הדמיון לישראל |

פרק רביעי

| | |
|-----|---|
| 190 | 1 תרשים משקל שלושת הבנקים הגדולים, ממוצע 1995-1999 |
| 191 | 2 תרשים ריכוזיות במערכות בנקאות נבחרות, מדד הרפינדל (H) 2002 |
| 194 | 3 תרשים הריביות במגזר השקלי, 1986-2005 (אחוזים) |
| 196 | 4 תרשים מדד 'כוח השוק' של הבנקים המסחריים במערכת, יוני 1977 – דצמבר 2004 |
| 193 | לוח 1 משקל הבנקים בענפי הפיננסים ביום 31 בדצמבר 2003 |
| 196 | לוח 2 התחרות בענף הבנקאות, דצמבר 2000 |

תודות

ניתוח מערכת הפיקוח על שוק ההון בישראל ובמדינות אחרות היה משימה רחבה ומורכבת שחייבה שיתוף פעולה וסיוע מגורמים רבים. ראשית, תודה רבה למנהלי רשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל ולעובדיהם: ליו"ר הרשות לניירות ערך משה טרי ולחברי הצוות דניאלה גורני, לייזה חיימוביץ ואייל סולגניק; לממונים על שוק ההון אייל בן שלוש וידין ענתבי ולחברי הצוות נסים כהן וטדי לין; ליו"ר הרשות להגבלים עסקיים דרור שטרום ולחברת הצוות שלו אן לוי; למפקח על הבנקים יואב להמן ולחברי הצוות אבי אקשטיין, דני חכיאשווילי ודוד רוטנברג.

טיטה ראשונה של המחקר וההמלצות הוצגו ונדונו בפורום מצומצם בראשות מנכ"ל משרד האוצר יוסי בכר ובהשתתפות מנהלי רשויות הפיקוח. טיטה שנייה הוצגה בפורום רחב יותר, שהשתתפו בו, נוסף על המפקחים בהווה ובעבר, מנהלי חברות מפקחות – בנקים, קופות פנסייה, חברות ביטוח, בתי השקעות, הבורסה לניירות ערך, פרופסורים מהאקדמיה, משפטנים ורואי חשבון. כן השתתפו, באמצעות שיחת ועידה, האורד דייוויס, היו"ר הראשון של הרשות לשירותים פיננסיים בבריטניה, ופטריק דרלפ, מנהל בכיר ברשות הפיקוח המאוחדת באוסטריה. לכל המשתתפים בשני הכינוסים הללו תודות מקרב לב על הערותיהם והצעותיהם, שהיו לנו לעזר רב.

תודה מיוחדת לשני עוזרי המחקר המסורים מיקי יפרח ואביטל סיניאנסקי, שהשקיעו מאמצים בלתי נדלים בבניית מאגר נתונים על מאפייני הפיקוח ב-76 מדינות ותרמו מכישרונם הרב לעיבודים הסטטיסטיים ולניתוח הנתונים.

כן יבואו על הברכה יצחק טישלר, על עריכת הלשון המקצועית, ועובדי המכון הישראלי לדמוקרטיה, שתרמו ממרצם בכל שלב של העבודה. תודה מיוחדת לאורי דרומי ולעדנה גרניט העומדים בראש ההוצאה לאור, לענת ברנשטיין ולנדב שטכמן שטרחו רבות בהבאת הספר לדפוס, לחיים פס על הייעוץ המשפטי, לאיתי ליטמן על עבודת הדוברות ולחגית אגמון על הארגון היעיל והנאה של הכינוסים.

אבי בן בסט



הקדמה

אבי בן בסט



להסדרה ולפיקוח על שוק הכספים וההון חשיבות רבה בשל התפקיד המרכזי שיש לתיווך הפיננסי בכל ענפי המשק וכן בחיי הפרט. בשוק הפיננסי פועלים מתווכים רבים בין החוסכים לבין המשקיעים, ולכל אחד מהם תפקיד מפתח בפעילות הכלכלית במשק. התיווך הפיננסי מאפשר לפרטים להעביר הכנסה מתקופה לתקופה בחיים, ובעיקר מתקופת העבודה לתקופת הפרישה לגמלאות. המתווכים הפיננסיים אחראים להעברה יעילה של כספי החוסכים ללווים, וכך הם מממנים את ההשקעות ואת הפעילות השוטפת של המגזר העסקי ושל משקי הבית. החברות הפיננסיות מתווכות גם בין החוסכים לממשלה, ובעידן הגלובליזציה גם בין חוסכים למשקיעים בארץ ובחו"ל. התפתחותם ושכלולם של השווקים הפיננסיים הם מן הגורמים החשובים ביותר לתהליך הצמיחה הכלכלית והפריון בארצות המפותחות.

למערכת התיווך הפיננסי חשיבות רבה מאוד בחיי המשק, אך היא רגישה מאוד לחשש מפני פשיטת רגל. לפשיטת רגל של בנק, או של קופת פנסייה, עלולות להיות השלכות חמורות על פעילותם של משקי הבית והחברות העסקיות במשק. יתרה מזו, התמוטטות של מתווך פיננסי, בייחוד אם הוא גדול, עלולה לפגוע ביציבותם של מתווכים אחרים ולגרום לתגובות שרשרת חמורות. במיוחד קיימת רגישות לפעילותם של הבנקים, משום שהם פועלים בעיקר כמתווכים בין המפקידים לבין הלווים, כאשר שיעורי הנזילות הנדרשים על הפיקדונות נמוכים מאוד. מאחר שהונם העצמי מצומצם יחסית, כשל בפירעון האשראי עלול להסתיים בפשיטת רגל.

הרגישות הגבוהה של המערכת הפיננסית מחייבת רמת אמינות גבוהה ביותר, משום שגם התערעורת קלה ביציבות המתווכים הפיננסיים יכולה למוטט אותם. החשש שיציבותו של מוסד פיננסי נמצאת בסכנה עלולה להביא לידי בריחת מפקידים ולהגדיל את הסיכוי למימוש החשש. כדי לצמצם את הפגיעות של המתווכים הפיננסיים למשבר ולמנוע את השלכותיו על המשק כולו, הוקמו בעולם מערכות ציבוריות להסדרת הפעילות של המתווכים הפיננסיים ולפיקוח על פעילותם. מטרת העל של ההסדרה והפיקוח היא הגנה על האינטרסים של הציבור. מן היעד הזה נגזרים יעדי ביניים – יציבות פיננסית והגבלת היקף הסיכונים, שכלול שוק

* אנו מודים לעוזרי המחקר, מיקי יפרח ואביטל סיניאנסקי, על עבודתם המעולה והמסורה.

ההון וטיפול תחרות, אמינות ושקיפות. ההסדרה מתבטאת בקביעת כללי פעולה בקשת רחבה של תחומים שנועדו להבטיח את השגת המטרות הללו. נושאי ההסדרה העיקריים הם כללי רישוי, הלימות הון, תחום העיסוקים המותר למתווך פיננסי, הגבלת הסיכונים וכללי יציבות באשר לאשראי, הרכב תיק הנכסים, הנזילות, דרכי הניהול ועוד. מטרת הפיקוח היא לוודא שהמתווכים הפיננסיים אכן שומרים על הכללים שנקבעו בהסדרה. כדי שהפיקוח יהיה יעיל ניתנו למפקחים סמכויות איסוף מידע, אכיפת תיקון פגמים וענישה.

בעידן המודרני יש בשווקים מגוון רחב של פעולות תיווך פיננסיות – קבלת פיקדונות ומתן אשראי, ניהול תיקי משקיעים בעלי אופי שונה ולטווחים שונים, כמו קופות פנסייה, קופות גמל וקרנות נאמנות וביטוח חיים, וכן חתמות להנפקות של ניירות ערך, ייעוץ להשקעות ורכישה ומכירה של ניירות ערך בעבור הלקוחות. מגוון הפעולות הפיננסיות הביא בעבר להתפתחותן של רשויות פיקוח מתמחות. עד לראשית שנות השמונים של המאה הקודמת התקיימו ברוב המדינות שלוש רשויות פיקוח – פיקוח על הבנקים, גוף המפקח על הפעילות בניירות ערך וגוף המפקח על תחום הביטוח. המבנה המבוזר אומץ בעיקר בשל היתרון שבהתמחות, אך הוא נתמך גם ברצון למנוע היווצרות מוקד כוח מופרז. טעויות באבחון הבעיות ובאמצעים לתיקון הפגמים במערכת פיקוח ריכוזית עלולות להגדיל את הסיכון לכשל רחב היקף בשווקים הפיננסיים.

בראשית שנות השמונים החל תהליך של מיזוג רשויות הפיקוח. עד סוף 2004 היינו עדים ל-27 מדינות, מתוך 76 שנבחנו, שאיחדו חלק מרשויות הפיקוח על השווקים הפיננסיים או את כולן. המניע העיקרי לתהליך האיחוד היה היווצרותם של קונגלומרטים פיננסיים העוסקים בקשת רחבה של פעולות. מאחר שכל מפקח ממונה על קטע אחד בפעילותו של הקונגלומרט, נוצרה סכנה שתאבד התמונה הכללית וייוצר כשל בהערכת יציבותו של המפוקח או בגילוי ניגודי עניינים שמומשו. המבנה המבוזר סבל מחסרונות גם בשווקים פיננסיים מפוצלים. באופן טבעי ריבוי רשויות פיקוח מגדיל את הסיכוי לשונות בהסדרה ובעצמת הפיקוח והאכיפה של פעולות פיננסיות דומות המבוצעות בידי מתווכים שונים. זיהוי נקודת תורפה זו על ידי המפוקחים הפוטנציאליים גורם להם למצב את פעילותם תחת הכוח המפקח החלש ביותר (ארביטראז' פיקוחי). לחלופין נוצרים עיוותים בהרכב הפעילות בשוק הכספים וההון. למערכת מרוכזת יש גם יתרונות לגודל, המאפשרים לחסוך עלויות פיקוח.

המגוון הרחב של מבנה רשויות הפיקוח השורר היום בעולם משקף את היתרונות והחסרונות שיש לכל אחד מהמבנים על רקע המאפיינים הכלכליים של השווקים הפיננסיים בכל משק, כמו עצמת התחרות בשוק, מגוון העיסוקים המותר למתווכים הפיננסיים, קיומם של קונגלומרטים פיננסיים, הפתיחות של המשק לתנועות הון, גודל המשק, רמת החיים וכדומה.

הפיקוח על שוק הכספים וההון בישראל נעשה בידי חמש רשויות פיקוח: הפיקוח על הבנקים, הממונה על שוק ההון והחיסכון, המפקח על הביטוח, הרשות לניירות ערך והממונה על ההגבלים העסקיים. נוסף על כך הוקמה בשנים האחרונות בבנק ישראל מחלקה העוסקת בבחינת היציבות הפיננסית ברמה המקרו-כלכלית. הרשויות הללו הוקמו בתקופות שונות, וכפועל יוצא הן נבדלות זו מזו במאפיינים רבים, כמו פילוסופיית הפיקוח, מידת העצמאות, הסמכויות, כלי הפיקוח, יכולת האכיפה והמשאבים העומדים לרשותן.

מבנה הפיקוח בישראל אינו עונה על דרישות השוק המשתנות בארץ ובעולם. מטרת המחקר היא לבחון מחדש את מכלול המאפיינים של רשויות הפיקוח על שוק הכספים וההון בישראל, להשוותם עם המגמות הרווחות היום בעולם ולבחון חלופות למבנה הקיים – איחוד מלא, איחוד חלקי, פדרציה של מפקחים בראשות מפקח-על או השארת המבנה המבוזר על כנו בתוספת תיאום מחייב בין המפקחים.

במחקר חמישה פרקים. בפרק הראשון נבחן את מכלול המאפיינים של כל אחת מרשויות הפיקוח בישראל – מטרת המפקחים, סמכויות הרישוי, ההסדרה, האכיפה והענישה. כן נאמוד את מידת עצמאותם של המפקחים ואת התקציבים העומדים לרשות כל אחת מהרשויות יחסית למשימות המוטלות עליהן.

בפרק השני נתמקד בעצמאותן של רשויות הפיקוח ובניתוח ניגודי העניינים הפוטנציאליים ברשויות פיקוח הכפופות לגופים ממשלתיים או לגופים ממלכתיים אחרים. החלק הראשון של פרק זה יסכם את הניסיון העולמי באשר לניגודי העניינים שבין יציבות הבנקים לבין המדיניות המוניטרית במדינות שבהן המפקח על הבנקים ממוקם בבנק המרכזי. כן ננתח את מכלול היתרונות והחסרונות הנגזרים ממיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי, כגון אפקטיביות הפיקוח, יעילות הטיפול במשברים פיננסיים וכדומה. בחלק השני של הפרק נבחן את הניסיון הישראלי בסוגיה זו, ובחלק השלישי נציג את ניגודי העניינים הפוטנציאליים ברשויות פיקוח על שוק ההון הממוקמות במשרדי ממשלה.

בפרק השלישי נציג את החלופות הקיימות בעולם למבנה הפיקוח, נסקור את המגמות במבנה הפיקוח, מתוך ניתוח היתרונות והחסרונות של כל אחד מהמבנים, ונאמוד את הגורמים המשפיעים על ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח במדגם של 76 מדינות.

בפרק הרביעי נבחן את מבנה שוק הכספים וההון בישראל ובמיוחד את מידת התחרותיות ואת ההשלכות של מגוון העיסוקים על ניגודי העניינים הפוטנציאליים והניגודים בפועל.

נחתום את הספר בסיכום המסקנות העולות מכל הפרקים הללו ובהשלכותיהן על מבנה רשויות הפיקוח הרצוי למדינת ישראל.

פרק ראשון

הסמכויות של רשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל ועצמאותן

אבי בן בסט



א. מבוא

חמש רשויות עוסקות בפיקוח על שוק הכספים וההון בישראל: הפיקוח על הבנקים, הממונה על שוק ההון והחיסכון, המפקח על הביטוח, הרשות לניירות-ערך והממונה על ההגבלים העסקיים.¹ נוסף על כך הפיקוח על עמלות הבנקים נמצא להלכה בידי המפקח על המחירים במשרד התעשייה והמסחר, אבל הוא פועל על פי חוות דעתו של המפקח על הבנקים (ראו נספח 1). הקצאת המפוקחים בין הרשויות נקבעת על פי שתי בחינות מיון עיקריות: הענף שאליה משתייך המפוקח, כגון בנקים וביטוח, ואופי הפעילות הפיננסית, כגון ייעוץ להשקעות וחתמות. זו גם הסיבה לקיום מיידה מסוימת של כפילות בפיקוח. הכפילות בפיקוח מתמקדת בפעילות הבנקים, אך בעיקרון היא יכולה להימצא גם בפעילותן של חברות הביטוח. מצד אחד, המפקח על הבנקים אמור לפקח על כל פעילותם, אולם בה בעת גם רשויות הפיקוח האחרות מפקחות על חלק מהפעילות הבנקאית. הרשות לניירות ערך מפקחת על ניהול קרנות הנאמנות, על החתמות ועל הייעוץ להשקעות. מאחר שפעולות אלה נעשות גם בידי הבנקים, הרי שגם רשות זו מפקחת על חלק מפעילותם. בדומה לכך המפקח על שוק ההון מפקח על קופות הגמל שבבעלות הבנקים, והרשות להגבלים עסקיים שוקדת על תחרות הוגנת בכל הפעילות הבנקאית.

אף שהרשויות הללו מפקחות על פעילויות דומות הן נבדלות זו מזו במאפיינים רבים, כמו פילוסופיית הפיקוח, מידת העצמאות, הסמכויות, כלי הפיקוח, יכולת האכיפה והמשאבים העומדים לרשותן. מקצת ההבדלים נובעים מהיעדר זהות מוחלטת בין מטרות הגופים המפקחים ומן השונות באופי הפעילויות של כל אחד מהם. אך לחלק גדול מהפערים אין הסבר כלכלי, והם נובעים כנראה ממועדי ההקמה השונים של רשויות הפיקוח השונות או מעצמות העומדים בראשן. לשונות במאפייני רשויות הפיקוח יש השלכות מהותיות על טיב הפיקוח על פעילויות פיננסיות שונות ועל יעילותן. פערים בעצימות הפיקוח גם פותחים דלת להתחמקות מפיקוח או למיצוב המפוקחים בפיקוחו של המפקח החלש יותר במערכת. בפרק זה ננתח את מגוון המאפיינים של רשויות הפיקוח, נשווה את המאפיינים העיקריים של כל רשויות הפיקוח ונבחן את ההצדקה לשונות ביניהן.

1 יש לציין כי הממונה על ההגבלים העסקיים מופקד על התחרות בכל ענפי המשק. בתוקף זה הוא מפקח גם על התחרות בשווקים הפיננסיים.

בסיכום הפרק נאמוד את מידת העצמאות של המפקחים על בסיס קשת של קריטריונים וננתח את חשיבות עצמאותם לאפקטיביות הפיקוח.

ב. מטרת הפיקוח

המפקחים על שוקי הכספים וההון בעולם מגדירים כמה מטרות לפעילותם: הגנת הצרכן, יציבות פיננסית, שכלול שוק ההון, הגברת התחרות ואמינות ושקיפות. הגנת הצרכן היא מטרת העל ואילו יתר המטרות הן יעדי ביניים הנגזרים ממנה. ניתוח הפעילות של המפקחים על ענפים שונים בשוק ההון מחייב להגדיר בבהירות את המשמעות של מטרת העל ואת יעדי הביניים בכל ענף, משום שהביטוי המעשי של הגדרה זו משתנה מפעילות פיננסית זו לאחרת. כפועל יוצא גם התשומות הנדרשות להשגת כל אחד מהיעדים משתנות מענף לענף. נמחיש את חשיבות ההבדלים הללו על ידי ניתוח היבטים אחדים של הגנת הצרכן, ובמיוחד על ידי ניתוח משמעות השמירה על יציבות פיננסית.

לשמירה על יציבות פיננסית פנים רבות בענפים שונים ובתוך אותו ענף. ההיבט המודגש ביותר הוא הצורך למנוע פשיטת רגל של המוסדות הפיננסיים הפועלים בענף. משבר כזה יכול לנבוע מכמה מקורות, בהתאם לענף. הסיכון המרכזי בבנקאות נובע מהמינוף העצום של הפיקדונות במתן אשראי. שיעורי הנזילות במדינות המערב (ובהן ישראל) הם חד-ספרתיים, ומכאן שהיקף האשראי הניתן כנגד כל פיקדון הוא עצום. לכן המפקחים על הבנקים מתמקדים בעיקר בנכסי הבנקים, כלומר בבחינת מאפייני לקוחות האשראי, בהערכת הסיכוי להחזר החוב, בזיהוי חובות אבודים וכדומה.

המפקחים על הביטוח, לעומת זאת, מתרכזים בהתחייבויות המבטח כלפי לקוחותיו וביכולתו לעמוד בהן.² הסיכון של חברות הביטוח במישור הפיננסי מתמקד בביטוח חיים ובניהול תיקי השקעה של לקוחות. הסיכונים ליציבותה של חברת הביטוח יכולים לנבוע מהבטחת תשואה ללקוחות במצבים של אי-ודאות בדבר תוחלת החיים, הסיכוי לחלות,

2 בעבודה זו איננו עוסקים בביטוח כללי, כגון ביטוח רכב, ביטוח כנגד תאונות, דירות וכדומה, אלא בפעילות חברות הביטוח במגזר הפיננסי.

יכולת ההשתכרות של המבוטחים וכדומה, בהתאם לאופי הביטוח. סיכונים דומים קיימים גם בקופות פנסייה.

לכאורה, סיכויי פשיטת הרגל בפעילות הבנקאית הקלסית גדולים יותר מבפעילויות פיננסיות אחרות ומצריכים יותר משאבי פיקוח להבטחת יציבותם של הבנקים. אולם למעשה, התמוטטות כלכלית מאפיינת את כל סוגי המתווכים הפיננסיים. המינוף מגדיל מאוד את חשיבותם של סיכוני האשראי בבנקאות לעומת הסיכון ברכישת איגרות חוב על ידי מנהלים של תיקי השקעות, אף שבשני המקרים מדובר בשיווק אשראי. מנגד, מנהלי תיקים משקיעים חלק מן המשאבים במניות שרמת הסיכון בהן גבוהה מזו שבמכירת אשראי. אמנם שיעורי הנזילות בניהול תיקים הם 100% לפי ההגדרה, ולכן כל סיכון שהמנהל מקבל, עובר באופן סימטרי למחזיק תעודת ההשתתפות בקופה או בקרן. ואולם התממשות הסיכונים עלולה לגרום נטישה של הקופה או הענף בקנה מידה שיביא להתמוטטות, והיא עלולה גם לחולל משבר בשווקים הפיננסיים. לדוגמה, חשוב לציין כי המשבר הגדול ביותר בתולדות הבנקאות בישראל, ב-1983, לא נבע מסיכוני אשראי מסורתיים במערכת שבה הבנקים נוהגים למנף את פיקדונות הציבור. המשבר בארבעת הבנקים הגדולים נבע דווקא מפעילותם בגיוס הון עצמי ובתחום ההשקעות, כאשר במשך תקופה ארוכה הבנקים עודדו את הציבור לרכוש את מניותיהם על ידי ויסות שעריהם.

גם חברות ביטוח וקופות פנסייה בארץ³ ובחו"ל⁴ פשטו את הרגל. דוגמאות לאירועים כאלה מתוארות בספרות הכלכלית בהרחבה. אירועים אלה מעידים כי הסכנה ליציבות מקיפה קשת רחבה של ענפים פיננסיים. זאת ועוד, משבר באחד הענפים הפיננסיים עלול לעבור לענף אחר בגלל קשרי הגומלין הישירים והעקיפים בין ענפים פיננסיים.

היציבות אינה מתמצית במניעת ההתמוטטות של המוסדות הפיננסיים. שונות גדולה בתשואות תגרום עליית ריבית. היא גם עלולה להרחיק משקיעים מאותן פעילויות. מכלול התגובות של הפעילים בשוק ההון על גידול השונות בתשואות עלול לגרום משבר פיננסי, בריחת הון לחו"ל, ומשום כך – פגיעה בהשקעות ובתוצר.

3 חברות הביטוח הסנה ב-1992 ולה-נסיונל ב-1994, וכן קרן הפנסייה של פועלי הבניין.

4 דוגמאות בולטות מביא נגר (2005).

שמירת היציבות של המערכת הפיננסית היא אחת הדרכים העיקריות להגן על נכסי הצרכנים המופקדים אצל כל המתווכים הפיננסיים ועל התחייבויות המתווכים כלפיהם. אך בכך לא די. הצרכן עלול להיפגע מייעוץ לקוי, ממסירת מידע חלקי, מניצול ניגודי עניינים בין פעילויות שונות, מיחס לא הוגן, מהיעדר שקיפות מלאה, מתחרות לא משוכללת ועוד. בדומה לסוגיית היציבות, הבעיות האפשריות ביחסי המתווך הפיננסי עם הלקוחות לובשות צורות שונות וממדים שונים בהתאם לפעילות הפיננסית. לכן גם ההתמחות והיקף התשומות הנדרשות להגנה מפני סכנות אלה משתנים בין הענפים.

ב.1. מטרת הפיקוח בישראל

אף שחמש רשויות מפקחות על הפעילות בשוק הכספים וההון, רק באחת מהן – הרשות לניירות ערך – תפקידה העיקרי מוגדר בחוק. יתר הרשויות הגדירו את מטרותיהן בדוחות השנתיים שהן מפרסמות לציבור, בתכניות אסטרטגיות או במסמכי עבודה פנימיים. באפיון המטרות של הרשויות נשענו גם על פסיקת בית המשפט העליון ועל דוחות מבקר המדינה. מגוון המטרות של רשויות הפיקוח מוצג בלוח 1 (להלן) על פי סדר העדיפויות שכל אחת מהן הגדירה לעצמה. קיים דמיון רב ברשימת המטרות של רשויות הפיקוח, ועיקר ההבדלים ביניהן מתמצה בסדר החשיבות שהן מעניקות למטרותיהן. יוצאת דופן היא הרשות להגבלים עסקיים, שתפקידה מתמקד בשמירה על תחרות הוגנת. למעשה, אפשר היה להגדיר לכל המפקחים מטרה אחת בלבד – הגנת ענייניהם של הצרכנים, כפי שגם נעשה בחוק הרשות לניירות ערך: 'שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך'. המטרות האחרות המוגדרות בידי המפקחים – יציבות, שכלול שוק ההון ותחרות – אמנם חשובות, אולם למעשה מדובר כאן ביעדי ביניים שתכליתם לדאוג לשמירת ענייניהם של הצרכנים. יציבות המוסדות הפיננסיים נועדה בראש וראשונה להבטיח את כספי המפקידים והמבוטחים. מטרת התחרות ושכלול השווקים היא למנוע מחירים מופקעים ופגיעה באיכות השירות. גם בית המשפט העליון פירש כי 'תכליתו העיקרית של חוק הביטוח היא הגנה על המבוטחים מפני חברות הביטוח'.⁵ ועוד נאמר באותו פסק דין:

5 אמנם פסק הדין עסק בענף ביטוח הרכב, אך כפי שצינו גם השופטים: 'הבעיה חורגת מתחום זה והיא מעוררת את הבעיה הכללית של פיקוח מטעם המדינה על חברות עסקיות'. ראו בג"ץ 7721/96 הדן בעתירת איגוד שמאי הביטוח בישראל והמועצה הישראלית לצרכנות נ' המפקח על הביטוח ומשיבים אחרים. כן ראו פסיקתה של השופטת נתניהו בע"א 391/89 א' וייסנר ואח' נ' אריה חברה לביטוח בע"מ.

יש לזכור, הפיקוח על היציבות הפיננסית של חברות הביטוח אינו אלא אמצעי להשגת התכלית העיקרית של חוק הפיקוח, כלומר, ההגנה על המבוטחים.⁶

לוח 1 מטרות הפיקוח המוצהרות

| המפקח על הבנקים | הרשות לניירות ערך | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | הגבלים עסקיים |
|-----------------|--------------------|----------------------------|---------------|
| יציבות פיננסית | הגנת הצרכן | יציבות פיננסית | תחרות הוגנת |
| הגנת הצרכן | שכלול שוק ההון | הגנת הצרכן | |
| תחרות | הגדלת מספר השחקנים | שכלול שוק ההון | |
| | אמינות ושקיפות | תחרות | |

ייתכן שהפערים בסדר המטרות, כפי שהוגדרו בידי הרשויות, אינם מבטאים בהכרח השקפה שונה על החשיבות היחסית של כל אחת מהן, אלא משקפים את היקף המשאבים הנדרש להשגת המטרות בכל אחד מהענפים המפוקחים. המפקח על הבנקים מעמיד את היציבות הפיננסית בראש סולם המטרות, משום שלהערכתו זו הדרך האפקטיבית ביותר להגן על כספי המפקידים. עם זאת הפיקוח על היציבות הוא המורכב ביותר ודורש תשומות רבות יותר מפעולות ישירות להגנת הצרכנים. לפיכך העמדת היציבות במקום הראשון בפיקוח על הבנקים מייצגת, לדבריו, את היקף התשומות הנדרשות להשגתה ולא את חשיבותה היחסית.

בחינת שינויים מרכזיים בהתפתחות ענף הבנקאות בישראל מאז הקמת המדינה מראה כי מטרת היציבות כשלעצמה אכן עמדה לעתים תכופות בראש סדר העדיפויות של הפיקוח על הבנקים. מאיר חת (1994) מציין כי בשנות החמישים והשישים של המאה העשרים 'בנק ישראל לא ניסה למנוע בליעת מוסדות קטנים ובינוניים בידי הבנקים הגדולים ולא עודד יצירת מוסדות בינוניים על ידי מיזוג מוסדות קטנים'. כך נעלמו מהשוק בנקים קטנים רבים ובנקים בינוניים והתחרות בשוק נפגעה.⁶ יושע, בלי ויפה

6 עוד מציין חת (1994) כי מיזוג בנקים טעון אישור בנק ישראל למן 1969, אולם גם קודם לכן לא היה הבנק המרכזי משולל יכולת להשפיע. לאחר המשבר בבנקאות של 1967 ניסה בנק ישראל לעודד מיזוגים שיביאו לחיזוקם של מוסדות בינוניים.

(2004) טוענים כי 'מקטעים שונים בתולדות הבנקאות בישראל עולה, כי הגם שהבנק המרכזי היה מודע היטב לריכוזיות ההולכת וגוברת בענף – לא זו בלבד שלא התנגד למגמה זו, ולא נקט אמצעי כלשהו כדי לבלמה, אלא נראה כי אף עודד אותה במתכוון'. הם מציינים גורמים אחדים למגמה זו, אך מתמקדים באפשרות שבנק ישראל תמך בהפיכתו של הענף לריכוזי 'במטרה להגדיל את יציבות המערכת על חשבון מידת התחרות'. רוטנברג (2002) שותף גם הוא להערכה זו. גם בשנים האחרונות היינו עדים לכמה תופעות דומות, כמו הצהרתו של נגיד בנק ישראל דוד קליין בעקבות המעילה בבנק למסחר כי 'מי שמפקיד כספים בבנק קטן צריך לדעת כי הוא לוקח על עצמו סיכון גדול יותר ולכן הוא מקבל ריבית גבוהה יותר. אני שומע על אנשים שהחזיקו את כל חסכוניהם בבנק למסחר, שהוא בנק קטן, זה מסוכן וצריך לפזר את הסיכון בין הבנקים'. אך חשובה עוד יותר עמדתו של בנק ישראל ביחס למיזוגים של בנקים קטנים עם גדולים. בשנת 2004 רצה בנק לאומי (שמשקלו בענף הבנקאות 28%) לרכוש את השליטה בשני בנקים קטנים – בנק ירושלים ובנק אינווסטק. המפקח על הבנקים תמך באישור העסקאות הללו, אולם הממונה על ההגבלים העסקיים התנגד להן בשל השלכותיהן על הריכוזיות בענף הבנקאות. מאחר שלעניין זה נדרשת הסכמת שני המפקחים, המיזוגים הללו לא יצאו לפועל.⁷

ייתכן שמנקודת הראות של יציבות, תחרות ויעילות עדיף היה למזג בנקים קטנים מאוד עם בנקים קטנים אחרים או עם בנקים בינוניים, אך בוודאי לא עם אחד משני הבנקים הגדולים. הסכמה למיזוג בנקים קטנים עם בנקים גדולים מעידה על העדפה מופרזת של שיקולי יציבות בפיקוח על הבנקים. הצבת היציבות בראש סדר העדיפויות עלולה להעניק לגיטימציה להגדלת הריכוזיות לשם הגברת היציבות, כך שיתכן שבסופו של דבר ייפגעו ענייניהם של הצרכנים. יתרה מזו, תחרות מהווה פיקוח של השוק על המתווכים הפיננסיים וכלל לא ברור שהגדלת הריכוזיות אכן תתרום תרומה חיובית להעצמת היציבות. בנקים גדולים אף עלולים ליטול סיכונים גדולים מדי, מתוך הערכה שהממשלה לא תניח להם ליפול (בן בסט, 1996).

7 יצוין כי בסופו של דבר נרכש בנק אינווסטק על ידי הבנק הבינלאומי הראשון, מיזוג שבוודאי אינו פוגע בתחרות ולדעת אחדים אף מעצים אותה.

עוד מסקנה העולה מניתוח ניגודי העניינים הפוטנציאליים בין מטרות הפיקוח על הבנקים⁸ היא שיש יתרון בהפקדת השמירה על יעד התחרות בידי רשות שזו תכליתה הבלעדית. כך יגדל הסיכוי לאיזון בין המטרות. ברשות לניירות ערך, לעומת זאת, חלק מכריע מהמשאבים מיועד לפיקוח על תקינות המסחר, לגילוי נאות בתשקיפים ובדוחות של חברות נסחרות בבורסה וכדומה, ואילו המשאבים המיועדים לבחינת יציבותן של קרנות הנאמנות קטנים הרבה יותר. נראה שזו גם הסיבה שיעד היציבות אינו מוזכר כלל בין מטרותיה של הרשות הזאת. מובן שאין בכך כדי להצדיק התעלמות ממטרת היציבות, גם אם היא יעד ביניים.

המפקח על הביטוח מעניק משקל שווה למטרות היציבות ולהגנת הצרכן. כך עולה בעקיפין מסקירתו השנתית (2003), שבה צוין כי המפקח החליט להסיט את הדגש לסוגיית היציבות, משום שההגנה על המבוטחים זכתה לתשומת לב רבה בעבר.

למרות ההבדלים בין הענפים המפוקחים אין הם מצדיקים הגדרת מטרות שונה. לדעתנו, ראוי להגדיר קובץ מטרות זהה לכל רשויות הפיקוח, לדרג את המטרות לפי חשיבותן היחסית ולעגן אותן בחוק. היעד המרכזי צריך להיות הגנת ענייניהם של הצרכנים ולאחריו יש לציין את היציבות הפיננסית, התחרות ושכלול השווקים. דירוג המטרות נובע מאופיין – שלושת היעדים האחרונים הם יעדי ביניים שתכליתם העיקרית להגן על הצרכנים. זאת ועוד, השגת יעדי הביניים אינה מבטיחה לגמרי את הגנת הצרכנים, ונדרשות פעולות ישירות לשם כך. השוק הפיננסי בישראל אינו תחרותי (ראו הפרק הרביעי), ולפיכך מחירי השירותים הפיננסיים גבוהים מדי וכן מנוצלים בהם ניגודי עניינים הפוגעים ברווחתו של הצרכן. לכן נדרשים משאבי פיקוח ישירים כדי להבטיח שהלקוחות יזכו לשירות הוגן.

ג. סמכויות המפקחים

לרשויות הפיקוח על המתווכים הפיננסיים קשת רחבה של סמכויות – רישוי, הסדרה, אכיפה וענישה. למקור הסמכות ולהיקף הסמכויות שבידי המפקח יש השלכה על עצמתו ועל האפקטיביות של פעולותיו. בפרק זה

8 להרחבה בנושא זה ראו גם הפרק השני שלהלן, חלק ראשון וחלק שני.

דירגנו את עצמת הסמכויות להלכה⁹ בסולם שבין 0 (הדרגה הנמוכה ביותר) לבין 5 (הדרגה הגבוהה ביותר). הציונים לכל אחת מהסמכויות מופיעים בסוגריים בלוחות פרק זה. כללי הדירוג מוצגים בנספח 2.¹⁰

לאחר השלמת הגרסה הראשונה של המחקר ובעקבות מסקנותיה של ועדת בכר חוקקה הכנסת כמה תיקונים שהעצימו חלק מסמכויות המפקחים, ובמיוחד את סמכויותיו של הממונה על שוק ההון בפיקוח על קופות הגמל. גם לאחר החקיקה שבעקבות דוח ועדת בכר נותרה שונות רבה בסמכויות המפקחים. יתרה מזו, על פי דוח קרן המטבע (2006) אף נוצרו סיכונים חדשים המגבירים את הצורך בחיזוק הפיקוח. בגוף העבודה נציג את המדדים העדכניים, נדגיש את שינויי החקיקה העיקריים, וכן נציג בנספח 3 את כל המדדים שקדמו לתיקוני החקיקה מיולי 2005.

כל המפקחים, למעט המפקח על שוק ההון, פועלים מתוקף חוקים שנחקקו לתכלית זו (לפירוט החוקים ראו לוח 2 להלן). מקור הסמכות של המפקח על קופות הגמל היה במשך שנים רבות עקיף – תקנות מס ההכנסה ולא חוק ייחודי. תקנות אלה, שנועדו לקבוע את היקף הפטור ממס בקופות הגמל ואת הזכאים לו, נוצלו גם כדי לקבוע את הכללים לאישור קופות הגמל ולניהולן.¹¹ לכן הציון שניתן לממונה על שוק ההון בסעיף זה עד 2005 הוא 1 (ראו לוח נ-2 להלן). ביולי 2005 עוגנו רוב סמכויותיו בחוק,¹² אם כי הוא יונק עדיין חלק מסמכויותיו מתקנות מס ההכנסה ולכן ציונו הועלה ל-4 (ראו לוח 2).

9 בדירוג לא התייחסנו למידת הניצול של הסמכות בפועל.

10 הסולם נועד רק לדירוג רשויות הפיקוח בישראל. אילו היו בידינו נתונים דומים על רשויות הפיקוח במדינות אחרות, יש להניח שהיינו מגלים במדרג רציפות גדולה בהרבה.

11 ההפרשה לקופות גמל עד תקרה שנקבעה בתקנות, וכן התשואה שהיא מניבה, פטורות ממס.

12 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, קופות גמל, התשס"ה-2005; להלן: חוק קופות גמל.

לוח 2 מקור סמכויות המפקחים, 2005*

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים |
|------------------------------|---|--|---|--|
| | ביטוח | הון | | |
| חוק ההגבלים העסקיים, 1988 | חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשס"ה- 2005 | <ul style="list-style-type: none"> ■ חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005¹³ ■ תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל), תשכ"ד-1964 | <ul style="list-style-type: none"> ■ חוק ניירות ערך, 1968, ומכלול התקנות על פיו ■ חוק השקעות משותפות בנאמנות, 1994, ומכלול התקנות על פיו ■ חוק הסדרת העיסוק בייצוג ובניהול תיקי השקעות, 1995 | <ul style="list-style-type: none"> ■ פקודת הבנקאות, 1941 ■ חוק הבנקאות (רישוי), 1981 ■ חוק בנק ישראל, 1954 ■ חוק הבנקאות (שירות ללקוח), 1981 |
| (5) | (5) | (4) | (5) | (5) |

* מקור הסמכות של כל המפקחים, למעט הממונה על ההגבלים העסקיים, יונק מאז יולי 2005 גם מהחוק להגברת התחרות בשוק ההון ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005.

אופי הפעילות של הרשויות אינו אחיד. המפקח על הבנקים, המפקח על הביטוח והרשות לניירות ערך הן רשויות העוסקות בכל קשת הפעולות – רישוי, הסדרה ואכיפה.¹⁴ המפקח על קופות הגמל עוסק בעיקר ברישוי ובהסדרה, ואילו פעילותו בתחום האכיפה מוגבלת מאוד. כפועל יוצא, היקף הביקורות על קופות הגמל ועומקן מצומצמים מאוד. החוק מיולי 2005 הרחיב גם את סמכויות האכיפה של המפקח על קופות הגמל (לוחות 4 ו-5 בהשוואה ללוחות נ-4, נ-5 שבנספח 3 ולכן צפוי שינוי בהרכב פעילותו בעתיד.

13 על פי תזכיר לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, שפורסם במסגרת ועדת בכר, נקבע כי עד הסדרה מלאה והתקנתן של תקנות מכוח החוק הנייל, יחולו על קופות גמל הוראות תקנות קופות גמל בכל נושא שטרם הוסדר בחוק קופות גמל או מכוחו. לפיכך הציון בלוח זה ניתן על בסיס ממוצע פשוט בין מקור הסמכויות הנובע מהחוק (המקבל את הציון 5) לבין זה הנובע מן התקנות (המקבל את הציון 3).

14 פרוש (2004) מציין כי עד אמצע שנות השמונים התמקד הפיקוח על הבנקים בעיקר בביקורת ובאכיפה. השימוש בהסדרה כאמצעי מרכזי לשמירת היציבות ולמניעת ניגודי עניינים נוסף החל באמצע שנות השמונים.

הרשות להגבלים עסקיים עוסקת באכיפה בלבד. בשונה מחוקי תחרות רבים בעולם, אין לרשות להגבלים עסקיים סמכות הסדרה על פי חוק ואף לא מעמד מייצג.¹⁵ גם זה חיסרון שראוי לתקנו. הסדרה עשויה למנוע בעיות מראש וכך לחסוך עלויות פיקוח למפקח ולמפוקח. לדוגמה, אפשר לנסח כללים שיגדירו באילו מקרים לא יורשו חברות להתמזג עם חברות אחרות באותו ענף. תקנות כאלה בענף הבנקאות היו מונעות מראש את ההוצאה שהשקיע בנק לאומי בבחינת המיזוגים עם בנק ירושלים ועם בנק אינווסטק, וכן היו חוסכות את הצורך בבחינת ההצעות על ידי הרשות להגבלים עסקיים. הן גם היו מספקות ודאות רבה יותר לשוק בכללותו ומזרזות את מימושם של מיזוגים שאינם פוגעים בתחרות. יצוין כי כללים ברוח זו אומצו על ידי ועדת בכר (2004) באשר למשקל המרבי של כל חברה בניהול קופות גמל וקרנות נאמנות.

1.1. סמכויות רישוי והסדרה

פעילותם של כל המתווכים הפיננסיים טעונה רישוי. הסמכות להעניק רישיון וכן לבטלו מסורה בדרך כלל למפקח הממונה על התחום. החזקה מעל 10% בתאגיד בנקאי מחייבת אישור נגיד בנק ישראל, לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות (לוח 3 להלן). עם זאת המפקח על הבנקים הוא שותף מלא ומרכזי להחלטה. הוא מופקד על ניתוח הבקשה לרישיון, הכנת חוות הדעת וההמלצה.

למפקח על הביטוח סמכות מלאה להעניק רישיונות ולבטלם – לחברות ביטוח, לסוכני ביטוח ולקרנות פנסייה. הרשות לניירות ערך רשאית להעניק רישיונות ולבטלם ליועצי ניירות ערך ולקרנות נאמנות.¹⁶ הרישיון להקים בורסה לניירות ערך מופקד בידי שר האוצר, ורישוי החתמים בידי רשם החברות, אף על פי שהפיקוח על פעולות המתווכים האלה נתון לרשות

15 הרשות להגבלים עסקיים פעילה מאוד מאחורי הקלעים בתחומים של חקיקה, הפרטה, פתיחת שווקים, רפורמות כלכליות (למשל, ועדת בכר, בז"ן, פי גלילות). נוסף על כך הרשות מפרסמת מדי פעם גילויי דעת ומסמכי הנחיות, וכן מביעה את דעתה לפני שחקנים במקרים רלוונטיים על המצב המשפטי והתחרותי, בלי לנקוט צעדי אכיפה ממש. הרשות עושה כן כדי לפעול בשקיפות ולהבהיר ככל האפשר את מדיניותה.

16 ביטול הרישיון של קרן נאמנות עד יולי 2005 היה מותנה באישור בית המשפט (לוח 3 בהשוואה ללוח נ-3).

לניירות ערך. כמו כן הרשות היא המאשרת את הרישום של חברות ציבוריות למסחר בבורסה ואת הפסקת המסחר בהן במקרה הצורך.¹⁷ יוצאות דופן במיוחד היו קופות הגמל שהסמכות להעניק להן רישון הייתה נתונה עד 2005 לנציב מס ההכנסה (לוח נ-3 להלן). אמנם הרישוי וההסדרה של קופות הגמל נגזרו מתקנות מס ההכנסה, אך לא הייתה כל הצדקה להפקיד את סמכות הרישוי בידי נציב מס ההכנסה. היה ראוי שהנציב יאציל את סמכויות הרישוי שבידיו לממונה על שוק ההון, כפי שנעשה בסמכויות ההסדרה. עם זאת הממונה היה רשאי לבטל רישון של קופת גמל. השונות הרבה בין המפקחים בדבר סמכויות הרישוי של המתווכים שהייתה קיימת עד יולי 2005 לא הייתה רצויה. ראוי היה להעניק סמכויות זהות לכל המפקחים על כל הפעילויות. בחוק מיולי 2005 הורחבה במידה רבה סמכות הרישוי של הממונה על שוק ההון והשוותה לזו של המפקחים על הביטוח ועל הבנקים (לוח 3 להלן), אך סמכותה של הרשות לניירות ערך נמוכה עדיין מהסמכות האפשרית המרבית. הסמכות להוציא תקנות על כל הפעילויות הפיננסיות נתונה לשר האוצר, ללא קשר לזהות המפקח המופקד עליהן. הסמכות להוציא תקנות בתחום ההגבלים העסקיים היא בידי שר התעשייה, המסחר והתעסוקה. הסמכות להוציא תקנות היא סמכות אחידה, אך אין הדבר כך באשר להוצאת הנחיות. למפקח על הבנקים יש עצמאות מלאה להוציא הנחיות באמצעות נוהל בנקאי תקין. פעילויות בנקאיות רבות מוסדרות באמצעות הנחיות אלה, כמו מערכות הבקרה הפנימיות, הגבלת החשיפה של הבנקים לסיכונים, יחסי בנק-לקוח ועוד. אי-קיום ההנחיות הוא פגם בניהול התקין של עסקי התאגיד הבנקאי, והמפקח רשאי לדרוש את תיקונו.¹⁸

17 רישוי החברות עצמן נתון לסמכות רשם החברות.

18 מתוך דוח מבקר המדינה 53ב: 'מעמדן של הוראות ניהול בנקאי תקין הוא כזה שמנהלי הבנקים אשר **מפריים** הוראות אלה, יקשה עליהם לטעון שניהול הבנק תחת שרביטם היה תקין'. למען הסר ספק עוגנה ביולי 2005 סמכותו של המפקח על הבנקים להוציא הנחיות בחוק.

לוח 3 סמכויות רישוי והסדרה, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך* | בנקים | |
|------------------------|--|---|---|---|------------------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | חברות ביטוח וסוכני ביטוח: בידי המפקח | קופות גמל וקרנות השתלמות: בידי המפקח | <ul style="list-style-type: none"> ■ קרנות נאמנות: בידי הרשות (סעיף 15 לחוק השקעות משותפות בנאמנות). ■ יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות: בידי הרשות ■ בורסה: שר האוצר ■ חברות ציבוריות: רישום למסחר והפסקת המסחר בידי הרשות ■ חתמים: בידי רשם החברות | <ul style="list-style-type: none"> ■ החזקה מעל 10% בתאגיד בנקאי ■ בידי הנגיד, בשיתוף המפקח ולאחר התייעצות בוועדת רישיונות | רישוי וביטול רישיון |
| (-) | (5) | (5) | (3.9) | (5) | |
| אין הוצאת הנחיות | המפקח | המפקח | <ul style="list-style-type: none"> ■ קרנות נאמנות: המפקח ■ יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות: המפקח ■ שאר הגופים המפוקחים: בידי המפקח ושר האוצר | המפקח | הוצאת הנחיות |
| (0) | (5) | (5) | (4.1) | (5) | |
| (0) | (5) | (5) | (4) | (5) | ממוצע** |

* הרשות לניירות ערך מפקחת על כמה מתווכים פיננסיים. משקלו של כל מתווך ופעילותו פורטו בלוח נ-3.
** משקל שווה לכל סמכות.

המפקח על שוק ההון והביטוח¹⁹ יכול להוציא הנחיות בתחומי אחריותו. סמכות זו נגזרת מאחריותו של המפקח לניהול תקין של הגופים המפוקחים על ידו. גישה זו קיבלה חיזוק של ממש בפסק הדין של בית המשפט העליון בעתירה של איגוד שמאי הביטוח נגד המפקח על הביטוח (בג"ץ 7721/96): 'פירוש רחב של סמכות המפקחת מתבקש גם מתכלית החוק [...] מכאן שאם המפקחת מגיעה למסקנה, אגב בירור תלונה כי עצם ההסדר הקיים בתחום שמאות הרכב הנו בגדר ליקוי, אם משום שאינו חוקי ואם משום שאינו ראוי מטעם אחר, יש בידה סמכות להורות לכל חברות הביטוח

19 שר האוצר רשאי להוציא הנחיות לחברות הביטוח גם בדבר תנאים שבחווה ביטוח וניסוחם (סעיף 38 לחוק הפיקוח על הביטוח).

לתקן את הליקויי. ובאותו נושא קבעה מבקרת המדינה (דוח 40): 'הפיקוח המופעל על פי חוק הפיקוח על הביטוח אינו פיקוח רגיל האוסר או מגביל פעולות מסוימות, אלא הוא פיקוח מסדיר (רגולטיבי), שמטרתו גם למנוע מראש אירועים שליליים מסוימים'.²⁰

סמכויות הרשות לניירות ערך להוציא הנחיות ליועצים ולקרנות נאמנות הורחבו מאוד ביולי 2005, וכיום הרשות לניירות ערך רשאית לתת הוראות הנוגעות לדרכי הפעולה והניהול של יועצים וקרנות נאמנות (לוח 3 לעיל בהשוואה ללוח נ-3 להלן). לעומת זאת סמכות הרשות לניירות ערך להוציא הנחיות לחברות ציבוריות ולבורסה נותרה חלקית ומוגבלת. תוקפן של הנחיות בדבר דיווח וגילוי נאות של חברות ציבוריות מוגבל לתקופה של שנה והארכתן טעונה אישור שר האוצר, הרשאי להאריך את תוקפן לתקופה שלא תעלה על שנה. כלומר הארכתן מעבר לכך טעונה חקיקה. הרשות אף רשאית להורות לבורסה על דרך הפעולה הראויה, אולם הנחיות אלה זמניות.

המפקח על קופות הגמל נהג גם הוא להנפיק חוזרים, אך הסמכות שממנה ינק במשך שנים רבות – תקנות מס ההכנסה – הייתה רופפת.²¹ על מנת להסיר ספק ולהעניק עצמה לחוזרי המפקח, עוגנה סמכותו בחוק בשנת 2005 (לוח 3 בהשוואה ללוח נ-3).

2.2. סמכויות אכיפה

סמכויות האכיפה מתחלקות לשני פרקים עיקריים: האמצעים לאיסוף המידע הנדרש לביקורת והיכולות לכפות על המפוקחים את תיקון הפגמים והליקויים שהתגלו לביקורת. המידע הנדרש לעריכת הביקורת נאסף במגוון אמצעים, החל בחובת המפוקחים להגיש דוחות תקופתיים למפקח וכלה ביכולת לחקור ואף לעצור חשודים בביצוע עברות על חוקי הפיקוח. כל הרשויות מחייבות את המפוקחים להגיש דוחות תקופתיים על פעילותן (לוח 4). ואולם באשר ליתר האמצעים לאיסוף המידע הנדרש לביקורת, יש שונות רבה בסמכויות שהוענקו למפקחים.

20 למען הסר ספק עוגנה סמכותו של המפקח על הביטוח בחוק ביולי 2005.

21 חשוב לציין כי גם לפני יולי 2005 היו בתקנות ובחוקים הרלוונטיים מקרים ספציפיים שבהם נקבע כי הממונה רשאי להוציא חוזר, כדוגמת תקנה 60 לתקנות מס הכנסה בדבר כללי פרסום: 'הממונה רשאי לקבוע הוראות בדבר פרסום קופות גמל, לרבות פרסום נתוני תשואות ודמי ניהול והשוואתם לקופות גמל אחרות'. ההוראות והחוזרים תקפים כל עוד אין הם סותרים חקיקת משנה או חקיקה ראשית.

בידי הממונה על ההגבלים העסקיים נתונות הסמכויות האפקטיביות ביותר לאיסוף מידע ולעריכת ביקורת. הוא רשאי לדרוש מכל אדם למסור לו ידיעה או מסמך הרלוונטיים לביקורת שהוא עורך. כן יש לו סמכות להיכנס לכל בית עסק, לערוך בו חיפוש ולתפוס כל מסמך. הסייג היחיד לעניין זה הוא הצורך בצו בית משפט על מנת להיכנס לבית מגורים. כן הוא רשאי לעצור ולחקור כל אדם. סמכויות אלה מעניקות לממונה על ההגבלים העסקיים עצמה רבה, ועצמה זו מנוצלת בפועל.

גם לרשות לניירות ערך סמכויות רבות לאיסוף המידע הנדרש לביקורת, והן נבדלות מאלה של הממונה על ההגבלים העסקיים רק בצורך בצו בית משפט כדי לממש את סמכותה לחפש ולתפוס מסמכים.

שתי הרשויות מנצלות באופן שוטף את סמכויות האכיפה המהותיות שניתנו להן.²² דוגמאות בולטות מהתקופה האחרונה: (א) חוקרי הרשות להגבלים עסקיים פשטו בנובמבר 2004 על משרדי ההנהלות של בנק לאומי ובנק הפועלים ותפסו מסמכים, במסגרת חקירה נגד שני הבנקים הגדולים, בחשד לתיאום עמדות בנוגע להפסקת מתן אשראי לרשויות המקומיות. חקירה זו הורחבה בחודש דצמבר לבנקים דיסקונט והמזרחי, וגם במשרדי הנהלותיהם נערך חיפוש ונתפסו מסמכים. (ב) הרשות לניירות ערך חקרה בשנת 2004 יועצים להשקעות בבנק לאומי בחשד לניצול ניגודי עניינים בשיווק קרנות נאמנות לציבור.

הסמכויות לאיסוף מידע של יתר המפקחים מצומצמות במידה ניכרת מסמכויות שתי הרשויות הנ"ל. המפקח על הבנקים רשאי לדרוש מסמכים, אולם הוא אינו רשאי לערוך חיפוש ולתפוס מסמכים. יתרה מזו, סמכותו מוגבלת לתאגיד בנקאי, לעובדיו, למנהליו ולרואה החשבון שלו, ואילו סמכויות הרשויות לניירות ערך ולהגבלים עסקיים חלות על כל אדם. כלומר, למפקח על הבנקים אין אפילו הסמכות לדרוש מסמכים שבידי לקוחות הבנק. גם אין בידו סמכות לעצור ולחקור חשודים בעברות על חוק הבנקאות. השר לביטחון הפנים רשאי למנות עובדים בבנק ישראל לקציני משטרה בדרגת מפקח. אולם המפקח על הבנקים מעולם לא ניצל את הסמכויות שניתנו לו בעניין זה.²³ לשני המפקחים על שוק ההון והביטוח

22 בדוחות השנתיים של הרשות לניירות ערך וכן של הרשות להגבלים עסקיים אפשר למצוא מידע על מספר החקירות בכל תחום, על התיקים שהוחלט להגיש בהם כתב אישום ועל שיעור ההרשעות.

23 בשנת 2004 נשלחו לראשונה שני עובדים לקורס שמטרתו להתמחות בחקירה. בכוונת בנק ישראל אף להקים מחלקת חקירות בבנק.

אין כלל סמכויות לחפש ולתפוס מסמכים, לעצור ולחקור חשודים בביצוע עברות.²⁴

בסך הכול נראה כי לרשות לניירות ערך ולרשות להגבלים עסקיים יש סמכויות רבות לאיסוף מידע, בעוד סמכויות איסוף המידע אצל יתר המפקחים חלשות בהרבה, ובייחוד נמוכות סמכויותיו של הממונה על שוק ההון והביטוח (ראו הממוצע בלוח 4 להלן). בתיקון לחוק מיולי 2005 שופרה חובת המסירה של מידע ומסמכים לממונה על שוק ההון והביטוח, אולם השיפור שולי בלבד.

היכולת לאסוף מידע היא תנאי הכרחי לעריכת ביקורת. אפקטיביות הביקורת מותנית ביכולתו של המפקח לכפות את תיקון הפגמים והליקויים שנמצאו בביקורת. גם בעניין זה שררה שונות רבה בין המפקחים, אך היא צומצמה מאוד בחקיקה מיולי 2005 (לוח 5 להלן). אמנם כל המפקחים יכולים לדרוש תיקון פגמים, אך כוחם היחסי בכפיית התיקונים אינו אחיד. למפקח על הבנקים ולמפקח על הביטוח ניתנו אמצעים רבים ודומים לאכוף תיקון של ליקויים, ומיולי 2005 ניתנו סמכויות דומות גם לממונה על שוק ההון. הם יכולים להורות למפוקח להימנע מביצוע פעולות שפגמיהן לא תוקנו, לדרוש מהמפוקח להפריש מקורות כספיים בגין חובות רעים וכן להשלים הון כאשר המפוקח נמצא מתחת לחובת המינימום. כן יש בידיהם סנקציות עקיפות, כגון איסור חלוקת דיבידנדים ורווחים לבעלי המניות ואיסור הענקת הטבות לדירקטורים, לבעלים ולבעלי זכות חתימה.

24 המפקח על הביטוח רשאי לחפש ולתפוס מסמכים רק אצל חלפנים המעניקים שירותי מטבע.

לוח 4 סמכויות אכיפה: איסוף מידע, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|--|------------------------------------|----------------------------|--|--|--------------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | חובה להגיש דוחות תקופתיים | חובה להגיש דוחות תקופתיים | <ul style="list-style-type: none"> ■ חתמים: חובה להגיש דוחות תקופתיים ■ קרנות נאמנות: חובה שנתית להגשת תשקיף ■ בורסה ויועצים: לפי דרישה | חובה להגיש דוחות תקופתיים | דיווחים תקופתיים |
| (-) | (5) | (5) | (5) | (5) | |
| כל אדם | כל נושא משרה בקרב מבטח וסוכן ביטוח | כל נושא משרה בחברות מנהלות | כל אדם | תאגיד בנקאי, דירקטור, עובד ורואה חשבון | חובת מסירת מידע ומסמכים |
| (5) | (4) | (4) | (5) | (4) | |
| לערך חיפוש בכל עסק ולתפוס כל מסמך. במקום מגורים נדרש צו בית משפט | - | - | רשאי לבקש צו מבית המשפט | - | חיפוש ותפיסה |
| (5) | (0) | (0) | (3) | (0) | |
| רשאי לחקור כל אדם ולדרוש להתייצב לפניו | - | - | רשאי לחקור כל אדם ולדרוש להתייצב לפניו | רשאי. מי שהוסמך בידי שר המשטרה | חקירה |
| (5) | (0) | (0) | (5) | (2) | |
| רשאי | - | - | רשאי מכוח הסמכה של השר לביטחון פנים | - | מעצר |
| (5) | (0) | (0) | (4) | (0) | |
| (5) | (1.3) | (1.3) | (4.3) | (1.9) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2.

לוח 5 סמכויות אכיפה: תיקון פגמים, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|-----------------------------------|---|---|---|--|---------------------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | רשאי להורות להפריש לקרן מתאימה סכום כנדרש | לא רלוונטי | לא רלוונטי | בידי הנגיד. רשאי להורות להפריש לקרן מתאימה סכום כנדרש | הפרשה לחובות רעים |
| (-) | (5) | (-) | (-) | (5) | |
| לא רלוונטי | <ul style="list-style-type: none"> ▪ לא יפחת מהסכום הנקוב בחוק ▪ חייב להגדילו תוך 30 יום ממועד הדוח השנתי או החצי שנתי | לא יפחת מהסכום הנקוב בחוק | קרנות נאמנות וחברות בעלות רישיון: לא יפחת מהסכום הנקוב בתקנות | אפשר לחייב על פי הוראות ניהול בנקאי תקין | השלמת הון |
| (-) | (5) | (5) | (5) | (5) | |
| ניהול הליך משפטי נגד מושאי הקביעה | <ul style="list-style-type: none"> ▪ להורות למבטח להימנע מסוגי פעולות שפגמיהן לא תוקנו ▪ לאסור חלוקת דיבידנד או רווחים או מתן הטבות לדירקטורים, למנהלי עסקים, לעובדים ולסוכני ביטוח | <ul style="list-style-type: none"> ▪ להורות למנהל להימנע מסוגי פעולות שפגמיהן לא תוקנו ▪ לאסור חלוקת דיבידנד או רווחים או מתן הטבות לדירקטורים, למנהלי עסקים ולעובדים | <ul style="list-style-type: none"> ▪ באמצעות צו בית משפט: קרנות נאמנות וחברות ציבוריות: לאסור על ביצוע מעשה הפסקה של הצעת יחידות השתתפות בקרנות נאמנות ופדיון ▪ חתמים: דרישת חוק מתקן ▪ יועצים: העברת ממצאי ביקורת לחקירת משמעת או לחקירה פלילית ▪ הפסקת מסחר בבורסה ▪ חברות ציבוריות: הוראות לתיקון תשקיף ולהגשת דוח מידי | <ul style="list-style-type: none"> ▪ להורות לבנק להימנע מסוגי פעילויות שפגמיהן לא תוקנו ▪ לאסור חלוקת דיבידנד או רווחים או מתן הטבות לדירקטורים, לבעלים ולבעלי זכות חתימה ▪ לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות: להתלות או להגביל סמכותו או להעבירו מתפקידו: דירקטור, מנהל עסקים או בעל זכות חתימה | נקיטת צעדים נגד אי-תיקון פגמים |
| (3) | (5) | (5) | (3.8) | (5) | |
| (3) | (5) | (5) | (4.2) | (5) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2.

הסמכות של הרשות לניירות ערך לאכוף תיקון פגמים מוגבלת מעט יותר, וזו של הרשות להגבלים עסקיים בינונית. שתי רשויות אלה נזקקות להליך משפטי על מנת לממש את כוחן. לרשות לניירות ערך עצמת אכיפה רבה בעיקר לגבי פעילותה של הבורסה לניירות ערך.

3.3. סמכויות ענישה

סמכויות הענישה שבידי המפקחים מעטות יחסית ואינן נתונות לכל המפקחים. שתי הסמכויות שבידי חלק מהמפקחים הן הטלת קנסות והתערבות בניהול, בעיקר על ידי העברת מנהלים מתפקידם ומינוי מנהלים מורשים תחתיהם (לוח 6 להלן). נגיד בנק ישראל רשאי, לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות ובאישור הממשלה, להעביר את המנהלים מתפקידם ולמנות מנהל מורשה או למנות מפקח מיוחד או למנות ועדת הנהלה שתפקח על הנהלת התאגיד הבנקאי. ביולי 2005 הורחבו סמכויות הענישה של המפקח על הבנקים והוא רשאי גם להטיל קנסות.²⁵

הרשות לניירות ערך הייתה רשאית להטיל קנסות רק על מי שהפר את הוראות חוק השקעות משותפות בנאמנות, כגון הכללת פרט מטעה בתשקיף והחזקת נכסים מעבר לתקרה. מיולי 2005 הורחבה סמכותה להטיל קנסות גם על יועצי השקעות ומנהלי תיקים.²⁶ סכומי הקנסות קבועים, אך הרשות רשאית להפחית מהקנס הקצוב בחוק. בשנת 2002 הוטלו קנסות על עשרה מנהלי קרנות ובשנת 2003 על שני מנהלי קרנות. כן רשאית הרשות לניירות ערך להעביר מכהונתם מנהלי קרנות ודירקטורים ולמנות במקומם מנהלים אחרים, אך נדרש אישורו של בית המשפט לצעד זה.

המפקח על הביטוח רשאי להטיל קנסות על כל המפוקחים תחתיו.²⁷ כן הוא רשאי להשעות מנהלים ודירקטורים בחברות ביטוח ובקופות פנסייה ולמנות מנהלים מורשים במקומם, אך פעולה זו מחייבת את אישור שר

25 יצוין כי בדוח מבקר המדינה בעקבות פרשת המעילה בבנק למסחר המליץ המבקר (2002): 'על בנק ישראל לשקול ולבחון ייזום תיקון חקיקתי של הפקודה שלפיו יקבע שאם ימצא שבנק הפר הוראת נוהל בנקאי תקין, או הוראה ספציפית של המפקח לבנק לתקן פגמים בניהולו, או שיימצא כי הצהרה שהגיש למפקח בדבר תיקון ליקויים לא הייתה נכונה, יהיה המפקח מוסמך להטיל קנס אזרחי על הבנק או מנהלו או על שניהם.'

26 הרשות לניירות ערך לא הוסמכה להטיל קנסות על יתר מפוקחיה – חתמים, הבורסה וחברות ציבוריות – ולכן ציונה בסעיף זה הוא 3.1.

27 סכומי הקנסות האפשריים הוגדלו במידה רבה ביולי 2005.

האוצר. משום כך עצמאות המפקח על הביטוח בעניין זה מוגבלת מאוד. עד יולי 2005 לא היו לממונה על שוק ההון סמכויות ענישה והתערבות בניהול. ממועד זה ואילך הוענקו לו אותן סמכויות שבידי המפקח על הביטוח. כאמור, סמכויות אלו מוגבלות למדי.

סמכות הממונה על ההגבלים העסקיים להטיל קנסות מוגבלת, כי הוא יכול להפעילה רק בצו מוסכם על המפוקח או באישור בית המשפט. אולם מנגד ניתנה לו הסמכות הגבוהה ביותר בהגשת כתבי אישום – הוא רשאי להגיש תביעות לבית המשפט במישרין.²⁸ הרשות לניירות ערך, לעומת זאת, נדרשת להעביר את ממצאי החקירה לפרקליטות המדינה,²⁹ כדי שזו תכריע אם יש ראיות מספיקות להגשת כתב אישום, ואילו בפיקוח על הבנקים נדרשת חקירת משטרה תחילה והיא מעבירה המלצותיה לפרקליטות, והפרקליטות מכריעה בעניין.³⁰

השונוות בסמכויות הענישה בין המפקחים אינה סבירה, וגם כאן יש מקום להרמוניזציה מלאה. כלומר, על עברה או הפרה דומה של הנחיות מפקח יהיה המפקח מוסמך לנקוט אמצעים דומים.

28 לעורכי הדין במחלקה המשפטית של הרשות להגבלים עסקיים סמכות כבאי כוחו של היועץ המשפטי לממשלה לפי סעיף 12(א)(1)(ב) לחוק סדר הדין הפלילי, התשמ"ב-1982.

29 במקרה שיועצי השקעות עברו עברה משמעתית, הרשות תעביר את ממצאי החקירה ליועץ המשפטי לממשלה.

30 למפקח על הבנקים סמכות להגשת כתב אישום במקרה אחד: נגד בנקים שלא עמדו בהוראות להקטנת אחזקות בתאגיד ראלי. אך זו טעונה אישור של היועץ המשפטי לממשלה. המפקח יכול להעביר את המידע על הפרת חוק גם לפרקליטות, והיא תכריע אם נדרשת חקירת משטרה נוספת לפני הגשת כתב אישום.

לוח 6 סמכויות ענישה והתערבות בניהול, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך** | בנקים | |
|--|---|---|--|---|-----------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| באישור בית המשפט, או באמצעות צו מוסכם עם הנתבע | המפקח רשאי להטיל עיצומים כספיים וקנסות אזרחיים על חברות הביטוח וסוכני הביטוח בגין עילות מגוונות, כמו חריגה מתחומי הרישיון | הממונה רשאי להטיל עיצומים כספיים וקנסות אזרחיים | <ul style="list-style-type: none"> ■ קרנות נאמנות: בגין עילות מגוונות כמו הכללת פרט מטעה בתסקיף ■ יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות: קנס אזרחי | המפקח רשאי להטיל קנס אזרחי ועיצומים כספיים | קנסות |
| (3) | (5) | (5) | (3.1) | (5) | |
| לא רלוונטי | באישור שר האוצר: <ul style="list-style-type: none"> ■ השעיית דירקטור או מנהל עסקים מינוי מנהל מורשה | הוראות חוק הביטוח חלות גם על חברות מנהלות | באמצעות בית משפט: החלפת המנהל הכללי או הדירקטור, או העברת הנאמן מתפקידו, או העברת ניהול הקרן למנהל אחר | <ul style="list-style-type: none"> ■ בידי הנגיד לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות ובאישור הממשלה: ■ מינוי מנהל מורשה ■ מפקח מיוחד ■ ועדת הנהלה | התערבות בניהול |
| (-) | (2) | (2) | (2.8) | (4) | |
| המחלקה המשפטית פונה במישרין לבית המשפט | - | - | הרשות מעבירה את מצאי החקירה לפרקליטות בצירוף המלצותיה | המשטרה מעבירה את ממצאי החקירה לפרקליטות בצירוף המלצותיה | כתבי אישום |
| (5) | (0) | (0) | (4) | (2) | |
| (3.7) | (2.8) | (2.8) | (3.2) | (4) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2.

ד. עצמאות המפקחים

ההסדרה והפיקוח על הפעילות הפיננסית נועדו להתגבר על כשלי שוק הרווחים בענף זה, כגון היעדר מידע סימטרי בין מבקשי ההון ומציעי ההון מצד אחד, לבין המתווכים ביניהם מהצד האחר, או היעדר תחרות משוכללת. אולם יש הגורסים כי תרומתם של המפקחים להגדלת הרווחה החברתית תהיה קטנה, אם תהיה בכלל, משום שבסופו של דבר הפוליטיקאים והמפקחים יהיו שבויים בידי המפוקחים וישרתו את מטרותיהם ולא את מטרות הציבור (Stigler 1971, 1988). שירות מטרות המפוקחים עלול להתבטא בגישה מקלה כלפי חריגות מכללי ההסדרה, אך במקרים קיצוניים היא יכולה לגרום להסדרה מיותרת שתכליתה להגדיל את מחסומי הכניסה לענף. בתמורה עשויים המפקחים והפוליטיקאים לקבל טובות הנאה מהמפוקחים. הפוליטיקאים יזכו למימון מסעי הבחירות שלהם, ואילו המפקחים ישפרו את הערך הנוכחי של שכרם על ידי קבלת משרות בכירות במערכת המפוקחת כאשר יפרשו מתפקידם. המפקחים יכולים להגדיל את רווחתם גם בהווה על ידי ניפוח המנגנונים שבשליטתם, הגדלת שכרם וקבלת הטבות נלוות. ברור שהניזוקים הם הנזקקים לשירותי מערכת התיווך הפיננסי – הצרכנים וחברות עסקיות – לא פיננסיות. Shleifer and Vishny (1998) מעלים טענה חריפה אף יותר – לדעתם, הפוליטיקאים והמפקחים פועלים בדרך שתשיא את הרווח האישי שלהם ולא את הרווחה החברתית.

העדפת הרווחה האישית של המפקחים לא תתבטא בכל מקרה בהקלות על המפוקחים מצד אחד ובטובות הנאה למפקחים מהצד האחר. זו יכולה ללבוש צורות אחרות, כגון העדפת הצלחתם המקצועית הצרה על פני טובת המשק בראייה רחבה. לדוגמה, המפקחים עלולים לאמץ הסדרה מחמירה מאוד שתמנע כמעט מעל לכל ספק את הסיכוי לפשיטת רגל של בנק, אך הדבר יושג במחיר של פגיעה בתחרות ודיכוי הצמיחה. הניסיון הישראלי מספק כמה דוגמאות כאלה (ראו סעיף ב בפרק זה).

תאוריית המפקח השבוי מעלה טיעונים שאין להתעלם מהם במה שנוגע לאפקטיביות ההסדרה והפיקוח. אולם לא סביר להניח שכל המפקחים פועלים בכל המקרים רק למען האינטרס האישי שלהם ושל המפוקחים, עד כדי כך שהתועלת הנקייה מההסדרה ומהפיקוח תהיה שלילית. המסקנה העיקרית שיש לגזור מחששות אלה היא שחשוב לנקוט אמצעים שימנעו, או לפחות יצמצמו, את המימוש של אפקט המפקח השבוי. שני אמצעים

מרכזיים להגברת האפקטיביות של ההסדרה והפיקוח: האחד, להעניק למפקחים עצמאות; השני, להגדיל מאוד את שקיפות המערכת המפקחת ואת חיוב המפקחים לנשיאה באחריות על כשלים ביציבות המוסדות הפיננסיים ועל פגיעת המתווכים הפיננסיים בצרכנים.

היתרון שבהענקת עצמאות למפקחים נגזר מההנחה שהמערכת הפוליטית קשובה יותר מהם ללחץ המפוקחים בשל כמה סיבות. ראשית, לפוליטיקאים יש מטרות כלכליות שאינן קשורות בהגנת הצרכן וביציבות המוסדות הפיננסיים, למשל תעסוקה וצמיחה. יתרה מזו, הפוליטיקאים מעניקים משקל רב להתפתחויות המשקיות בטווח הקצר יותר מלטווח הארוך. שיקולים אלה גורמים לכך שהפוליטיקאים נוטים לקבל עליהם סיכונים גדולים יותר מפקידים מקצועיים. המאבק על הגבלת האשראי בישראל בין המפקח על הבנקים לבין הממשלה ממחיש את הסיכון שבהיעדר עצמאות למפקחים. מובן שיש להיזהר מסיכונים בשני הכיוונים: הפוליטיקאים נוטים להאשים את המפקחים שהם מפריזים בהיקף ההסדרה, משום שהם דואגים יתר על המידה לעורם וממעיטים בהשלכותיה על המשק, ואילו המפקחים מאשימים את הפוליטיקאים שהם חותרים להקל את ההסדרה משיקולים זרים ומהעדפת הזמן הקצר. בחינה אמפירית מורה שהסיכונים המיוחסים למעורבות פוליטית נוטים יותר להתממש. Quintyn and Taylor (2003) מציינים שכמעט כל המשברים הפיננסיים בשנות התשעים אופיינו בלחץ פוליטי להקל את ההסדרה ולהימנע מצעדים נגד מפוקחים באירועים שנדרשה בהם התערבות כזאת. הם ממחישים את טענתם באמצעות ניסיון של קוריאא (Lindgren et al., 1999), יפן (Hartcher, 1998), אינדונזיה (Enoch et al., 2001) וונצואלה (De Krivoy, 2000).

ד.1. עצמאות המפקחים בישראל

הערכת העצמאות של המפקחים על שוק הכספים וההון בישראל מתבססת על המאפיינים המגדירים את מידת חופש הפעולה של המפקח להשיג את מטרות הפיקוח. חופש הפעולה תלוי בעצמאות הניהולית, בהיקף הסמכויות שהוענקו למפקח ובתוקף סמכותו. המדדים המוצגים כאן נבנו ברוח דומה למדדי העצמאות המקובלים לגבי בנקים מרכזיים (ראו צוקרמן 1992, 2004).

העצמאות הניהולית תלויה בכמה גורמים: (א) הגוף הממנה את ראש הרשות – ככל שמקומו של הממנה בהיררכייה הממלכתית גבוה יותר,

עצמתו של ראש הרשות גדולה יותר; (ב) משך הכהונה שנקצבה לו: תקופת כהונה קצובה וארוכה מגדילה את חופש הפעולה של המפקח; (ג) נושא התפקיד שהמפקח כפוף לו; (ד) השייכות הארגונית של העובדים; (ה) מידת השליטה של הרשות בתקציבה: גם היא גורם חשוב בהערכת עצמאותו הניהולית של המפקח.

בישראל יש פערים גדולים בעצמאות הניהולית של מפקחים. העצמאות הרבה ביותר הוענקה למפקח על הבנקים, ולמעשה היא כמעט מושלמת³¹ (לוח 7 להלן). העצמאות הניהולית של יתר הרשויות נמוכה הרבה יותר, בעיקר משום שהן כפופות לאחד משרי הממשלה וכן משום שאין להן עצמאות בקביעת תקציבן. העצמאות הניהולית הנמוכה ביותר מאפיינת את שתי הרשויות במשרד האוצר – המפקח על הביטוח והמפקח על שוק ההון.

עצמאות המפקחים תלויה במידה רבה גם בסמכויות המוענקות להם, בייחוד בסמכויות האכיפה, משום שאלה קובעות את מידת האפקטיביות של הפיקוח. סמכויות אלו נסקרו בהרחבה בסעיפים הקודמים ולכן נציג כאן רק את המדדים המסכמים (לוח 8 להלן), וננתח את העצמאות הכוללת של כל מפקח על בסיס מכלול המאפיינים הרלוונטיים.

31 נגיד בנק ישראל הוא להלכה, ובמידה מסוימת גם למעשה, המפקח על הבנקים, מאחר שהוא רשאי 'ליטול לעצמו כל סמכות הנתונה למפקחי' (סעיף 5 לפקודת הבנקאות).

לוח 7 עצמאות ניהולית, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|---|-----------------------------|------------------|---|---|-----------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| הממשלה, על פי הצעת שר התעשייה, המסחר והתעסוקה (2) | שר האוצר (1) | שר האוצר (1) | שר האוצר (1) | נגיד בנק ישראל (4) | מינוי היו"ר / המפקח |
| לא קצובה (1) | לא קצובה (1) | לא קצובה (1) | 5 שנים (5) | לא קצובה, אך כהונת הנגיד קצובה ל-5 שנים (4) | תקופת הכהונה |
| לשר התעשייה, המסחר והתעסוקה (4) | לשר האוצר (1) | לשר האוצר (1) | לשר האוצר בחלק מתחומי פעילותה (3) | לנגיד בנק ישראל (5) | כפיפות |
| עובדי המדינה (1) | עובדי המדינה (1) | עובדי המדינה (1) | הרשות לניירות ערך (5) | בנק ישראל (5) | השייכות הארגונית של העובדים |
| תקציב המדינה (1) | תקציב המדינה (1) | תקציב המדינה (1) | אגרות מהמפוקחים, באישור שר האוצר וועדת הכספים. אישור התקציב: משרד האוצר (2) | בנק ישראל (5) | מקורות המימון |
| (1.8) | (1) | (1) | (3.2) | (4.6) | ממוצע* |

* משקל שווה.

גם מדד העצמאות המשוקלל מורה כי למפקח על הבנקים נתונה מידת העצמאות הגדולה ביותר (לוח 8 להלן), אבל הפער בינו לבין הרשות לניירות ערך קטן מאוד יחסית. אחריהם ניצבת הרשות להגבלים עסקיים. אף על פי שהפער בין עצמאות המפקח על הבנקים לבין עצמאות הרשות

לניירות ערך קטן יחסית, יש פער גדול ברכיבי מדד העצמאות המקזזים זה את זה. למפקח על הבנקים נתונה העצמאות הניהולית הגבוהה ביותר ברישוי ובהסדרה, אבל סמכויות האכיפה והענישה שבידיו קטנות יותר משל הרשות לניירות ערך והרשות להגבלים עסקיים; אחריהם המפקח על הביטוח; ובתחתית הרשימה המפקח על שוק ההון. התיקונים לחוק ביולי 2005 הגדילו במיוחד את עצמאותו של הממונה על שוק ההון מ-1.2 ל-3.1 (לוח 8 בהשוואה ללוח נ-8) וכך צמצמו את השונות בין המפקחים. המשקל של כל אחת מהסמכויות נקבע על פי הערכתנו בדבר חשיבותן היחסית. אימוץ משקל שווה לכל אחד מהמאפיינים מצמצם מעט את השונות ביניהם, אולם המדרג בין הרשויות נותר בעינו.

לוח 8 מדד עצמאות המפקחים, 2005

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | משקל באחוזים | |
|---------------|----------------------------|-----|------------|-------|--------------|--|
| | ביטוח | הון | | | | |
| 5 | 5 | 4 | 5 | 5 | 15 | מקור הסמכות |
| 1.8 | 1 | 1 | 3.2 | 4.6 | 20 | עצמאות ניהולית |
| *0 | 5 | 5 | 4 | 5 | 15 | חופש רישוי והסדרה |
| *5 | 1.3 | 1.3 | 4.3 | 1.9 | 17.5 | סמכויות אכיפה 1. איסוף מידע 2. תיקון פגמים |
| *3 | 5 | 5 | 4.2 | 5 | 17.5 | |
| 3.7 | 2.8 | 2.8 | 3.2 | 4 | 15 | סמכויות ענישה והתערבות בניהול |
| 3.6 | 3.2 | 3.1 | 4.0 | 4.2 | 100 | ציון ממוצע |
| 3 | 4 | 5 | 2 | 1 | | דירוג |

* הסמכות לרישוי ברשות להגבלים עסקיים אינה רלוונטית. לפיכך בחישוב מדד העצמאות המשוקלל של הרשות להגבלים עסקיים צמצמנו את משקל חופש הרישוי וההסדרה ל-7.5%, ובד בבד הגדלנו באותו שיעור את המשקל של סמכויות האכיפה.

ה. משאבי המפקחים

יש שונות רבה במשאבים העומדים לרשות המפקחים על שוק ההון בישראל. חלק מהשונות מוסבר בהבדלים בהיקף הפעילות המפוקחת, אולם ברובה היא נובעת מפערים ביחס שבין היקף התשומות לבין היקף הפעילות המפוקחת. בסעיף זה נאמוד את הפערים שמקורם בפערי העושר היחסי של רשויות הפיקוח.

ה.1. היקף הפעילות המפוקחת

קשה לאמוד את התפלגות הפעילות המפוקחת בשוק ההון בין המפקחים, משום שהפעילויות המפוקחות מוגדרות על פי כמה בחינות מיון. חלק מהרשויות מפקחות על המקורות ועל השימושים של המתווכים הפיננסיים שהן הופקדו עליהם. אולם כמה מהן מפקחות על פעילויות שקשה לאמוד את היקפן על בסיס שווה. הקושי העיקרי נעוץ באמידת היקף הפעילות המפוקחת בידי הרשות לניירות ערך. הרשות לניירות ערך מפקחת על מגוון פעילויות שאין להן מכנה משותף מדיד, כגון היקף תיק ההשקעות של קרנות הנאמנות, ייעוץ להשקעות, חתמות, תשקיפי החברות הציבוריות והפעילות בבורסה. בעיות דומות קיימות גם באמידת היקף הפעילות המפוקחת בידי רשויות אחרות, למשל היקף הפעילות בכרטיסי אשראי בידי המפקח על הבנקים ופעילות סוכני הביטוח בידי הממונה על שוק ההון. המכנה המשותף היחיד הוא התוצר של הגופים המפוקחים, אולם אין בידינו נתוני תוצר של המתווכים הפיננסיים הממוינים על פי הרשות המפקחת עליהם. תחליף קרוב לתוצר הוא מספר העובדים בענף המפוקח, אבל גם נתונים אלה אינם מפולגים בצורה מושלמת בשל קשיים סטטיסטיים (ראו אומדן בלוח 10 להלן).³²

היקף הנכסים המפוקחים הוא אומדן חליפי להיקף הפעילות המפוקחת, אם כי הוא לוקה בכמה בעיות, שנעמוד עליהן בהמשך. שני הרכיבים העיקריים של הנכסים המפוקחים הם: (א) היקף הנכסים שמנפיק המגזר הפרטי³³

32 שימוש במספר העובדים כתחליף לתוצר מניח שהשכר הממוצע לעובד שווה בכל הענפים הפיננסיים. הוא אף מתעלם מהבדלים בתשומות ההון לעובד ובתמורה להון. עם זאת סביר להניח שהשונות בשכר ובהון לעובד בין ענפי משנה בשוק הפיננסי אינה גדולה.

33 רשויות הפיקוח אינן מפקחות על הנפקת נכסים בידי הממשלה, אבל הן מפקחות על ההשקעה בהן בידי משקיעים מוסדיים.

(פיקדונות, מניות ואיגרות חוב); (ב) היקף הנכסים שמנהלים המשקיעים המוסדיים (קרנות נאמנות, קופות גמל וקרנות השתלמות). רכיבים אלה מייצגים שני חתכי פיקוח, ולכן אין ביניהם כפילות, אף שהנכסים המנוהלים בידי המשקיעים המוסדיים כוללים גם חלק מהנכסים המונפקים בידי המגזר הפרטי.

היקף הנכסים המונפקים והמנוהלים מסתכם ב-1,272 מיליארד ש"ח (לוח 9 להלן).³⁴ הסכום המפוקח ברוטו גדול יותר (כ-1,512 מיליארד ש"ח) בשל כפל הפיקוח על קרנות נאמנות וקופות תגמולים שבבעלות הבנקים. כאמור, זהו אומדן חסר להיקף הנכסים המפוקחים בשל היעדר היכולת להעריך את פעילותם של חברות כרטיסי האשראי, החתמים, יועצי ההשקעות, סוכני הביטוח והחלפנים על פי קנה המידה של יתר הפעולות המפוקחות.

בלוח 9 מוצג המשקל היחסי של כל אחד מהמפקחים בשוק הפיננסי. לכאורה המפקח על הבנקים מפקח על נתח הפעילות הגדול ביותר, אולם יש כפילות להלכה בסמכות ובאחריות בין המפקח על הבנקים לבין הממונה על שוק ההון והרשות לניירות ערך במה שנוגע לפעילויות הבנקים. בפועל אין בהכרח כפילות מלאה בהיקף הביקורות ובתשומות המיועדות לביצוען. נראה שהמפקח על הבנקים מביא בחשבון את עבודתן של יתר הרשויות המפוקחות, ולכן איתנותם של תאגידי העזר הבנקאיים נבחנת באופן שוטף רק במסגרת בחינת איתנותה של הקבוצה הבנקאית בכללותה. כלומר, נראה שהמפקח על הבנקים עורך רק ביקורות ישירות מעטות בתאגידי אלה, בעיקר כדי למנוע ניגודי עניינים לפי הוראות נוהל בנקאי תקין. מצב זה מעורר שתי בעיות. ראשית, סמכויות האכיפה של המפקח על שוק ההון מצומצמות ביותר, ולכן אין הוא יכול לעשות ביקורת של ממש על פעילותן של קופות הגמל. מכאן שהפיקוח על פעילותן נמצא קירח מכאן ומכאן. נוסף על כך יש חוסר סימטריה חריף בין מידת הפיקוח על קופות הגמל הבנקאיות לבין מידת הפיקוח על קרנות הנאמנות הבנקאיות. על האחרונות מפקחת הרשות לניירות ערך, שסמכויותיה רבות מאלה של הממונה על שוק ההון ותקציבה גדול יותר.

גם כאשר יש פיקוח נאות על תאגידי העזר הבנקאיים, נדרש תיאום מחייב בין הרשויות שיבטיח העברה סדירה של דוחות הביקורת ומסקנותיהן בין המפקחים. נדרש גם מנגנון לתיאום הפעולות המתחייבות וההסדרה. עד

34 לפירוט ראו לוח נספח 2.

היום לא הוקם מנגנון כזה אף שהמליצה על כך ועדה מקצועית שמינו שר האוצר ונגיד בנק ישראל בראשותו של בן בסט (1995).³⁵ בפועל יש מידת תיאום מסוימת, שעל עצמתה יש מחלוקת בין המשתתפים. מכל מקום, התיאום אינו סימטרי לחלוטין, משום שהרשות לניירות ערך והמפקח על שוק ההון רשאים להעביר דוחות ביקורת למפקח על הבנקים, אך הנתב בכיוון הנגדי היה חסום עד השנה האחרונה בשל חובת הסודיות הבנקאית החלה על המפקח על הבנקים.³⁶

אם ננכה מחלקו של המפקח על הבנקים את הפעילויות הבנקאיות המפוקחות בפועל בידי הממונה על שוק ההון והרשות לניירות ערך, נמצא כי פעילות המתווכים הפיננסיים מתחלקת בין שלושת המוסדות המפקחים עליהם כמעט במידה שווה – משקלו של הפיקוח על הבנקים הוא 35%, משקל הרשות לניירות ערך הוא 32%, ואילו הממונה על שוק ההון מפקח על 33% מהיקף התיווך הפיננסי. אם נתעלם מהכפילויות בפיקוח ונגדיר את כלל הנכסים המפוקחים, לרבות הכפילויות, כ-100%, אזי משקל הנכסים המפוקחים בידי המפקח על הבנקים עולה ל-45%, ובה בעת פוחת המשקל של כל אחת משתי הרשויות האחרות – הרשות לניירות ערך והממונה על שוק ההון – לכ-27%. השונות בהתפלגות העובדים המפוקחים גדולה עוד יותר – משקל העובדים בשוק ההון המפוקחים בידי המפקח על הבנקים מגיע ל-52%, ומשקל שאר המפקחים פוחת בהתאמה (לוח 10 להלן).

רשויות הפיקוח מפקחות הן על פעילויות הקשורות במשאבי המתווכים הפיננסיים הן על השימושים הנעשים במשאבים אלה. לכאורה די אפוא במידע על צד אחד של מאזן המתווכים הפיננסיים כדי להתרשם ממשקלו של כל מפקח בהיקף הפעילות הנתונה בפיקוח. אולם עצימות הפיקוח הנדרש על פעולות פיננסיות שונות אינה אחידה. סביר להניח שהיקף הביקורות הנדרשות לפיקוח על שקל אחד של אשראי בנקאי גדול מן הנדרש לפיקוח על שקל אחד של שימושים בתיק ההשקעות של קופות הגמל וקרנות הנאמנות. אין בידינו אמצעים להעריך את עצימות הפיקוח הנדרש על כל אחת מהפעולות. ייתכן שהפערים בין התפלגות הנכסים

35 מאמצע 1998 ועד אמצע 1999 פעלה ועדה מתאמת בין רשויות הפיקוח בראשות מנכ"ל האוצר על בסיס וולונטרי (זילברפרב, 2004).

36 בתיקון לחוק מיולי 2005 נאמר כי המפקח על הבנקים רשאי לגלות מידע למפקחים האחרים על שוק ההון, אם הוא נוכח כי המידע האמור מתבקש לצורך מילוי תפקידם.

המפוקחים לבין התפלגות העובדים המפוקחים מבטאים גם הבדלים בעצימות הפיקוח על פעילויות שונות.

לוח 9 התפלגות נכסי הפעילות המפוקחת, 2003 (מיליארדי ש"ח)

| פעילות מפוקחת | נכסים מונפקים | נכסים מנוהלים | סך כל היקף הפעילות | משקל (%) מסך כל הנכסים המפוקחים (ללא כפילויות)* |
|-------------------|----------------------------------|---------------|--------------------|---|
| המפקח על הבנקים | פיקדונות ותכניות חיסכון בבנקים | 443.4 | 443.4 | 34.9 |
| | קרנות נאמנות בנקאיות | | 75.0 | 5.9 |
| | קופות גמל וקרנות השתלמות בנקאיות | | 165.0 | 13.0 |
| | כרטיסי אשראי | | ? | ? |
| הרשות לניירות ערך | קרנות נאמנות | | 83.2 | 6.5 |
| | מניות סחירות | 300.2 | 300.2 | 23.6 |
| | אג"ח סחיר פרטי | 20.9 | 20.9 | 1.6 |
| | חיתום | | ? | ? |
| | יועצים | | ? | ? |
| המפקח על ההון | קופות גמל | | 134.3 | 10.6 |
| | קרנות השתלמות | | 54.4 | 4.3 |
| המפקח על הביטוח | ביטוח חיים | | 96.2 | 7.6 |
| | קרנות פנסייה | | 139.5 | 11.0 |
| | סוכני ביטוח | | ? | ? |
| | חלפנים | | ? | ? |
| | סך הכול | 764.5 | 747.6 | 1,512 |

* סך הכול נכסים מפוקחים = 1,272 = 1,512 פחות קרנות נאמנות בנקאיות וקופות תגמולים בנקאיות (ראו נספח 2).

מקור: בנק ישראל, המחלקה המוניטרית; וכן דוח ועדת בכר (2004).

ה.2. תשומות המפקחים

תקציב רשויות הפיקוח מסכם את ההוצאות בגין כל התשומות של הרשויות – שכר עבודה ומוצרים ושירותים שהרשויות רכשו מחברות³⁷ (לפירוט ראו נספח 5). תקציב המפקח על הבנקים הוא הגדול ביותר ואחריו בא התקציב של הרשות לניירות ערך (לוח 10 להלן). תקציביהם של הממונה על שוק ההון והביטוח ושל הרשות להגבלים עסקיים נמוכים בהרבה, ושיעורם רק 31% ו-25% בהתאמה מהתקציב הממוצע של שתי הרשויות הראשונות. הפער העצום בין תקציבי הרשויות מקורו בעיקר בהבדלים במספר העובדים המועסקים בכל אחת מהרשויות וברמת השכר הנהוגה בהן.

השכר הגבוה ביותר משולם ברשות לניירות ערך והוא עולה ב-83% על השכר של עובדי אגף שוק ההון באוצר, שהוא הנמוך ביותר (לוח 11 להלן). במקום השני בדירוג נמצא שכרם של עובדי הפיקוח על הבנקים, ובמקום השלישי – שכר עובדי הרשות להגבלים עסקיים. השונוות במשקל העובדים בעלי השכלה אקדמית קטנה מאוד ואין בה כדי להסביר את פערי השכר. חלק מהפערים בשכר המשולם בפועל מקורו בהבדלי הוותק המקצועי והוותק המוסדי. יוצאת דופן היא הרשות לניירות ערך אשר שכר עובדיה הוא הגבוה ביותר, אף שהוותק שלהם הוא כמחצית מהוותק של עובדי הפיקוח על הבנקים, והוא עולה רק במעט על הוותק של עובדי אגף שוק ההון באוצר והרשות להגבלים עסקיים. רכיב הוותק משמעותי יותר בשכר עובדי בנק ישראל. אין בתיאור זה כדי להצביע על קשר סיבתי בין הוותק לבין השכר. סביר אולי להניח כי יש סיבתיות הפוכה: טבלת השכר בבנק ישראל וברשות לניירות ערך גבוהה יותר מברשויות האחרות, ולכן עובדיהם נוטים להתמיד זמן ממושך יותר במשרותיהם.

היעושרי היחסי של הרשויות חושב באמצעות היחס בין סך התשומות של כל אחד מהמפקחים לבין היקף פעילותו. חישוב התשומות התבסס על שני אינדיקטורים חליפיים – מספר המפקחים ברשות והיקף תקציבה. גם היקף הפעילות המפוקחת יוצג על ידי שני אינדיקטורים – היקף הנכסים המפוקחים ומספר העובדים במוסדות המפוקחים. כאמור, קופות הגמל הבנקאיות וקרנות הנאמנות הבנקאיות מפוקחות במידה מסוימת גם בידי

37 החישוב אינו כולל שכר דירה ממשי או זקוף כדי ליצור אחידות בחישוב ההוצאות. שתיים מהרשויות (המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון) פועלות בתוך מבנים שבבעלותן, ושתי הרשויות האחרות פועלות במבנים שכורים. יש לציין שגם ברווחת המגורים יש פערים בין הרשויות, וסביר להניח שהם מתואמים עם היעושר היחסי בסעיפי הוצאה אחרים.

המפקח על הבנקים, לכן היקף הנכסים המפוקחים בידו חושב כתחום, כך שהרף העליון כולל גם נכסים אלה. עצימות הפיקוח על מתווכים אלה בידי המפקח על הבנקים נמוכה מזו של הרשויות המופקדות עליהם במישרין. לכן הרף העליון בתחום הנכסים המפוקחים בידו מוטה מאוד כלפי מעלה.

חישוב מדדי העושר היחסי מצביע על פערים ניכרים בין התשומות המוענקות לכל מפקח לבין היקף תחום אחריותו. כל המדדים (לוח 12 להלן) מורים כי העושר של הרשות לניירות ערך גבוה במידה ניכרת משל המפקחים האחרים.³⁸ 'עושרו' של המפקח על הבנקים הוא השני במדרג ובמרחק רב משניהם נמצא הממונה על שוק ההון והביטוח. מטבע הדברים, המדדים המתבססים על מספר המפקחים בלבד מצביעים על שונות קטנה יותר, משום שהעובדים הם רק חלק מהתשומות. יתרה מזו, הפערים בשכר ניכרים מאוד כאשר שכר גבוה מאפשר לשכור עובדים מיומנים יותר. משום כך גם ביחס בין תשומת העבודה הכוללת לבין הנכסים המפוקחים נמצאו פערים גדולים. הפערים הגדולים ביותר נמצאו ביחס בין התקציב בכללותו לבין הפעילות המפוקחת, והם נעים בין פי 2 לפי 5. גם אם יש הטיה מסוימת באמידת היקף הפעילות המפוקחת, ודאי שאין היא מגיעה לממדים אלה. עדות לכך אפשר למצוא בפערי השכר הניכרים, שבוודאי אינם קשורים בהיקף המשימות של המפקחים.

38 לא נערך חישוב של מדד העושר לרשות להגבלים עסקיים, משום שאין בידינו נתונים על היקף הפעילות שהרשות מפקחת עליה.

לוח 10 תקציב רשויות הפיקוח ואינדיקטורים לפעילות המפוקחת, 2003

| הרשות להגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | הרשות לניירות ערך | המפקח על הבנקים | |
|----------------------|----------------------------|-------------------|-----------------|--|
| 17.8 | **22.2 | 70.5 | 81.4 | תקציב הפיקוח (מיליוני ש"ח) ¹ |
| - | 22.7 | 13.8 | 40.0 | עובדים מפוקחים* (אלפים) ² |
| - | 29.7 | 18.0 | 52.3 | התפלגות עובדים מפוקחים (%) |
| - | 424 | 404 | 683-443 | נכסים מפוקחים (מיליארדי ש"ח) ³ |
| - | 33.4 | 31.8 | 34.8 | התפלגות נכסים מפוקחים |
| - | 28.1 | 26.7 | 45.2 | התפלגות נכסים מפוקחים (בלי ניכוי כפילויות) |

* 2001

** 2004

1 להסברים ראו נספח 6.

2 להסברים ראו נספח 5.

3 להסברים ראו נספח 4.

מקור: דיווחי המפקחים, בנק ישראל, המחלקה המוניטרית; סקר כוח אדם, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח 11 המועסקים, מאפייניהם ושכרם ברשויות הפיקוח בישראל, ממוצע 2003

| הרשות להגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | הרשות לניירות ערך | המפקח על הבנקים | |
|----------------------|----------------------------|-------------------|-----------------|--------------------------------|
| 60 | 73 | 121 | 152 | עובדים בפיקוח |
| 7 | 10 | 14 | 24 | ותק מקצועי |
| 5 | חסר | 9 | 20 | ותק ברשות |
| 70.5 | 77.3 | 78.5 | 78.6 | משקל העובדים האקדמאים (אחוזים) |
| 111 | 100 | 183 | 170 | מדד עלות עבודה יחסית (אחוזים)* |

* עלות עבודה למעביד = שכר בתוספת הוצאות נלוות.

מקור: השכר: הממונה על השכר, משרד האוצר; המועסקים ומאפייניהם: רשויות הפיקוח.

פערים ניכרים כל כך בתשומות העומדות לרשות המפקחים פוגעים ביעילות הביצוע של הרשויות היעניות או מעידים, לחלופין, על בזבוז משאבים ברשויות היעשירות. התאמת המשאבים הניתנים למפקחים להיקף אחריותם תגביר את אפקטיביות הפיקוח ותצמצם את תופעת הארביטרג' הפיקוחי.

לוח 12 מדד עצימות הפיקוח: משאבי הפיקוח ביחס לפעילות המפוקחת, 2003

| הרשות לניירות ערך | המפקח על הבנקים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | |
|-------------------------|--------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 2.73 | 1.19 | 100 | יחס מפקחים לעובדים בענף |
| 1.74 | 1.99-1.29 | 100 | יחס מפקחים לנכסים מפקחים |
| 4.98 | 2.02 | 100 | יחס תשומת עבודה* לעובדים בענף |
| 3.18 | 3.39-2.2 | 100 | יחס תשומת עבודה* לנכסים מפקחים |
| 5.23 | 2.08 | 100 | יחס תקציב לעובדים בענף |
| 3.33 | 3.51-2.28 | 100 | יחס תקציב לנכסים מפקחים |

* תשומת עבודה = סך תשלומי המעביד לעובדים, לרבות הוצאות נלוות.

1. סיכום

בפרק זה נוכחנו שיש שונות רבה בין עצמאות המפקחים על שוק הכספים וההון, וכן במשאבים העומדים לרשותם. הפערים בעצמאות מתבטאים בעצמאות הניהולית ובמגוון סמכויות ההסדרה והאכיפה. הפערים אינם תמיד בכיוון אחד. לדוגמה, למפקח על הבנקים דרגת העצמאות הניהולית הגבוהה ביותר, ואילו לרשות ניירות ערך סמכויות האכיפה הרבות ביותר. עם זה בולט לעין שלממונה על שוק ההון העצמאות הניהולית והסמכויות המועטות ביותר בכל התחומים. עצמה בסמכות אחת אינה מפצה על חסר בסמכות אחרת. האפקטיביות והיעילות של הפיקוח תלויים בכל שרשרת הסמכויות. אם לאחד המפקחים יש סמכויות הסדרה רבות ויכולת אכיפה דלה, סמכויות ההסדרה לא יצאו לפועל. ולהפך: עצמת אכיפה גבוהה בלי

יכולת מספקת לקבוע כללים ברורים של מותר ואסור עלולה להיות ריקה מתוכן.

אולם גם עצמאות מלאה וסמכויות רבות אינן מספיקות. כדי שיהיה אפשר להוציא את אלה מן הכוח אל הפועל נדרשים משאבים הולמים. בפרק זה הראינו כי לא די בכך שיש פערים גדולים בהיקף הסמכויות בין המפקחים על שוק ההון, עצמת הפערים במשאבי המפקחים גדולה עוד יותר.

הפיקוח על שוק ההון נועד לשמור על ענייניהם של הצרכנים ובכלל זה על יציבותם של הגופים הפיננסיים. מנקודת הראות של הצרכן אין לחיסכון באמצעות נכס אחד חשיבות גדולה מזו שיש לחיסכון באמצעות נכס אחר. חשיבותו של החיסכון הפנסיוני בוודאי אינה נופלת מחשיבותם של הפיקדונות לזמן קצוב בבנקים או משל המניות בקרנות הנאמנות. אולם הפערים הגדולים בסמכויות המפקחים ובמשאביהם יוצרים בהכרח פערים גדולים באפקטיביות הפיקוח על נכסים והתחייבויות. מציאות זו מלמדת על אחת משתי האפשרויות האלה: או שהפיקוח על חלק מהפעילויות הפיננסיות אינו מספק – תופעה שצריכה להדיר שינה מעינינו – או שהקצאת המקורות העומדים לרשות המפקחים אינה יעילה וחלק ממקורות הפיקוח מתבזבזים. להערכתנו, קיימת סבירות גבוהה במיוחד להשערה הראשונה, קרי שחלק מהפעילויות הפיננסיות אינן מפוקחות במידה מספקת. כך או כך יש לבטל את כל הפערים בעצמאות ובמכלול סמכויות ההסדרה, האכיפה, והענישה של פעולות דומות. כן יש להעמיד לרשות כל המפקחים משאבים זהים ביחס לפעילות שהם מפקחים עליה.

נספחים

נספח 1 הפיקוח על עמלות הבנקים

למפקח על הבנקים אין סמכויות סטטוטוריות לפקח על תעריפי העמלות הבנקאיות, למרות הרושם המוטעה שנוצר לעתים בשיח הציבורי. הסמכויות להטיל פיקוח על המחירים (בכלל זה עמלות הבנקים) מוקנות אך ורק **למפקח על המחירים במשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה** (מכוח חוק הפיקוח על מחירי מצרכים ושירותים, התשנ"ו-1996), אשר לו הסמכות להגביל את שיעורי העמלות וכן את מחיריהם של מוצרים ושירותים אחרים במשק. כשהמפקח על הבנקים סבור שיש להטיל פיקוח על העמלות הנדרשות בגין שירותים בנקאיים מסוימים, הוא ממליץ על כך לפני המפקח על המחירים במשרד התעשייה והמסחר.

בפועל, המפקחת על המחירים רואה את המפקח על הבנקים כאחראי לעניין הפיקוח על עמלות הבנקים, והיא מסייעת לו לבצע את החלטותיו בתחום העמלות, מכיוון שסמכויות הביצוע נתונות בידיה. גם כאשר הבנקים מודיעים למפקחת על המחירים (ובה בעת – למפקח על הבנקים, כנדרש על פי הוראת ניהול בנקאי תקין 415) על כוונתם לשנות עמלה מסוימת, המפקחת על המחירים ממתינה לחוות דעתו של המפקח על הבנקים בעניין ופועלת על פיה.

לפי דוח מרכז המחקר והמידע של הכנסת (19 ביוני 2001), במרבית העמלות אין מעורבות פעילה ישירה של המפקח. מתוך כ-200 עמלות, רק 15 נתונות בפיקוח. עמלות אלו חלות על פעולות בנקאיות שאין מתקיימים בהן, לטענת בנק ישראל, תנאי היסוד לתחרות ושהמעורבות הישירה נתפסת בהן כחיונית לשמירת זכויותיו של הצרכן.

כדי למנוע אי-בהירות באשר לסמכות ולאחריות בפיקוח על עמלות הבנקים יזם בנק ישראל הצעת חוק שתקנה לו באופן רשמי את הסמכות לפקח על עמלות הבנקים, בכללן העמלות שגובות חברות כרטיסי האשראי. הצעת החוק נוגעת בעילות להפעלת הפיקוח ובאמצעים שיינתנו למפקח להשיג את היעדים, ובפרט בהגברת השקיפות והפשטות של שיטת גביית העמלות, כך שתשופר יכולת ההתמצאות של הלקוחות במחירי העמלות והם יוכלו להשוות בין עמלות הבנקים.

הצעת החוק של בנק ישראל הוגשה בעקבות התעוררות מחודשת של הדין הציבורי בעמלות הבנקים בחודשים האחרונים של שנת 2006, שמקורה בהעלאה ניכרת בעמלות אלו.

נספח 2 קריטריונים לקידוד מדד עצמאות המפקחים

לוח נ-1

| קבוצה | רכיב | רמת העצמאות | ציון | משקל הרכיב באחוזים |
|-----------------------------------|-------------------------|-----------------------------|------|--------------------|
| מקור סמכויות המפקחים (לוח 2) | | א. חוק | 5 | 100 |
| | | ב. תקנות | 3 | |
| | | ג. תקנות מס הכנסה | 1 | |
| סמכויות רישוי והסדרה (לוח 3) | רישוי וביטול רישיון | א. הרשות | 5 | 50 |
| | | ב. הרשות והממשלה | 4 | |
| | | ג. הרשות, באישור בית משפט | 3 | |
| | | ד. רשות אחרת | 3 | |
| | | ה. הרשות והשר | 2 | |
| | | ו. השר (בהתייעצות עם הרשות) | 1 | |
| | | הוצאת הנחיות | | |
| ב. הרשות והממשלה | 4 | | | |
| ג. הרשות והשר | 3 | | | |
| ד. השר | 1 | | | |
| סמכויות אכיפה: איסוף מידע (לוח 4) | חובת מסירת מידע ומסמכים | א. מכל אדם | 5 | 20 |
| | | ב. מדירקטור, ממנהל ומעובד | 4 | |
| | | ג. מדירקטור וממנהל | 3 | |
| | | ד. מהגוף המפוקח | 2 | |
| חיפוש ותפיסה | | א. לערוך חיפוש בכל עסק | 5 | 30 |
| | | ב. רשאי לבקש צו בית משפט | 4 | |
| חקירה | | א. רשאי | 5 | 30 |
| | | ב. בהסמכת המשטרה* | 2 | |
| מעצר | | א. רשאי | 5 | 10 |
| | | ב. באישור המשטרה* | 4 | |

לוח נ-1 (המשך)

| קבוצה | רכיב | רמת העצמאות | ציון | משקל הרכיב באחוזים |
|--|---|---|------|--------------------|
| סמכויות אכיפה: תיקון פגמים (לוח 5) | הפרשה לחובות רעים | רשאי להורות | 5 | 25 |
| | | ניתן לחייב | 5 | 25 |
| | נקיטת צעדים נגד אי־תיקון פגמים | א. רשאי להורות להימנע מסוגי פעולות וגם על אמצעים למניעת פגיעה | 5 | 50 |
| | | ב. רשאי להורות על הגשת דוחות מתוקנים | 4 | |
| | | ג. רשאי להורות על דרך הצגת הדוח | 4 | |
| ד. ניהול הליך משפטי | 3 | | | |
| סמכויות ענישה והתערבות בניהול (לוח 6) | קנסות | א. רשאי להטיל | 5 | 40 |
| | | ב. רשאי באישור בית משפט | 3 | |
| | | ג. באמצעות צו מוסכם | 3 | |
| | התערבות בניהול | א. הרשות | 5 | 40 |
| | | ב. הרשות והממשלה | 4 | |
| | | ג. הרשות, באישור בית משפט | 3 | |
| | | ד. רשות אחרת | 3 | |
| | | ה. הרשות והשר | 2 | |
| | | ו. השר בהתייעצות עם הרשות | 1 | |
| | | א. רשאי | 5 | |
| | ב. הרשות מעבירה את ממצאי החקירה לפרקליטות | 4 | | |
| | ג. המשטרה מעבירה את ממצאי החקירה לפרקליטות* | 2 | | |

לוח נ-1 (המשך)

| קבוצה | רכיב | רמת העצמאות | ציון | משקל הרכיב באחוזים |
|-----------------------------|---------------------|----------------------------------|------|--------------------|
| עצמאות ניהולית (לוח 7) | מינוי היו"ר / המפקח | א. הנשיא בהמלצת הממשלה | 5 | 20 |
| | | ב. הכנסת | 5 | |
| | | ג. נושא כהונה ממלכתית לא פוליטית | 4 | |
| | | ד. הממשלה | 3 | |
| | | ה. הממשלה, בהמלצת שר ספציפי | 2 | |
| | | ו. שר בממשלה | 1 | |
| תקופת הכהונה | | א. 5 שנים | 5 | 20 |
| | | ב. 4 שנים | 3 | |
| | | ג. פחות מ־4 שנים | 2 | |
| | | ד. לא קבועה | 1 | |
| כפיפות | | א. לראש הזרוע | 5 | 20 |
| | | ב. לממשלה | 3 | |
| | | ג. לשר | 1 | |
| השייכות הארגונית של העובדים | | א. עובדי הרשות | 5 | 20 |
| | | ב. עובדי המדינה | 1 | |
| מקורות המימון | | א. תקציב הרשות | 5 | 20 |
| | | ב. מימון מהמפוקחים באישור הכנסת | 3 | |
| | | ג. באישור השר והכנסת | 2 | |
| | | ד. תקציב המדינה | 1 | |

* מצאנו כי במקרה זה יש לערב גם את מה שמתרחש למעשה. אמנם המפקח על הבנקים רשאי להלכה לחקור, אבל רק באחרונה נקט צעד לניצול סמכות זו. מאחר שאין עדיין כלל שימוש, אין הוא קיים למעשה. מנגד, הרשות לניירות ערך עושה שימוש פעיל וממשי בסמכויות המעצר המוענקות לה באמצעות הסמכה של השר לביטחון הפנים.

פנ"ח 3 מדדי סמכויות המפקחים ועצמאותם עד יולי 2005

בעקבות ועדת בכר חוקקה הכנסת כמה תיקונים שהעצימו חלק מסמכויות המפקחים ובמיוחד את סמכויותיו של הממונה על שוק ההון בפיקוח על קופות הגמל.³⁹ מדדי הסמכות והעצמאות המוצגים בגוף הספר מביאים בחשבון את שינויי החקיקה הללו. כדי שיהיה אפשר להעריך את השפעתם, נציג כאן את רשימת החוקים ששונו ואת מדדי הסמכות והעצמאות שקדמו לשינויים הללו.

אלה החוקים אשר שונו ביולי 2005:

- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 (להלן: חוק הביטוח).⁴⁰
 - החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005 (להלן: חוק הגברת התחרות).
 - חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: חוק הייעוץ).
 - חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: חוק השקעות משותפות בנאמנות).
 - פקודת הבנקאות, 1941 (להלן: פקודת הבנקאות).
 - חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן: חוק הבנקאות).
 - חוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א-1981 (להלן: חוק הבנקאות [שירות ללקוח]).
 - תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל), תשכ"ד-1964.
- ביולי 2005 אף נחקק חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן: חוק קופות גמל).

39 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 והחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005.

40 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 נכנס לתוקף ביום 8 בנובמבר 2005 והחליף את חוק הפיקוח על עסקי ביטוח, התשמ"א-1981. החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, פרק ה, מפרט את התיקונים בחוק החדש לעומת החוק הקודם.

לוחות נ-2 - נ-8 מדד עצמאות המפקחים

לוח נ-2 מקור סמכויות

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך | בנקים |
|------------------------------------|---|---|---|--|
| | ביטוח | הון | | |
| חוק ההגבלים העסקיים, 1988 | <ul style="list-style-type: none"> ■ חוק הפיקוח על עסקי ביטוח, 1981 ■ תקנות העברות המנהליות (קנס מנהלי: פיקוח על עסקי ביטוח), 2001 ■ חוק חוזה הביטוח, 1981 | <ul style="list-style-type: none"> ■ תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), 1964 | <ul style="list-style-type: none"> ■ חוק ניירות ערך, 1968 ומכלול התקנות על פיו ■ חוק השקעות משותפות בנאמנות, 1994 ומכלול התקנות על פיו ■ חוק הסדרת העיסוק בייצוץ ובניהול תיקי השקעות, 1995 | <ul style="list-style-type: none"> ■ פקודת הבנקאות, 1941 ■ חוק הבנקאות (רישוי), 1981 ■ חוק בנק ישראל, 1954 ■ חוק הבנקאות (שירות ללקוח), 1981 |
| (5) | (5) | (1) | (5) | (5) |

לוח נ-3 סמכויות רישוי והסדרה

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך* | בנקים | |
|------------------|--|--|---|---|---|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | <ul style="list-style-type: none"> ■ חברות ביטוח וסוכני ביטוח: בידי המפקח | <ul style="list-style-type: none"> ■ קופות גמל וקרנות השתלמות: סמכות לבטל רישיון בלבד | <ul style="list-style-type: none"> ■ רישוי קרנות נאמנות: בידי הרשות ■ ביטול רישיון קרן נאמנות: בית המשפט, בהמלצת הרשות ■ יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות: בידי הרשות ■ בורסה: שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ■ חברות ציבוריות: רישום למסחר והפסקת המסחר בידי הרשות ■ חתמים: בידי רשם החברות | <ul style="list-style-type: none"> ■ החזקה מעל 10% בתאגיד בנקאי ■ בידי הנגיד, בשיתוף המפקח ולאחר התייעצות בוועדת רישיונות | <ul style="list-style-type: none"> ■ רישוי וביטול רישיון |
| (-) | (5) | (3) | (3.4) | (5) | |
| אין הוצאת הנחיות | המפקח | המפקח | המפקח ושר האוצר | המפקח | הוצאת הנחיות |
| (0) | (5) | (3) | (1) | (5) | |
| (0) | (5) | (3) | (2.2) | (5) | ממוצע** |

* הציון שניתן לרשות לניירות ערך לכל אורך הניתוח מחושב כך: חצי המשקל ניתן לקרנות נאמנות וחצי לשאר הגופים המפוקחים (יועצי השקעות, חתמים, הבורסה לניירות ערך וחברות ציבוריות), כך שלכל אחד מהם משקל שווה. כלומר, תחילה מחשבים ממוצע ציונים של ארבעת המפוקחים, ואחר כך מכפילים ב-0.5. ** משקל שווה.

לוח נ-4 סמכויות אכיפה – איסוף מידע

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|---|--|---------------------------|--|--|--------------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | חובה להגיש דוחות תקופתיים | חובה להגיש דוחות תקופתיים | <ul style="list-style-type: none"> ▪ חתמים: חובה להגיש דוחות תקופתיים ▪ קרנות נאמנות: חובה שנתית להגיש תסקיף ▪ בורסה ויועצים: לפי דרישה | חובה להגיש דוחות תקופתיים | דיווחים תקופתיים |
| (-) | (5) | (5) | (5) | (5) | |
| כל אדם | כל מבטח, סוכן ביטוח, דירקטור ומנהל עסקים | קופת גמל | כל אדם | תאגיד בנקאי, דירקטור, עובד ורואה חשבון | חובת מסירת מידע ומסמכים |
| (5) | (3) | (2) | (5) | (4) | |
| לערוך חיפוש בכל עסק ולתפוס כל מסמך. במקום מגורים נדרש צו בית משפט | - | - | רשאי לבקש צו מבית המשפט | - | חיפוש ותפיסה |
| (5) | (0) | (0) | (3) | (0) | |
| רשאי לחקור כל אדם ולדרוש להתייצב לפניו | - | - | רשאי לחקור כל אדם ולדרוש להתייצב לפניו | רשאי. מי ששר המשטרה הסמיך אותו | חקירה |
| (5) | (0) | (0) | (5) | (2) | |
| רשאי | - | - | רשאי מכוח הסמכה של השר לביטחון פנים | - | מעצר |
| (5) | (0) | (0) | (4) | (0) | |
| (5) | (1.1) | (0.9) | (4.3) | (1.9) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2 לעיל.

לוח נ-5 סמכויות אכיפה – תיקון פגמים

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|---|---|--|---|--|---|
| | ביטוח | הון | | | |
| לא רלוונטי | רשאי להורות להפריש לקרן מתאימה סכום כנדרש | לא רלוונטי | לא רלוונטי | בידי הנגיד. רשאי להורות להפריש לקרן מתאימה סכום כנדרש | הפרשה לחובות רעים |
| (-) | (5) | (-) | (-) | (5) | |
| לא רלוונטי | <ul style="list-style-type: none"> ▪ לא יפחת מהסכום הנקוב בחוק ▪ חייב להגדילו בתוך 30 יום ממועד הדוח השנתי או החצי שנתי | לא יפחת מהסכום הנקוב בחוק | קרנות נאמנות וחברות בעלות רישיון: לא יפחת מהסכום הנקוב בתקנות | <ul style="list-style-type: none"> ▪ לא יפחת מהסכום הנקוב בהוראות ניהול בנקאי תקין ▪ חובת הון מזערי ▪ חייב להגדיל בתוך שנה אחת | השלמת הון |
| (-) | (5) | (5) | (5) | (5) | |
| ניהול הליך משפטי נגד מושאי קביעה | <ul style="list-style-type: none"> ▪ להורות למבטח להימנע מסוגי פעולות שפגמיהן לא תוקנו לאסור חלוקת דיבידנד או רווחים או מתן הטבות לדירקטורים, למנהלי עסקים לעובדים ולסוכני ביטוח | אין סמכות. יכול במקרים חמורים לנצל סמכותו ולבטל רישיון הקופה | <ul style="list-style-type: none"> ▪ באמצעות צו בית משפט: חברות ציבוריות וקרנות נאמנות: לאסור על ביצוע מעשה; חתמים: דרישת דוח מתקן ▪ הפסקה של הצעת יחידות השתתפות בקרנות נאמנות ופדיון יועצים: העברת ממצאי ביקורת לחקירת משמעת או לחקירה פלילית ▪ הפסקת מסחר בבורסה ▪ חברות ציבוריות: הוראות לתיקון תשקיף ולהגשת דוח מידי | <ul style="list-style-type: none"> ▪ להורות לבנק להימנע מסוגי פעילויות שפגמיהן לא תוקנו ▪ לאסור חלוקת דיבידנד או רווחים או מתן הטבות לדירקטורים, לבעלים ולבעלי זכות חתימה ▪ לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות: להתלות או להגביל סמכותו או להעבירו מתפקידו: דירקטור, מנהל עסקים או בעל זכות חתימה | נקיטת צעדים נגד אי-תיקון פגמים |
| (3) | (5) | (0) | (3.8) | (5) | |
| (3) | (5) | (1.7) | (4.2) | (5) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2 לעיל.

לוח נ-6 סמכויות ענישה והתערבות בניהול

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|---|--|-----|--|--|---------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| באישור בית המשפט או באמצעות צו מוסכם עם הנתבע | על חברות הביטוח וסוכני הביטוח בגין עילות מגוונות כגון חריגה מתחומי הרישיון | - | על קרנות נאמנות בגין עילות מגוונות כגון הכללת פרט מטעה בתשקיף | - | קנסות |
| (3) | (5) | (0) | (2.5) | (0) | |
| לא רלוונטי | באישור שר האוצר: ▪ השעיית דירקטור או מנהל עסקים ▪ מינוי מנהל מורשה | - | באמצעות בית המשפט: החלפת המנהל הכללי או הדירקטור, או העברת הנאמן מתפקידו, או העברת ניהול הקרן למנהל אחר | בידי הנגיד לאחר התייעצות בוועדת הרישיונות ובאישור הממשלה: ▪ מינוי מנהל מורשה ▪ מפקח מיוחד ▪ ועדת הנהלה | התערבות בניהול |
| (-) | (2) | (0) | (2.8) | (4) | |
| המחלקה המשפטית פונה במישרין לבית המשפט | - | - | הרשות מעבירה את ממצאי החקירה לפרקליטות בצירוף המלצותיה | המשטרה מעבירה את ממצאי החקירה לפרקליטות בצירוף המלצותיה | כתבי אישום |
| (5) | (0) | (0) | (4) | (2) | |
| (3.7) | (2.8) | (0) | (2.9) | (2) | ממוצע* |

* לכל אחת מהסמכויות משקל אחר. ראו נספח 2 לעיל.

לוח נ-7 עצמאות ניהולית

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | |
|---|----------------------------|------------------|---|---|-----------------------------|
| | ביטוח | הון | | | |
| הממשלה, על פי הצעת שר התעשייה, המסחר והתעסוקה (2) | שר האוצר (1) | שר האוצר (1) | שר האוצר (1) | נגיד בנק ישראל (4) | מינוי היו"ר / המפקח |
| לא קצובה (1) | לא קצובה (1) | לא קצובה (1) | 5 שנים (5) | לא קצובה, אך כהונת הנגיד קצובה ל-5 שנים (4) | תקופת הכהונה |
| לשר התעשייה, המסחר והתעסוקה (4) | לשר האוצר (1) | לשר האוצר (1) | לשר האוצר בחלק מתחומי פעילותה (3) | לנגיד בנק ישראל (5) | כפיפות |
| עובדי המדינה (1) | עובדי המדינה (1) | עובדי המדינה (1) | הרשות לניירות ערך (5) | בנק ישראל (5) | השייכות הארגונית של העובדים |
| תקציב המדינה (1) | תקציב המדינה (1) | תקציב המדינה (1) | אגרות מהמפוקחים, באישור שר האוצר וועדת הכספים. אישור התקציב: משרד האוצר (2) | בנק ישראל (5) | מקורות המימון |
| (1.8) | (1) | (1) | (3.2) | (4.6) | ממוצע* |

* משקל שווה.

לוח נ-8 מדד עצמאות המפקחים

| הגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | | ניירות ערך | בנקים | משקל באחוזים | |
|---------------|----------------------------|------------|------------|----------|--------------|--|
| | ביטוח | הון | | | | |
| 5 | 5 | 1 | 5 | 5 | 15 | מקור הסמכות |
| 1.8 | 1 | 1 | 3.2 | 4.6 | 20 | עצמאות ניהולית |
| * 0 | 5 | 3 | 2.2 | 5 | 15 | חופש רישוי והסדרה |
| *5 *3 | 1.1 5 | 0.9 1.7 | 4.3 4.2 | 1.9 5 | 17.5 17.5 | סמכויות אכיפה 1. איסוף מידע 2. תיקון פגמים |
| 3.7 | 2.8 | 0 | 2.9 | 2 | 15 | סמכויות ענישה והתערבות בניהול |
| 3.6 | 3.2 | 1.2 | 3.6 | 3.9 | 100 | ציון ממוצע |
| 3-2 | 4 | 5 | 3-2 | 1 | | דירוג |

* הסמכות לרישוי ברשות להגבלים עסקיים אינה רלוונטית. לפיכך בחישוב מדד העצמאות המשוקלל של הרשות להגבלים עסקיים צמצמנו את משקל חופש הרישוי וההסדרה ל-7.5%, ובד בבד הגדלנו באותו שיעור את המשקל של סמכויות האכיפה.

נספח 4 נכסים מפוקחים, 2003 (מיליארדי ש"ח)

חלק 1

| | |
|----------------|---|
| 1,366.1 | סך כל תיקי הנכסים שבידי הציבור |
| <hr/> | |
| הפחתות | |
| (16.2) | מזומן שבידי הציבור |
| (101.5) | השקעות תושבי ישראל בחו"ל |
| (23.2) | מלווה קצר מועד: החזקות ישירות בידי הציבור |
| (53.3) | איגרות חוב סחירות ממשלתיות: החזקות ישירות בידי הציבור |
| תוספות | |
| 34.8 | השקעות זרים במניות סחירות ואיגרות חוב פרטיות |
| 13.7 | השקעות הממשלה במניות |
| | פפירה כפולה הנובעת מהשקעת מתווכים פיננסיים*: |
| 37.1 | במניות** |
| 14.7 | באג"ח סחיר פרטי*** |
| 1,272.2 | |

* מאחר שישנם שני חתכי פיקוח – הנכסים המונפקים והנכסים המנוהלים – נכסים אלו מפוקחים משני היבטי פיקוח נבדלים, ולכן נרשמים פעמיים. דרך מקבילה להגיע לאותו סכום היא מתוך לוח 9 בגוף העבודה על ידי סיכום הנכסים המפוקחים (765 מיליארד ש"ח) עם הנכסים המנוהלים ובניכוי הכפילות הנובעת מקרנות נאמנות וקופות גמל בנקאיות (507 מיליארד ש"ח).

** קופות גמל, קרנות השתלמות וביטוח חיים.

*** קופות גמל, קרנות השתלמות, ביטוח חיים ובנקים.

חלק 2

| | |
|----------------|---------------------|
| 764.5 | נכסים מונפקים |
| 507.7 | סך הנכסים המנוהלים* |
| 1,272.2 | |

* בלי כפילויות.

נספח 5 מספר העובדים בענפים המפוקחים

בידי רשויות הפיקוח יש כמה מקורות לבדיקת מספרם של העובדים המפוקחים בענפים הפיננסיים.⁴¹ כדי לקבל אומדן מהימן ככל האפשר שילבנו את המקורות (סקרי כוח אדם, דוחות של המפקחים, פרסומים נוספים ואומדנים שלנו). הנתונים חושבו לשנת 2001 (אלא אם צוין אחרת).

אלה הנתונים העיקריים ששישבינו התבססו עליהם:

| אומדן החוקרים | הדוח השנתי של אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון | מידע שנתי על התאגידים הבנקאיים, 2003-1999 | נתונים על פי סקר כוח אדם | |
|---------------|---|---|--------------------------|--|
| - | - | ¹ 33,883 | 38,669 | בנקים מסחריים |
| - | - | ² 1,839 | 953 | בנקים למשכנתאות ³ |
| 2,400 | - | - | - | חברות כרטיסי אשראי |
| - | 16,389 | - | 24,306 | חברות ביטוח וסוכני ביטוח |
| - | - | - | 1,390 | קופות גמל, קרנות השתלמות וקופות פנסייה |
| - | - | - | 1,015 | פעילויות עזר לביטוח ולקופות גמל |
| - | - | - | 13,935 | תיווך פיננסי |
| 550 | - | - | - | חכירה פיננסית |
| 2,850 | - | - | - | הכנת דוחות כספיים ותשקפים |

- מתוך לוח ב-1, 'אינדיקטורים להתפתחות התאגידים הבנקאיים הרגילים בישראל, 1967-2003', **מידע שנתי על התאגידים הבנקאיים**, 2003-1999.
- מתוך לוח ח-21, 'המשכורות, מצבת כוח האדם וההוצאות הנלוות של סך הבנקים למשכנתאות: שנתי', **מידע שנתי על התאגידים הבנקאיים**, 2003-1999.
- אומדן מספרם של המועסקים בבנקים למשכנתאות על פי שני המקורות הוא בניכוי 900 עובדי בנק ישראל (כפי שמסר לנו בנק ישראל).

41 פעילות הרשות להגבלים עסקיים במגזר הפיננסי מתמקדת בבנקים, בחברות כרטיסי האשראי ובחברות הביטוח. אולם מפאת חוסר הסדירות, אופיו של פיקוח הרשות ואחריותה של זו לתחרות בכל ענפי המשק אי-אפשר לכמת את מספר העובדים שהיא מפקחת עליהם.

ענף הבנקאות

ענף הבנקאות כולל את הגופים האלה:⁴²

- בנקים מסחריים
- בנקים ענפיים⁴³ ובנקים למשכנתאות
- עובדים בחברות כרטיסי אשראי

חברות כרטיסי אשראי

אומדן מספר העובדים בחברות כרטיסי האשראי התבסס על נתונים שהתקבלו משתי חברות. האומדן בחברה השלישית נשען על חלקה היחסי בשוק כרטיסי האשראי.⁴⁴

סך המועסקים בענף הבנקאות על פי סקר כוח אדם ונתוני חברות כרטיסי האשראי מגיע לכ-42,000 עובדים. ואילו על פי הנתונים לשנת 2002 המופיעים ב'מידע שנתי על התאגידים הבנקאיים, 1999-2003', בנק ישראל, הוא מסתכם בכ-38,000 עובדים (ראו פירוט בלוח לעיל). מאחר שקיימים שני אומדנים למספר המועסקים בבנקאות, השתמשנו בממוצע פשוט של השניים, קרי 40,000 עובדים.

ענף הביטוח, קופות גמל וקרנות השתלמות

ענף הביטוח, קופות גמל וקרנות השתלמות כולל את הגופים האלה:

- חברות ביטוח וסוכנויות ביטוח
- קופות פנסייה
- קופות גמל וקרנות השתלמות⁴⁵

42 בענף הבנקאות נכללות גם קופות גמל, קרנות השתלמות וקרנות נאמנות המנוהלות בידי הבנקים. אולם בהיעדר נתונים מדויקים הנחנו כי רוב העובדים העוסקים בניהול, בשיווק ובפעילויות אחרות הנוגעות לקרנות הבנקאיות נכללים בענף הבנקאות בסקרי כוח האדם. גם אם התקבל אומדן חסר בגין השמטת חלק מהעובדים האלה, מספרם זניח ביחס לכלל המועסקים בענף הבנקאות.

43 בנקים ענפיים הם מוסדות שעיקר פעילותם הוא גיוס כספים למימון ענפים מוגדרים, כגון בנק החקלאות, בנק הבנייה וכיו"ב.

44 האומדן התקבל מהחברות לאומי קארד, ויזה כאל, ישראלכרט.

45 עד ליישום הרפורמה בשוק ההון בעקבות דוח ועדת בכר במהלך שנת 2005 – אשר במסגרתה נמכרו רוב קופות הגמל, קרנות השתלמות וקרנות הנאמנות לחברות ביטוח – נוהלו מרביתן בידי הבנקים, ומקצתן היו בידיים פרטיות.

חברות ביטוח וסוכני ביטוח

אומדן מספר המועסקים בענף זה חושב על פי שני מקורות: סקר כוח האדם והדוח השנתי של אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר לשנת 2000 (ראו נתונים בלוח לעיל). האומדן מתבסס על ממוצע פשוט של שני המקורות והוא מסתכם ב-20,350 עובדים.

קופות גמל, קרנות השתלמות וקופות פנסייה

תת הענף הנ"ל כולל מועסקים בקטגוריות האלה: 'קופות גמל, קרנות השתלמות וקופות פנסייה' וכן 'פעילויות עזר לביטוח ולקופות גמל'.⁴⁶ ראו מספרי מועסקים על פי סקר כוח האדם בלוח לעיל. לפיכך אומדן מספר המועסקים הכולל בביטוח, בקופות הגמל ובקרנות השתלמות הוא 22,700 עובדים.

גופים המפוקחים על ידי הרשות לניירות ערך

המועסקים הנכללים בקטגוריה זו עוסקים בתחומים האלה:

- תיווך פיננסי
- הכנת דוחות כספיים ותשקיפים בחברות ציבוריות

תיווך פיננסי

מהנתון בסקרי כוח האדם יש לנכות עובדים בחברות כרטיסי אשראי ואומדן מספר העובדים המועסקים בחכירה פיננסית.⁴⁷ לפיכך אומדן מספר המועסקים בתיווך פיננסי שבפיקוח הרשות לניירות ערך מגיע לכ-11,000 עובדים.

46 תת-הענף הזה כולל פעילויות כגון שמאות (רכב, נדל"ן וכיו"ב), פעילויות הקשורות בניהול ביטוח וקופות גמל, אקטוארים וכיו"ב.

47 בענף התיווך הפיננסי נכללות הפעילויות האלה: חכירה פיננסית (של נכסים או של רכב), מנהל שווקים פיננסיים (בכלל זה ניהול ופיקוח על שווקים פיננסיים, על בורסות לניירות ערך ועל גופים אחרים), מסחר בניירות ערך, חברות כרטיסי אשראי ופעילויות עזר לתיווך פיננסי (בכלל זה תיווך פיננסי העוסק בהשקעות בניירות ערך, מסחר בניירות ערך על ידי סוחרני ניירות ערך בחשבונם שלהם, קרנות נאמנות, מוסדות השקעה ואחזקה פיננסיים, יועצי השקעות וכיו"ב).

הכנת דוחות כספיים ותשקיפים בחברות ציבוריות

אומדן מספר המועסקים בתחום זה מתבסס על הערכה שכל חברה ציבורית מקצה בממוצע 5 עובדים לשם הכנת דוחות כספיים, תשקיפים וכל המידע הנדרש לשם מסחר בבורסה לניירות ערך. נציין כי על פי נתוני ירחון 'הבורסה' המתפרסם באתר הבורסה, מנייתיהן של כ-570 חברות היו רשומות למסחר (נכון לשנת 2003). לפיכך האומדן שהתקבל מסתכם ב-2,850 עובדים. האומדן הכולל של מספר המועסקים שבפיקוחה של הרשות לניירות ערך הוא 13,850 עובדים.

מספר המועסקים לפי הרשות המפקחת

| הרשות לניירות ערך | אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון | המפקח על הבנקים | |
|-------------------|-------------------------------|-----------------|----------------|
| 13,850 | 22,700 | 40,000 | עובדים מפוקחים |

נספח 6 תקציב המפקחים על שוק ההון

מקורות הנתונים

1. הרשות לניירות ערך: הדוח השנתי.
2. הרשות להגבלים עסקיים: מסמכים פנימיים.
3. הממונה על שוק ההון והביטוח: חלק מהתקציב מפורסם בתקציב המדינה. הרכיבים החסרים במקור זה הם הוצאות המשותפות לאגף שוק ההון ולאגפים אחרים במשרד האוצר, כגון שירותי מחשב ושירותים משפטיים. ערך ההוצאה של אגף שוק ההון בתחומים אלה חושב על פי חלקו היחסי בעובדי משרד האוצר כפול סך הוצאות המשרד בסעיפים אלה.
4. המפקח על הבנקים: לא עמדו לרשותנו נתונים ישירים על תקציבו. הוצאות המפקח על הבנקים חושבו כך: השכר חושב על בסיס דיווחי השכר של הממונה על שוק ההון ומספר העובדים בפיקוח. השירותים המסופקים למחלקת הפיקוח על הבנקים על ידי מחלקות אחרות בבנק ישראל, כגון שירותי מחשב, שירותים משפטיים ומשאבי אנוש, חושבו על פי המשקל היחסי של עובדי הפיקוח בכלל עובדי בנק ישראל כפול סך הוצאות בנק ישראל בסעיפים אלה.

שתיים מהרשויות (המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון) פועלות בתוך מבנים שבבעלותן, ושתי הרשויות האחרות פועלות במבנים שכורים. כדי ליצור אחידות בחישוב ההוצאות לא כללנו את הוצאות הדיור בתקציבי המפקחים.

לוח 9-נ תקציב המפקחים על שוק ההון, 2003 (מיליוני ש"ח)

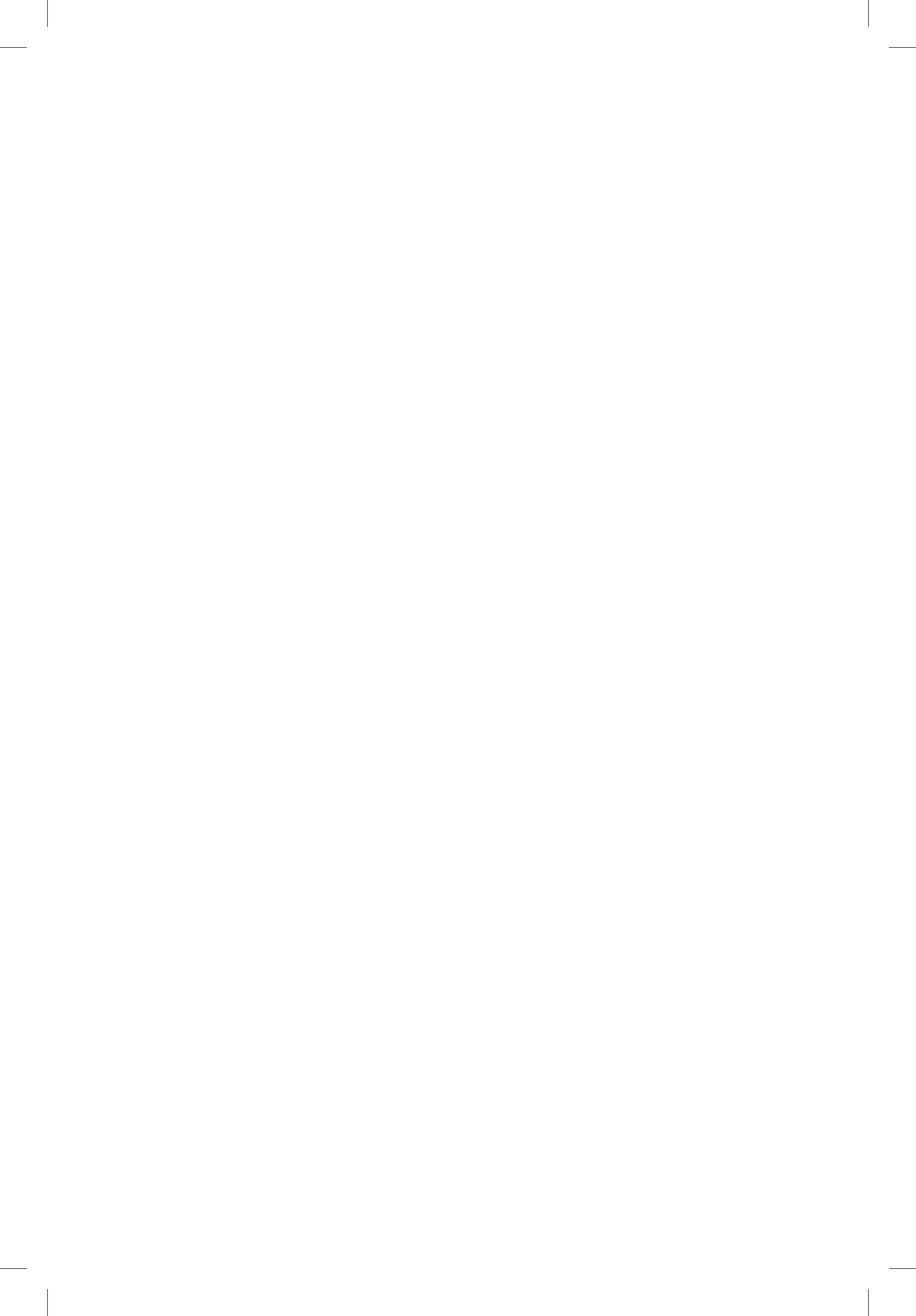
| הרשות להגבלים עסקיים | אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון 2004 | הרשות לניירות ערך | המפקח על הבנקים | |
|--------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------|
| 13.4 | 12.2 | 44.1 | 48.9 | שכר ונלוות |
| 4.4 | 10 | 26.4 | 32.5 | הנהלה וכלליות |
| 17.8 | 22.2 | 70.5 | 81.4 | סך הכול |
| נתוני תקציב מאת הרשות להגבלים עסקיים | הוראות התקציב לשנת 2004 (חוברת ד) | דוח הרשות לניירות ערך לשנת 2003 | נתונים פנימיים של בנק ישראל | מקור: |



פרק שני

ניגודי עניינים פוטנציאליים ברשויות הפיקוח על שוק ההון והמבנה הארגוני הרצוי

שרון בליי, אבי בן בסט



חלק ראשון טיעונים מנוגדים בשאלת הפרדתו של הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי

1. מבוא

בשנים האחרונות אנו עדים להתגברות המגמה הקוראת להפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי, בפרט במדינות מפותחות שיש בהן מערכות פיננסיות מורכבות (ראו Goodhart, 2002; Tuya and Zamalloa, 1994). בשוודיה, בנורווגיה, באיסלנד ובדנמרק הופרדו זה מכבר פונקציות הפיקוח והניהול המוניטרי. בגוש האירו, אחת מתוצאות הקמתו של הבנק המרכזי האירופי הייתה הפרדתו של הפיקוח על הבנקים, שנותר ברמה הלאומית, מן המדיניות המוניטרית הפדרלית. לעקרון הפרדת הפיקוח מן המדיניות המוניטרית ניתן תוקף פורמלי בחוקת הבנק המרכזי האירופי. בבריטניה הוחלט בשנת 1997 להפריד את הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי ולהעבירו לידי SIB (המועצה לניירות ערך ולהשקעות), שהוסבה לשם כך ל-FSA (הרשות לשירותים פיננסיים) – גוף עצמאי המפקח על כלל המתווכים הפיננסיים. בכך באה לקצה מסורת ארוכה בשנים של שילוב הפיקוח בעבודת הבנק המרכזי הבריטי. בארצות הברית, שם חולק הבנק המרכזי את הפיקוח על הבנקים עם שתי רשויות נוספות – OCC (משרד המפקח על המטבע) ו-FDIC (הרשות הפדרלית לביטוח פיקדונות) – והגשו הצעות רבות לפישוט מבנה הפיקוח וההסדרה של השווקים הפיננסיים ולמיזוג חלק מן הרשויות המפקחות בגוף נפרד מן הבנק המרכזי (ראו Shull, 1993; Coffee, 1995; Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1997). קולות הקוראים לניתוק הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי עולים גם מכיוונים אחרים: דוח ועדת Wallis באוסטרליה, מרבית המלצות IMF (למדינות מפותחות ומתפתחות גם יחד), ההתפתחויות בקוריאה וביפן¹ והצעות שהועלו בדרום אפריקה, בהודו ועוד. הגלובליזציה ההולכת ומתגברת, הקונגלומרציה, עלייתה של הבנקאות האוניברסלית, טשטוש הגבולות בין סוגי מתווכים ומכשירים פיננסיים והפוטנציאל לניגודי עניינים – כל אלה מספקים כר נרחב לנימוקים בזכות הקמתה של רשות פיקוח חיצונית שאינה תלויה בבנק המרכזי.

1 ביפן ממלא משרד האוצר את תפקיד המפקח הראשי על הבנקים, אבל את הביקורות בשטח מנהלים לסירוגין משרד האוצר והבנק המרכזי. אף שלבנק המרכזי של יפן אין תפקיד רשמי בפיקוח על הבנקים, הבנקים היפניים רואים בהמלצותיו הוראות מחייבות.

קיום יחסי גומלין והשלמה בלתי נמנעים בין המדיניות המוניתטית ומדיניות ההסדרה והפיקוח על המערכת הבנקאית משמש בסיס לרוב הטיעונים בעד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי ונגד השילוב הזה. הספרות המוניתטית דנה בהרחבה בתפקידה של המערכת הפיננסית בכלל, והמערכת הבנקאית בפרט, כערוץ תמסורת מרכזי למדיניות המוניתטית של הבנק המרכזי (ראו Blinder and Stiglitz, 1983; Bernanke and Lown, 1991; Bernanke and Blinder, 1992; Bernanke and Gertler, 1995; Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1996; Kashyap and Stein, 2000). תנאי חשוב להשגת יעדים מקרו־כלכליים הוא יציבותה של המערכת הפיננסית. באותה מידה, יציבות המערכת הפיננסית ואיתנותה תלויות במצב המשק. התובנה הבסיסית שיציבות מחירים ויציבות פיננסית שלובות וכרוכות זו בזו מובילה אחדים למסקנה כי מטבע הדברים, פונקציות המדיניות המוניתטית והפיקוח על הבנקים צריכות להיות בידי הבנק המרכזי. לעומת זאת אחרים טוענים כי דווקא בשל הקשר הקרוב הזה, האצלת האחריות על שתי פונקציות אלו לגוף יחיד (קרי, הבנק המרכזי) עלולה לפגוע לפחות באחת מהן, בעיקר משום הפוטנציאל לניגודי עניינים. אולם גם מצדדי ההפרדה של פונקציות הניהול המוניתטרי מן הפיקוח על הבנקים אינם חולקים על הצורך בשיתוף פעולה בין רשות הפיקוח העצמאית לבין הבנק המרכזי. לפיכך קשרים של העברת מידע, התייעצויות ושיתוף פעולה הם קשרים הכרחיים. אמנם רשות פיקוח חיצונית יכולה לפעול בניגוד לדעתו של נגיד הבנק המרכזי, אך פעולה כזאת תגרור בוודאי תגובה חריפה והיא עלולה אף להוביל להתפטרותו של הנגיד, כפי שקרה במקסיקו בשנת 1982. מכאן עולה התהייה אם תנאי בסיסי לכל מודל פיקוח הוא שיתוף פעולה עם הבנק המרכזי, אם יש חשיבות למודל הספציפי. נראה שהתשובה לכך חיובית, שכן המבנה מגדיר את התמריצים, את אופן המימון, את סמכויות הארגון ומטרותיו. לפיכך המבנה ישפיע על טיבם ועל כישוריהם של העוסקים בהסדרה ובפיקוח וכן על תשתיות הרשות ועל איכות תפוקתה.

2. מיקום הפיקוח על הבנקים ומאפייניו

בשל הצביון המיוחד של המבנה הכלכלי, המשפטי והפוליטי הפורמלי והבלתי פורמלי בכמה מדינות יש קושי בסיסי בהשוואת דפוסי הפיקוח הנהוגים בהן ובסיווגם. למשל, הרשות הממונה על הפיקוח וההסדרה של המערכת הבנקאית במדינה מסוימת עשויה להיות מנותקת מבחינה פורמלית מן הבנק המרכזי, אך לפעול בצמידות כה הדוקה אליו, עד

שלמעשה תהיה תלויה בו אף יותר ממחלקת הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי של מדינה אחרת. לכן יש להתייחס בזירות ראויה לממצאיהם של מחקרים המשווים בין מדינות ומסווגים אותן, שכן חזקה היא שיש בממצאיהם הטיות בלתי נמנעות.

Goodhart and Schoenmaker (1995b) ו-Haubrich (1996) מחלקים את מדינות העולם לשתי קבוצות שוות פחות או יותר בגודלן המספרי: קבוצת המדינות בעלות האוריינטציה הבריטית הכוללת, בין השאר, את ארצות הברית, אוסטרליה והונג קונג, המשלבות את פונקציות הניהול המוניטרי והפיקוח על הבנקים; וקבוצת המדינות בעלות האוריינטציה הגרמנית – שעמה נמנות מדינות כגון אוסטריה, דנמרק ושווייץ – המפרידות בין הפונקציות. החוקרים מסבירים שהמסורות השונות משקפות בחלקן נסיבות היסטוריות. בגרמניה של שנות העשרים במאה שחלפה העדיף הציבור מזומנים כאמצעי תשלום, והשימוש בהמחאות היה מצומצם ביותר; יתרה מזו, יחס ההון לפיקדונות במערכת הבנקאות הגרמנית היה גבוה במיוחד. בתנאים אלה ההסתערויות (runs) על הבנקים היו נדירות והבנק המרכזי מיעט להתערב בפיקוח על מערכת הבנקאות.² הפיקוח על הבנקים בגרמניה מתנהל אפוא בידי רשות פיקוח עצמאית. לעומת זאת ההסתערויות על הבנקים היו שכיחות יותר במערכות בנקאות בסגנון הבריטי. מציאות זו הביאה להופעת מוסד המסלקה, אשר נוסף על סליקת המחאות עסק בפיקוח על הבנקים. הבנקים המרכזיים באותן מדינות עוצבו על בסיס מסלקות אלו וקיבלו עליהם באופן טבעי את תפקיד המלווה של המוצא האחרון (lender of last resort), המציל בנקים שנקלעו למשבר, ואת תפקיד התיאום בין התאחדויות בנקאיות. כך ביססו לעצמם הבנקים המרכזיים במדינות הללו, כבר בשלהי המאה ה-19, הן את ניהול המדיניות המוניטרית הן את הבטחתה של יציבות המערכת הפיננסית. בתחילה הייתה פעילותם של הבנקים המרכזיים כמפקחים

2 בעת השפל של שנות השלושים קצרה ידו של הבנק המרכזי הגרמני מלעזור למערכת הבנקאות הקורסת, שכן היה עסוק מדי במאבק בזרם המשיכה של פיקדונות על ידי נושים מבית ומחוץ ובשמירה על מדיניות מוניטרית מחמירה. לפיכך הממשלה נאלצה לתמוך במישרין בבנקים – התערבות שהביאה להידוק הפיקוח על המערכת הבנקאית ולחקיקת 'חוק הבנקאות של הרייך' בשנת 1934. לאחר מלחמת העולם השנייה הוסב חוק זה והפך להיות 'חוק הבנקאות הפדרלי' שעל בסיסו הוקמה בשנת 1961, FSBO, רשות פיקוח עצמאית המדווחת למשרד האוצר. על אף היותה בלתי תלויה בבנק המרכזי, מרבה FSBO להיועץ בו ולשתף עמו פעולה בכל הקשור להסדרת המערכת הבנקאית.

מצומצמת יחסית, שכן הם ראו את עצמם בראש וראשונה כבנקים – אמנם מזן מיוחד, ולא כנושאי תפקיד ציבורי. ההסדרה בשנים שבין 1880 ל-1914 הייתה עצמית ברובה והתנהלה באמצעות 'מועדונים' של בנקים שהיו מוכנים להיחלץ לעזרת בנק חבר בעת צרה, והבנק המרכזי ניצח על מבצע ההצלה. ברם הרפיית הפיקוח והגברת התחרות הבין-לאומית (משנות השישים של המאה שעברה) הביאו להתפרקות אותם 'מועדונים' ובמערכת כולה פחתה הנכונות והיכולת לפיקוח ולעזרה הדדית.

מחקרם של Tuya and Zamalloa (1994) בוחן את דפוסי הפיקוח על הבנקים ב-197 המדינות החברות בקרן המטבע הבין-לאומית. מן המחקר עולה כי הפיקוח על הבנקים מתנהל בבנק המרכזי ב-50% ממדינות חצי הכדור המערבי וביותר מ-80% ממדינות אסיה, המזרח התיכון ואפריקה. הבעיה במחקר זה קשורה בהכללת מדינות ננסיות רבות, ושיטת הסיווג שלו אינה מבחינה בין מדינות שבהן הבנק המרכזי חולק את תפקיד המפקח עם רשויות אחרות לבין מדינות שבהן הוא המפקח הבלעדי. מחקרם של Di Noia and Di Giorgio (1999) מתמקד במדינות OECD בשנים 1985-1994 ומבחין בין מדינות שבהן הבנק המרכזי הוא המפקח הבלעדי על הבנקים לבין מדינות אחרות שבהן הבנק המרכזי חולק אחריות זו עם רשויות אחרות או שאינו נושא בה כלל. התמונה העולה מן המחקר היא שמתוך 25 מדינות OECD, רק ב-11 מדינות (44%) החזיק הבנק המרכזי במונופול מלא על תפקיד המפקח. הנתונים מורים כי ברבות מן המדינות שיש בהן מערכת פיננסית מפותחת אין לבנק המרכזי בלעדיות בפיקוח על הבנקים. בלעדיות כזאת שכיחה יותר במדינות שהמערכת הפיננסית שלהן טרם התפתחה במלואה ואשר נוכחות הבנקים הבין-לאומיים בהן מצומצמת. מקרב מדינות G5 הייתה בריטניה היחידה שבה שולבו פונקציות הפיקוח והמדיניות המוניטרית (עד 1997). מבין תריסר המדינות החברות בוועדת בזל, רק בארבע מדינות (איטליה, לוקסמבורג, הולנד ובריטניה) מילא הבנק המרכזי בעבר את תפקיד המפקח הבלעדי על המגזר הבנקאי.

מבט השוואתי על כמה מדינות אינו מגלה מאפיינים טיפוסיים למדינות שבהן הבנק המרכזי עוסק בפיקוח לעומת מדינות שבהן הבנק המרכזי אינו עוסק בכך. עם זאת מחקריהם של Heller (1991) ושל Alesina and Summers (1993) מראים כי בנקים מרכזיים שעצמאותם קטנה יחסית נוטים לשלב את תפקידי המדיניות המוניטרית והפיקוח על הבנקים. סיבה אפשרית לכך היא שבנקים מרכזיים כאלה בוחרים לתת משקל גבוה יותר

לתפקידים שהם יכולים להוביל בהם – על פי רוב קשרים ברמת המיקרו עם מתווכים פיננסיים. מאותו מחקר עולה גם שבמדינות שבהן המערכת הבנקאית ריכוזית ונהנית מיחסי הון גבוהים קטן יותר הצורך במעורבות ובפיקוח של הבנק המרכזי. עם זאת יש להתייחס לממצא זה בהסתייגות. ראשית, לא ברור הקשר בין ריכוזיות גבוהה לבין יחסי הון גבוהים. שנית, ישנם מחקרים המראים שבעיות יציבות אינן בהכרח נחלתם הבלעדית של בנקים קטנים. יתרה מזו, בשל בעיית הסיכון המוסרי בבנקים הגדולים ובגלל התפיסה שאם הבנק גדול, הוא גדול מכדי ליפול – שעשויה להשפיע על המפקחים עצמם – יש צורך בפיקוח רב יותר על הבנקים הגדולים. משבר מניות הבנקים בישראל בוודאי מלמד על כך.

במדגם 70 המדינות שנחקרו בפרק השלישי של ספר זה נמצא כי במחצית המדינות הפיקוח על הבנקים ממוקם רק בבנק המרכזי ואילו בקרוב למחצית המדינות הוא מחוץ לבנק המרכזי (לוח 1 להלן וכן לוח נ-2 להלן המפרט את רשימת המדינות לפי מיקום הפיקוח על הבנקים והתוצר לנפש). בשלוש מדינות הפיקוח על הבנקים ממוקם גם בבנק המרכזי וגם מחוצה לו. פילוח המדינות על פי התוצר לנפש (מותאם לכוח הקנייה, PPP) מורה כי מדינות שהכנסתן לנפש גבוהה אינן נוהגות למקם את הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי. בשני העשירונים העשירים ביותר, רק באירלנד הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק המרכזי. מאפיין חשוב עוד יותר הוא מיקום הפיקוח על הבנקים על פי המוסד המנהל את המדיניות המוניטרית. על פי חתך זה, רק ב-24 מדינות הפיקוח על הבנקים נמצא במוסד המנהל את המדיניות המוניטרית, לעומת 43 מדינות שבהן הוא מחוץ למוסד המנהל את המדיניות המוניטרית (לוח 1).³

3 מאז הוקם האיחוד המוניטרי באירופה, הבנקים המרכזיים של מדינות האיחוד אינם מנהלים את המדיניות המוניטרית, וזו מופקדת בידי מוסד מוניטרי המשותף לכולן (ECB). ב-10 מדינות החברות באיחוד האירופי הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק המרכזי. לניתוח אקונומטרי של מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים ראו הפרק השלישי, סעיף ו.

לוח 1 מיקום הפיקוח על הבנקים לפי עשירוני הכנסה לנפש*

| עשירון | רק בבנק המרכזי | גם מחוץ לבנק המרכזי | מחוץ לבנק המרכזי | רק במוסד המנהל מדיניות מוניטרית | גם מחוץ למוסד המנהל מדיניות מוניטרית | מחוץ למוסד המנהל מדיניות מוניטרית |
|----------------|----------------|---------------------|------------------|---------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 1 | 1 | 1 | 5 | 0 | 1 | 6 |
| 2 | 0 | 0 | 7 | 0 | 0 | 7 |
| 3 | 3 | 2 | 2 | 1 | 2 | 4 |
| 4 | 7 | 0 | 0 | 4 | 0 | 3 |
| 5 | 3 | 0 | 4 | 1 | 0 | 6 |
| 6 | 5 | 0 | 2 | 3 | 0 | 4 |
| 7 | 6 | 0 | 1 | 6 | 0 | 1 |
| 8 | 2 | 0 | 5 | 2 | 0 | 5 |
| 9 | 3 | 0 | 4 | 3 | 0 | 4 |
| 10 | 4 | 0 | 3 | 4 | 0 | 3 |
| סך הכול | 34 | 3 | 33 | 24 | 3 | 43 |

* חלוקה לעשירונים, לפי תוצר מקומי גולמי (להלן: תמ"ג) לנפש מותאם לכוח הקנייה (PPP), מתוך מאגר נתונים WDI, 2004.

מקור: מיקום הפיקוח על הבנקים עדכני לשנת 2005 ומבוסס על ספרו של Courtis, 2004 ועל עיבודי המכון הישראלי לדמוקרטיה.

3. מדיניות מוניטרית ופיקוח על הבנקים: יחסי גומלין

הספרות המוניטרית דנה בהרחבה בתפקיד המערכת הפיננסית בכלל ובמערכת הבנקאות בפרט, כערוץ תמסורת מרכזי למדיניות המוניטרית (ראו Blinder and Stiglitz, 1983; Bernanke and Lown, 1991; Bernanke, Bernanke and Blinder, 1992; Bernanke and Gertler, 1995; Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1996; Kashyap and Stein, 2000). הבסיס להשגת מטרות מקרו-כלכליות הוא יציבות פיננסית ברמת המיקרו – במערכת התשלומים, במערכת הבנקאית ובמערכת הפיננסית בכלל. לפיכך עושי המדיניות המוניטרית חוששים ליציבות המערכת הבנקאית

בשל ההשפעות שיכולות להיות לה על התמסורת המוניטרית, על שלמות מערכת התשלומים ועל עלות המדיניות המוניטרית במקרה של משבר. באותו אופן יציבותה ורווחיותה של המערכת הפיננסית תלויות במצב המקרו-כלכלי. לפיכך המפקח על הבנקים חושש ליציבות המוניטרית, משום שזו קשורה לתנודתיות מופחתת בריבית הנומינלית והראלית (ואולי אף בשערי החליפין) החיונית לתפקוד 'חלקי' של המערכת הבנקאית. הקשרים בין המדיניות המוניטרית למדיניות הפיקוח על הבנקים והסדרתם הם בסיס למגוון נימוקים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי. מצדדי ההפרדה מפנים את תשומת הלב ליחס התחלופה בהשגת יעדי היציבות המקרו-כלכלית והיציבות הפיננסית, ומהירים מפני ניגודי העניינים שעלולים להתגלע אם תופקד רשות אחת על השגת שניהם. לעומתם מדגישים מצדדי השילוב את יחסי ההשלמה בין היציבות המוניטרית לבין היציבות הפיננסית, קרי היותה של איתנות המערכת הבנקאית תנאי הכרחי ליציבות המשק, ולהפך.

3.1 בזכות ההפרדה: חששות מפני הסחת דעת וניגודי עניינים

היום רווחת ההכרה שתפקידו הבסיסי של הבנק המרכזי הוא שימור ערך המטבע (Fischer, 1997). לפיכך יש החוששים מהשלכות האצלתם של עוד תפקידים לבנק המרכזי. בנסיבות רגילות, כאשר הבנקים רווחיים, החשש מפני השפעת התיווך הבנקאי על התמסורת הוא משני לחשש מפני לחצים אינפלציוניים. עם זאת העיסוק בסוגיות פיקוח מצריך זמן רב, ובעיצומו של משבר פיננסי הוא עלול להסיט את תשומת הלב ולהסיח את דעת עושי המדיניות בבנק המרכזי מכל נושא אחר. לכן יש הגורסים כי בשל חשיבותה של המדיניות המוניטרית ראוי שהנגיד יתרכז רק בה. חשש נוסף הוא פן הענף הבנקאי, המאורגן טוב יותר מהציבור ומושפע מהמדיניות באופן ישיר יותר ממנו, 'ייקח בשבי' את הבנק המרכזי ושיג כוח מופרז. בנק מרכזי 'שבו' עלול לראות בהגנה על הבנקים את תפקידו העיקרי ולהתעלם משום כך מן האינטרס הציבורי (ראו Haubrich, 1996). הפוטנציאל לניגודי עניינים, הנעוץ ביחסי תחלופה אפשריים בין יציבות מוניטרית לבין יציבות המתווכים הפיננסיים, הוא אחד הטיעונים העיקריים של מצדדי ההפרדה. השימוש במכשיר מדיניות אחד להשגת שתי מטרות – יציבות מחירים ויציבות פיננסית – עלול לעורר בעיות בעקבות מדיניותו של הבנק המרכזי. עושי המדיניות המוניטרית עשויים

לרצות בהעלאת שער הריבית כדי להדביר את האינפלציה ו/או לשמר את שער החליפין (במקרה של משטר שער חליפין קבוע), ואילו הפיקוח על הבנקים עשוי לחשוש מפני הנזקים שריביות גבוהות אלו עלולות להמיט על חובות בעייתיים, על הרווחיות, על הלימות ההון ועל כושר הפירעון של המערכת הבנקאית (ראו Goodhart and Schoenmaker, 1995a).⁴

Haubrich (1996) ו-Di Noia and Di Giorgio (1999) טוענים שניגודי עניינים מסוג זה מודגשים במיוחד בזמנים שבהם דרוש ריסון מוניטרי, כאשר הבנקים הגדולים חלשים וסובלים ממחסור בהון. בזמנים כאלה עלול להיווצר מצב שבו עושי המדיניות המוניטרית לא ייתנו את דעתם די הצורך להשפעות השליליות האפשריות של ריסון מוניטרי על יציבות המערכת הבנקאית. ההיסטוריה מלמדת שתקופות של אי-יציבות פיננסית והתמוטטויות בנקים אופיינו, לעתים קרובות, בריסון יתר מוניטרי (למשל, יפן מאז 1991 וארצות הברית בשנים 1930-1939). עם זאת התרחבות מהירה של האשראי היא סימן אזהרה הן למדיניות המוניטרית הן לפיקוח על הבנקים. המצב החלופי, שבו המדיניות המוניטרית מנוהלת מתוך התייחסות מופרזת לחששות הפיקוח באשר לאיתנות של מוסדות פיננסיים יחידים, טומן בחובו פוטנציאל נזק גבוה אף יותר מזה של המצב הקודם, שכן הוא עלול להביא לידי מדיניות מוניטרית בלתי הולמת, שעלולה להחמיר את הבעיות בטווח הארוך (Heller, 1991).

עוד מקור אפשרי לניגודי עניינים בין יציבות מחירים לבין יציבות פיננסית הוא רגישותם של בנקים מרכזיים העוסקים בפיקוח על פשיטות רגל של בנקים, שעשויה להיות גדולה אף יותר מרגישותם לסטייה מיעד האינפלציה. שתי סיבות לכך: הראשונה, מניעת פשיטות רגל של בנקים היא באחריותו הבלעדית של המפקח על הבנקים, ואילו את אשמת הכישלון בהשגת יעד אינפלציה אפשר לגלגל בקלות רבה על הממשלה (למשל, בגין הגירעון בתקציב). השנייה, הציבור, התקשורת והמערכת הפוליטית רגישים לפשיטות רגל של בנקים יותר משהם רגישים לסטייה מיעד האינפלציה. התמוטטויות בנקים גוררות לא פעם תביעות לפיטורי המפקח על הבנקים; ברם אי-השגת יעד האינפלציה אינו גורר קריאות לפיטורי הנגיד. כיוון שדיונים מסוג זה בבנקים מרכזיים מתנהלים בדלתיים סגורות, קשה לקבוע אם ובאיזו מידה אכן נקבעו ריביות מתחת לרמתן האידאלית בשל

4 במשבר האסייתי בשנים 1997-1998 הריבית הגבוהה, שהייתה אמורה לשמור על שער החליפין, העמידה בסכנה את היציבות הפיננסית הפנימית.

שיקולי יציבות פיננסית. למרות זאת בכמה מקרים נטען שכך קרה: על פי Vittas (1992), במשך שנות השמונים ותחילת שנות התשעים של המאה שעברה נשמרו הריביות בארצות הברית מתחת לרמתן האידאלית בשל בעיות קשות באגודות אשראי וחסכון. כמו כן רבים מאמינים שב-1982 הופעל לחץ על נשיא הבנק המרכזי האמריקני דאז פול וולקר (Volcker) לנטוש את שיטת הרזרבות שאינן ניתנות באשראי, בשל ההשפעה השלילית של תנודתיות הריבית על חובותיהן של מדינות מעוטות פיתוח ועל כושר הפירעון של בנקים מסחריים מובילים בארצות הברית.

על פי Goodhart and Schoenmaker (1995a), הניסיון הבריטי (עד שנת 1997) מראה שניהודים כאלה הם בעלי חשיבות משנית לניהודי העניינים בין מטרות מוניטריות טהורות לבין צרכים פוליטיים. ניהודי עניינים נוספים עלולים להתגלע כאשר הבנק המרכזי משתמש בנגישות לחלון האשראי ולרזרבות המוניטריות כאמצעי ענישה של הפיקוח על מנת לעודד בנקים ליישם המלצות של המפקח (Tuya and Zamalloa, 1994).

גם האופי המחזורי המנוגד של המדיניות המוניטרית והפיקוח על הבנקים הוא מקור אפשרי לניהודי עניינים. למדיניות המוניטרית יש אופי מייצב, ואילו ההסדרה (הדרישה להלימות הון, למשל) מגבירה בדרך כלל את המחזוריות. כלומר, היא מחמירה בעתות שפל ומצמצמת עוד יותר את האשראי (Tuya and Zamalloa, 1994; Goodhart and Schoenmaker, 1995a). הבנק המרכזי עשוי להשתמש בסמכויותיו כמפקח לתמיכה במטרות המדיניות המוניטרית, למשל לרופף את מדיניות הפיקוח בתקופות שבהן המדיניות המוניטרית מרחיבה, ולהפך.

טיעון נוסף נגד שילוב פונקציות הניהול המוניטרי והפיקוח על הבנקים הוא האפשרות שיעורר בציבור ציפיות לכך שהמדיניות המוניטרית תושפע משיקולי היציבות של המגזר הפיננסי (ראו Goodhart and Schoenmaker, 1995b). המעורבות במשבר של בנק הנתון לפיקוחו עלולה לפגוע באמינותו הכוללת של הבנק המרכזי, להביא לעליית הציפיות האינפלציוניות ולהשפיע לשלילה על יכולתו לשלוט באינפלציה.

בשל התחלופה בטווח הקצר בין תחרותיות במערכת הבנקאית לבין יציבותה, הבנק המרכזי עלול להקשות על יציאת בנקים בלתי יעילים מן הענף בטענה שההשפעה השלילית על המשק והמשקיעים עלולה להיות קשה. לפיכך טוענים Di Noia and Di Giorgio (1999) שמוטב שלא יהיו לבנק המרכזי סמכויות להגביל את כוח השליטה בשוק בענף הבנקאות.

3.2 בזכות השילוב: יחסי השלמה בין יציבות מוניטרית לבין יציבות

פיננסית

המצדדים בשילוב תפקידי הניהול המוניטרי והפיקוח על הבנקים גורסים שהתלות ההדדית של יציבות המחירים ויציבות המערכת הבנקאית מצריכה תיאום בין עושי המדיניות המוניטרית לבין הפיקוח על הבנקים. הבנת תגובתם של הבנקים לשינויים בזמינות הרזרבות ובריביות חיונית לתכנון נכון של המדיניות המוניטרית. לפיכך על עושי המדיניות המוניטרית להשתמש בכלים המתאימים אשר יבטיחו את יעילות התמסורת דרך המתווכים הפיננסיים. בו בזמן היכולת להשפיע על מדיניות הבנקים באמצעות לחצי הסדרה עשויה לתת משנה כוח ותנופה לאמצעי המדיניות המוניטרית ולהיות לעזר בעיצוב קונצנזוס לפעולה מאוחדת (ראו Heller, 1996; Haubrich, 1991). נוסף על כך, גורס Haubrich, הבנק המרכזי זקוק לסמכות לשנות התנהגות של בנקים שאינה תואמת את מדיניותו המוניטרית ואת היציבות הפיננסית. דבר זה מצריך אחריות הן לכתובת תקנות ההסדרה והן לאכיפתן באמצעות הפיקוח.

Pauli (2000) גורס כי תפקידיו של הבנק המרכזי הם פיקוח וביקורת על היצע הכסף, על מערכת התשלומים ועל ההתנהלות המקרו-כלכלית. בשל הקשרים המשלימים החזקים בין התפקידים הללו הם מהווים שלם. לפיכך הוא טוען שאי־אפשר להשמיט תפקיד אחד בלי לפגוע קשות בשניים הנותרים. Syron (1994) ו-Ferguson (2000) גורסים כי רשויות הפיקוח החיצוניות לבנק המרכזי בארצות הברית אינן תופסות את ההשלכות המקרו-כלכליות החמורות שעלולים להמיט מדיניות פיקוח קפדנית או מתירנית מדי או שינוי במדיניות הפיקוח; השלכות שאילו הובאו בחשבון היו משנות, קרוב לוודאי, את המדיניות הנידונה. Ferguson סבור שהמדיניות המוניטרית של הבנק המרכזי האמריקני טובה יותר בשל תפקידיו כמפקח וכי הפיקוח וההסדרה שהוא מקיים טובים יותר בשל תפקידו המוניטרי. Syron (1994), Greenspan (1994) ו-Board of Governors of the Federal Reserve System (1994) מביעים את החשש שמפקח חיצוני, שכל מעייניו נתונים לשיקולי יציבות פיננסית של מוסדות יחידים ושאינן לו תחומי אחריות ברמת המקרו, עלול לנקוט הסדרת יתר ולהחניק חדשנות פיננסית והסתכנות. Kaufman (2000: 219) מאמין שהבנק המרכזי הוא היחיד המסוגל לייצג את נקודת המבט של המערכת הפיננסית בכללותה, ולכן צריכה הבטחת רווחתה הפיננסית של החברה

להיות באחריותו; כדי למלא תפקיד זה על הבנק המרכזי להיות מעורב מקרוב בפיקוח ובהסדרה הפיננסיים.

מצדדי השילוב מביעים את החשש שנטילת סמכות הפיקוח מן הבנק המרכזי תניע אותו להזניח את הדאגה להשפעת המדיניות המוניטרית על בריאות המערכת הבנקאית. מדיניות מוניטרית מרסנת עלולה לפגוע ביכולתם של לווים לפרוע את חובותיהם, ובכך להשפיע לרעה על כושר הפירעון של הבנקים. מדיניות מוניטרית מרחיבה, המגדילה את נכונות הבנקים להסתכן ואת נפח ההלוואות במשק, עלולה לערער את יציבות המגזר הפיננסי. לפיכך טוענים שעקב ההשלכות החמורות של בהלה פיננסית והתמוטטויות חשוב שהבנק המרכזי יביא בחשבון את השפעת מדיניותו על הבנקים. ההיסטוריה מלמדת שהדאגה למגזר הבנקאי לא הביאה בהכרח למדיניות מוניטרית גרועה. Syron טוען כי הרגישות ליציבות המערכת הפיננסית עשויה לתרום למדיניות המוניטרית. כדוגמה לכך הוא מביא את סדרת משברי הבנקים בתחילת 1991 בניו אינגלנד שבארצות הברית, אז השכיל הבנק המרכזי להבין שתקנות הסדרה בנקאיות גרמו לחנק אשראי. הבנה זו תרמה למדיניות המוניטרית. גם אם לא קוזז חנק האשראי במלואו בעקבות זאת, בלא הבנה זו המדיניות המוניטרית הייתה ממריצה עוד פחות. Haubrich מביא לדוגמה את פולין, שבה גרמו שיקולי היציבות של המערכת הבנקאית שיפור המדיניות המוניטרית.

לעומת טיעוניהם של מתנגדי השילוב בדבר הפוטנציאל לניגודי עניינים (ראו סעיף 3.1 לעיל) מוצאים מצדדיו שני טיעונים עיקריים. ראשית, העלאת הריבית המוניטרית אינה שלילית בהכרח מבחינת הבנקים: הדבר תלוי במשך הזמן שבו ישררו הריביות הגבוהות, במבנה המאזן של הבנק ובמידת היכולת של הבנק להעביר אל הלקוחות את הריביות החדשות. מערכות בנקאיות שמקור ההון העיקרי שלהן הוא פיקדונות, אשר שערי הריבית עליהם אינם רגישים ביותר לתנודות בריביות שוק הכסף, או כאלה שבהן ניתנות הלוואות ומשכנתאות בריבית קבועה, מסוגלות להתמודד טוב יותר, מבחינה כלכלית ופוליטית, עם ריסון מוניטרי זמני. מערכות בנקאיות שבהן הבנקים הם קרטל רווחי או כאלה שהולאמו מבחינה מעשית, יוכלו להתמודד טוב יותר עם תנודתיות זמנית בריבית הבנק המרכזי, שכן כושר הפירעון שלהן בסיכון נמוך יותר (ראו Goodhart and Schoenmaker, 1995b). שנית, דווקא במקרים שבהם ניגודי עניינים הופכים לסכנה מוחשית (מערכת פתוחה, תחרותית ומוכוונת שוק), יש להפנים אותם בתחומיו של גוף יחיד, מתוך ניסוח הגדרות ברורות ומעוגנות בחוק לתחומי

האחריות של מי שמופקדות בידיו הסמכויות לניהול מוניטרי ולפיקוח על הבנקים, כדי להבטיח תוצאה יעילה. (בהקשר זה יש לציין כי ברוב הבנקים המרכזיים המשלבים את הניהול המוניטרי והפיקוח על הבנקים ישנה חציצה פיזית בין מבצעי שתי הפונקציות, אבל החלטות חשובות – למשל הצלת בנקים כושלים – מתקבלות על בסיס אסטרטגי המביא בחשבון את השיקולים הרחבים של הבנק המרכזי במלואם).

3.3 ממצאים אמפיריים

על אף חשיבותה של שאלת המודל האופטימלי למבנה הפיקוח על הבנקים, הספרות בנושא זה עודנה בחיתוליה וניתוח תאורטי ראוי לשמו הוא עדיין משימה לעתיד לבוא. המחקרים האמפיריים בנושא הנידון יוחדו לבחינת ההשפעות של שילוב המדיניות המוניטרית והפיקוח על הבנקים על משתנים מקרו־כלכליים, ובעיקר על שיעורי האינפלציה (ראו Heller, 1991; Goodhart and Schoenmaker, 1995a; Di Noia and Di Giorgio, 1999) וכן על טיב הפיקוח, כפי שהוא מתבטא בצווים שמוציא המפקח נגד בנקים סוררים או בשכיחותם של כשלים במערכת הבנקאית (ראו Goodhart and Schoenmaker, 1995a, 1995b; Di Noia and Di Giorgio, 1999; Ioannidou, 2002).

3.3.1 השלכות על יציבות המחירים

עבודותיהם של Heller (1991) ושל Di Noia and Di Giorgio (1999) בוחנות את שיעורי האינפלציה במדינות שבהן הבנק המרכזי עוסק בפיקוח לעומת מדינות שבהן אין הוא עוסק בכך. ממצאיהם מלמדים שבקרוב הראשונות היו שיעורי האינפלציה גבוהים יותר.⁵ ממצא זה עשוי להתפרש כמצביע על קיומם של ניגודי עניינים בין תפקיד הפיקוח לתפקיד הניהול המוניטרי. Heller בחן את האפשרות שממצא זה משקף מצד אחד את נטייתם של בנקים מרכזיים עצמאיים שלא לעסוק בפיקוח, ומן הצד האחר את היותם טובים יותר בהשגת יציבות במחירים. הוא מצא שגם כאשר מבודדים את משתנה עצמאות הבנק המרכזי עומד בעינו הממצא שעל פיו בנקים מרכזיים שאינם נושאים באחריות לפיקוח טובים יותר בשמירה על יציבות המחירים.

5 יש לסייג את מידת הדיוק של ממצאים כאלה בשל הבעיות הכרוכות במחקרים צולבים על מדינות.

עבודתם של Di Noia and Di Giorgio משווה את שיעורי האינפלציה ב-24 מדינות OECD (חוץ ממקסיקו) בשנים 1966-1990. ממצאיהם מלמדים שאפילו בקרב משקים הומוגניים למדי, האינפלציה הממוצעת גבוהה בערך פי 2 במדינות שבהן הבנק המרכזי הוא המפקח הבלעדי על המערכת הבנקאית (11.2% לעומת 5.09%). גם לאחר הוצאתן של טורקיה ואירלנד מן המדגם, האינפלציה הממוצעת במדינות שבהן הייתה לבנק המרכזי בלעדיות בפיקוח הייתה גבוהה ב-50% לערך (7.64 לעומת 5.09). מקדם ההשתנות (יחס סטיית התקן למוצע) של האינפלציה במדינות שבהן הבנק המרכזי מחזיק במונופול על תפקיד המפקח גבוה ב-13% – ממצא המלמד שבנקים מרכזיים אלה מתקשים יותר בהחלפת שיעורי האינפלציה על פני הזמן. עוד ממצא של העבודה הוא שעצמאות הבנק המרכזי משפיעה השפעה שלילית ומובהקת על רמות האינפלציה.

3.3.2 השלכות על מערכת הבנקאות

מחקריהם של Goodhart and Schoemaker (1995a, 1995b) בחנו 104 מקרים של כשלי בנקים ב-24 מדינות בשנות השמונים ובתחילת שנות התשעים של המאה העשרים. ב-11 מדינות מתוך המדגם שולבו פונקציות הניהול המוניטרי והפיקוח על הבנקים, וב-13 הנותרות התקיימה הפרדה. הממצאים מלמדים כי בקרב המדינות אשר שילבו את המדיניות המוניטרית בפיקוח על מערכת הבנקאות היו באופן מובהק פחות מקרים של כשלי בנקים. החוקרים מציינים שאין להסיק מן הממצאים הללו על רמת הרווחה, כי ייתכן שהם נובעים מקיום קרטלים של בנקים חזקים באותן מדינות, המשפיעים לרעה, כשהם לעצמם, על הרווחה. ממצאים אלה עשויים לשקף גם פיקוח והסדרה הדוקים, שעלולים להיות נטל כבד על כתפי הבנקים באותן מדינות. משום כך גם לפרשנות זו אין השלכות ברורות על הרווחה.

מחקרם של Di Noia and Di Giorgio (1999) בוחן את ביצועיהם של בנקים המפוקחים באופן בלעדי על ידי הבנק המרכזי לעומת ביצועיהם של בנקים שאינם מפוקחים באופן בלעדי על ידי הבנק המרכזי. הם מוצאים כי המרווחים שמציגים הבנקים משתי הקבוצות אינם שונים שינוי משמעותי. עם זאת פירוק המרווח הבנקאי לרכיביו מגלה כי לבנקים מן הקבוצה הראשונה רווחים גבוהים פי שלושה מצד הפיקדונות ונמוכים פי שלושה מצד ההלוואות, לעומת בנקים מן הקבוצה השנייה. לדעת החוקרים ממצאים אלו עשויים ללמד על תחרותיות רבה יותר בשוקי ההלוואות

של מדינות שבהן הבנק המרכזי עוסק בפיקוח על מערכת הבנקאות. כמו כן המחקר מלמד על דברים אופייניים למדינות שבהן יש לבנק המרכזי בלעדיות בפיקוח: (א) ההכנסה הגולמית של הבנקים גבוהה ב-40% וההכנסה הנקייה גבוהה ב-85%; (ב) רווחי הבנקים גבוהים יותר (לפני ואחרי מס); (ג) נפח ההלוואות במשק קטן יותר; (ד) נפח הפיקדונות הלא בנקאיים במשק גבוה יותר; (ה) הבנקים מחזיקים יותר מזומנים בבנק המרכזי (אולי בשל הגבלות על יחס הרזרבה, המשמשות הן אמצעי מוניטרי הן אמצעי להגנת הפיקדונות); (ו) הנפקת אגרות חוב נמוכה בשליש לערך; (ז) עלות מצבת העובדים גבוהה ב-50% (ממצא שאפשר לפרשו כאינדיקטור ליעילות פחותה).

מחקרו של Ioannidou (2002) מתמקד בארצות הברית, שם חולק הבנק המרכזי את האחריות לפיקוח על הבנקים עם שתי רשויות חיצוניות. המחקר בוחן אם יש הבדלים בהתנהגותו של הבנק המרכזי כמפקח לעומת התנהגותו של אותן רשויות.⁶ נמצא כי הריביות על משאבי הבנק המרכזי משפיעות על התנהגותו כמפקח, אך הן לא השפיעו על שני הגופים האחרים. המחבר מפרש ממצא זה כמצביע על כך שעיסוקו של הבנק המרכזי במדיניות מוניטרית משפיע על התנהגותו כמפקח. האפשרות שהשפעת ריביות הבנק המרכזי על טיב הפיקוח שלו משקפת השפעות של מחזורי עסקים נדחתה בבחינה אמפירית, דבר המחזק את המסקנה ששיקולי מדיניות מוניטרית (ולא משתנים המושפעים מן המדיניות המוניטרית) הם המשפיעים על התנהגותו של הבנק המרכזי כמפקח. כמו כן עולה מן המחקר כי בשעה שהבנק המרכזי מעלה את הריבית על משאביו, מדיניות הפיקוח שלו מחמירה פחות. הסבר אפשרי לממצא זה הוא שהבנק המרכזי מפצה את הבנקים שבפיקוחו על הגברת הלחץ המוניטרי עליהם, משום שהוא רואה בהם את 'נתיניו' או משום דאגתו ליציבות המגזר הפיננסי. ממצא זה מורה שהבנק המרכזי האמריקני אינו משתמש במלוא כוחו כמפקח על מנת לחזק את יעדי המדיניות המוניטרית. זאת ועוד: נראה שדאגתו של הבנק המרכזי לבנקים שהוא מפקח עליהם מחלישה, בעקיפין, את אפקטיביות המדיניות המוניטרית.

6 המשתנה שנבחר לשקף את התנהגותו של מפקח הוא מספר צווי ה-Formal Action שהוציא נגד מוסדות פיננסיים. כאשר מוסד פיננסי נמצא לוקה בבעיות חמורות (בדרך כלל במהלך ביקורת שגרתית), המפקח יכול להתערב על ידי הוצאת Formal Action, צו המורה למוסד הפיננסי שנתפס בקלקלתו לתקן את הדרוש, נלא – יוטלו עליו סנקציות. צו זה שני בחומרתו רק לצו סגירה של מוסד פיננסי.

4. שיקולי מידע

כדי לנהל כהלכה את המדיניות המוניטרית ולהבטיח את תקינותה של מערכת התשלומים הבנק המרכזי זקוק למידע הולם על מצב הבנקים במשק. מתפקידם של הבנקים בתיווך סיכונים אשראי וריבית ומתפקידם במערכת התשלומים משתמע שהסימן הראשון לחולשה במשק עשוי להופיע בנתוני המגזר הבנקאי. מצב הבנקים עשוי גם להשפיע על תגובת המשק לשינויים במדיניות המוניטרית או לשינויים בזמינות האשראי ובתנאי האשראי ללווים, ולמלא תפקיד סיבתי בביצועי המשק בכללו (ראו למשל Bernanke, 1983; Bernanke and Lown, 1991; Hancock and Wilcox, 1992; Kashyap and Stein, 1994; Peek and Rosengren, 1995a, 1995b; Stein, 1995). לפיכך תנועות המצרפים המוניטריים, מצרפי האשראי ושערי הריבית מספקות לבנק המרכזי אינדיקציות להתפתחויות במשק ומשוב להשפעת מדיניותו. בשל כך רבה תרומתם לעיצוב השוטף של המדיניות המוניטרית; וכן להפעלת חלון האשראי, לתפקוד הבנק כמלווה של מוצא אחרון, ליכולתו לשלוט בסיכונים במערכת התשלומים ולמידת מוכנותו למשבר פיננסי. יש ראיות לכך שבכוחו של המידע המופק בתהליך הפיקוח לשפר את החיזוי והניתוח הכלכלי (ראו Peek et al., 1999a, 1999b). האם מצב שבו הבנק המרכזי מקבל מידע זה מרשות פיקוח חיצונית מניח את הדעת? כמה מידע, אם בכלל, יאבד או ייפגם בשל הפרדת הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי? האם רשות פיקוח חיצונית, הרגישה פחות לסוגיות מקרו-כלכליות, תחפש מידע שונה? האם בנק מרכזי שאיבד את המגע עם הבנקים (בשל הפרדת הפיקוח ממנו) ישכיל לפרש כהלכה את המידע שיגיע אליו מן הרשות המפקחת? התשובות שמספקים מצדדי השילוב ומתנגדיו לשאלות אלו שונות בתכלית.

4.1 טיעונים בזכות השילוב

Syron (1994) מזהיר פן תפגע הקמת רשות פיקוח נפרדת בבסיס המידע שמקבל הבנק המרכזי, מתוך הדגשה שלא תיתכן מדיניות מוניטרית אופטימלית בהיעדר כלים להבנת ההשפעות והתמסורת של אמצעיה. במדינות שבהן הבנקים הם מקור דומיננטי למימון חיצוני לפירמות, חשיבותם בתהליך התמסורת גדולה אף יותר; משום כך גם חשיבות המידע המופק בתהליך הפיקוח על הבנקים במדינות אלו רבה יותר. מוסדות אינם ששים, בדרך כלל, לחלוק מידע זה עם זה. על כן מעלה Goodhart (2002) את החשש פן רשות פיקוח חיצונית, המבקשת לבסס את

קיומה כישות נפרדת, תהיה קנאית לעצמאותה במידה שתקשה על זרימת מידע ממנה לבנק המרכזי. נגיד הבנק המרכזי שיאבד את סמכותו הניהולית על המפקחים יתקשה יותר להשיג מהם מידע. המרתם של מנגנוני הבקרה הפנימיים במזכרים והמרתן של ישיבות פנימיות בפגישות בין-מוסדיות עלולות לסרב את פעילות הבנק המרכזי והמפקח על הבנקים ולפגוע ביעילותם.

ממצאיהם של Peek et al. (1999a, 1999b) מראים כי מידע חסוי שהבנק המרכזי האמריקני משיג בפעילותו כמפקח משפר באופן מובהק את התחזיות של משתנים מקרו-כלכליים, ולכן יש בכוחו לאפשר למדיניות המוניטרית להגיב טוב יותר על סטיות התחזיות הללו מן היעדים. עם זאת מעניין לציין שהם מוצאים כי מידע זה אינו משמש את צוות הכלכלנים האמון על עריכת התחזיות המקרו-כלכליות של הבנק המרכזי האמריקני, כנראה בשל מידור פנימי. ואולם הם מוצאים שמידע זה משפיע על הצבעותיהם של בכירים בבנק המרכזי. הללו מעורבים באורח פעיל בנושאי פיקוח ומשתמשים במידע זה לשם עדכון התחזיות המקרו-כלכליות המועברות אליהם.

Peek et al. (2001) סבורים כי הסדר שעל פיו הבנק המרכזי מקבל מידע מרשות פיקוח חיצונית אינו מניח את הדעת, וכי רק ניסיון ישיר בפיקוח מאפשר לבנק המרכזי לזהות ניואנסים בתהליך הפיקוח ובאיתנות הבנקים. ראשית, הערכת איתנותו של בנק והמידע שמשתמשים בו לשם כך עשויים להיות פועל יוצא של פונקציית המטרה של הרשות המפקחת. הבדלים במטרות יכולים להביא לחיפוש סוגי מידע ולהבדלים בדגשים: מפקח חיצוני עשוי להתמקד בהסתברויות הכשל של בנקים כמוסדות יחידים, ואילו הבנק המרכזי מתמקד בסיכון המערכת. לכן הבנק המרכזי עשוי לשים דגש רב יותר על איסוף מידע על חשיפות: כיצד חשיפות אלו משתנות על פני המערכת הבנקאית וכיצד הן עשויות להשפיע על מוסדות פיננסיים אחרים. שנית, העברת מידע מרשות חיצונית אינה מספקת, שכן שומה על הבנק המרכזי לא רק לדעת את הדירוגים המצרפיים של הבנקים, אלא גם להבין את התהליך ואת הנוסחאות שבאמצעותם הופקו, את השינויים שעשויים לחול בתהליך הדירוג במרוצת הזמן ולדעת אם ישנם משתנים נוספים המשפיעים על איכות הדירוג ועל משמעותו.⁷ שלישית,

7 Peek, Rosengren, and Tootell (1999a) מראים שדירוגים עשויים להשתנות על פי גודל המוסדות המפוקחים, ואילו Berger, Kyle, and Scalise (2001) מציגים ראיות לכך שהדירוג משתנה על פני הזמן.

ישנו מידע בלתי פורמלי – כגון גישותיהם של מנהלי בנקים, דעתם על עמיתיהם וכן 'תחושת השטח' – שחשיבותו אינה פחותה מזו של המידע הפורמלי. מידע זה אי־אפשר לקבל מקריאת דוחות.

Haubrich (1996) סבור כי הבנק המרכזי זקוק לאנשים שיש להם יותר מתאוריות מתוצרת 'מגדל השן' האקדמי למתרחש במערכת – כלומר, לאנשי שטח שיש להם מגע בלתי אמצעי עם המערכת הבנקאית. לטענתו, שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי הוא הדרך היחידה להבטיח זאת.

Goodhart מציין יחסי השלמה בין האחריות למערכת התשלומים לבין הפיקוח על הבנקים. מחד גיסא, אחריותו של הבנק המרכזי לתפקוד מערכת התשלומים מצריכה נגישות למידע ברמת המיקרו, שיאפשר לו להעריך את רמת הסיכון של המשתתפים. מאידך גיסא, המידע שהבנק המרכזי מקבל בתוקף תפקידו כאחראי למערכת התשלומים חשוב מבחינת הפיקוח על הבנקים, שכן הסימנים המוקדמים לקיומן של בעיות במוסד בנקאי מופיעים בתנועות התשלומים של הבנק ובפוזיציה שלו כלפי הבנק המרכזי. נוסף על כך, בהיותו פעיל בשוק הכסף, הבנק המרכזי מקבל מידע ממקור ראשון כיצד המשתתפים האחרים בשוק תופסים את הבנק (ראו Pauli, 2000: 19). הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי עלולה להקשות את זרימת המידע בשני הכיוונים; רשות פיקוח חיצונית עלולה להתקשות בהשגת מידע רלוונטי לפעילותה מן הבנק המרכזי.

אם מניחים שהפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי עלולה להקשות את זרימת המידע הרלוונטי אליו, טוען Goodhart, הרי במקרה של ארצות מתפתחות הנזק הפוטנציאלי חמור יותר בשל איכותו הגרועה של המידע המתפרסם באותן מדינות.

4.2 טיעונים בזכות ההפרדה

מדוע לא תהיה זרימת המידע בין גופים טובה כמו בתוך אותו מוסד? מצדדי הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי גורסים כי דוחות שמעבירה רשות פיקוח חיצונית לבנק המרכזי מספקים מידע מספיק. יתרה מזו, הם טוענים שהפרדה מייצרת מידע רב יותר: גופים נפרדים, שיש להם סדרי יום נפרדים, יחפשו מידע התומך בעמדתם – הגוף המפקח יצדיק ריביות נמוכות, בעוד הרשות המוניטרית תצדיק ריביות גבוהות.

הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי עשויה לשפר את היעילות באיסוף מידע וניתוחו. על פי Goodhart, הצורך לבקש מידע מרשות פיקוח

חיצונית יניע את הבנק המרכזי לשקול ביתר דייקנות לאיזה מידע הוא זקוק – ולכן יביא להגברת התכנון, תשומת הלב לפרטים וחלוקת תחומי האחריות.

Bernanke (2001) מזהיר מפני הסקת מסקנות נמהרות על בסיס ממצאיהם של Peek et al. לדעתו, ממצאים אלה מתבססים על מדגם ועל נתונים מוגבלים, ומחקרים נוספים עשויים להניב תוצאות שונות. כמו כן, הוא גורס, טרם הוכח כי שימוש במידע שמקורו בפיקוח על הבנקים שיפר בפועל את תוצאות המדיניות המוניטרית (מה גם שהחוקרים עצמם מצאו כי הבנק המרכזי האמריקני אינו משתמש במידע זה בתחזיות שלו עצמו). טיעוניהם של Peek et al. מתבססים במידה רבה על ההנחה שאי-אפשר להעביר כראוי מידע בין רשויות. לדעת Bernanke קשה מאוד להעמיד הנחה זו במבחן אמפירי. הוא גורס שמניע העברת המידע לתמיכה בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי הוא בעל משקל בניהול משברים פיננסיים – כאשר מידע מורכב ומפורט צריך להישלח במהירות – אך לא בהתנהלות שגרתית שוטפת. סוגיה זו תידון להלן.

5. ניהול משברים פיננסיים

המידע שהבנק המרכזי מקבל מעיסוקו בפיקוח על הבנקים חיוני לתפקודו כמלווה של המוצא האחרון ולאחריותו לשמירת יציבותה של המערכת הפיננסית. האם הפרדת הפיקוח מן הבנק המרכזי תפגע בזרימת המידע החיוני אליו? עד כמה משפיע המבנה הארגוני אשר במסגרתו מנוהלים משברים פיננסיים על טיב ההתמודדות עמם?

5.1 תפקידו של הבנק המרכזי כמלווה של המוצא האחרון: רקע היסטורי

Goodhart and Schoenmaker (1995a, 1995b) מתארים כיצד הביאה ההיסטוריה המוקדמת של הבנקים המרכזיים לכך ששימוש, בצד תפקידם בניהול המדיניות המוניטרית, גם בתפקיד המלווה של המוצא האחרון. הבנק שהתפתח לבנק המרכזי היה, במדינות רבות, הבנק הגדול במדינה ושימש בנק של הממשלה. בשל כוחו ותפקידו היה הבנק המרכזי המלווה האיתן ביותר במשק, ובעתות משבר, כאשר ערוצים אחרים נחסמו, פנו אליו מוסדות פיננסיים כמלווה של המוצא האחרון. בתחילת דרכם (שלהי המאה ה-19) הגבילו משאביהם של הבנקים המרכזיים (בעיקר הון בעלי המניות) את היקף הסיוע שהיו יכולים להושיט. לפיכך הם פעלו לעתים

קרובות כמנהיגים של 'צוותי הצלה' – קבוצות של בנקים שנרתמו למשימת הצלתם של בנקים שנקלעו למשבר. 'צוותי הצלה' הללו שימשו גם מועדוני הסדרה ופיקוח עצמיים. הבסיס לפעולתו של מנגנון שכזה הוא לכידות בין קבוצה מוגדרת היטב של בנקים, כלומר קרטל בנקאי. שחיקתם של הקרטלים הבנקאיים בהשפעת התחרות הבין-לאומית, הופעת הבנקאות האוניברסלית והרפיית ההסדרה מאז שנות השישים של המאה העשרים, פגעה בנכונותם של בנקים להשתתף בהסדר שכזה וביכולתו של הבנק המרכזי לגייס בנקים שאינם חפצים בכך. מועדוני ההסדרה והפיקוח העצמיים התפרקו, ובמערכת כולה פחתו הנכונות והיכולת לפיקוח ולתמיכה הדדיים. יחד עם מגמה זו גברה האי-ציבות הפיננסית, ובנקים מרכזיים מצאו עצמם עוסקים יותר ויותר בפיקוח.

5.2 מידע, ידע ומהירות תגובה

שלושת התנאים ההכרחיים למניעת משברים פיננסיים ולהתמודדות מוצלחת עמם, אם פרצו, הם זמינותו של מידע רלוונטי, היכולת לנתחו ותגובה הולמת ומהירה. במקרה של משבר, הזמן דוחק – בנק מתמוטט זקוק לנזילות לאלתר. שעות ספורות ואף דקות עלולות להיות קריטיות ומכריעות. לדעת מצדדי שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי תנאים אלה מחייבים את מעורבותו של הבנק המרכזי – כמי שנושא בתפקיד המלווה של המוצא האחרון – בפיקוח ובהסדרה בענף הבנקאות.

5.2.1 בזכות השילוב: יחסי השלמה בין תפקיד הפיקוח על הבנקים לתפקיד המלווה של המוצא האחרון

Goodhart and Schoenmaker (1999a, 1999b) מצאו כי בקרב מדינות שבהן נשא הבנק המרכזי בתפקיד המפקח על הבנקים היו באופן מובהק פחות מקרים של כשלי בנקים (ראו סעיף 3.3.2 לעיל). אולם ממצאים אלה עשויים לשקף קרטלים בנקאיים חזקים הקיימים באותן מדינות ו/או פיקוח והסדרה הדוקים, כך שאין להסיק מהם דבר על הרווחה, ומכאן שאין להתבסס עליהם לצורך תמיכה או התנגדות לשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי.

Bernanke (2001) גורס שכיוון ששערי הריבית וחלון האשראי הם כלים חשובים בהתמודדות עם משברים פיננסיים, ומשום שלמשברים אלה השלכות ראשונות במעלה על המשק בכללו, הבנק המרכזי הוא המועמד הטבעי לניווט של מערכת פיננסית המאיימת להתמוטט בחזרה לחוף

מבטחים. כדי למלא תפקיד זה ביעילות הבנק המרכזי זקוק למידע מפורט לא רק על המצב הפיננסי הכללי של המערכת הבנקאית, אלא גם על הקשרים הפיננסיים המורכבים בין המוסדות ונקודות התורפה הגלומות בהם. יתרה מזו, עליו לקבל מידע זה בתוך שעות או אף דקות. על כן, סבור Bernanke, מתן סמכויות פיקוח לבנק המרכזי הוא הדרך הישירה ביותר להבטיח את זמינות המידע החיוני בעת משבר.

מצדדי שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי חוששים פן רשות פיקוח חיצונית, חסרת הרגישויות ליציבות מערכתית, לא תדע לזהות סימני אזהרה מוקדמים למשבר מערכתית, וכי הבנק המרכזי, שניטל ממנו המגע הישיר עם המערכת הבנקאית, לא ישכיל לבקש בעוד מועד את המידע הרלוונטי מרשות הפיקוח. עוד הם גורסים כי הנגישות המידית למידע זה חיונית במיוחד בשעת משבר, והיא תובטח רק בפיקוחו הישיר של המלווה של המוצא האחרון – קרי הבנק המרכזי – על הבנקים (ראו (Haubrich, 1996; Ioannidou, 2002).

Goodhart (2002) תוהה אם בנק מרכזי שאיבד את המגע עם הבנקים (בשל הפרדת הפיקוח ממנו) ישכיל לפרש כהלכה את המידע שיגיע אליו מן הרשות המפקחת. Ferguson (2000: 300) גורס שכדי שיהיה מוכן תמיד לאפשרות של משבר פיננסי, על הבנק המרכזי לדעת לא רק כיצד הבנקים פועלים, אלא גם כיצד הם משתנים, איך הם מנוהלים, מי הם מקבלי ההחלטות הניהוליות בהם וכיצד פועלות מערכות השליטה והמידע שלהם – כל אלה ניתנים להשגה רק על ידי מעורבות ישירה בפיקוח. Syron (1994) טוען, ברוח זו, שהבנת שינויים ונקיטת צעדים בזמן עשויות לנבוע רק משמירה על קשר ישיר עם בוחני הבנקים. כאמור, Peek et al. (2001) טוענים שהערכת איתנותו של בנק והמידע שהשתמשו בו לשם כך עשויים להיות פועל יוצא של פונקציית המטרה של הרשות המפקחת, וכי הבדלים במטרות יכולים להביא לאיסוף ולהדגשה של מידע שונה. בהיותו המלווה של המוצא האחרון אין די בכך שהבנק המרכזי יכיר את הדירוגים המצרפיים של הבנקים; עליו להבין את הנוסחאות ואת המשתנים שמהם הופקו כדי לברר אם מוסדות מסוימים זוכים, מסיבות אלו או אחרות, ליחס סלחני יותר. קיומו של מידע המשפיע על הממלא את תפקיד המלווה של המוצא האחרון עשוי אפוא להצריך מעורבות ישירה של הבנק המרכזי בתהליך הפיקוח.

טיעון אחר של המצדדים בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי נשען על תובנה המוכרת זה מכבר בספרות, הגורסת כי בשל שיקולי סיכון

מוסרי (moral hazard), ראוי להעניק אשראי כמוצא אחרון לבנק חדל פירעון אך לא לבנק בלתי נזיל (ראו Humphrey, 1975). לאמור, יש לסייע לבנקים פגיעים, להבדיל מבנקים חלשים. תפקידו של הבנק המרכזי כמפקח מאפשר לו לדעת אם בנק המבקש ממנו אשראי הוא חדל פירעון, ולכן ראוי לסיוע, או בלתי נזיל בלבד. ידיעה זו משפרת את תפקודו כמלווה של המוצא האחרון. על פי Haubrich (1996), יכולת הבחנה זו חשובה במיוחד במשקים מתפתחים שבהם המגזר הבנקאי נמצא בתהליך של רפורמה. עם זאת ממצאיהם של Goodhart and Schoenmaker (1995) מורים שהמציאות מבטלת טיעון זה, שכן 'ההעדפה הנגלית של הרשויות המוניטריות הייתה להציל בנקים שנקלעו לקשיים כל עוד נראה שקיים סיכון לאפקט דומינו מערכת'.

5.2.2 בזכות ההפרדה: עדיפותו של בסיס מידע חיצוני לבנק המרכזי

הטיעונים שהוזכרו בסעיף 4.2, שלפיהם די בדוחות המועברים מרשות הפיקוח החיצונית לבנק המרכזי בשעה שההפרדה מייצרת מידע רב יותר, תקפים גם לסוגיית המידע החיוני לצורך ניהול משברים פיננסיים. אשר לסוגיה זו, מצדדי ההפרדה גורסים שבמציאות המודרנית אבד הכלח על ניהול המשברים הפיננסיים כמניע לאיחוד תפקידי הפיקוח והניהול המוניטרי וכי הסתערויות על בנקים מתרחשות 'בעיקר בספרי הלימוד' (ראו Padoa Schioppa, 1999). עוד הם טוענים כי במשקים יציבים, שבהם הדאגה למשברי בנקאות מוצדקת פחות ועיקר תשומת הלב מופנית בהם להבנת השוק, עולה משקלם של הטיעונים הנ"ל על משקל הטיעונים של מצדדי השילוב (ראו Haubrich, 1996).

טענה נוספת קשורה בסוגיית ביטוח הפיקדונות. Goodhart and Schoenmaker (1992, 1995b) גורסים כי במקרה שמופעל ביטוח פיקדונות פורמלי אין טעם ברשות לביטוח פיקדונות, באין לה סמכויות פיקוח.⁸ שילובה של רשות כזאת בבנק המרכזי עלול להוביל לסיכון מוסרי, הן מצד מנהלי הבנקים הן מצד המפקידים. לכן עדיף שרשות זו תהיה מחוץ לבנק המרכזי ובעלת סמכויות פיקוח, שאלמלא כן ייווצרו כפילויות של סמכויות ועלויות.

8 רשות ביטוח הפיקדונות האמריקנית, FDIC, מחזיקה בסמכויות פיקוח.

5.3 'אפקט הדומינו' ומהירות הזרמתו של הסיוע

כיוון שמוסדות בנקאיים מעניקים אשראי זה לזה, אי-יכולתו של אחד (או יותר) מהם לעמוד בהתחייבויותיו תאלץ את שאר המוסדות לנקוט הסדר כלשהו של חלוקת ההפסדים. דבר זה עלול להחליש מוסדות אלה במידה רבה. במקרה זה עשוי הבנק המרכזי, מתוקף תפקידו כמלווה של המוצא האחרון, לחוש חובה לתמוך בבנקים שאינם מסוגלים לעמוד בהתחייבויותיהם, כדי למנוע את התפשטות המשבר לעוד מוסדות (ראו Goodhart and Schoenmaker, 1995a, 1995b). בלימתו של 'אפקט דומינו' פוטנציאלי זה חיונית לאיתנותה של המערכת הפיננסית.

הצורך להגן על מערכת התשלומים, ערוץ מפתח להפצה האפשרית של 'אפקט הדומינו', תומך בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי (ראו Di Noia and Di Giorgio, 1999). יתרה מזו, Ioannidou (2002) גורס שאם הבנק המרכזי מוסיף להפעיל את מערכת התשלומים ולפעול כמלווה של המוצא האחרון, הוא עשוי לרצות להמשיך לשמש מפקח על הבנקים כדי לצמצם סיכונים מסוג זה.

מהירות הזרמתו של הסיוע בשעת משבר עלולה להיות בעייתית כשמדובר ברשות פיקוח חיצונית. בשל סיבוכים מוסדיים ואחרים הבנק המרכזי נשאר הכתובת היחידה להזרמת מימון מידית. לכן קשה יהיה לוותר לחלוטין על תפקיד הבנק המרכזי בהצלת בנקים. הפרדה מלאה תיתכן, מבחינה תאורטית, רק אם הבנק המרכזי ייתן הלוואות על בסיס ביטחונות מדרגה ראשונה או שההלוואות יינתנו לגוף הסדרה נפרד, שגם יפרע אותן. בכל מקרה, גוף כזה יאלץ לעבוד בצמוד לבנק המרכזי; משום כך תעמוד בעינה הכפילות הפוטנציאלית בתחומי הפעילות, קבלת ההחלטות והעלויות.

5.4 בעל המאה הוא בעל הדעה: מימון פעולות ההצלה

בדרך כלל ניהול משברים פיננסיים מצריך משאבים שהם מעבר ליכולתם של הבנקים המרכזיים. במקרים אלה אין מנוס מלערב את הממשלה בהזרמת הסיוע. כאשר הממשלה מספקת את האמצעים, בין במישרין בין בעקיפין (דרך מוסדות שהוקמו לתמיכה במערכת הפיננסית), היא מבקשת, על פי רוב, להשיג על פעולות המערכת המסדירה – בבחינת 'בעל המאה הוא בעל הדעה'. עם זאת חשוב לדעתנו להדגיש כי גם משאביו של הבנק המרכזי מקורם בכספי משלמי המסים. על כן ראוי לתקצב סכומים אלה ולבקש את אישור הפרלמנט לשימוש בהם, כדין כל הוצאה ממשלתית.

באופן זה יחולו הבקרה התקציבית והשקיפות המאפיינים את הוצאות הממשלה גם על הוצאות הבנק המרכזי. ממצאי מחקרם של Goodhart ועוד פעולות הצלה של בנקים. גם המעבר לביטוח פיקדונות דה פקטו (שנעשה במדינות רבות) מביא להתגברות המעורבות הפיסקלית.⁹ כאשר נטל המימון הפוטנציאלי של הצלת בנקים נופל על כתפיהם של משלמי המסים, הפוליטיקאים מעוניינים בהפרדת הגוף המפקח מן הבנק המרכזי ובכפיפותו לממשלה (כדי למנוע שימוש מוגזם בכספי משלם המסים). לכן, ובמיוחד אם הבנק המרכזי רוצה לשמר את עצמאותו בתחומים אחרים, כדאי לנקוט הפרדה משיקולים אלה. נוסף על כך יש לנסח כללים ברורים שבהם הממשלה מממנת את פעולות ההצלה, כדי למנוע אי־ודאות בדבר מקור המימון שעלולה לעכב את פעולות ההצלה ולייקר אותן מאוד (כפי שקרה, למשל, במשבר הבנק לפיתוח התעשייה בארץ לפני שנים מספר).

6. שיקולי מוניטין, כוח, עצמאות ומקצועיות

6.1 טיעונים בזכות השילוב

הרשות המפקחת על הבנקים צריכה להיות מוסד הנהנה מאמון הציבור ובכוחו להתמודד עם משברים פיננסיים ביעילות ובמועד. בנקים מרכזיים מתאפיינים בדרך כלל במוניטין של אמינות ויכולת מקצועית. על כן יש הסבורים כי שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי יבטיח שיהילת מוניטין דומה תשרה גם על הפיקוח (ראו למשל (Bernanke, 2001)). Goodhart and Schoenmaker (1995a) ו־Goodhart (2002) מציינים שהעיסוק בפיקוח הוא כפוי טובה. סיבה אחת לכך היא שהגוף המפקח מעורר על פי רוב תרעומת בקרב הנתונים לפיקוחו (שכן טיבה של הסדרה שהיא כופה על מושאיה את מה שלא היו עושים מרצונם), אלא אם כן הוא פועל בעיקר כגוף מייעץ. סיבה נוספת היא הקושי להציג את הישגי הפיקוח ברמת שקיפות נאותה. בעוד מידת ההצלחה בהשגת יעדי המדיניות המוניטרית (הנקבעים עוד ועוד במונחים של יעדי אינפלציה) מתאפיינת בשקיפות רבה, הצלחות הפיקוח על הבנקים סמויות על פי רוב (בשל האופי המסווג של המידע הבנקאי הקשור בהן). המפקח זוכה בדרך כלל לשבחים מעטים בלבד מצד הפוליטיקאים, הציבור והתקשורת על המשברים ההיפותטיים שהוא מונע (אלא אם היה האיום ברור מאוד).

9 בישראל מימנה הממשלה את משבר מניות הבנקים ב-1983.

בזמנים רגילים רואים אותו כדבר המובן מאליה; אך אם מתרחש משבר, חלילה, הוא הופך מטרה לקיתונות של האשמות ובוז. נוסף על כך ציפיות הציבור מן הגוף המפקח עשויות להיות שונות בתכלית ממטרתו של גוף זה. במקרה של משבר בנקאי, למשל, הציבור רוצה שאיש לא יצא ניוזק; המפקח על הבנקים, לעומתו, שואף למנוע התמוטטות מערכתית. לפיכך קורה לא אחת שהציבור אינו מרוצה ואף מתמרמר על תוצאות התערבותו של הפיקוח במשבר בנקאי. טיעונים אלה מובילים למסקנה שתפקיד הפיקוח על הבנקים צופן נזק למוניטין של הממונה עליו. משום כך האוצר והממשלה עלולים להירתע מאחריות זו ולהעדיף הסדר מוסדי שעל פיו רשות הפיקוח על הבנקים עצמאית לחלוטין או כפופה לגורם ממלכתי חיצוני לממשלה, כגון הבנק המרכזי או הפרלמנט.

במדינות מתפתחות, גורס Goodhart, יש לתת לשיקולי מוניטין, עצמאות ומקצועיות משקל גבוה במיוחד. במדינות אלו מתבלטים בדרך כלל הבנקים המרכזיים כ'איים' של מקצועיות ועצמאות והם זוכים במימון טוב יותר מארגונים אחרים.¹⁰ היות שהשחיתות במדינות אלו עלולה להיות נפוצה, חשובה במיוחד עצמאותם של המפקחים כלפי לחצים פוליטיים ומסחריים, היינו חסינותם היחסית נוכח סכנת 'שבייה' בידיהם של בעלי עניין. שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי במדינות המתפתחות יבטיח שגם הוא יתאפיין במידה דומה של עצמאות ומקצועיות; על פי אותה היגיון, הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי באותן מדינות עלולה להביא לפגיעה בעצמאותה של הרשות המפקחת וביכולתם של עובדיה לעמוד בפני שחיתות, וכן ביכולתה לגייס עובדים בעלי כישורים ובמימון פעולתה. יתר על כן, במקרה של הכפפת רשות הפיקוח לממשלה עלולים לחצים תקציביים להביא לקיצוצים במימון הרשות; כמו כן הסדר שעל פיו מערכת הבנקאות עצמה תממן את הרשות המפקחת עליה צופן סכנות חמורות של 'שבייה' המפקח וניגודי עניינים. שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי במדינות מתפתחות נראה אפוא עדיף מכל חלופה אחרת.

10 הסיבות לכך הן כדלהלן: ראשית, הבנקים המרכזיים פועלים בשמן של ממשלותיהם בעסקות פיננסיות בין-לאומיות. הממשלות מכירות בכך שכדי למלא כהלכה תפקיד זה צריכים הבנקים המרכזיים להיתפס על ידי עמיתיהם בחו"ל כגופים אמין, מקצועיים ואפקטיביים. שנית, יכולתה של הממשלה להבטיח יציבות כלכלית ולמנוע בריחה מן המטבע שלה – מבית ומחוץ – תלויה במידה שבה נחשב הבנק המרכזי שלה לעצמאי, אמין ומקצועי. שלישית, כמי שגובה את הסניורג' – מס האינפלציה – אשר בזמנים קשים עשוי להיות המקור הראשון במעלה למימון הוצאות הממשלה, זוכה הבנק המרכזי במדינות המתפתחות למעמד חשוב.

6.2 טיעונים בזכות ההפרדה

המוניטין והאמינות של הבנק המרכזי הם בעלי חשיבות עליונה לתוצאות מדיניותו וליציבות המחירים במשק בשל השפעתם על עיצוב ציפיות הציבור. בגלל טיבו כפוי הטובה של העיסוק בפיקוח, שעלול להעכיר את המוניטין של הגוף הנושא באחריות לו (ראו סעיף 6.1 לעיל), בנק מרכזי החושש למוניטין שלו עלול להעדיף שלא לקבל עליו את תפקיד המפקח על הבנקים (ראו Goodhart, 2002). נוסף על כך דאגתו של בנק מרכזי העוסק בפיקוח פן ייפגע המוניטין שלו במקרה של משבר בנקאי עלולה להניע אותו להתמקד בתמיכה ברווחיותם ואיתנותם הפיננסית של הבנקים, עד כדי פגיעה אפשרית באיכות המדיניות המוניטרית (ראו Haubrich, 1996). המוניטין של בנק מרכזי העוסק בפיקוח נפגע קשות במקרה של פשיטות רגל בנקאיות, שמניעתן היא באחריותו הבלעדית, והוא נפגע פחות במקרה של סטייה מיעד האינפלציה, שאותה אפשר לתלות גם בממשלה. משום כך הוא עלול להקריב את שיקולי המדיניות המוניטרית על מזבח האיתנות של המערכת הבנקאית.

Haubrich גורס כי ענף בנקאי, המאורגן טוב יותר מהציבור ומושפע מהמדיניות באופן ישיר יותר ממנו, עשוי 'לשבות' על נקלה את הרשות המפקחת ולהשיג כוח מופרז. על כן הוא סבור כי מדינות המייחסות חשיבות לעצמאות הבנק המרכזי שלהן ואמינותו עשויות לבחור בהפרדה. לדעתו, המדיניות היציבה והממושמת יותר שתצמח בטווח הארוך כתוצאה מהפרדה כזאת תיטיב גם עם המערכת הבנקאית.

החשש שמא בנק מרכזי עצמאי יצבור כוח רב מדי אם יואצל עליו תפקיד הפיקוח על הבנקים, נוסף על שאר תחומי אחריותו, גם הוא טיעון בזכות ההפרדה (ראו Goodhart, 2002). במובן זה עולה המגמה להגביר את עצמאותם של הבנקים המרכזיים בקנה אחד עם המגמה ליטול מהם את תפקיד הפיקוח. ממשלות נרתעות מהאצלת כוח רב כל כך לגוף חיצוני (הבנק המרכזי), פן יהפוך למרכז השפעה נפרד ואף מתחרה. כמו כן מנקודת ראות דמוקרטית יש טעם לפגם בהפקדת כוח כה רב בידי גוף שאינו נבחר.

7. שיקולי מימון הפיקוח על הבנקים ונתינת הדין על הוצאותיו

Di Noia and Di Giorgio (1999) מדגישים ששיקולי מקור המימון לפעילות המפקח על הבנקים ונתינת הדין (accountability) על ההוצאות הכרוכות בה תומכים בכינון רשות פיקוח נפרדת מן הבנק המרכזי.

7.1 שיקולי מימון

כאשר הפיקוח על הבנקים מתנהל כמחלקה בבנק המרכזי, הוא ניזון מאותם מקורות מימון המזינים את שאר מחלקות הבנק. בנק מרכזי ממומן, בדרך כלל, באחת משתי דרכים – סניורג' או רזרבות בכפייה. את הכנסות הסניורג' הבנק המרכזי גובה מן הציבור מתוקף היותו מונופול חוקי בהנפקת התחייבויות שעלותן אפס (מזומן), והוא משקיע אותן במכשירים פיננסיים ובמטבעות זרים להפעלת המדיניות המוניטרית.¹¹ את ההכנסות ממשטר הרזרבות בכפייה הבנק המרכזי גובה מן המערכת הבנקאית. במדינות רבות מחויבים הבנקים להחזיק שיעור מסוים מן הפיקדונות שגייסו כרזרבות בבנק המרכזי, בריבית נמוכה, אם בכלל. הפער בין ריבית זו לבין שיעור התשואה על רזרבות אלו משמש הכנסה לבנק המרכזי.¹²

Di Noia and Di Giorgio מוצאים טעם לפגם במימון פעילות הפיקוח על הבנקים מהכנסות הסניורג', הנגבות מציבור משלמי המסים. זאת משום שהסדר שעל פיו הציבור כולו נושא בעלויות הפיקוח על ענף ספציפי – כאשר לא כולם נמנים עם צרכני המוצר שלו – איננו הסדר הולם. את הטענה המצדיקה הסדר זה, שעל פיה יציבות בנקאית היא מוצר ציבורי, הם דוחים בנימוק שלא ברור אם יש זהות בין עלות הפיקוח לבין עלות היציבות הבנקאית במשק.¹³ על פי הטעון הנידון, מקור הכנסה זה של הבנק המרכזי אינו יאה למימון פעילות הפיקוח על הבנקים. לכן יש צידוק בהפרדת הפיקוח ובהעברתו לרשות חיצונית.

מימון הוצאות הפיקוח מהכנסות שמקורן ברזרבות בכפייה, הנגבות מן הבנקים המפוקחים עצמם, גורסים Di Noia and Di Giorgio, מניח את הדעת יותר ממימון שמקורו בהכנסות סניורג'. עם זאת אמצעי מימון זה כפוף למחזוריות המשק, כך שמקורות המימון מצטמצמים דווקא

11 על פי Di Noia and Di Giorgio (1999), עצמאות מימונית זו חיונית להפעלה הנכונה של המדיניות המוניטרית אפילו אם בשל היעדר עצמאות כלכלית ופוליטית נאלץ הבנק המרכזי להנפיק יותר מדי התחייבויות כאלה – דבר המביא להגברת האינפלציה בטווח הבינוני-ארוך. לטענתם, מימון פעילות הבנק המרכזי בהעברות מן האוצר היה גורם נזק קשה לעצמאות.

12 עם זאת יכול להיווצר מצב זמני שבו הריבית שהבנק המרכזי משלם על סכומים אלה גבוהה מן הריבית חסרת הסיכון בשוק. במצב זה הבנק המרכזי מסבסד את מערכת הבנקאות ובו בזמן יוצר מכשול לתחרות בין בנקים מקומיים לבין בנקים זרים.

13 נוסף על כך מנקודת הראות של היציבות המקרו-כלכלית אין ספק שגם התפקוד הנאות של המגזר התעשייתי חיוני לאיתנות המשק. עם זאת שום רשות הממונה על יציבותו של מגזר זה אינה מממנת את פעילותה מכיסם של כלל משלמי המסים.

בעתות משבר, שבהן יש להגביר את הפיקוח ואת ההסדרה. צמד החוקרים טוען כי למרות חיסרון זה, מימון על ידי הענף המפוקח עדיף גם מחלופה אחרת – מימון הפיקוח על הבנקים בהעברות מן האוצר. הנימוק לכך הוא שמימון בידי האוצר עלול להגביל את עצמאות הרשות המפקחת, ואילו מימון בידי הבנקים עצמם מקדם את עצמאותה. Di Noia and Di Giorgio (1999) סבורים כי המבנה האופטימלי הוא זה שבו הפיקוח על הבנקים מתנהל כרשות נפרדת מהבנק המרכזי וממומן בדרך מעורבת: הן בהעברות ציבוריות הן בידי הבנקים עצמם.

7.2 שיקולי נתינת הדין על הוצאות הפיקוח על הבנקים

Di Noia and Di Giorgio (1999) מדגישים שתי בעיות בהאצלת הפיקוח לבנק המרכזי. ראשית, עלות הפיקוח מתמזגת עם עלות המדיניות המוניטרית. היעדר נתינת דין נפרדת על העלויות (או, לכל הפחות, הקושי להעריך עלויות אלו בנפרד) פוגע ביעילות הפיקוח. פתרון אפשרי הוא להפריד בין תקציב הפיקוח לתקציב המדיניות המוניטרית, אך נקודת התורפה של שיטה זו היא שאפשר להעביר במסגרתה סעיפי הוצאות ממחלקה למחלקה, והתוצאה היא נתונים חשבונאיים לא מדויקים. גם קיומם של יתרונות לגודל בפעילויות מסוימות, שעשויות להתבצע משום כך במשותף בעבור מחלקת הפיקוח על הבנקים ומחלקות אחרות, מקשה על ייחוד חשבונאי מדויק של עלויות הפיקוח. מכאן שיהיה קושי בנתינת הדין עליהן כאשר הפיקוח על הבנקים מתנהל תחת כנפי הבנק המרכזי. לדעת החוקרים, טיעונים אלה מספקים יסוד סביר לאמונה כי רשות פיקוח נפרדת תיטיב לתת את הדין על השימוש בתקציבה.

8. שיקולים בין-לאומיים

הגבולות המדיניים והגאוגרפיים בפעילותם של מוסדות פיננסיים הולכים ומיטשטשים, והמוסדות הגדולים הם רב-לאומיים כיום. עם זאת הפיקוח על מוסדות אלה נותר ברמה הלאומית, שכן הוא נשען על המערכת החוקית הנתונה לשליטתה של המדינה הריבונית. האם רב-לאומיות מסחרית זו צריכה להיות שיקול בבחירת מבנה הפיקוח על הבנקים ברמה הלאומית?

8.1 שיתוף פעולה בפיקוח ובהסדרה בין מדינות

פעילות מסחרית רב-לאומית מצריכה שיתוף פעולה בין רשויות ההסדרה והפיקוח במדינות העולם ממגוון סיבות. ראשית, התחרותיות והגלובליזציה

של השווקים הפיננסיים פוגעת ביכולתם של בנקים מרכזיים לארגן 'צוותי הצלה' של בנקים מסחריים במקרה של משבר פיננסי. הבנקים הרב-לאומיים אינם ששים לסכן את הונם בתרגילי הצלה במדינות אחרות, וללא שיתוף פעולה מצדם נמנעים גם הבנקים המקומיים מלשתף פעולה עם הבנק המרכזי בשעת משבר. שנית, במקרה של התמוטטות בנק רב-לאומי דרוש שיתוף פעולה בין רשויות בין-לאומיות כדי לקבוע איזו מדינה תזרים סיוע כספי לבנק המתמוטט. שלישית, הפריסה הבין-לאומית של מתווכים פיננסיים והקלות שבה יכולים משברים פיננסיים לעבור ממדינה למדינה מביאה לכך שהממונים על ההסדרה והמפקחים במדינה אחת מודאגים בקשר לאמות המידה של עמיתיהם במדינות אחרות, ובמיוחד אלו שבהן נמצאים משרדי המטה של אותם מתווכים פיננסיים. חששות אלה אפשר ליישב בהנהגת הסכמים, אמות מידה וקודים להתנהגות טובה, שאנו עדים לפריחתם בשנים האחרונות (למשל, הנחיות האיחוד האירופי ברמה האזורית והסכמי בזל ברמה העולמית). אפשרות אחרת היא הקמת מועצה של מפקחים מכמה מדינות. מאחר שבנקים מרכזיים ידועים בגישתם הקולגיאלית, הופעתם כמפקחי המערכת הבנקאית במדינותיהם תקל על שיתוף פעולה שכזה. עם זאת, טוען Goodhart (2002), שגם במצב היפותטי שבו כל מדינה מיוצגת בידי שני נציגים – האחד מן הבנק המרכזי והאחר מן הרשות המפקחת – סביר להניח שיושג שיתוף פעולה דומה.

8.2 מניע ההישרדות המוסדית של בנקים מרכזיים לשליטה בפיקוח על הבנקים

כאשר שער החליפין קבוע,¹⁴ אין לבנק המרכזי שליטה במדיניות המוניטרית, כלומר בריבית לטווח הקצר ובקצב ההשתנות של המצרפים המוניטריים. האם תהיה אפוא סיבה לקיומו של הבנק המרכזי במצב זה, אלא אם ייאחזו ביתר שאת בשאר תפקידיו, ובראשם בפיקוח על הבנקים? נוסף על כך יכולתו של בנק מרכזי שכזה לשמש מלווה של מוצא אחרון המקיים את יציבות המערכת עשויה להיות תלויה ביכולתו של משרד האוצר לספק את המטבע הזר הנחוץ להתערבות כזאת, כך שתפקיד המלווה של המוצא האחרון הופך לפיסקלי. על כן שאלת תפקידו של הבנק המרכזי

14 בשל היות המדינה חלק מאזור מטבע, אימוץ מטבע של מדינה אחרת או הקמת מועצת מטבע.

תהיה תלויה בעיקר ביחסיו עם הרשות הפיסקלית הרלוונטית לשמירה על היציבות הפיננסית.

9. שיקולי איחוד הפיקוח על המערכת הפיננסית

התפשטות הבנקאות האוניברסלית וכן החדשנות וההתפתחויות בתחום הפיננסי מטשטשות עוד ועוד את הגבולות בין סוגי המתווכים: בנקים, קרנות, חברות ביטוח – כולם עוסקים בפעולות דומות וקשורות (ראו: Allen and Santomero, 1997; Di Noia and Di Giorgio, 1999; Goodhart, 2002). הבנקים נבדלים ממתווכים פיננסיים אחרים רק בכך שחלק מההתחייבויות שלהם (עו"ש) הוא כסף, שערכו הנומינלי אינו תלוי בתנודות השוק. עם זאת שיעור פיקדונות העו"ש מתוך התחייבויות הבנקים (ומתוך התוצר) נמצא במגמת ירידה ברוב המדינות המתקדמות. לכן קשה להאמין שהבדל זה יוסיף לשמש הצדקה להסדרי פיקוח נפרדים, במיוחד אם יש הסדר ביטוח פיקדונות פורמלי. משום כך הוקמו במדינות רבות רשויות פיקוח משותפות לכלל המערכת הפיננסית (פינלנד, בריטניה, נורווגיה ועוד), ובמדינות רבות אחרות מתגברות הקריאות להקמת רשויות כאלה.

גם Borio and Filosa (1994), מראשוני החוקרים שבדקו את השפעתו של טשטוש זה על מבנה הפיקוח הפיננסי, הסיקו שיש צורך לרכז את אחריות הפיקוח על כל המוסדות הפיננסיים בידי גוף יחיד. Goodhart גורס כי ההחלטה להרחיב את תחום האחריות של בנקים מרכזיים העוסקים זה מכבר בפיקוח על הבנקים, כך שיכלול גם פיקוח על שאר סוגי המתווכים הפיננסיים, עלולה להיות בעייתית מבחינתם. ראשית, צעד כזה יצריך קביעת קריטריונים שיגדירו את הקו המפריד בין סוגי מפקידים ומוסדות שיכוסו בביטוח פיקדונות לבין אלה שלא יכוסו בו – משימה מורכבת למדי. שנית, פיקוח על מוסדות פיננסיים לא בנקאיים ועל שווקים פיננסיים כרוך ברובו בעיסוק בהגנת הצרכן ופחות בהגנה על היציבות הפיננסית המערכתית. בנקים מרכזיים אינם ששים לכך, ומכאן שאיחוד הפיקוח על המגזר הפיננסי כולו יצריך הקמתה של רשות פיקוח חיצונית לבנק המרכזי (ראו גם Briault, 1999).

האפשרות לאחד את הפיקוח על כלל המערכת הפיננסית ברשות אחת מעלה את החשש פן יתפוס העיסוק בנושאי הגנת הצרכן את חלק הארי של זמנה ומשאביה, עד כדי פגיעה בשמירה על יציבות המערכת (ראו Ferguson, 2000; Pauli, 2000). בניסיון ליישב חשש זה נוסחה הצעה

לרפורמה במבנה הפיקוח הפיננסי, הידועה כהצעת Twin Peaks. על פי הצעה זו יש לארגן מחדש את הפיקוח על המוסדות הפיננסיים סביב שתי מטרות: יציבות מערכתית והגנת הצרכן (ראו Taylor [1995, 1996] על הצעה זו בבריטניה). לכן על כל אחת מן המטרות תופקד רשות פיקוח נפרדת. כך יוביל הגוף הממונה על יציבות המערכת את הפיקוח על שווקים ומוסדות; הגוף הממונה על הגנת הצרכן יוביל את הפיקוח על מערכת השתלומים ועל היבטים מסוימים של הבנקאות, ואולי גם על שווקים פיננסיים נוספים. הבנק המרכזי נראה מועמד טבעי לקבלת האחריות ליציבות המערכתית, ואילו האחריות להגנת הצרכן מתאימה יותר לרשות חיצונית. הצעה זו לוקה בכך שמבנה הפיקוח המפורט בה ייצור, מן הסתם, חיפיות וכפילויות רבות ומשמעותיות. עד כה לא זכתה ההצעה לאוון קשבת מצד מקבלי ההחלטות.

הבחנה אחרת במקצת היא זו שבין פיקוח על נושאי מקרו לבין פיקוח על נושאי מיקרו (מרבית סוגיות ההגנה על הצרכן משתייכות לרמת המיקרו, ואילו סוגיות הנוגעות ליציבות המערכתית משתייכות בחלקן לרמת המיקרו ובחלקן לרמת המקרו). יש הטוענים שחלוקת ההיבטים של השמירה על יציבות המערכת להיבטים ברמת המקרו – אשר יישארו בתחום אחריותו של הבנק המרכזי – ולהיבטים ברמת המיקרו – אשר יועברו לתחום אחריותו של גוף עצמאי – תחזק את הבהירות והאחריות בפיקוח. כך למשל, בדוח משנת 2000 מביע הבנק להסדרים בין-לאומיים חשש מפני ההשפעות המצרפיות הבלתי צפויות שעלולה להמיט התייחסות מיקרו-כלכלית גרדא לטיפול בסיכונים פיננסיים. על פי דוח זה, שילוב המומחיות המקרו-כלכלית של הבנק המרכזי בגישת המיקרו של רשות מפקחת חיצונית הוא הפתרון האידאלי למבנה הפיקוח על המערכת הפיננסית (ראו Bank for International Settlements, 2000: 149).

10. דיון מסכם

סקרנו שבע קבוצות של שיקולים המופיעים בספרות, שיש לדון בהם כאשר מבקשים להעריך את היתרונות ואת החסרונות הטמונים במבני הפיקוח. השיקולים שנסקרו אינם מספקים תשובה מוחצת בדבר המודל המנצח לפיקוח על הבנקים; נראה שמשקלם משתנה ממדינה למדינה על פי המאפיינים המבניים, הכלכליים והפוליטיים הייחודיים לה, כך שתנאים שונים מצריכים העדפה שונה. מן הראוי, אם כן, לסכם סקירה זו בהצגת

כמה קווים מנחים להערכת משקלם של הטיעונים שהוצגו בה (לסיכום הטיעונים ראו לוח נ-1 להלן).

שיקולי ניהוד העניינים הפוטנציאלי בין יציבות מחירים ליציבות פיננסית (המשמשים את מתנגדי שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי) ושיקולי איסוף המידע והזרמתו (המשמשים את מצדדי השילוב) זכו עד כה להתייחסות הנרחבת ביותר בספרות. להערכתנו, יש לייחס לשיקולי ניהוד העניינים משקל רב יותר מזה שניתן לשיקולי המידע. בעיות איסוף והזרמת מידע אפשר למנוע בקלות יחסית על ידי ניסוח כללים ברורים שיגדירו את תחומי האחריות, החובות ואופן שיתוף הפעולה בין הבנק המרכזי לבין רשות הפיקוח החיצונית (כפי שנעשה בהצלחה בבריטניה). לעומת זאת, ניהודי עניינים פוטנציאליים הם סוגיה סמויה מן העין וחמקמקה למדי, ועל כן קשה למצוא לה פתרון.

הפוטנציאל לניהודי עניינים בין השגת יעדי המדיניות המוניטרית לבין יעדי היציבות הפיננסית תלוי במגוון פרמטרים: משך הזמן שבו ישררו השינויים, רמות הריבית החדשות, המבנה של מאזני הבנקים במשק, מבנה ענף הבנקאות, המידה שבה הבנקים מסוגלים לגלגל שינויים אלה על לקוחותיהם, משטר שער החליפין במשק ומידת פתיחותו של המשק לתנועות הון בין-לאומיות. מערכות בנקאיות שמקור ההון העיקרי שלהן הוא פיקדונות (אשר שערי הריבית עליהם אינם רגישים ביותר לתנודות בריביות שוק הכסף), או כאלה שבהן הלוואות ומשכנתאות ניתנות על בסיס ריבית קבועה, ייטיבו להתמודד – מבחינה כלכלית ופוליטית – עם ריסון מוניטרי זמני. גם מערכות בנקאיות שבהן הבנקים הם קרטל רווחי או כאלה שהולאמו מבחינה מעשית, מסוגלות להתמודד טוב יותר עם תנודות זמניות בריבית של הבנק המרכזי, שכן כושר הפירעון שלהן נמצא בסיכון נמוך יותר. ככל שהבנקים במשק מסוגלים לעמוד טוב יותר בשינויים מוניטריים, כך פוחתת מידת התחלופה בין השגתה של יציבות מחירים לבין השגת יציבות פיננסית, ועל כן פוחת הפוטנציאל לניהודי עניינים בין פונקציות הניהול המוניטרי לבין הפיקוח על הבנקים (אם זה האחרון מתנהל בבנק המרכזי). חשיבותם של משטר שער החליפין ופתיחותו של המשק לתנועות הון בין-לאומיות לענייננו נעוצה בהשפעתם על מידת השליטה של הבנק המרכזי הלאומי על הגדלים המוניטריים במשק. כאשר שער החליפין קבוע אין לבנק המרכזי שליטה במדיניות המוניטרית, כלומר בריבית לטווח הקצר ובקצב ההשתנות של המצרפים המוניטריים. יתר על כן, הגלובליזציה המתגברת (שמן הסתם, אין מנוס

ממנה) מוצאת את ביטוייה בתנועות הון חופשיות למשק וממנו ובכניסתם של תאגידי בנקים בין-לאומיים גדולים למשק. בנסיבות אלה תיחלש עוד ועוד שליטתם של בנקים מרכזיים על המצרפים המוניטריים בארצותיהם, ועמה יחד ייחלש הפוטנציאל לניגודי עניינים הגלום בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי הלאומי.

בבואנו להעריך את משקלו של ניהול המשברים הפיננסיים כמניע לשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי, יש לתת את הדעת על מידת היציבות הפיננסית במשק. במדינות הנהנות מיציבות פיננסית החשש מפני משברי בנקאות משני, מטבע הדברים, כך שמשקלו של מניע זה זניח למדי. עוד גורם שיש לתת עליו את הדעת הוא רפורמות במערכת הבנקאית. על פי Goodhart (2002), רפורמות מקיפות במערכת הבנקאית (בייחוד במדינות מתפתחות) עלולות להיות מלוות בתקופת מעבר של אי-יציבות מערכתית – תופעת לוואי הנעוצה בארגון המחודש הנכפה על הבנקים. משום כך הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי בתקופה שמיד לאחר החלתה של רפורמה פיננסית כוללת צריכה להיעשות במשנה זהירות ואולי להידחות למועד מאוחר יותר. חשוב להדגיש שאפשר לצמצם במידה ניכרת את החשש שמא הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי תחליש את יכולת ההתמודדות של המשק עם משברים פיננסיים על ידי ניסוח כללים ברורים שיקבעו את חלוקת תחומי האחריות, שיתוף הפעולה והעברת המידע בין הרשות המפקחת לבין הבנק המרכזי. בדומה לכך יש לקבוע את מקור המימון של פעולות ההצלה כדי להבטיח ניהול מהיר ויעיל של משברי בנקים, אם וכאשר יפרצו.

למידת ההתפתחות של המשק יש חשיבות רבה בשאלת מודל הפיקוח האידאלי. ראשית, המבנה הפיננסי במשקים מתפתחים ובמשקי מעבר מורכב פחות בדרך כלל ומתאפיין במידה רבה יותר של הישענות על בנקים כמקור מימון. לפיכך למשבר במערכת הבנקאות עלולה להיות השפעה הרסנית וקשה במיוחד, וחשיבות איתנותה של המערכת הבנקאית לביצועים המקרו-כלכליים במשקים אלה גבוהה מאוד. שנית, הבנקים המרכזיים במשקים מתפתחים מתבלטים בנוף הארגוני של ארצותיהם כמי שניחנים בעצמאות, באמינות, במקצועיות ובמימון שאינם מצויים בהן בשפע. סביר להניח אפוא כי שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי יבטיח שם רמה דומה בפיקוח. לכן הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי במדינות אלו עלולה להביא לידי פגיעה במימון הרשות המפקחת, ביכולתה לגייס עובדים מוכשרים, באיכות המידע שהיא אוספת ומפרסמת,

בעצמאותה לנוכח לחצים פוליטיים ומסחריים וביכולתם של המפקחים לעמוד בפני שחיתות, שעלולה להיות בעייתית במיוחד באותן מדינות. מתן סמכויות פיקוח לבנק המרכזי במדינות מתפתחות רצוי במיוחד אם המוסדות הציבוריים שבהן חלשים והתיאום ביניהם בעייתי.

חלק שני מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי – הניסיון הישראלי

בחלק זה של הפרק הנוכחי נבחן את היתרונות והחסרונות של מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל על רקע הפרספקטיבה הבין-לאומית שנסקרה בפרקים הקודמים. נתמקד בשני הנושאים החשובים ביותר: (א) האם התממש ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין יציבות הבנקים לבין ניהול המדיניות המוניטרית? (ב) האם הפיקוח על הבנקים הפיק תועלת מתפקידו של הבנק המרכזי כמלווה של המוצא האחרון בניהול משברים בבנקאות הישראלית?

1. יציבות הבנקים והמדיניות המוניטרית

על פי חוק בנק ישראל הנגיד הוא המפקח על הבנקים להלכה. אמנם סמכויות הפיקוח והביקורת נתונות בפועל למפקח על הבנקים, אולם על פי אותו חוק הסמכות למנות את המפקח על הבנקים היא בידי הנגיד. יתרה מזו, תקופת הכהונה של המפקח אינה קצובה בחוק ויהנגיד רשאי ליטול לעצמו כל סמכות הנתונה למפקח. מאחר שהנגיד מופקד גם על ניהול המדיניות המוניטרית, ייתכנו ניגודי עניינים בישראל בין המדיניות המוניטרית לבין מטרות הפיקוח על הבנקים ובעיקר יעד היציבות.

פרוש (2004) מציין כי עד 1986 נהג בנק ישראל להפנים את שיקולי היציבות בעת קביעת המדיניות המוניטרית. ואכן, המפקח על הבנקים השתתף בדיונים על קביעת המדיניות המוניטרית והציג את השלכות המדיניות המוצעת על יציבות הבנקים. יצוין כי באותה תקופה המדיניות המוניטרית לא הייתה עצמאית והאפקטיביות שלה הייתה נמוכה ביותר.¹⁵ לאחר שהונהגה תכנית הייצוב הוחלט שהמפקח על הבנקים לא ישתתף בפורום הקובע את המדיניות המוניטרית. לכאורה יש כאן הפרדה בין שתי הסמכויות של בנק ישראל. אולם מאחר שעל פי החוק הנגיד הוא הממונה גם על הפיקוח על הבנקים, הרי הפרדה זו פותרת רק חלק מניגודי העניינים האפשריים. יודגש כי אף שהנגיד אינו עוסק בפיקוח השוטף, הוא מעורב בקביעת מדיניות הפיקוח ובפתרונות לבעיות מהותיות. כן הוא מקבל דיווחים שוטפים על יציבות הבנקים וממצאי ביקורת חשובים.

15 ראו לדוגמה סוקולר וצוקרמן, 1989; בן בסט, 2001; צוקרמן, 2004.

אחריותו של הנגיד לשני הנושאים ומעורבותו בהם היא היוצרת את ניגוד העניינים הפוטנציאלי.

קשה להעריך אם ניגודי העניינים הפוטנציאליים בין יציבות הבנקים לבין יעד האינפלציה משפיעים על המדיניות המוניטרית בפועל בשל התחלופה בין אינפלציה ואבטלה בטווח הקצר. למעשה, אי-אפשר להפריד בין יעד האבטלה והצמיחה לבין יעד היציבות של המערכת הפיננסית, משום שהם מתואמים. מדיניות מוניטרית מרסנת תצמצם את שיעור האינפלציה, אולם בטווח הקצר היא תוביל לירידת קצב הצמיחה של התוצר ולעליית שיעור האבטלה. כפועל יוצא מהמדיניות המוניטרית ייקלעו מפעלים רבים לקשיים ויתקשו לפרוע את חובם – הן במישרין, משום שהריבית שהם ייאלצו לשלם תעלה, הן בעקיפין, משום שהמיתון בפעילות יצמצם את מכירותיהם. ריבית גבוהה גם מגדילה את הנטייה להשקיע בפרויקטים שדרגת הסיכון הגלומה בהם גבוהה יותר. שני תהליכים אלה מקטינים את יציבות הבנקים.

התהליך האינפלציוני בישראל מאז הונהגה תכנית הייצוב באמצע שנות השמונים של המאה העשרים התאפיין במסלול של מדרגות, והייתה שונות קטנה יחסית סביב כל מדרגה (לויתן ומלניק, 1998). התפנית הראשונה התרחשה ב-1992, כאשר קצב האינפלציה ירד במהירות מכ-18% לשנה לרמה של כ-10%. תחילתה של התפנית השנייה ב-1997, אולם בעיקרה היא באה לידי ביטוי מ-1999, עם ירידת שיעור האינפלציה השנתי לרמה של כ-1% בלבד.

בירידת שתי המדרגות אפשר לזהות גורמים משותפים. ראשית, בשתיהן חלה ירידה במחירי היבוא והאטה בהתפתחות שער החליפין, שגרמו להאטת קצב העלייה של מחירי המוצרים הסחירים. שנית, שתיהן קשורות בעליית קצב האבטלה במשק (זוסמן ולויתן, 2001). עליית שיעור האבטלה בשנת 1992 מקורה בעלייה ההמונית מברית המועצות לשעבר, והעלייה בשיעור האבטלה ב-1997 נבעה משילוב של ריסון פיסקלי ומוניטרי.

המדיניות המוניטרית לא הייתה אחידה לאחר שהונהגה תכנית הייצוב, ויש הגורסים שהירידה האטית בקצב הפחתת האינפלציה בשנים 1985-1996 נובעת מהיעדר נחישות מוחלטת של קובעי המדיניות. לדוגמה, אורסמונד ופישר (2001) טוענים שחלה הרפיה מוקדמת מדי של המדיניות המוניטרית בשנים 1988, 1993 ו-1995 ושלאחר 1997 הואשם בנק ישראל

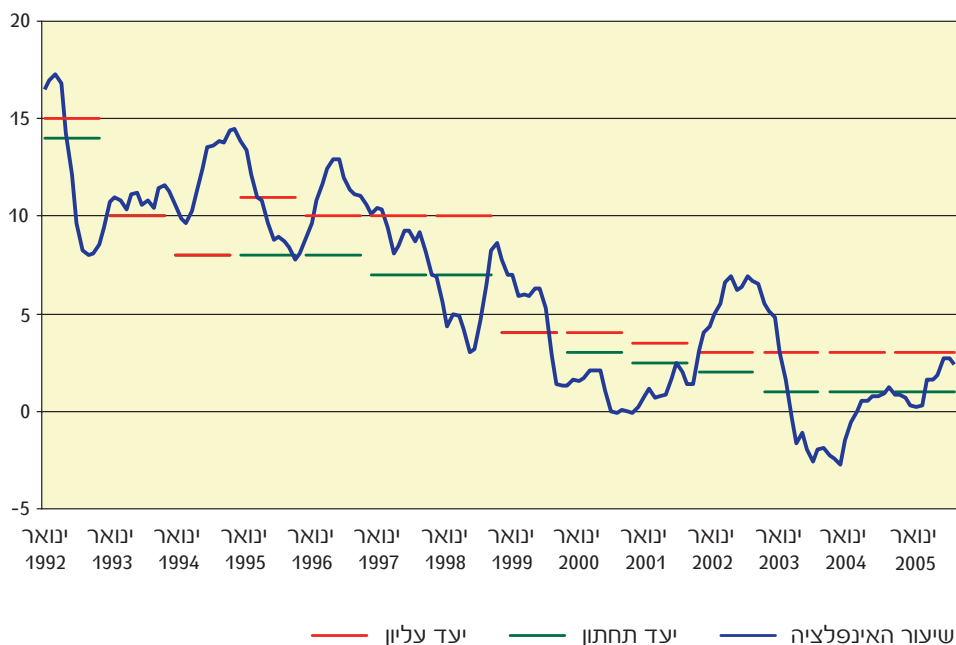
בלהיטות יתר להילחם באינפלציה בכל מחיר.¹⁶ עדות להערכות אלה אפשר למצוא בסטיות של האינפלציה בפועל מהיעד. מאז 1992, שבה החל בנק ישראל לקבוע יעד אינפלציה, ועד 1996, שיעור האינפלציה בפועל היה גבוה מהיעד. בשנים 1997-1998 נכנס שיעור האינפלציה לתחום היעד ולאחר מכן היה נמוך מהיעד בעקביות, חוץ מבשנת 2002¹⁷ (תרשים 1 להלן). מחירה של מדיניות הריסון המוניטרי מאז 1997 היה האטה בקצב הצמיחה, עלייה בשיעור האבטלה ואף ירידה ביציבות הבנקים. על הירידה ביציבות הבנקים בתקופה השנייה אפשר ללמוד מעליית שיעור ההפרשה לחובות מסופקים מסך האשראי בשנים 2001-2003 מכ-1% ל-5.5%. עם זאת אין ראיה לכך שהרפיית המדיניות המוניטרית המרסנת בתקופה הראשונה והחרפתה מאז 1997 נבעה משונות בדאגה ליציבות הבנקים. סביר יותר להניח שהיא קשורה לשינוי במחויבות של קובעי המדיניות לאבטלה נמוכה.

יש המעריכים כי במשק קטן ופתוח לתנועות הון בין-לאומיות, מצטמצם מאוד הפוטנציאל לניגודי עניינים בין המדיניות המוניטרית לבין הפיקוח על הבנקים. המדיניות המוניטרית בישראל מאז 1997 הושפעה לא מעט מהשלמת הליברליזציה במטבע חוץ ותהליכי הגלובליזציה של המשק. עם זאת הליברליזציה לא התבטאה בכניסתם של תאגידים פיננסיים זרים למשק. זאת ועוד: שער החליפין של השקל נייד למעשה, והתחלופה בין נכסים והתחייבויות זרים לבין מקומיים אינה מלאה בשל סיכון המטבע. משום כך בנק ישראל מוסיף לנהל מדיניות מוניטרית עצמאית כאשר זו נדרשת, להערכתו. ולכן הגלובליזציה לא החלישה את הפוטנציאל לניגודי עניינים הגלום בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי.

16 לדוגמה, לויטן (2004, חלק 3: 300) מציין בסיכום הערכת הקשר בין המדיניות המוניטרית לבין סטיית האינפלציה מהיעד ומצב האבטלה במשק: 'בנק ישראל הידק את הריסון המוניטרי בשנים האחרונות מעבר לסטנדרטים שהנחו את המשקים המתועשים'.

17 בשנת 2002 נכנס המשק למיתון חריף בעקבות האנתיפאדה והמשבר העולמי בתעשיות עתירות הידע. המיתון גרם גם ירידה חריפה בתקבולי המסים ועליית הגירעון בתקציב המדינה בשיעור ניכר. מדיניות ההוצאה התעלמה מההתפתחויות בתוצר ובמסים, ועקב כך אבדה אמינות המדיניות התקציבית. גם הנגיד איבד מאמינותו כשבתחילת המשבר הוריד את הריבית ב-2 נקודות אחוז. הפגיעה באמינות של שני קובעי המדיניות הכלכלית גרמה ביקושים ניכרים למטבע חוץ, פחות השקל ועלייה בשיעור האינפלציה. הקמת ממשלה חדשה בתחילת 2003, החלפת שר האוצר ותיקון המדיניות של בנק ישראל שיקמו את האמינות והחזירו את שיעור האינפלציה למסלולו.

תרשים 1 יעד האינפלציה והאינפלציה בפועל (שיעור שינוי מחדש מקביל אשתקד, 2005-1992 (באחוזים)



מקור: מאגר סדרות נתונים של בנק ישראל ועיבודי המכון הישראלי לדמוקרטיה.

2. יציבות, תחרות ומדיניות מוניטרית

שניים מהיעדים של בנק ישראל הם יציבות הבנקים וקיום תחרות בענף הבנקאות. אין בהכרח סתירה בין השניים. בנקים גדולים יותר מסוגלים לפזר סיכונים ביתר הצלחה (ראו למשל, יושע, בליי ויפה, 2004) והם נהנים מיתרונות לגודל. נוסף על כך לבנקים בעלי כוח שוק יש 'כרית ספיגה' הונית המחזקת את יכולתם לצלוח תקופות קשות. אולם מנגד יש לציין כי תחרות מגדילה את פיקוח השוק ופועלת כגורם מייצב. זאת ועוד, בנקים גדולים עלולים ליטול סיכונים גדולים מדי בהנחה שהממשלה והבנק המרכזי לא יוכלו להשלים עם נפילתם (בן בסט, 1995). ואמנם הניסיון הישראלי, כמו הניסיון העולמי, מוכיח כי בנקים גדולים אינם חסינים מן הסכנה של פשיטת רגל. ארבעת הבנקים הגדולים היו מעורבים במשבר הבנקים הגדול ביותר בישראל (1983). גם במהלך המשבר הכלכלי של

2002 הביעו שני אישים מרכזיים – מנכ"ל בנק הפועלים לשעבר עמירם סיוון¹⁸ ונגיד בנק ישראל דוד קליין¹⁹ – חשש שבנק גדול יתמוטט. לענייננו, בסעיף זה חשוב לציין כי לניגוד העניינים הפוטנציאלי בין יציבות לתחרות יש השלכות גם על המדיניות המונית. התחרות בבנקאות היא יעד חשוב בפני עצמו, אולם יש לה השפעה גם על יעילות התמסורת של המדיניות המונית. בהיעדר תחרות, תרגום השינויים בריבית בנק ישראל לריבית בשוק הפרטי יהיה חלקי בלבד. כלומר, אם בנק ישראל יקריב את התחרותיות למען הגברת היציבות, תיפגע גם האפקטיביות של המדיניות המונית.

להיעדר התחרות בשוק הפיננסי בישראל עד אמצע שנות השמונים של המאה העשרים היו שני גורמים מרכזיים – המעורבות הניכרת של הממשלה בכל ההיבטים של שוק ההון והמבנה האוליגופולי של מערכת הבנקאות (בן בסט, 2001; Ben-Bassat, 1993). הסרת מעורבותה של הממשלה בשוק ההון אינה מנוגדת ליציבות הבנקים. נהפוך הוא: היא מחזקת אותה, משום שהיא מרחיבה את בסיס פעילותם של הבנקים ומאפשרת להם לפעול ביעילות רבה יותר. אולם צמצום הריכוזיות בבנקאות עלול להיות מנוגד ליציבות הבנקים – המאוימת במיוחד בתקופות של שפל כלכלי. לכן בתקופות מיתון ניגוד העניינים מודגש אף יותר. זו אולי הסיבה לכך שבנק ישראל פעל במרץ רב מאז תכנית הייצוב ועד היום לצמצום מעורבות הממשלה בשוק הכספים וההון ולהסרת הגבלות מנהליות שפגעו ביעילות תפקודו של השוק, אך לא עשה די לצמצום הריכוזיות בענף הבנקאות, בין היתר בשל התנגדות משרד האוצר. הרפורמות בשוק הכספים וההון כללו קשת רחבה ביותר של צעדים: ביטול האשראי המכוון על ידי הממשלה, ביטול החובה של משקיעים מוסדיים להשקיע בניירות ערך ממשלתיים, היתר להנפיק אגרות חוב פרטיות, ליברליזציה בתנועות ההון הבין-לאומיות, הסרת ההגבלות המנהליות על האופק והריבית של נכסים והתחייבויות ועוד. רפורמות אלה צמצמו מאוד את העיוותים בגיוס הון, בהקצאתו ובשערי הריבית. הם גם הגבירו את התחרות בשוק הפיננסי ושיפרו בכך את התמסורת של המדיניות המונית (בן בסט, 2001).

עדות בולטת להשלכות השליליות של היעדר התחרות בשוק ההון בישראל על מנגנון התמסורת של המדיניות המונית נמצאת בהתפתחויות

18 מעריב, 5.9.2002.

19 מעריב, 27.12.2002.

המוניטריות שלאחר תכנית הייצוב. בחודשים הראשונים של 1989 הוזיל בנק ישראל את משאבי הבנקים בכמה אמצעים, ובהם הורדת הריבית על ההלוואה המוניטרית, אבל הבנקים הורידו את הריבית על האשראי לציבור בשיעור קטן יותר. נוכח התפתחות זו לחץ נגיד בנק ישראל על הבנקים להוריד את הריבית ב-7 נקודות האחוז ואיים להפעיל צווים אם דרישתו לא תיענה. הלחץ השיג את מטרתו (**דוח בנק ישראל**, 1989). כמה מחקרים בחנו את הסוגיה בגישה אקונומטרית: גבע ואחי' (1988) וכן אלקיים (1991) מצאו כי המרווח הבנקאי תלוי תלות חיובית בריבית על ההלוואה המוניטרית וכי הקטנת כוחם המונופוליסטי של הבנקים הביאה לירידת הריבית על האשראי מעבר לירידת הריבית על ההלוואה המוניטרית. גיברה וצידון (2001) בחנו את הקשר בין ריביות הזכות והחובה בשוק לבין הריבית על ההלוואה המוניטרית ואת השתנות הקשר ביניהם בשנים 1986-1997 בעקבות העלייה בתחרותיות בשווקים הפיננסיים.²⁰ הם מצאו שהמקדם היה קטן מ-1 בתחילת התקופה, הן במשוואת ריבית הזכות הן במשוואת ריבית החובה, והלך והתכנס בהדרגה ל-1 בין אמצע 1990 לסוף 1991. Ribon and Yosha (1999) מצאו שצעדי הליברליזציה של הממשלה תרמו להגברת התחרות בשוק האשראי ובשוק הפיקדונות בשנים 1989-1996. אבל כל המחקרים הללו אינם מבחינים בין ההשלכות של הצעדים לצמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון ושכלולו לבין השלכות השינויים הישירים במבנה הבנקאות. הפירוש הנכון להגברת התחרות הם מהלכי הליברליזציה, שכן אלה היו המהלכים המבניים העיקריים שנקטו בנק ישראל והממשלה בשוק ההון, בעוד הצעדים לצמצום הריכוזיות בענף הבנקאות היו משניים.

סוקולר וצוקרמן (1989) מציגים מודל המסביר את המרווח הבנקאי כאשר מבנה הענף הוא אוליגופולי. הם מראים כי הן ריבית הזכות הן ריבית החובה, הנקבעות בידי הבנקים, יהיו גבוהות יותר ככל ששער הריבית על ההלוואה המוניטרית יהיה גבוה יותר. אולם בהינתן שער הריבית על ההלוואה המוניטרית, ריבית החובה תהיה גבוהה יותר וריבית הזכות נמוכה יותר, ככל שמספר הבנקים קטן יותר. כלומר, אפשר להוריד את ריבית החובה על ידי הורדת הריבית על ההלוואה המוניטרית, אבל המרווח לא ירד בהכרח.

20 ראו גם לויתן, 2004; Ribon and Yosha, 1999

אליאס וסמט (1994) בחנו במישרין את ההשלכות של ירידת הריכוזיות בענף הבנקאות על המרווח בין ריבית האשראי לבין ריבית הפיקדונות. הן מצאו כי ירידה באלפית במדד הריכוזיות של הירשמן-הרפינדל (לדוגמה, מ-0.220 ל-0.221) תקטין את פערי הריבית ב-0.3 נקודות אחוז. מאמצע שנות השמונים פחתה הריכוזיות מ-0.27 ל-0.22, בחלקה משום שצעדי הליברליזציה שתוארו לעיל שינו את משקלם היחסי של הבנקים, ובחלקה בעקבות צעדים ישירים כמו פיצול בנק איגוד מבנק לאומי.

אף שהבנקאות בישראל ריכוזית מאוד ומידת התחרות בה קטנה יחסית למדינות המערב (ראו הפרק הרביעי), הצעדים הישירים לצמצום הריכוזיות בבנקאות הישראלית היו מעטים ביותר. חומרת הריכוזיות עולה לנוכח המבנה האוניברסלי של מערכת הבנקאות הישראלית והמשקל הקטן של מתווכים פיננסיים שאינם בנקים. למעשה, במרוצת השנים עודד בנק ישראל מיוזגים בין בנקים כדי להגדיל את יציבות המערכת הבנקאית על חשבון התחרות. חת (1994) סוקר אירועים רבים כאלה שהיו בשנות החמישים והשישים. יושע, בלי ויפה (2004) טוענים: 'מקטעים שונים בתולדות הבנקאות בישראל עולה, כי הגם שהבנק המרכזי היה מודע היטב לריכוזיות ההולכת וגוברת בענף – לא זו בלבד שלא התנגד למגמה זו, ולא נקט אמצעי כלשהו כדי לבלמה, אלא נראה כי אף עודד אותה במתכוון'. המחברים מציינים גורמים מספר למגמה זו, אך מתמקדים באפשרות שבנק ישראל תמך בהפיכתו של הענף לריכוזי 'במטרה להגדיל את יציבות המערכת על חשבון מידת התחרות'. רוטנברג (2002) שותף גם הוא להערכה זו.

גישה שונה רווחה בבנק ישראל בשנים 1987-1996. בתקופה זו דגל בנק ישראל אפילו בפיצול בנקים קטנים משליטת הבנקים הגדולים כאמצעי להגברת התחרות. בראשית 1993 הציע נציג בנק ישראל בוועדת ההיגוי המשותפת עם משרד האוצר לנתק כמה בנקים משליטתם של בנקים אחרים: בנק איגוד מבנק לאומי, אוצר החייל מבנק הפועלים, בנק מרכנתיל מבנק דיסקונט, בנק טפחות מבנק המזרחי, אחזקות בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי ואחזקות הממשלה בבנק לפיתוח התעשייה. נציגי האוצר לא היו תמימי דעים עם נציגי בנק ישראל לגבי כל ההצעות. לבסוף אישרה הממשלה רק את הפיצול של איגוד, אוצר החייל ומרכנתיל. אולם בפועל פוצל רק בנק איגוד, משום שהממשלה ובנק ישראל לא הפגינו נחישות דעת מספקת כדי להשלים את החסר.

בשנים האחרונות היינו עדים לנטישת גישה זו ולחזרה לתפיסה שאפיינה את בנק ישראל עד לתכנית הייצוב. כמה תופעות מלמדות על כיוון זה, ובהן הצהרתו של נגיד בנק ישראל דוד קליין בעקבות המעילה בבנק למסחר: 'מי שמפקיד כספים בבנק קטן צריך לדעת שהוא לוקח לעצמו סיכון גדול יותר ולכן הוא מקבל ריבית גבוהה יותר. זה מסוכן וצריך לפזר את הסיכון בין הבנקים. יש לבחון מיזוג בנקים קטנים עם בנקים גדולים, למזעור הסיכונים'.²¹ ואכן בשנת 2004 תמך בנק ישראל במיזוג הבנקים אינווסטק ובנק ירושלים בבנק לאומי, שהוא הבנק השני בגודלו בישראל. בסופו של דבר המיזוג לא יצא לפועל בשל התנגדותו של הממונה על ההגבלים העסקיים, שהעריך כי המיזוגים הללו יפגעו בתחרות.

בסיכום, המחקרים מורים שגם הגברת התחרות באמצעות תיקון המבנה האולגופולי הייתה יכולה לתרום לשיפור התמסורת בין המדיניות המוניטרית לבין ריביות השוק וכך להגביר את יעילותה. אך מאחר שזו תבעה מחיר באינטרס אחר של בנק ישראל – יציבות הבנקים – הוא נמנע מלפעול בנחרצות במישור זה ובמשך תקופות ארוכות אף תרם להגברת הריכוזיות.²² כלומר, בבנק ישראל יש ניגוד עניינים ברור בין מדיניות השמירה על יציבות הבנקים לבין המדיניות המוניטרית באמצעות התחרות כמשתנה מתווך. נוסף על כך יש לזכור שתחרות היא יעד חשוב בפני עצמו ומדיניות בנק ישראל ברוב התקופות מעידה כי חששותיו מפשיטות רגל של בנקים קטנים הביאו למדיניות שהגבירה את הריכוזיות בענף.

דרך נוספת להגברת התחרות בבנקאות היא פיצול קופות הגמל מהבנקים. הפעילות של קופות הגמל היא תחליף לפעילות המסורתית של הבנקים הן בקבלת פיקדונות הן בהספקת אשראי, ולכן פיצולן יכול ליצור מתווכים פיננסיים חדשים שיתחרו בבנקים (ראו גם הפרק הרביעי). בשנת 1993 הציע בנק ישראל לאמץ את עיקרי המלצות ועדת בייסקי (1986) בעניין זה. משרד האוצר התנגד למהלך ובמקומו אומצה פשרה שרוקנה מתוכן את עיקרי הרעיון.²³ רק בשנת 2005 אישרה הכנסת הצעת

21 מעריב, 3.5.2002.

22 חשוב להדגיש שוב כי שנים רבות היה משרד האוצר בלם חריף יותר מבנק ישראל לרפורמות שיגבירו את התחרות בענף הבנקאות. אך ענייננו כאן אינו בחלוקת האחריות המוסדית, אלא בבחינת היתרונות שיש במיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.

23 עיקרי הפשרה היו אלה: רוב חברי הדירקטוריון של קופות הגמל יהיו חיצוניים, וכל

רפורמה של כל המפקחים על שוק הכספים וההון (ועדת בכר, 2004) לפצל את קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים. בתוך חודשים ספורים מאז השלמת החקיקה מכרו הבנקים חלק ניכר מאחזקותיהם בגופים אלה.

3. ניהול משברים פיננסיים

היכולת להתמודד בהצלחה עם משברים פיננסיים תלויה ברגישות ליציבות מערכתית, בזמינות מידע על המשבר, ביכולת ניתוח ואבחנה ובתגובה מהירה. גם אם הפיקוח על הבנקים לא היה מוצב בבנק ישראל, יש להניח שהיו מתקיימים בו שלושת הגורמים הראשונים. אבל ספק אם היה ביכולתו להגיב במהירות ולחסל את המשבר באבו, שכן תפקיד המלווה של המוצא האחרון שמור לבנק המרכזי. מיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי יסייע לו להגיב במהירות ובעצמה הנדרשת גם משום שהילת המוניטין והאמון שיש בדרך כלל לבנקים מרכזיים תשרה על הפיקוח על הבנקים (ראו למשל, Bernanke, 2001) תגובה מהירה חיונית במשברים פיננסיים. בלעדיה ייתכן שיהיה מאוחר מדי להציל את הבנק הנמצא בקשיים, וגם אם אפשר יהיה להצילו, סביר להניח שהחילוץ יתייקר במידה רבה משום שתלך ותגבר הסכנה לדליפת המידע ובעקבותיה למשיכת הפיקדונות. יתרון נוסף שיש בפתרון מהיר הוא מניעתה של תגובת שרשרת במוסדות פיננסיים אחרים, המסכנת את היציבות המערכתית.

מערכת לביטוח פיקדונות היא מנגנון נוסף בידי המגזר הציבורי לשמירה על יציבות המערכת הפיננסית. מערכת ביטוח פיקדונות מספקת הגנה למפקיד על כל פיקדונותיו או על חלק מהם תמורת פרמיה. הגנת המפקידים מצמצמת מאוד את הסכנה של משיכת פיקדונות כאשר יש חשש למשבר בבנק מסוים וכך היא מקטינה את החשש שהבנק יפשוט רגל. היא בולמת גם את האפשרות שמשבר בבנק אחד יתגלגל לשאר המערכת. ב־72 מדינות הוקמו מערכות ביטוח פיקדונות, רבות מהן בעשור האחרון, אולם ישראל שייכת לקבוצה קטנה של מדינות שטרם אימצו מנגנון זה (אליאס, 2002). ביטוח פיקדונות מנוהל בידי כמה גופים, מקצתם פרטיים ואחרים

חברי ועדת ההשקעות ימונו מקרב הדירקטורים החיצוניים. חילופי הפקידות במשרד האוצר גרמו לשינוי בתפיסת הדרג המקצועי, ובשנת 1997 משך שר האוצר יעקב נאמן את הצעת החוק והוחל בגיבוש הצעה חדשה. בשנת 1999 הוקמה ועדה חדשה בראשות מנכ"ל משרד האוצר ובהשתתפות כל המפקחים על שוק הכספים וההון. ההמלצה העיקרית של הוועדה הייתה להגביל את חלקו של כל בנק בשוק קופות הגמל ל-10% לכל היותר. לפירוט ראו ועדת בן בסט, 2000.

ציבוריים. המבטחים הציבוריים הם בדרך כלל הבנק המרכזי או משרד האוצר או גוף המנוהל במשותף בידי שניהם. השילוב של שני המנגנונים – ביטוח פיקדונות ומתן אשראי לבנקים כמוצא אחרון – מגדיל את האפקטיביות של כל אחד מהם בבלימת המשבר. אף על פי שלהלכה אין ביטוח פיקדונות בישראל, הרי למעשה מתקיים מנגנון כזה. דוגמה לכך מביא חת (1994: 251): 'מאז 1967 פעלו הממשלה ובנק ישראל למנוע הפסד ממפקידי מוסדות בנקאיים שכשלו'.

בסעיף זה נעריך באיזו מידה הפיק הפיקוח על הבנקים תועלת ממיקומו בבנק ישראל בניהול משברים, הן כפועל יוצא מסמכויותיו הן כתוצאה ממעמדו ויוקרתו של הבנק המרכזי במשק (אין לראות בניתוח זה כשלעצמו הערכה כוללת של תרומת הפיקוח ליציבות הבנקים). אף שמהירות התגובה היא היתרון הגדול ביותר הנובע משילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי, הניסיון הישראלי מעיד במקרים רבים על תגובה אטית מאוד של בנק ישראל למשברים. וכמעט בכלם גולגל החילוץ עצמו לממשלה. מכאן שבנק ישראל לא מילא ברוב המקרים את תפקידו כמלווה של המוצא האחרון. נמחיש זאת באמצעות המשברים הפיננסיים שאירעו מאז שנות השמונים.

(א) משבר ויסות מניות הבנקים. ויסות מניות הבנקים החל בראשית שנות השבעים של המאה העשרים. הוויסות יצר בועה במחירי מניות הבנקים שהלכה והתנפחה. כבר בסוף שנות השבעים היה ברור לפיקוח על הבנקים ולנגיד שיש לעצור את התהליך. כלומר, המידע היה זמין בידיהם וכך גם יכולת האבחנה של הבעיה והשלכותיה. אף על פי כן הם לא נקטו צעדים כלשהם עד שהבועה התפוצצה באוקטובר 1983 וגרמה משבר חמור.

הוועדה לחקירת ויסות מניות הבנקים (ועדת בייסקי, 1986) הטילה את האחריות למשבר, בין היתר, גם על נגידי בנק ישראל ועל המפקחים על הבנקים בתקופת התהוותו (ראו פרק 18 בדוח): 'עניין ויסות המניות הבנקאיות לא יכול היה להתפתח ולהגיע לממדים כפי שהגיע אלמלא עמדו בנק ישראל והפיקוח על הבנקים מן הצד, ואפשרו בקלות כזו לבנקים לפתח את הוויסות כמעט ללא מצרים'.²⁴

24 דברים דומים אמר מבקר המדינה (1984: 88): 'הבנקים לא יכלו לווסת ולטפח את שערי מניותיהם בדרך שעשו זאת, בלא הסכמה, במפורש או מכללא, של בנק ישראל – הנגידים והמפקחים של הבנקים'.

זאת ועוד נכתב בדוח:

מן החומר אשר הזכרנו בפרק זה עולות שתי מסקנות: האחת, כי לפחות משנת 1978 הייתה בבנק ישראל מודעות לוויסות ולהשלכותיו השליליות על המדיניות המוניטרית, שוק ההון, המשקיעים והבנקים. המסקנה האחרת היא, כי לאורך כל התקופות לא ננקטו על ידי בנק ישראל פעולות ממשיות לשם חיסול התופעה, לא בדרך של הפעלת סמכות שבחוק כלפי הבנקים, לא בדרך של הפעלת פיקוח יעיל, לא בהפעלת רשויות אחרות הנוגעות בדבר לשם תכנון משותף, כדי לגבור על התופעה השלילית, וגם לא בהכנת תוכניות פעולה לעתות חרום. מבחינת שתי המסקנות הנזכרות אין מדובר אפוא בחכמה לאחר מעשה.

לאחר התפרצות המשבר הובילה הממשלה את הפתרון. כחלק ממנו היא החליטה להבטיח את ערך המניות לבעליהן, הסדר שעלותו הסתכמה בכ-7 מיליארד דולר מקופת המדינה. כלומר, בנק ישראל לא הגיב במהירות, לא היה שותף להתוויית הפתרון²⁵ ולא השתתף במימונו. בדוח מבקר המדינה (1984) ציין המבקר שבנק ישראל הודיע לו ש'הוא לא היה שותף בגיבוש עקרונות ההסכם וכי בדיונים שהתקיימו לאחר מכן הוא ראה את תפקידו כיועץ מקצועי בלבד'.

(ב) משבר האשראי לקיבוצים. חובה של ההתיישבות הקיבוצית למערכת הבנקאות הלך ותפח במחצית הראשונה של שנות השמונים, מעבר ליכולתם של הקיבוצים לפרוע אותו. הבעיה החמירה עוד יותר לאחר תכנית הייצוב (1985), כאשר במשך תקופה ארוכה הרקיעה הריבית הראלית במשק לעשרות אחוזים לשנה במונחים ראליים. עקב כך גדל חוב הקיבוצים במהירות ואיים על יציבות הבנקים. גם במקרה זה הפיקוח על הבנקים זיהה את הבעיה, אך במשך תקופה ארוכה לא נקט פעולה. מבקר המדינה (1990) ביקר בחריפות את פעילותו של המפקח על הבנקים ובמיוחד את אטיות תגובתו:

כבר בראשית 1985 הגיע המפקח למסקנה שהאשראי לקיבוצים הפך לגורם רציני ומשמעותי העשוי להשפיע על מצבם של הבנקים. מאז החמיר המצב בהתמדה. המפקח היה יכול למנוע, או לפחות

25 אין באמירה זו התייחסות לטיב הפתרון, אלא לאי־שיתופו של בנק ישראל בלבד.

לצמצם, את גידול החוב, שהסיכון הכרוך בו הלך וגבר, באמצעים אשר עמדו לרשותו. הימנעות מפעולה לא היה בכוחה למנוע את המשבר. היא דחתה ואף החמירה אותו, שכן בעקבות ההימנעות נדחתה גם הפעולה המתקנת בקיבוצים, והמשבר פרץ בעת שהחוב היה גדול יותר וההפסדים כבדים יותר.

בעקבות פניית התנועה הקיבוצית, נחתם הסדר בדצמבר 1989 בין הממשלה, הבנקים והקיבוצים, שהביא לפתרון המשבר. גם הפעם חלקו של הציבור בפתרון המשבר מומן בידי משרד האוצר,²⁶ ובנק ישראל לא מילא את תפקידו כמלווה של המוצא האחרון.²⁷

על שני המשברים הללו כותב פרוש (2004): 'בכל המשברים שמנינו הואשם בנק ישראל והפיקוח על הבנקים בחוסר נחישות ובהססנות בנקיטת צעדים למניעת משבר או למזעור נזקיו, שעה שהיה כבר בפניו מידע על העלול להתרחש'.

3.1 משברים בבנקים יחידים

בסעיף זה ננתח רק אירועים שבסופו של דבר התפתחו למשבר פומבי וחיבו מעורבות גלויה של בנק ישראל. כמה סימנים מעידים שמאז 1985 ייתכן שהיו אירועים נוספים שבהם נקלעו בנקים מסחריים לקשיי נזילות, אך בסופו של דבר הם נחלצו מהמשבר. מאחר שאין מידע גלוי על אירועים אלה ועל מעורבות המפקח על הבנקים בפתרוןם, לא נוכל לדון בהם.

בנק צפון אמריקה. בנק צפון אמריקה התמוטט באוגוסט 1985 בעקבות מעילה של הבעלים. פרוש (2004) מציין:

26 במסגרת ההסדר מחקו הבנקים חוב של מיליארד ש"ח, והממשלה מימנה 650 מיליון ש"ח. כן הפקידה הממשלה בבנקים כ-3 מיליארד ש"ח בריבית נמוכה למחזור חוב הקיבוצים. התרומה העיקרית של הממשלה למימון החוב הייתה עקיפה: הממשלה הסכימה לשנות ייעוד של קרקעות חקלאיות שברשות הקיבוצים מקרקע חקלאית לקרקע למגורים. השבחת ערך הקרקע תיועד בחלקה למימון החזר החוב.

27 לדעת המפקח על הבנקים, 'משבר הקיבוצים אינו דוגמה רלוונטית לניתוח האמור, שכן לבנקים לא הייתה בעיית נזילות ולא בעיית סולבנטיות. המטרה הייתה לחלץ את הקיבוצים והמושבים ממשבר ולא את הבנקים. העובדה שהבנקים היו אחד הנושים העיקריים שהשתתפו בהסדר אינה מצדיקה מימון של בנק ישראל באף אחד מכובעי הסיוע'.

נגיד בנק ישראל הקים ועדת יחיד, של אדם בלתי תלוי, כדי לבחון את הנהלים של מתן רשיון לניהול בנק ולבודק אם הפיקוח על הבנקים היה יכול לגלות מוקדם יותר את האירועים שגרמו לנפילת הבנק. הבודק מצא פגמים בהליך מתן הרשיון וקבע שהפיקוח על הבנקים איתר את רוב הפעולות הבלתי תקינות שעשו מנהלי הבנק ובעליו עוד לפני נפילתו. הבודק אף הציע שורת המלצות.

נפילת בנק צפון אמריקה, אף שהפיקוח על הבנקים איתר את רוב הפעולות הבלתי תקינות עוד לפני נפילתו (כמאמר הבודק), מעידה כי במקרה זה פעל הפיקוח על הבנקים באטיות. מכל מקום, נראה כי מיקומו של המפקח בבנק ישראל לא סייע בידו למנוע את פשיטת הרגל. בעקבות משבר בנק צפון אמריקה פיתח הפיקוח על הבנקים כלים ושיטות לאיתור איתותי אזהרה לנפילת בנק (שם).²⁸

הבנק למסחר. הבנק למסחר הגיע לפשיטת רגל ב־2002 בעקבות מעילה גדולה. מרגע שהתגלתה המעילה פעל בנק ישראל במהירות. לבנק מונה מנהל מורשה, והוא נסגר זמנית. בה בעת פנה הנגיד לממשלה כדי שזו תאשר לו להפעיל את סמכותו לערוב לפיקדונות הלקוחות (למעט אנשים הקשורים במעילה ובעלי השליטה). כן הודיע הממונה על התחום המוניטרי בבנק ישראל כי מכסת ההלוואות לרשות המערכת הבנקאית תוגדל על מנת למנוע חוסר בניזילות, אם יתגלגל המשבר לבנקים אחרים. כלומר, במקרה זה פעל בנק ישראל במהירות ומילא את תפקיד המלווה לעת מצוקה.

הבנק לפיתוח התעשייה. בשנת 2002 נקלע הבנק לפיתוח התעשייה למשבר. ראשית של המשבר הסתמנה כבר ברבעון האחרון של 2001, כאשר הבנק הציג הפסד של 6 מיליון ש"ח באותו רבעון ו־20 מיליון ש"ח ב־2001 כולה. כן פחתה הלימות ההון של הבנק. בחודש פברואר 2002 הודיע הבנק לבורסה כי הלימות ההון ירדה מהיעד של 15%. המשבר בבנק הלך והחריף בהדרגה: בחודש מרס הוא פרסם את הדוח השנתי לשנת 2001, וממנו עלה שהבנק עבר להפסד; בחודש מאי הוא דיווח על הפסד גדול ברבע הראשון

28 לצערנו, המפקח על הבנקים סירב להעמיד לרשותנו את דוח הבודק, אף שחלפו 20 שנים מהאירוע. במקום זאת ציין המפקח על הבנקים כי 'בנק ישראל פעל כאן כשילוב של מלווה של מוצא אחרון עם מבטח פיקדונות'. כן ציין כי לדעתו, 'במקרה זה העובדה שהפיקוח על הבנקים היה בבנק ישראל תרמה לטיפול ולמהירות התגובה'.

של שנת 2002; מתחילת מאי ניכרה משיכת פיקדונות מהבנק בקצב הולך וגובר; ביולי הבנק לא הצליח לגבות אשראי בקצב נאות; באוגוסט המשבר הגיע לשיאו, וניכרו סימני בהלה בקצב משיכת הפיקדונות. ב־20 באוגוסט פנה הבנק לבנק ישראל וביקש רשמית קו אשראי מיוחד. בנק ישראל נענה ומאז הזרים אשראי לבנק, שיתרתו הלכה וגדלה עד 2.1 מיליארד ש"ח בסוף 2002. ביולי 2003 אישר הקבינט הכלכלי חברתי את הצעתם של משרד האוצר ובנק ישראל לסגור את הבנק בכל מה שקשור לקבלת פיקדונות ולקבלת אשראי, אך לאפשר לו להמשיך ולפעול כדי שיוכל לממש את נכסיו עד סוף 2006. כן נקבע כי משרד האוצר יקבל עליו את האחריות לקו האשראי בסך של 2.3 מיליארד ש"ח שהעמיד בנק ישראל לרשות הבנק.

הערכת תפקודו של בנק ישראל באירוע זה קשה מהרגיל, שכן הממשלה החזיקה ב־65% ממניותיו, ואילו ביתרה החזיקו שלושת הבנקים הגדולים. מאחר שהממשלה הייתה בעלת השליטה העיקרית פנה בנק ישראל למשרד האוצר ולרשות החברות החל בחודש מאי בדרישה שאלה יחזקו את הבנק בהון ובאמצעים נזילים. משרד האוצר היה מעוניין להפריט את הבנק ובחן אפשרויות אחרות לשינוי מבנה ההון בבנק, ואף הגיש את הצעתו באמצע אוגוסט. בנק ישראל לא קיבל את הצעת האוצר ודרש שוב משר האוצר לפתור את בעיית הנזילות והלימות ההון של הבנק.

המחלוקות בין שני המשרדים על מהלך העניינים ועל תפקודו של כל אחד מהם היו גדולות, ואין בידינו המידע הנדרש כדי להכריע ביניהם. אולם אנו מעוניינים לבחון רק את מהירות תגובתו של הפיקוח על הבנקים במשבר זה ואם הוא הפיק תועלת ממיקומו בבנק ישראל.

ראשית, כמלווה של המוצא האחרון: המחלוקת בעניין זה על האחריות להתפתחות האירוע בין האוצר ובנק ישראל אינה מחלוקת בין שני קובעי מדיניות, אלא בין בנק ישראל כמפקח לבין הממשלה כבעלים של הבנק. לפיכך היה על בנק ישראל לנהוג כמו בכל מקרה אחר שבו הבעלים אינו ממלא את הוראותיו. כלומר, להעמיד לרשות הבנק את הנזילות הנדרשת, לדעתו, עוד לפני חודש אוגוסט.²⁹ גם הפנייה של בנק ישראל אל הבעלים להשלמת הון ונזילות הגיעה מאוחר יחסית – בחודש מאי 2002, ואילו

29 המפקח על הבנקים, יואב להמן, טען: 'בנק ישראל ליווה מקרוב את התהליך ושימש כמלווה של המוצא האחרון באופן רציף, וכשנכנס הבנק לגירעון בחשבון, העמיד לו הלוואה מיוחדת לפי סעיף 8(א). עוד, לדעתו, 'התיאום בין הפיקוח והנגיד ודאי סייע לתהליך'. בקשתנו להציג לפנינו את דוחות הבדיקה בנושא זה לא נענתה.

תחילתו של המשבר הייתה ברבעון האחרון של 2001. משום כך גם באירוע זה נראה כי בנק ישראל פעל מאוחר מאוד וכפועל יוצא מזה החמיר מצבו של הבנק לפיתוח התעשייה.

שנית, במקרה זה, יותר מבכל משבר אחר, נראה כי הפיקוח על הבנקים לא הפיק תועלת מהמוניטין ומהאמינות של בנק ישראל כבנק מרכזי. השתלשלות העניינים, פומביות הוויכוח והטענות החריפות שהושמעו בעניין רגיש כל כך בין בנק ישראל לבין משרד האוצר, מעוררים חשש כבד שהם הושפעו גם מהמחלוקת הקשה בין שני המוסדות הללו על המדיניות המוניטרית. כלומר, לא רק שהפיקוח על הבנקים לא הפיק תועלת ממיקומו בבנק ישראל, אלא הוא, כנראה, נפגע ממנה. בתגובה חוזרת סביר להניח שתוצאת הטיפול במשבר הבנקאי פגעה ביכולתו של בנק ישראל לנהל מדיניות מוניטרית אפקטיבית.

4. סיכום

מיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל מעורר בעיות של ניגודי עניינים במישורים אחדים, והראשון הוא ניגוד בין מטרת היציבות לבין ניהול המדיניות המוניטרית. ייתכן שהיה ניגוד עניינים בפועל בחלק מהשנים 1986 עד 1996, אולם קשה להעריך באיזו מידה הוא נבע מדאגה ליציבות הבנקים, אם בכלל, או מהתחשבות במצב התעסוקה והאבטלה, משום שיציבות הבנקים מתואמת עם מצב המשק. סקירת עמדות בנק ישראל בשנים אלה מעידה כי השינויים במדיניות המוניטרית נבעו בעיקרם משינויים בסדר העדיפויות שניתן ליעד האינפלציה לעומת שיעור האבטלה.

ניגוד עניינים ברור יותר קיים בין המדיניות לשמירת יציבות הבנקים לבין המדיניות המוניטרית באמצעות התחרות כמשתנה מתווך. הגברת התחרות בשוק הפיננסי תורמת לשיפור התמסורת בין המדיניות המוניטרית לבין ריביות השוק וכך היא מגבירה את יעילותה. את הגברת התחרות אפשר היה להשיג בשני אמצעים: הסרת מעורבות הממשלה בשוק ההון וצמצום הריכוזיות בבנקאות. הצעד הראשון אינו עומד בניגוד עניינים ליציבות הבנקים, ולכן בנק ישראל יזם ועשה מהלכים רבים להפחתת המעורבות הממשלתית בשוק ההון, שאכן תרמו גם לשיפור מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית. אך צמצום הריכוזיות תבע מחיר באינטרס אחר של בנק ישראל – יציבות הבנקים. נראה שכתוצאה מכך הוא פעל לצמצום הריכוזיות בתקופה קצרה יחסית (1987-1996), ובתקופות ארוכות אף

תרם להגברת הריכוזיות בבנקאות באמצעות עידוד מיזוגים. גם בניהול משברים פיננסיים לא הפיק הפיקוח על הבנקים יתרון מהימצאותו בבנק ישראל. תגובה מהירה חיונית במשברים פיננסיים. בלעדיה ייתכן שיהיה מאוחר מדי להציל את הבנק הנמצא בקשיים, וגם אם יהיה הדבר אפשרי, סביר להניח שהחילוץ יתייקר במידה רבה, משום שתלך ותגבר הסכנה לדליפת מידע ולכן גם למשיכת פיקדונות. תפקידו של בנק ישראל כמלווה של המוצא האחרון מאפשר להלכה לפיקוח על הבנקים להגיב למשבר במהירות ולחסלו בעודו באבו. הפיקוח על הבנקים היה יכול גם להפיק תועלת מהמוניטין של בנק ישראל במשק בניהול המדיניות המוניטרית וכיועץ כלכלי של הממשלה. ואף על פי כן תגובתו של בנק ישראל לרוב המשברים בבנקאות הייתה אטית מהרצוי, וברובם הוא לא מילא את תפקיד המלווה של המוצא האחרון.

חלק שלישי השלכות המיקום של רשויות הפיקוח על שוק ההון במשרדי הממשלה

מחקרים רבים ניתחו את ההשלכות של מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי (ראו חלק ראשון בפרק זה), אבל ההשלכות של מיקום רשויות הפיקוח על שוק ההון במשרדים ממשלתיים לא נותחו כלל. אמנם מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי שכיח יותר, אך גם התופעה האחרת אינה נדירה ברחבי העולם. מידת העצמאות הרבה ביותר שררה בשנת 1984 ברשויות הפיקוח על ניירות ערך – 76% מהן היו עצמאיות; מתחתן ברשימה נמצאות רשויות הפיקוח על הביטוח – 51% מהן היו עצמאיות; בתחתית הרשימה ניצבות רשויות הפיקוח על הבנקים – רק 30% מהן היו עצמאיות (לוח 2 ותרשים 2 להלן). רשויות הפיקוח שנוהלו במישרין בידי משרדים ממשלתיים מוקמו ברובן במשרד האוצר (ראו לוח נ-3 להלן).

לוח 2 מיקום רשויות הפיקוח ב־76 מדינות, לפי ענף; 2004 לעומת 1984

| 2004 | | | | | | | |
|------------|-----------------|-----------------|------------|-----------|-------------|------------|-------------------|
| סך הכול | חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | עצמאי בחלקו | עצמאי | ענף / מספר רשויות |
| 78 | 1 | 0 | 3 | 38 | 2 | 34 | בנקים |
| 76 | 1 | 5 | 12 | 8 | 4 | 46 | ביטוח |
| 74 | 1 | 0 | 3 | 6 | 2 | 62 | ניירות ערך |
| 228 | 3 | 5 | 18 | 52 | 8 | 142 | סך הכול* |

| 1984 | | | | | | | |
|------------|-----------------|-----------------|------------|-----------|-------------|------------|-------------------|
| סך הכול | חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | עצמאי בחלקו | עצמאי | ענף / מספר רשויות |
| 78 | 0 | 1 | 6 | 46 | 2 | 23 | בנקים |
| 76 | 0 | 11 | 18 | 5 | 3 | 39 | ביטוח |
| 71 | 0 | 2 | 6 | 7 | 2 | 54 | ניירות ערך |
| 225 | 0 | 14 | 30 | 58 | 7 | 116 | סך הכול** |

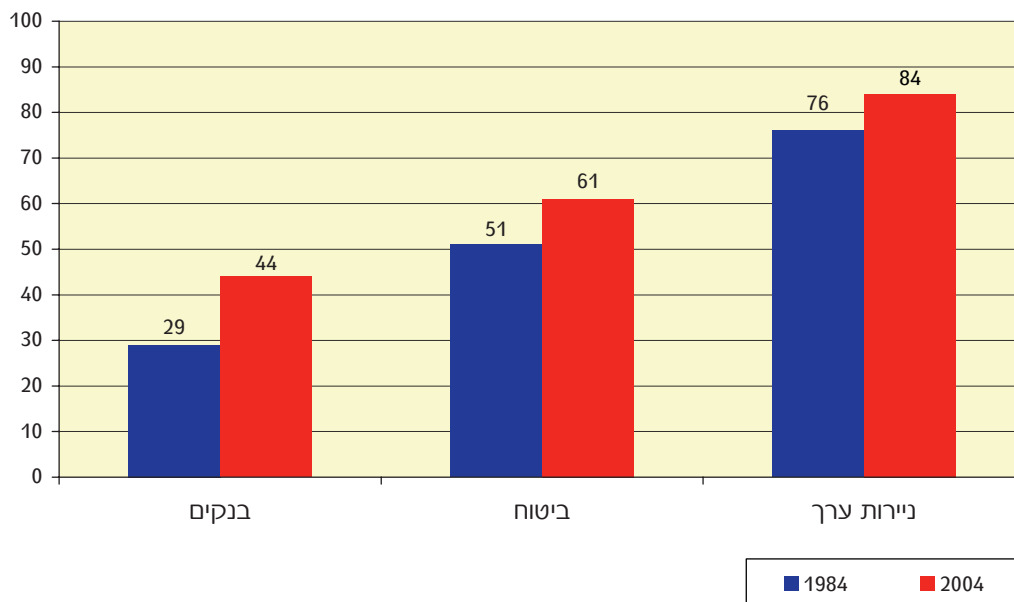
* לגואטמאלה ולבוטסוואנה אין מוסד רשמי לפיקוח על ניירות ערך (נכון לשנת 2004), ולאוצרות הברית ולצרפת יש שתי רשויות לפיקוח על הבנקים.

** לאיי קיימן, לבוטסוואנה, לגואטמאלה, לדנמרק ולשווייץ לא היה מוסד רשמי לפיקוח על ניירות ערך (נכון לשנת 1984), ולאוצרות הברית ולצרפת יש שתי רשויות לפיקוח על הבנקים.

מקור: Curtis, 2004 ועיבודי המכון הישראלי לדמוקרטיה.

מאמצע שנות התשעים ניכרת בעולם מגמה של הענקת עצמאות למספר הולך וגדל של רשויות פיקוח. משקל הרשויות העצמאיות גדל מ-52% ב-1984 ל-62% בשנת 2004 (תרשים 2). מטבע הדברים, שיעור הגידול המהיר ביותר היה בענף הבנקאות, משום שמלכתחילה שיעור הרשויות העצמאיות בענף זה קטן בהרבה מבענפים פיננסיים אחרים.

תרשים 2 שיעור רשויות הפיקוח העצמאיות בענף, 2004 לעומת 1984



על אף הגידול במספר הרשויות העצמאיות המפקחות על שוק הכספים וההון, עדיין אפשר למצוא לא מעט מדינות שהמפקחים בהן מוצבים במשרדים ממשלתיים. לדוגמה, 12 מפקחים על הביטוח ו-3 מפקחים על ניירות הערך ימצאו במשרדי האוצר של מדינות כגון טורקיה, ספרד, צרפת וישראל (התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה מופיעה בלוח נ-3 להלן). מיקום רשויות פיקוח על שוק ההון במשרדים ממשלתיים יוצר ניגודי עניינים פוטנציאליים בין ההסדרה הנדרשת של הפעילויות הפיננסיות לבין מדיניות הממשלה בנושאים שונים. להלן נציג את העיקריים שבהם.

1. ניהודי עניינים פוטנציאליים בין הפיקוח על קופות הפנסייה לבין מדיניות הממשלה

פוטנציאל ניהודי העניינים גבוה במיוחד בין ההסדרה של תכניות הפנסייה לבין המדיניות הכלכלית של הממשלה בתחומי פעולה אחרים. העלייה בתוחלת החיים בעשורים האחרונים גרמה גידול ניכר בגירעון האקטוארי של קופות הפנסייה במדינות רבות. הגירעון של קופות הפנסייה הוא מבני, ולכן הפתרונות המוצעים מתמקדים בשלושה מישורים: הפחתת הזכויות של העובדים בגיל הפרישה, הגדלת ההפרשות של העובדים בגיל העבודה והגדלת התרומה של המעבידים לקופות הפנסייה. נוסף על כך יש המעריכים שעל הממשלה להשתתף בכיסוי הגירעון כתמריץ שידרבן את כל הגורמים הנוגעים בדבר להסכמה.

רשות פיקוח עצמאית אינה יכולה להשלים עם גירעון אקטוארי, משום שהוא יוביל בעתיד להתמוטטות הקופות. יתרה מזו, מדיניות של שב ואל תעשה עלולה להביא לידי פרישה של חלק מהעמיתים מהקופות ולידי פשיטת רגל שלהן הרבה לפני שיתממש הגירעון האקטוארי. קשה מאוד להעריך את הדינמיקה של תהליך כזה, משום שהוא אטי מאוד. לעתים קרובות מדובר בגירעון שיתממש רק כעבור עשרים שנים ואף יותר. מנגד, אופק התכנון של ממשלות קצר יחסית, ולכן השרים ייטו לדחות את הפתרון במשך זמן רב. בעקבות זאת יתרחבו ממדי הבעיה, ויקשה עוד יותר לפתור אותה.

בעלי קופות הפנסייה עלולים להימנע מנקיטת צעדים הולמים בשל הקושי לגבש הסכמה ביניהם לבין העובדים והמעסיקים. יתרה מזו, ייתכן שהם יצפו לכך שהממשלה תציל את הקופות מפשיטת רגל, משום שקופות פנסייה מנהלות חלק גדול מהחיסכון של משקי הבית, והתמוטטותן עלולה לגרום נזק מקרו־כלכלי. לפיכך, בדומה לבנקים, מתקיים גם בקופות הפנסייה המאפיין הקובע 'גדול מכדי ליפול'. גם העובדים ומעסיקהם ערים לכך שאין הממשלה יכולה להרשות לקופות הפנסייה ליפול, ולכן גם הם יימנעו מלנקוט יזמה ואולי אף ינסו לטרפד יזמה כזאת, משום שהיא תתבע מהם להקריב כספים.

מפקח עצמאי היה מעמיד את יציבות הקופות כמטרה עליונה, ולכן היה נוקט אמצעי אחד או כל האמצעים הנדרשים שצוינו לעיל כדי לאן בין משאבי הקופות לבין שימושיהם מוקדם ככל האפשר. אבל מפקח הכפוף למשרד ממשלתי יעדיף לצמצם ככל האפשר את חלקה של הממשלה

בפתרון. לחלופין הוא יפעל על פי אופק התכנון של הממשלה וייטה לדחות את הפתרון זמן ממושך.

בעיה אחרת קשורה בהרכב התרומות של העובדים והמעסיקים לפתרון הגירעון. המדיניות הכלכלית של הממשלה רואה לנגד עיניה גם מטרות שאינן קשורות ליציבותן של קופות הפנסייה, ובראשן הדאגה לצמיחת התוצר ולתעסוקה מלאה. מימוש המטרות הללו מחייב מסדר אמצעים שלא בהכרח עולה בקנה אחד עם המטרות של העובדים ומעסיקיהם. במיוחד קיים ניהוד עניינים פוטנציאלי בין האינטרס של העובדים בקופות הפנסייה לבין מכלול האינטרסים של הממשלה. שתיים מהמטרות המרכזיות של מדיניות הממשלה הן הגברת הצמיחה והגברת התעסוקה. בפתרון הגירעון האקטוארי של קופות הפנסייה מטרות אלה מובילות את הממשלה להעדיף בראש וראשונה פגיעה בזכויות המוקנות לעובדים, כגון העלאת גיל הפרישה. האמצעי השני מנקודת ראות הממשלה הוא הגדלת ההפרשה של העובדים, ורק במקום השלישי באה הגדלת ההפרשה של המעסיקים. הממשלה תעדיף להקטין ככל האפשר את תרומת המעסיקים, משום שהגדלת עלות העבודה עלולה לפגוע בתעסוקה, בצמיחה ובכושר התחרות של המשק עם חו"ל. דוח ועדת פוגל (הצעה למדיניות פנסיונית כוללת, 1994) בישראל ציין במפורש את מיתון ההשפעה על עלות העבודה כאחד השיקולים בבחירת הפתרון הרצוי.³⁰ דאגתו של מפקח עצמאי צריכה להיות נתונה להגנה על כספי החוסכים בלבד, וכנגזרת ממנה – שמירה על יציבות קופות הפנסייה. משום כך אין הוא אמור לשקול את ההשלכות של הפתרון הרצוי על עלות העבודה במשק.

ניהוד עניינים שלישי נובע מתפקידה של הממשלה בשוק העבודה. הממשלה מנהלת משא ומתן עם האיגודים המקצועיים על הסכמי שכר קיבוציים וכן על תנאי העסקתם של העובדים. הדאגה ליציבות ביחסי עבודה עלולה להתנגש במדיניות הנדרשת לשמירת היציבות של קופות הפנסייה. כאשר הסדרת הפעילות של מוסדות החיסכון נמצאת באחריותה הישירה של הממשלה יש חשש שהיא תשתמש במשא ומתן עם האיגודים המקצועיים באמצעים שעלולים לפגוע ביציבות המתווכים הפיננסיים, או לחלופין באמצעים שיתמרצו את המתווכים הפיננסיים על חשבון יעדים משקיים אחרים. במקח וממכר מסוג זה הממשלה עלולה לסחור בחובת

30 ראו שם, לדוגמה, עמ' 3, 19, 45.

ההפקדה של חלק מן המשאבים שמנהלות הקופות במשרד האוצר וכן בחופש ההשקעה של מנהלי הקופות בנכסים בארץ או בחו"ל, בשיעורי התשואה וכדומה.

חשש גדול יותר לניגוד עניינים קיים כאשר האיגוד המקצועי הוא גם הבעלים של קופות הפנסייה. במקרה זה ייתכן שמפקח הכפוף לשר בממשלה יימנע מנקיטת צעדים נגד מנהלי הקופות, אם אלה יפגעו ביחסים שבין האיגודים לבין הממשלה. לדוגמה, במחצית השנייה של שנות התשעים העריך המפקח על שוק ההון בישראל כי לשם הבטחת היציבות של קופות הפנסייה יש למנות להן מנהלים מורשים. אולם הממשלה חששה שמינוי מנהלים מורשים בתקופה של מתיחות רבה ביחסי העבודה עם הסתדרות העובדים עלול לשבש את הפעילות במשק. לכן היא נמנעה מיישום המלצות המפקח. אילו היה המפקח על הביטוח עצמאי, הוא היה מוודא את יציבותן של הקופות ומתעלם מהשלכות הצעדים הנדרשים על היחסים שבין הממשלה לבין האיגודים המקצועיים. יתרה מזו, סביר להניח שגם האיגודים המקצועיים לא היו מצפים שהמפקח ישקול מטרות שאינן בתחום אחריותו.

2. ניגודי עניינים פוטנציאליים בין הפיקוח על הביטוח לבין מדיניות הממשלה

בענף הביטוח, ובייחוד בענף הרכב, יש חשש שמפקח הכפוף לשר בממשלה ינקוט מדיניות של סבסוד צולב בין כמה פעילויות משיקולים חברתיים, למשל צמצום האי־שוויון הכלכלי. סבסוד צולב ייתכן בשני מישורים עיקריים: ראשית, בין שני רכיבי הביטוח של רכב, כלומר בין ביטוח החובה שנועד לפצות את הנפגעים בגוף או בנפש בתאונות דרכים, לבין הביטוח המקיף, שנועד לפצות את הבעלים על נזק שנגרם לרכב. הסדרת הפעילות בביטוח רכב על ידי מפקח הכפוף לשר עלולה להביא לצמצום הפרמיה לביטוח חובה ולהגדלת הפרמיה על ערך הרכב. שנית, ייתכן סבסוד צולב בין לקוחות בשני רכיבי הביטוח. לדוגמה, עד שנת 2001 ביטוח החובה בישראל היה אחיד לכל בעלי הרכב בלי קשר לסיכוי של הנהג או של רכבו לגרום תאונה.

אמנם שני סוגי הסבסוד האלה מצמצמים את האי־שוויון הכלכלי, אך במחיר של הגדלת הסיכוי לתאונות דרכים ולפגיעה בנפש. פרמיה אחידה לרכב קטן ולרכב גדול, לרכב ממוגן היטב ולרכב נטול הגנה מיוחדת, לרכב חדש ולרכב ישן, מתעלמת מההשלכות של מאפייני הרכב על הסיכוי לגרימת

תאונה ומעצמת הפגיעה הצפויה בנוסעים. לכן היא תורמת להגדלת תוחלת הנזק מתאונות דרכים.

מפקח עצמאי לא היה מתחשב בשיקולי האי-שוויון הכלכלי בבואו להסדיר את הפעילות בענף ביטוח הרכב, וכך היו נמנעים העיוותים והנזקים הנובעים מהתחשבות בשיקולים זרים לעניין.

3. ניגודי עניינים פוטנציאליים בין הפיקוח על ניירות ערך לבין מדיניות הממשלה

הסדרת הפעילות בניירות ערך נגזרת משתי מטרות – יציבות פיננסית והגנת הצרכן. לעומת זאת קובץ המטרות של הממשלה רחב יותר וכולל גם האצת הצמיחה של התוצר והתעסוקה. מפקח הכפוף למרותו של שר בממשלה ייטה להתחשב במכלול המטרות של הממשלה. עקב כך ייתכן שהמפקח יקל את כללי הרישום של מניות למסחר בבורסה כדי לעודד השקעות במשק. המפקח עלול גם לאמץ כללי רישום וכללי חשבונאות המפלים לטובה יחידות כלכליות או פעילויות שהממשלה מעדיפה, כגון השקעות זרות ומפעלים גדולים.

מפקח הכפוף לשר בממשלה עשוי גם להקל על רישוי חברות שלממשלה יש עניין מיוחד בהן ואף של חברות שבעליהן מקורבים לשלטון. הממשלה היא גם הבעלים של חברות עסקיות הנסחרות בבורסה, ולכן יש לה עניין ישיר בהסדרת פעילותן ובפיקוח עליה. היא מגייסת הון למימון גירעונה, ולכן יש לה עניין בהוזלת מחיר המימון. המפקח יכול להגביר את כושר התחרות של הממשלה עם מגייסי הון פרטיים במשק באמצעות קביעת מגבלות המיועדות להבטחת היציבות של משקיעים מוסדיים, כדי להגדיל מעבר לרצוי את האטרקטיביות היחסית של אגרות חוב ממשלתיות.

4. ניגודי עניינים פוטנציאליים בין הפיקוח על שוק ההון לבין המדיניות המוניטרית

מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי הוא תופעה שכיחה למדי גם היום. אולם במדינות אחדות גם הפיקוח על פעילויות פיננסיות אחרות ממוקם בבנק המרכזי. בשמונה מדינות הפיקוח על הביטוח ממוקם בבנק המרכזי, למשל באירלנד ובסינגפור, ובשש מדינות הפיקוח על ניירות ערך ממוקם בבנק המרכזי, למשל בבחריין ובאורוגוואי (לוח נ-3 להלן). מיקומן של רשויות אלה בבנק המרכזי יוצר ניגוד עניינים פוטנציאלי, הדומה לניגוד העניינים שבין הפיקוח על הבנקים לבין המדיניות המוניטרית. כלומר, יש

חשש שהמדיניות המוניטרית תושפע מאחריותו של הבנק המרכזי ליציבות המתווכים הפיננסיים. יתרה מזו, ככל שהיקף הפעילות בשוק הכספים וההון הנתונה לפיקוח הבנק המרכזי גדול יותר, כך גדולה יותר הסכנה של ניגוד עניינים, כי מוטת הענפים שהבנק אחראי ליציבותם גדולה יותר.

נספחים

לוח נ-1 סיכום הטיעונים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי

| שיקולים (בסדר חשיבות יורד) | טיעונים בעד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי | טיעונים בעד הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי | הערכת הטיעונים בישראל |
|---|---|--|--|
| <p>יחס הגומלין בין מדיניות מוניטרית לפיקוח על הבנקים</p> | <p>1. בין יציבות מוניטרית ליציבות פיננסית שורר יחס השלמה.</p> <p>2. המערכת הבנקאית היא ערוץ תמסורת מרכזי למדיניות מוניטרית.</p> <p>3. עיסוקו של הבנק המרכזי בפיקוח מבטיח שביני את תגובת הבנקים לשינויים בריבית ובזמינות הרזרבות, החיונית לתכנון המוניטרי.</p> <p>4. בנק מרכזי העוסק בפיקוח מביא בחשבון את השפעות מדיניותו על איתנותם של הבנקים במשק.</p> <p>5. היכולת להשפיע על הבנקים באמצעות לחצי הסדרה נותנת משנה כוח למדיניות המוניטרית.</p> <p>6. ניהודי עניינים בין יציבות מחירים לבין יציבות פיננסית אינם כורח: במרבית הבנקים המרכזיים מחלקת הפיקוח מופרדת וממוזרת. נוסף על כך אין בהכרח תחלופה בהשגת יציבות מקרו־כלכלית ויציבות פיננסית. הדבר תלוי במשך הזמן שיהיה שינוי נתון בריבית, במבנה המאזן של הבנק וכד'.</p> | <p>1. בין השגת יעדי היציבות המקרו־כלכלית לבין יעדי היציבות הפיננסית שורר יחס תחלופה בטוח הקצר.</p> <p>2. חשש פן עיסוק בפיקוח יסיח את דעת עושי המדיניות בבנק המרכזי מן המדיניות המוניטרית (במיוחד בעת משבר פיננסי).</p> <p>3. חשש מפני ניהודי עניינים, המתבסס על: (א) השימוש במכשיר אחד (הריבית) להשגת יעדי יציבות המחירים והיציבות הפיננסית. (ב) האופי המחזורי המנוגד של המדיניות המוניטרית (אנטי־מחזורית) והפיקוח על הבנקים (פר־מחזורי).</p> | <p>בהקשר הישראלי יש ניהוד עניינים ברור בין המדיניות לשמירת יציבות הבנקים לבין המדיניות המוניטרית דרך התחרות כמשתנה מתווך. בנק ישראל נמצא מהגברת התחרותיות במערכת הבנקאית ובמשך תקופות ארוכות אף עודד את הריכוזיות בשל החשש ליציבות הבנקים.</p> |

לוח נ-1 (המשך) סיכום הטיועונים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי

| הערכת הטיועונים בישראל | טיעונים בעד הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי | טיעונים בעד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי | שיקולים (בסדר חשיבות יורד) |
|--|---|---|-------------------------------------|
| <p>גם במישור זה לא הפיק הפיקוח על הבנקים יתרון משילובו בבנק ישראל. הניסיון הישראלי מוכיח כי אין בכוחו של בנק ישראל להתמודד עם משברים בלא עזרת הממשלה. תגובתו של בנק ישראל לרוב המשברים הייתה אטית מהרצוי, וברובם הוא לא מילא את תפקיד המלווה של המוצא האחרון. הדבר מחזק את טיועוני המצדדים בהפרדה.</p> | <p>1. טיועונים כמו לעיל. 2. בימינו הסתערויות על הבנקים אינן נפוצות. 3. במשקים הנהנים מיציבות פיננסית עיקר הדאגה מופנה ליציבות מחירים, ולכן בטלים טיועונים בעד שילוב המסתמכים על תפקידו של הבנק המרכזי כמלווה של המוצא האחרון. 4. בדרך כלל ניהול משברים פיננסיים מצריך משאבים שהם מעבר ליכולתם של הבנקים המרכזיים, ולכן אין מנוס מלערב את האוצר. כמממן ירצה האוצר להשגיח מקרוב על פעולות ההצלה ועל מערכת הפיקוח.</p> | <p>1. הבנק המרכזי הוא מועמד אידיאלי לייצוג האינטרס החברתי בעת משבר פיננסי. בשל סיבוכים מוסדיים נותר הבנק המרכזי הכתובת היחידה לסיוע מידי ואפקטיבי כמלווה של המוצא האחרון. 2. כמלווה של המוצא האחרון זקוק הבנק המרכזי בעת משבר למידע רלוונטי בזמנים מיידית, ליכולת לנתח ולהבינו כראוי וליכולת להגיב בהתאם ובמהירות. רק מעורבותו הישירה בפיקוח תבטיח זאת. 3. כל עוד נושא הבנק המרכזי באחריות למערכת התשלומים, שהיא ערוץ מרכזי לאפקט הדומינו בעת משבר פיננסי, הוא מעוניין במעורבות ישירה בפיקוח.</p> | <p>ניהול משברים פיננסיים</p> |
| <p>אפשר להבטיח זרימת מידע תקינה מן ההוף המפקח לבנק המרכזי בקלות יחסית על ידי קביעת כללים מעוגנים בחוק, כדוגמת הדגם הבריטי.</p> | <p>1. דוחות המועברים לבנק המרכזי על ידי רשות פיקוח חיצונית יספקו מידע מספיק. 2. הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי תגביר את תפוקת המידע ותשפר את היעילות באיסופו, שכן יהיה על הבנק לתכנן במדויק איזה מידע להזמין.</p> | <p>1. נתוני הבנקים מספקים לבנק המרכזי משוב על השפעת מדיניותו ואינדיקציות למצב המשק. הללו חיוניים לניהול המוניטרי. 2. הפרדת הפיקוח תפגע בזרימת מידע בנקאי לבנק המרכזי ותסרב לאותה. לכך עלולות להיות השלכות חמורות בעת משבר בנקאי. 3. רק ניסיון ישיר בפיקוח יבטיח שהבנק המרכזי ישכיל לנתח כראוי את המידע הבנקאי המגיע אליו. 4. חלק מן המידע החיוני לבנק המרכזי הוא מידע לא פורמלי שאפשר להשיגו רק על ידי מעורבות ישירה בפיקוח.</p> | <p>שיקולי מידע</p> |

לוח נ-1 (המשך) סיכום הטיעונים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי

| הערכת הטיעונים בישראל | טיעונים בעד הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי | טיעונים בעד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי | שיקולים (בסדר חשיבות יורד) |
|---|---|--|---|
| <p>בקטגוריית שיקולים זו גוברים הטיעונים בעד הפרדה על הטיעונים נגדה.</p> | <p>1. משבר פיננסי פוגע במוניטין הבנק המרכזי יותר מסטייה בהשגת יעד אינפלציה. לכן הבנק המרכזי עלול להקריב את יציבות המחירים לטובת יציבות פיננסית.</p> <p>2. העיסוק בפיקוח הוא כפוי טובה ופוגע במוניטין של האחראי לו: בנק מרכזי החושש למוניטין שלו יירתע מאחריות זו.</p> <p>3. חשש משביית המפקח: בנק מרכזי החושש לעצמאותו יעדיף שלא לעסוק בפיקוח.</p> <p>4. בנק מרכזי האחראי גם לפיקוח על הבנקים מחזיק בכוח רב מדי בהקשר הדמוקרטי.</p> | <p>1. בדרך כלל בנקים מרכזיים נהנים ממוניטין של אמינות ומקצועיות; עיסוקם בפיקוח יבטיח מוניטין דומה למפקח על הבנקים. טיעון זה חשוב למדינות מתפתחות, שבהן הבנקים המרכזיים הם 'איים' של מוניטין ומקצועיות, כך שעיסוקו של הבנק המרכזי בפיקוח מבטיח מוניטין דומה למוסד הפיקוח. בהיותה מדינה מפותחת (אם כי לא בראש הרשימה), טיעון זה אינו תקף לישראל.</p> <p>2. העיסוק בפיקוח הוא כפוי טובה ופוגע במוניטין של האחראי לו: הממשלה תירתע מאחריות זו.</p> | <p>שיקולי מוניטין, כוח, עצמאות ומקצועיות</p> |
| <p>קטגוריית שיקולים זו מצטיינת אך ורק טענות בעד הפרדה.</p> | <p>1. פיקוח המתנהל בבנק המרכזי ניזון מסניורה' ורזרבות בכפייה, כשאר המחלקות, כלומר הסניורה' נגבה מן הציבור ולכן אינו מתאים למימון פיקוח על ענף (הבנקאי) שלא הכול נמנים עם צרכניו.</p> <p>2. כשהפיקוח מתנהל בבנק המרכזי, עלותו מתמזגת עם עלויות יתר המחלקות (בשל יתרונות לגודל, בעיות חשבונאיות ועוד). היעדר היכולת לתת את הדין על עלויות הפיקוח בנפרד פוגע ביעילותו. הפרדה תאפשר נתינת דין ויעילות.</p> | | <p>שיקולי מימון פעילות הפיקוח על הבנקים ונתינת הדין על הצאותיה</p> |

לוח נ-1 (המשך) סיכום הטיעונים בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי

| הערכת הטיעונים בישראל | טיעונים בעד הפרדת הפיקוח על הבנקים מן הבנק המרכזי | טיעונים בעד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי | שיקולים (בסדר חשיבות יורד) |
|---|--|---|--|
| קטגוריית שיקולים זו מציגה אך ורק טיעונים בעד שילוב. | | <p>1. הגלובליזציה הפיננסית מצריכה שיתוף פעולה בין מפקחים מכמה מדינות. בנקים מרכזיים ידועים בגישתם הקולגיאלית ולכן אידאליים לתפקיד הפיקוח.</p> <p>2. הגלובליזציה מחלישה את השליטה המוניטרית של בנקים מרכזיים לאומיים. לכן בנקים מרכזיים יוכלו להתרכז בפיקוח על הבנקים, שכן לא יהיה כל חשש לניגודי עניינים בין יציבות פיננסית לבין יציבות מחירים.</p> | <p>שיקולים בין-לאומיים</p> |
| קטגוריית שיקולים זו מציגה אך ורק טיעונים בעד הפרדה. | <p>הרחבת תחומי אחריותו של הבנק המרכזי בפיקוח בעייתית הן מבחינה טכנית הן בשל הצורך להגביר את העיסוק בהגנת הצרכן, העלול לתבוע משאבים וזמן על חשבון העיסוק ביציבות מערכתית.</p> | | <p>שיקולי איחוד הפיקוח על המערכת הפיננסית</p> |

לוח נ-2 מיקום הפיקוח על הבנקים לפי עשירוני הכנסה לנפש*

| מחוז לבנק המרכזי | גם מחוז לבנק המרכזי | רק בבנק המרכזי | הכנסה לנפש (בדולרים) |
|------------------------------|---------------------------------------|---|----------------------|
| נורווגיה שווייץ | אוסטריה איסלנד לוקסמבורג | ארצות הברית | 32,000 או יותר |
| הונג קונג פינלנד קנדה | אוסטרליה בלגיה בריטניה דנמרק | | 31,999-29,951 |
| יפן צרפת | גרמניה צרפת | ספרד** איטליה** סינגפור | 29,950-24,383 |
| | | איחוד האמירויות ניו זילנד סלובניה** קפריסין** יוון** ישראל | 24,382-20,500 |
| הונגריה מלטה | אסטוניה דרום קוריאה | סלובקיה** בהמס פורטוגל** | 20,499-13,299 |
| לטביה צ'ילה | | מאוריציוס פולין** דרום אפריקה | 13,298-10,277 |
| מקסיקו | | מלזיה בוטסוונה רוסיה תאילנד ברזיל | 10,276-8,079 |
| קולומביה קזחסטן טורקיה | הרפובליקה הדומיניקנית פנמה | בולגריה אוקראינה | 8,078-6,044 |
| סין פרו | אל סלוודור ונצואלה | סרי לנקה ירדן פיליפינים | 6,043-4,314 |
| גואטמלה | אקוודור בוליביה | מצרים ניקרגואה | 4,313-2,720 |

* חלוקה לעשירונים, לפי תמ"ג לנפש מותאם כוח קנייה (PPP); מתוך מאגר הנתונים *WDI*, 2004
 ** מדינות אלה חברות באיחוד האירופי; שבו המדיניות המונית מופקדת בידי מוסד משותף לכל המדינות (ECB). מיון מיקום הפיקוח על פי המוסד המנהל את המדיניות המונית היה משנה את סיווגן לרשויות שנמצאות מחוץ למוסד המנהל את המדיניות המונית.

מקור: מיקום הפיקוח על הבנקים עדכני לשנת 2005 ומבוסס על ספרו של Courtis, 2004 ועל עיבודי המכון הישראלי לדמוקרטיה.

לוח נ-3 התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה, 2004 לעומת 1984

| שנת 2004 | | | | | | |
|-----------------|---|---|--|--------------------------------|---|--------------|
| חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | עצמאי בחלקו | עצמאי | ענף / מדינות |
| אנגליה | | ארצות הברית מקסיקו צרפת | אוקראינה אורוגוואי ישראל איחוד האמירויות ליטא איטליה מאוריציוס אינדונזיה מלדיביים אירלנד מלזיה ארגנטינה מצרים ארצות הברית ניו זילנד בהמס סינגפור בולגריה סלובניה בוטסוונה סלובקיה ספרד בחרין ברבדוס סרילנקה ברזיל פולין דרום אפריקה הודו צרפת הולנד קפריסין הפיליפינים הוסי תאילנד יוון | יפן קנדה | אוסטריה ונצואלה טורקיה איי קיימן לוקסמבורג לטביה מלטה נורווגיה אקוודור ניקרואאה סין פינלנד פנמה פרו צ'ילה קולומביה קזחסטן דרום קוריאה שוודיה שווייץ | בנקים |
| אנגליה | בהמס יוון ניו זילנד פנמה תאילנד | אינדונזיה בוטסוונה הפיליפינים ונצואלה טורקיה ישראל ליטא מקסיקו ספרד צרפת קפריסין רוסיה | אורוגוואי איחוד האמירויות אירלנד בחרין הולנד מלדיביים מלזיה סינגפור | יפן פולין פינלנד קנדה | מאוריציוס מלטה גואטמלה גיברלטר גרמניה מצרים נורווגיה ניקרואאה סין אפריקה דרום סלובניה סלובקיה קוריאה הודו סרילנקה פורטוגל הונג קונג פרו הונגריה הרפובליקה צ'ילה הדומיניקנית קולומביה בלגיה בולגריה קזחסטן ירדן שוודיה לוקסמבורג שווייץ לטביה | ביטוח |

לוח נ-3 (המשך) התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה, 2004 לעומת 1984

| שנת 2004 (המשך) | | | | | | |
|-----------------|-----------------|------------------------|--|-------------|---|---|
| חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | עצמאי בחלקו | עצמאי | ענף / מדינות |
| אנגליה | | מקסיקו קולומביה תאילנד | אורוגוואי איחוד האמירויות אירלנד בחריין מלדיביים סינגפור | יפן פולין | נורווגיה דנמרק ניו זילנד ניקרגואה סין סלובניה סלובקיה ספרד סרילנקה פורטוגל פינלנד פנמה פרו צ'ילה צרפת קזחסטן קנדה קפריסין חוסיה שוודיה שווייץ | אוסטריה אוסטרליה אוקראינה דרום קוריאה איטליה איי קיימן אינדונזיה איסלנד אל סלוודור אסטוניה אקוודור ארגנטינה ארצות הברית בהמס בולגריה בוליביה בלגיה ברבדוס ברזיל ברמודה גיברלטר גרמניה |

לוח נ-3 (המשך) התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה, 2004 לעומת 1984

| שנת 1984 | | | | | | | | |
|-----------------|---|---|---|---|---------------------------------|--|--|-------|
| חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | | עצמאי בחלקו | עצמאי | ענף / מדינות | |
| | איי קיימן | אוסטריה ארצות הברית יפן מקסיקו פינלנד צרפת | ירדן אוסטרליה אוקראינה אורוגוואי איחוד האמירויות ליטה מאוריציוס איתליה אינדונזיה אירלנד אנגליה ארגנטינה ארצות הברית סין בהמס בוטסוונה בולגריה בחרין ברבדוס ברזיל דרום אפריקה דרום קוריאה הודו הולנד הפיליפינים רוסיה תאילנד | אוסטרליה אוקראינה אורוגוואי איחוד האמירויות ליטה מאוריציוס איתליה אינדונזיה אירלנד אנגליה ארגנטינה ארצות הברית סין בהמס בוטסוונה בולגריה בחרין ברבדוס ברזיל דרום אפריקה דרום קוריאה הודו הולנד הפיליפינים רוסיה תאילנד | נורווגיה קנדה | אל סלוודור אסטוניה אקוודור בוליביה בלגיה ברמודה גואטמלה גיברלטר גרמניה דנמרק הונג קונג הונגריה הרפובליקה הדומיניקנית ונצואלה טורקיה לוקסמבורג ניקרואאה פנמה פרו צ'ילה קולומביה שוודיה שווייץ | בנקים | |
| | איי קיימן אירלנד אנגליה בהמס יוון נורווגיה ניו זילנד סינגפור פינלנד פנמה תאילנד | אוסטריה אוקראינה אינדונזיה בולגריה בוטסוונה הפיליפינים ונצואלה טורקיה יפן ישראל לטביה ליטא מקסיקו סלובניה ספרד צרפת קזחסטן קפריסין | אורוגוואי איחוד האמירויות בחרין מלדיבים מלזיה | אוסטרליה אוקראינה אורוגוואי איחוד האמירויות ליטה מאוריציוס איתליה אינדונזיה אירלנד אנגליה ארגנטינה ארצות הברית סין בהמס בוטסוונה בולגריה בחרין ברבדוס ברזיל דרום אפריקה דרום קוריאה הודו הולנד הפיליפינים רוסיה תאילנד | דרום קוריאה פולין קנדה | מלטה מזרים ניקרואאה סין סלובקיה סרילנקה פורטוגל ארצות הברית הונג קונג פרו צ'ילה הרפובליקה הדומיניקנית ירדן שוודיה לוקסמבורג מאוריציוס | אוסטרליה איתליה איסלנד אל סלוודור אסטוניה אקוודור ארגנטינה ארצות הברית בוליביה בלגיה ברבדוס ברזיל ברמודה | ביטוח |

לוח נ-3 (המשך) התפלגות רשויות הפיקוח על פי מידת עצמאותן בכל מדינה, 2004 לעומת 1984

| שנת 1984 (המשך) | | | | | | | | |
|-----------------|---------------------|--|---|----------------------|---|--|---|--------------|
| חברה פרטית בע"מ | משרד ממשלתי אחר | משרד האוצר | בנק מרכזי | עצמאי בחלקו | עצמאי | | | ענף / מדינות |
| | נורווגיה סינגפור | בולגריה יפן מקסיקו פינלנד קולומביה תאילנד | אורוגוואי איחוד האמירויות איסלנד אירלנד בחרין הרפובליקה הדומיניקנית מלדיבים | דרום קוריאה פולין | מצרים ניו זילנד ניקרואה סין סלובניה ספרד סרילנקה פורטוגל פנמה פרו צ'ילה צרפת קזחסטן קנדה קפריסין רוסיה שוודיה | גרמניה דרום אפריקה הודו הולנד הונג קונג הונגריה הפיליפינים ונצואלה טורקיה יוון ירדן ישראל לוקסמבורג לטביה ליטא מאוריציוס מלזיה מלטה | אוסטריה אוסטרליה אוקראינה איטליה אינדונזיה אל סלוודור אנגליה אסטוניה אקוודור ארגנטינה ארצות הברית בהמס בוליביה בלגיה ברבדוס ברזיל ברמודה גיברלטר | ניירות ערך |



פרק שלישי

חלופות מבנה הפיקוח על שוק ההון בפרספקטיבה בין-לאומית

אשר בלס, אבי בן בסט



א. מבוא: היעדים הרצויים

שאלת מבנה הפיקוח חשובה ככל שהיא משפיעה על תפקודו התקין של שוק ההון. בסעיפים שלהלן נסקור את החשיבות הכלכלית שיש בתפקודו היעיל ונראה מהם התפקידים הרצויים ששוק ההון אמור למלא. ניתוח זה יאפשר לנו לשקול את יתרונותיהם וחסרונותיהם של מבנים שונים, הן באופן כללי הן באופן פרטני, על סמך מאפיינים כלכליים של כמה מדינות.

שוק הון מפותח אמור להתאפיין בתכונות האלה:

- 1. תיווך פיננסי.** משמש מתווך פיננסי ומעביר משאבים מן 'החוסכים' אל 'המשקיעים' הראליים. קבוצת החוסכים כוללת את משקי הבית בחיסכון ישיר ובאמצעות משקיעים מוסדיים והמערכת הבנקאית, אך גם את המגזר העסקי, מלכ"רים, רשויות ומשקיעים זרים. קבוצת המשקיעים כוללת את המגזר העסקי ואת הממשלה, אך גם משקי בית הרוכשים, בין השאר, דירות למגורים.
- 2. החלקת תצרוכת.** מאפשרת את החלקת התצרוכת בחיי הצרכן (או משק הבית). במחזור החיים של הצרכן יש תקופות שבהן הוא עובד, ויש תקופות אחרות, בעיקר לאחר הפרישה, שבהן הוא אינו עובד. שוק הון מפותח מאפשר לצרכן לחסוך בנכסים פיננסיים בשנות העבודה, ולזכות בתשואה מתאימה בשנים אלה כדי לממן את הצריכה שלו בתקופות שבהן הוא אינו עובד.
- 3. פריסת השקעות ראליות.** מאפשרת לפירמות לפרוס (ולעתים להחליק) את השקעותיהן ביעילות על פני הזמן ולאזן דווקא לפי תזרים המזומנים מפעילות שוטפת.
- 4. ביקורת של מתווכים פיננסיים על הפירמות העסקיות.** תורמת לשיפור הניהול באותן פירמות שבהן המשקיעים המוסדיים והמערכת הבנקאית הם משקיעים מרכזיים.
- 5. נזילות.** מאפשרת לממש נכסים בקלות יחסית כשמתעורר הצורך במשאבים כספיים, משום שההשקעות הפיננסיות נוטות להיות נזילות לעומת ההשקעות הראליות.
- 6. שקיפות מידע ויעילות.** אמורות ליצור מצב שבו מחירי ניירות הערך משקפים בכל רגע נתון את כל המידע הידוע לציבור, בהתחשב בסיכונים הגלומים בנייר הערך. משום כך המחירים בשוק נזיל אמורים להשתנות עם קבלתו של מידע חדש.

7. **הפחתת סיכונים ופיזורם.** מאפשרים הפחתת סיכונים לחוסכים גם בנקודת זמן וגם על פני הזמן. המשקיעים אמורים לפזר את השקעותיהם הפיננסיות בין נכסים רבים ומגוונים ובכך להקטין את הסיכונים בנקודת זמן מסוימת. צמצום הסיכון מתאפשר גם על פני הזמן, בפרט באמצעות מוצרי ביטוח המספקים הגנה משינויים לא צפויים – מוות, מחלה ועוד.
8. **איתות חיובי לחו"ל.** מספק איתות חיובי למשקיעים זרים על כדאיות ההשקעה בשוק המקומי, כאשר ההשקעה בו אינה נהנית מהגנה מפלה (לעומת השקעה בשווקים פיננסיים בחו"ל).
9. **הספקת מידע על מחיר ההון.** משקפת את התשואה השולית על ההון כפונקצייה של שיעור הריבית או התשואה הנדרשת על ניירות הערך שנסחרים בשוק ההון.
10. **הפחתת עלויות עסקה.** מאפשרת להשיג את היעדים המתוארים לעיל בעלות עסקה (או חיכוך) מינימלית. כלומר, עלות השירות של המתווכים הפיננסיים וכן העלויות שמטילות רשויות הפיקוח אמורות להיות זעירות. לפיכך פערי הריבית בין לווים לבין מלווים (גם במערכת הבנקאית וגם באפיקים האחרים) אמורים להיות נמוכים בדומה לשווקים מפותחים בחו"ל.
11. **יציבות.** מסייעת להשיג את היעדים הכלכליים האפשריים בסביבה נטולת זעזועים פיננסיים.

המחקר הכלכלי מלמד שהתפתחותם של שווקים פיננסיים היא מן הגורמים החשובים ביותר המסבירים את הרחבתו של הפיריון בארצות המפותחות, ובפרט בארצות הברית.¹ לפיכך ההחלטה על מבנה הפיקוח הרצוי צריכה להתקבל בראש וראשונה ביחס לשאלה הזאת: האם המבנה המומלץ יתרום לפיתוח השווקים הפיננסיים בכיוונים שיאפשרו להם למלא את ייעודם? או שמא עלולים השינויים המוצעים לפגוע בתפקוד הראוי של שוק ההון?

כפי שנראה להלן בסקירת הספרות, רוב המחקרים אינם עוסקים במישרין ביעדים שהוזכרו לעיל.

ב. המבנה המסורתי של רשויות הפיקוח

עד 1980 בערך מנו רשויות הפיקוח על שוק ההון במדינות רבות בדרך כלל שלושה מוסדות: (א) מוסד מפקח על הבנקאות המסחרית והבנקים למשכנתאות (לעתים כחלק מתפקידו של הבנק המרכזי); (ב) מוסד מפקח על הבורסה, על ניירות הערך, על הרישום למסחר ועל קרנות הנאמנות; (ג) מוסד מופקד על תחום הביטוח. במקצת המדינות היה מספר הרשויות גדול יותר. הגדילה לעשות בריטניה, שבה תשע רשויות חלקו ביניהן את ההסדרה ואת הפיקוח בשוק הכספים וההון (ראו Briault, 2001). במדינות רבות, וכן בישראל, הרשות להגבלים עסקיים מפקחת, בצד המפקחים הענפיים, על התחרות במערכת הפיננסית וגם על הגנת הצרכן בקשר למוצרים פיננסיים, דוגמת כרטיסי האשראי.

הנתונים מלמדים שבגלל המשקל הגבוה של הבנקים בישראל בפעילות הפיננסית יש למפקח על הבנקים תפקיד רחב ביותר. לוח 1 מציג את התפלגות הנכסים שבפיקוח על פי הרשות המפקחת.

לוח 1 התפלגות הנכסים שבפיקוח בישראל על פי הרשות המפקחת, 2003

| באחוזים | סך הנכסים בפיקוח (מחירים שוטפים 2003, מיליארדי ש"ח) | |
|--------------------|--|-------------------|
| 53.7 | 683.4 | המפקח על הבנקים |
| 33.0 | 424.4 | אגף שוק ההון |
| 31.8 | 235.7 | הרשות לניירות ערך |
| ¹ 118.9 | 1,512.1 | סך הכול |

1. מסתכם מעל 100% בגלל כפילות פיקוח (להסברים ראו הפרק הראשון).

מקור: בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דוח ועדת בכר ועיבודי המחברים.

באופן כללי חלקם של הנכסים הפיננסיים שבפיקוחו של המפקח על הבנקים גדול גם בהשוואה לארצות אחרות, אף שברוב המדינות אין נתוני השוואה. רק מדינות מעטות מפרסמות נתונים על התפלגות הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור על פי בחינות מיון התואמות את סמכויות המפקחים, כלומר חלוקה לנכסים בנקאיים, ניירות ערך בידי הציבור, ביטוח חיים

וכדומה. התפלגות זו חשובה לשם בדיקת מבני רשויות הפיקוח שבחרו המדיניות. כך למשל, מדינה שאין בה כמעט נכסי ביטוח חיים, אך יש בה שוק מפותח לביטוח רכוש, הייתה עשויה להשאיר מפקח עצמאי בתחום הביטוח, אולם, כאמור, אין נתונים על התפלגות הנכסים לפי קטגוריות אלה ברוב המדינות.²

שלושת המפקחים פעלו בארץ, כמו בארצות אחרות, עד לשינויים שהחלו באמצע שנות השמונים של המאה העשרים לשם השגת חלק מהיעדים הרצויים בשוק ההון, אבל בדגשים שונים זה מזה. כך למשל, המפקחים על הביטוח היו ממונים על התכניות לביטוח חיים (ועל קרנות פנסיה וקופות גמל) שיש בהן רכיב חשוב של חיסכון לטווח ארוך, אך גם על סוגי ביטוח אחרים שהקשר ביניהם לבין תפקוד שוק ההון רופף ביותר, דוגמת ביטוח הרכוש. דוגמה אחרת: המפקחים על הבנקים מיעטו בדרך כלל לשקוד על שקיפות הנעשה במערכת הבנקאית (במיוחד בבנקים שלא נסחרו בבורסה), אף שגישה זו עשויה לפגוע בתפקוד שוק ההון. הם פעלו יותר לשמירה על יציבות הבנקים היחידים ולמניעת סיכונים כלל מערכתיים.

חלק מיעדי הפיקוח עלולים לסתור זה את זה. כך למשל, ניסיון של המפקחים לצמצם את הסיכונים שעומדים לפני החוסכים הפיננסיים עלול לפגוע ביכולת המימון של פרויקטים חדשים. לפיכך מימוש היעדים המועדפים מחייב דגשי פיקוח מסוימים העולים בקנה אחד עם מסדר המטרות שקבעו המפקחים.

הנימוק העיקרי לפיקוח בשוקי ההון (בדומה לשווקים אחרים במשטרי פיקוח) הוא הצורך לתקן כשלי שוק הגורמים לסטיות מתחרות משוכללת. דוגמאות לכשלי שוק יכולות להיות שימוש בכוח השוק בנסיבות האלה: מעט מתחרים, השפעות חיצוניות, מידע לא סימטרי בין משקיעים פיננסיים לבין המשקיעים הראליים, אי־ודאות, וכן עלויות עסקה גבוהות. אף שרוב הכלכלנים מסכימים שבעיות אלה קיימות ומהותיות בשווקים הפיננסיים, מקובל גם שפיקוח לא מושכל עלול להגביר כשלים אלה במקום לצמצמם.

2 להרחבת הדיון בנכסים המפוקחים ראו הפרק הראשון הדן בסמכות המפקחים בישראל ובעצמאותם.

על אף קיומם של יעדי פיקוח רבים בשוק ההון, הדגש בפועל של רוב המפקחים בארצות רבות וגם בישראל התמקד בשני יעדים: הגנה על הצרכן ומניעת משברים פיננסיים.³

ג. התפתחות מבנה הפיקוח בארצות אחרות

באופן כללי אפשר למיין את מבני הפיקוח לשתי קטגוריות עיקריות: האחת, רשות יחידה לניירות ערך, ביטוח ופיקוח על בנקים; האחרת, ריבוי רשויות על בסיס ענפי. כלומר, שתיים או שלוש רשויות שיש בהן צירופים אחדים של בנקאות, ביטוח וניירות ערך.⁴

המגמה בעולם מאמצע שנות השמונים היא לאחד את רשויות הפיקוח. מגמה זו אומצה עד סוף 2004 ב-27 מדינות מתוך 76 שנבחנו. הראשונות שמיזגו את רשויות הפיקוח על השווקים הפיננסיים לרשות אחת היו המדינות הסקנדינביות: נורווגיה ב-1986, דנמרק ב-1988 ושוודיה ב-1991. עם זאת לא כל המדינות אימצו את המודל הסקנדינבי המקיים רשות פיקוח אחת. מתוך 27 המדינות שעברו שינויים, 19 מדינות העבירו את כל סמכויות הפיקוח לרשות אחת. ב-11 מתוכן קדם למבנה החדש מבנה רב-רשויות, וב-8 פעלו לפני המיזוג המלא שתי רשויות פיקוח (לוח 2 ונספח 1 להלן).

3 להשוואת היעדים של המפקחים בישראל ראו הפרק הראשון הדין בסמכויות המפקחים ובעצמאותם.

4 יש גם אפשרויות אחרות. למשל, במדינות מסוימות יש רשות פיקוח על פנסיות.

לוח 2 כיווני השינוי במבנה הפיקוח ב־27 מדינות שעשו רפורמה

| ריבוי רשויות פיקוח | שתי רשויות פיקוח | | | רשות פיקוח אחת | מבנה נוכחי | מבנה קודם |
|--------------------|-------------------|--------------|-------------------|----------------|--------------------|------------------|
| | ניירות ערך וביטוח | בנקים וביטוח | בנקים וניירות ערך | | מבנה נוכחי | |
| | | | | | רשות פיקוח אחת | שתי רשויות פיקוח |
| | | | | 5 | בנקים וניירות ערך | |
| | | | | 1 | בנקים וביטוח | |
| | | | | | ניירות ערך וביטוח | |
| | | | | 2 | בנקים, ביטוח* | |
| **1 | 3 | 2 | 2 | 11 | ריבוי רשויות פיקוח | |

* לפני השינוי היו שתי רשויות נפרדות שפיקחו על בנקים וביטוח (הצורך בפיקוח על ניירות ערך התעורר אחר כך).

** בפולין אוחד בשנת 2002 הגוף המפקח על הביטוח עם הרשות המפקחת על קרנות הפנסיה (עדיין נותרו שלוש רשויות פיקוח נפרדות).

מקור: Courtis, 2004, ואתרי האינטרנט של רשויות הפיקוח במדינות שונות.

לוח 3 מבנה רשויות הפיקוח ב־76 מדינות, לפני הרפורמות ואחריהן

| ריבוי רשויות פיקוח (לפחות אחת לבנקים, אחת לניירות ערך ואחת לביטוח) | שתי רשויות פיקוח | | | | רשות פיקוח אחת | המצב כיום |
|--|------------------|-------------------|---------------|--------------------|----------------|-------------|
| | בנקים, ביטוח | ניירות ערך וביטוח | בנקאות וביטוח | בנקאות וניירות ערך | | |
| 29 | 0 | 7 | 9 | 5 | 26 | המצב כיום |
| 47 | 2 | 4 | 8 | 8 | 7 | לפני השינוי |

מקור: Courtis, 2004, ואתרי האינטרנט של רשויות הפיקוח במדינות שונות.

בסך הכול מספר המדינות שבהן פועלת כיום רשות פיקוח מאוחדת גדל מ-7 ל-26 (ראו לוח 3 לעיל). עם זאת, וכפי שעולה מלוחות 2 ו-3, רוב המדינות – 49 במספר – לא שינו את מבנה הפיקוח. רוב המדינות שעברו למבנה המורכב משתי רשויות העדיפו את החלוקה הענפית המסורתית, אף שבאוסטרליה חילקו את המשימות בין הרשויות על בסיס מטרות הפיקוח: רשות אחת מפקחת על יציבות כל המתווכים הפיננסיים, ורשות שנייה עוסקת בהגנת הצרכן מפני ניצול לרעה מצד ספקי השירותים הפיננסיים. הולנד נותרה עם מבנה מבוזר, אך מאז 2002 הפיקוח נעשה בה פונקציונלי: הרשויות לפיקוח על הבנקים והביטוח ממונות על היציבות, ואילו הרשות לפיקוח על ניירות ערך ממונה על ההגנות.⁵

כפי שעולה מלוח 2, החלוקה הענפית במקרים של מעבר לשתי רשויות אינה הומוגנית. שתי מדינות – לוקסמבורג ומקסיקו – מיזגו את הפיקוח על הבנקים ואת הפיקוח על ניירות הערך לרשות אחת והותירו את הפיקוח על הביטוח ברשות נפרדת. שתיים – אוסטרליה וקנדה – מיזגו את הפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח לרשות אחת, ואילו שלוש – בולגריה, מאוריציוס וסלובקיה – מיזגו את הפיקוח על ניירות הערך וחברות הביטוח לרשות אחת.

שתי מסקנות עולות מן הממצאים האלה: הראשונה, יש מגמה לנטוש את המבנה המבוזר מאוד ולאחד את רשויות הפיקוח איחוד חלקי או מלא. השנייה, המדינות שבהן לשנות את המבנה הקיים מתפלגות למגוון רחב למדי של מבנים חדשים, אולם בכל מקרה – למעט מדינה אחת – לא היה מעבר שבו התפצלה רשות מאוחדת.⁶ ריבוי הפתרונות אמור לנבוע מקשרי הגומלין בין היתרונות והחסרונות של כל דגם לבין מבנה השווקים הפיננסיים במדינה, השינויים בשוק הגלובלי וסדר ההעדפות של קברניטי המשק והמחוקקים.

הדאגה ליציבות המקרו-כלכלית של השווקים הפיננסיים, כמו תקינות מערכת התשלומים, שער המטבע ושער הריבית וכן תפקיד המלווה בעת

5 על פי לוחות 2 ו-3, אוסטרליה עברה מריבוי רשויות לאיחוד חלקי בין הפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח (הפיקוח על ניירות הערך נותר ברשות נפרדת). השינוי שחל בהולנד אינו מתבטא בלוחות הנ"ל (שכן חל שינוי במסגרת תפקידן של הרשויות, אך לא חל בהן שינוי מבני).

6 בבוליביה חל שינוי מבני בשנת 1975, ובעקבותיו הוצא הפיקוח על חברות הביטוח מרשות הפיקוח המאוחדת ונוצרה רשות נפרדת לפיקוח על הביטוח. שינוי זה אינו מוגדר 'שינוי'.

מצוקה, נותרה בידי הבנק המרכזי גם במדינות שהפרידו ממנו את הפיקוח על הבנקים. בהקשר זה יש להעיר שכמעט בכל מקרה שבו איחדו את רשויות הפיקוח על שוק ההון, לא נותרה הרשות המאוחדת בידי הבנק המרכזי, גם אם קודם לכן הייתה הרשות שפיקחה על המערכת הבנקאית כפופה לבנק המרכזי. בסעיף ד שלהלן ננתח את היתרונות ואת החסרונות של הדגמים. תחילה נעמיד זה מול זה את החלופה של מפקח יחיד מול כמה מפקחים. אחר כך נערוך השוואה בין הגישות המפצלות את רשויות הפיקוח לפי גישת החתך הענפי, שהיא הגישה המקובלת, לבין המקרים הספורים של פילוח על פי מטרות הפיקוח או אופי הפעילות הפיננסית. בפתח הדברים נדגיש שהדיונים והמאמרים שעסקו בנושא אינם דנים בדרך כלל ביעדים הרצויים המצופים משוק ההון או בתרומת שוק ההון להתפתחות הכלכלית ולרווחה הכללית.

ד. היתרונות והחסרונות של מפקח יחיד לעומת כמה מפקחים

הערכת היתרונות והחסרונות של מבנה רשויות הפיקוח קשורה במטרת ההסדרה והפיקוח בשווקים הפיננסיים המתוארות בספרות הפיקוח:⁷

1. שמירה על יציבות המוסדות הפיננסיים והמערכת בכללותה.
2. הגנה על האינטרסים של הציבור בכל מגזרי השוק.
3. שמירה על יחסים הוגנים בין המוסדות הפיננסיים ללקוחותיהם.
4. טיפוח תחרות.
5. אפקטיביות גבוהה של הפיקוח, כלומר יחס עלות-תועלת נמוך ככל האפשר.

ד.1. יתרונות המפקח היחיד

1. **ראייה כוללת של המוסד המפוקח.** במדינות רבות התקיימה גם בעבר בנקאות אוניברסלית, קרי מוסדות פיננסיים העוסקים במגוון פעילויות: קבלת פיקדונות ומתן אשראי, ניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, חתמות, ייעוץ לרכישת ניירות ערך, מכירה וקנייה

7 בתחילתו של פרק זה תיארונו מגוון רחב יותר של מטרות המתבסס על מכלול הספרות העוסקת בשוק ההון.

של ניירות ערך וביטוח. בשנים האחרונות, ובמיוחד מאז יושמה ליברליזציה בתנועות ההון הבין-לאומיות, התחזקה עוד יותר מגמת המעבר לבנקאות אוניברסלית וליצירת קונגלומרטים פיננסיים. חלק מהקונגלומרטים הללו מעורבים גם בפעילות בענפי המשק הראליים. במבנה פיקוח מבוזר על כל מוסד פיננסי העוסק במגוון תחומים מפקחים כמה מפקחים. בעקבות זאת כל אחד מהמפקחים בוחן את הסיכונים הספציפיים לתחומו בלבד. בגישה זו אובדת ההערכה הכוללת של סיכוני המוסד הפיננסי, ואף אין מי שמופקד על בדיקת יציבותו של המוסד בכללותו נוסף על בחינת רכיביו. יתרה מזו, יש סיכונים המאפיינים את הקונגלומרט כגוף אחד שאי-אפשר לפצל אותם, למשל השאלה אם יש לקונגלומרט די הון לשמירה על יציבותו. יש גם קשרי גומלין בין הפעילויות של הקונגלומרט. לפיכך קשיים בתחום פעילות אחד עלולים להשליך על תחומים קרובים או קשורים זה לזה. לדוגמה, גירעון אקטוארי בקופת פנסייה שמנהל קונגלומרט פיננסי עלול לגרום בריחת פיקדונות בנקאיים, מחשש שיציבותו של הקונגלומרט כולו תיפגע. פעולה זו תחמיר עוד יותר את יציבותו. בהקשר זה מציינים Abrams and Taylor (2000) שחרף הטענות על קיומן של חומות בין פעילויות הקונגלומרט, הניסיון מוכיח כי לעתים קרובות, כאשר מתעוררות בעיות חמורות, מתגלה שהחומות המפרידות הן אשליה בלבד.

גם בתחום הגנת הצרכן יש חשיבות לראיית התמונה הכוללת של פעילות המוסד הפיננסי. אם לא כן, יהיה קל יותר לנצל ניגודי עניינים. לדוגמה, קונגלומרט פיננסי שאחד מלווי נמצא בסכנה לפשיטת רגל יכול לסייע ללווה לפדות את החוב לבנק על ידי הנפקת מניות באמצעות חברת/מחלקת החתמות של המוסד. על מנת להבטיח את הצלחת ההנפקה, המלווה עלול לרכוש את המניות לתיקי השקעות ולקרנות נאמנות שהוא מנהל. התמורה או חלקה ישמשו לפדיון חוב החברה לבנק וכך נמצאו שניהם נהנים. כאשר על פעולות החתמות וניהול התיקים מפקח פקח אחד ועל פעולות האשראי מפקח פקח אחר, פוחת הסיכוי לאתר את ניגוד העניינים האמור או לאתרו במועד מוקדם.

2. שוויוניות בפיקוח. ריבוי מפקחים עלול להביא להיעדר שוויוניות בהסדרתן של פעולות פיננסיות בעלות אופי דומה ובפיקוח עליהן

(Norgen, 1998; Briault, 1999; Matinez and Rose, 2003). מטבע הדברים כל מפקח פועל באמצעות חוק אחר, סמכויותיו שונות ולעתים גם תרבות הפיקוח שלו שונה. עם זאת כמה מהפעולות שעושים המוסדות שבפיקוחו דומות מאוד לפעולותיהם של מוסדות הנתונים לפיקוחו של מפקח אחר. עקב כך פעולות פיננסיות בעלות אופי דומה מוסדרות ומפוקחות בדרכים שונות זו מזו ובעצמה נבדלת. לדוגמה, על קרנות הנאמנות בישראל מפקחת הרשות לניירות ערך, ועל קופות הגמל מפקח הממונה על שוק ההון במשרד האוצר. השוואת מאפייני הפיקוח של שני המפקחים הללו מעידה על פערים ניכרים בסמכויות ובתשומות העומדות לרשות כל אחד מהם, על אף הדמיון הקיים באופי הפעילויות של הגופים המפוקחים הנ"ל (ראו הפרק הראשון בספר זה).

אפליה בהסדרת פעולות דומות ובפיקוח עליהן פוגעת בתחרות. הוצאותיו של גוף שמפוקח בקפדנות רבה יותר יהיו גדולות יותר. מנגד, סביר להניח שהביקוש למוצריו של גוף שמפוקח ביעילות רבה יותר יהיה גדול יותר. ההשפעה הנקייה על הרכב תיק הנכסים של הציבור אינה ברורה, ובכל מקרה היא אינה רצויה, גם אם תוספת הביקוש תפצה על תוספת ההוצאות של מי שמפוקח יותר. האפליה בפיקוח יוצרת גורם סיכון חדש, המסבך את מערכת קבלת ההחלטות של הפרט.

פערים ברמת הפיקוח יוצרים גם ארביטראז' פיקוחי. כלומר, קונגלומרטים פיננסיים העוסקים במגוון רחב של פעילויות יעדיפו להגדיר את הפעולה ולמצב אותה בדרך שתעמיד אותה לפיקוח של החוליה החלשה ביותר במערכת המפקחים. גם מוסדות פיננסיים חדשים יעדיפו להיות תחת כנפי המפקח שסמכויותיו רופפות יותר ואמצעיו דלים יותר. לכאורה יש לפנינו תחרות בין המפקחים על לבו של המפוקח, אבל מחירה של תחרות זו עלול להתבטא בהורדת רמת הפיקוח ובפגיעה ביציבות המוסדות הפיננסיים או בהגנת הצרכן.

3. גמישות ההסדרה. לעתים עולה הצורך להסדיר פעולות דומות של כמה מתווכים, ולכן מפקחים עליהן כמה מפקחים. הצורך להגיע לתיאום בין המפקחים בדבר ההסדרה החדשה יאט את התהליך, אבל מפקח יחיד יוכל להגיב במהירות רבה יותר לתנאי השוק המשתנים. חילוקי דעות בין המפקחים עלולים גם להניב פשרה שאינה אפקטיבית די הצורך.

4. יתרונות לגודל וליעילות. איחוד רשויות הפיקוח עשוי לייעל את פעילותן ולחסוך עלויות ניכרות. ריבוי רשויות יוצר לעתים תחומי חפיפה בין פעולותיהן, כך שיתכן שעל אותו תחום יפקחו שתי רשויות. עיקר החיסכון צפוי בשירותי תשתית ובשירותי תמיכה למפקחים, ובכללם התחומים האלה: ההנהלה ושירותי כוח האדם, בניית מאגר הנתונים ושירותי המחשב, השירותים המשפטיים ומחלקת המחקר. החיסכון הנגזר מניצול יתרונות לגודל עולה ככל שהמדינה קטנה יותר. יש לציין כי בשני מקרים דווח על חיסכון רב בעלויות הפיקוח כתוצאה מאיחוד הרשויות: במדינות הסקנדינביות (Taylor and Fleming, 1999) ובבריטניה (Briault, 1999).

החיסכון בעלויות בעקבות איחוד הרשויות עשוי להתבטא גם במוסדות המפוקחים. החפיפה בפיקוח על אותן פעולות והצורך לעמוד בקשר עם כמה מפקחים מחייבים תשומות רבות יותר מאלו הנדרשות כשהקשר הוא עם מפקח יחיד. איחוד שירותי התמיכה, ובעיקר המחקר והמשפטים, ישביח גם את איכותם. מסה קריטית בתחומים אלה חיונית להחלפת דעות ורעיונות ולליבון בעיות, ובמיוחד אלו הנובעות מקשרי גומלין בין פעולות פיננסיות שונות. מסה קריטית של עובדים מקצועיים חשובה גם ליצירת מסלולי קידום סבירים. בהיעדר מסלולים כאלה עלולה תחלופת העובדים להיות גדולה – גורם שלילי במערכות פיקוח בשל אפקט 'המפקח השבוי' (ראו הפרק הראשון).

5. מיקוד האחריות. כאשר מתגלים כשלים בקונגלומרט פיננסי שמפקחים עליו מוסדות אחדים קשה יותר לזהות את המפקח שהתרשל בתפקידו. הקושי ביצירת הקשר בין פעילות המפקחים לבין תוצאותיה גובר ככל שיש שונות גדולה יותר בסמכויותיהם ובמשאבים העומדים לרשותם. כשלים בקונגלומרט פיננסי יביאו לגלגול האחריות ממפקח אחד למשנהו ולהאשמות הדדיות. הם ייטו לעורר חשדנות בין המפקחים, וכתוצאה מכך התיאום ביניהם יצטמצם במקום להתרחב, וזרימת המידע עלולה להיבלם לחלוטין. כך תיפגע מאוד האפקטיביות של הפיקוח בכללותו. Taylor (1995) ו-Goodhart et al. (1998) טוענים שאצל מפקח יחיד אפשר להגיע לשקיפות ולאחריות גבוהים יותר משאפשר להגיע במבנה פיקוח מבוזר.

2.ד. חסרונות הפיקוח המאוחד

איחוד רשויות הפיקוח תחת גג אחד אינו מניב רק יתרונות וגלומים בו גם חסרונות לא מעטים. אלה העיקריים שבהם:

1. בהירות המטרות. לפיקוח על מוסדות פיננסיים כמה מטרות שחשיבותן היחסית משתנה בהתאם לפעילות המוסד המפוקח. לדוגמה, בפיקוח על בנק יש חשיבות רבה הן ליציבותו, בגלל המינוף הנובע משיעורי הנזילות הנמוכים, הן להגנת הצרכן מפני ניצול לרעה. לעומתו, רכיב המינוף אינו קיים בדרך כלל אצל מנהל תיקי השקעות או קרנות נאמנות, ולכן בעיני המפקח עליהם הגנת הצרכן היא יעד חשוב הרבה יותר מיציבותם. מוסד מאוחד המפקח על כל סוגי המוסדות יתקשה למצוא את האיזון הראוי בין המטרות. לעומת זאת הגדרת המטרות וסדר חשיבותן בהירים מאוד כאשר ההסדרה והפיקוח מפוצלים בין כמה מוסדות לפי מיון ענפי, ובוודאי כאשר הפילוח למוסדות נערך לפי סוג המטרה. מיקוד המטרות על פי אופי המוסד המפוקח יחדד גם את אחריותו של המפקח ויאפשר בחינה טובה יותר של הקשר בין פעולותיו לבין המטרה שהוא מחויב לה (להרחבה ראו Taylor, 1977).

להערכתנו, המשקל שמייחסים חוקרים מסוימים לחיסרון זה הוא משקל מופרז. ריבוי המטרות של המוסד המאוחד אינו מחייב להסדיר ולבחון את כל הפעילויות שהוא מפקח עליהן באותו קנה מידה. למעשה, גם במבנה המבוזר ניצבות לפני כל מפקח מטרות מגוונות, והוא מדרג אותן בהתאם לפעולה שהוא מפקח עליה. יתרה מזו, החשיבות היחסית של המטרות נובעת מאופי הפעולה המפוקחת ולכן מסדר החשיבות ברור לא רק למפקחים, אלא גם למפוקחים ולציבור הרחב. מכאן שגם החשש לכשל בזיהוי האחריות למחדל הוא חשש קטן.

זאת ועוד, אחת הסיבות העיקריות לאיחוד רשויות הפיקוח היא העלייה במשקלם של הקונגלומרטים הפיננסיים. וכבר ציינו בסעיף הקודם כי בעת שבוחנים את ההסדרה הראויה לקונגלומרט שבמרכזו בנק, ראוי להתחשב במטרת היציבות בהסדרתו ובפיקוח על כל פעולותיו. גם אם בפעולה מסוימת, כשהיא לעצמה, מטרת היציבות משנית, הרי משום שמבצע אותה בנק, עלולה להיות לה השלכה על יציבותו. בכל מקרה יש קשרי גומלין הדוקים בין שתי המטרות המרכזיות הניצבות לפני המפקחים על המתווכים הפיננסיים, קרי היציבות

והגנת הצרכן, ובמיוחד כאשר דנים בקונגלומרט פיננסי. להגנת הצרכן חשיבות גם לגבי יציבותו של המתווך הפיננסי משום שניצול הצרכנים לרעה במערכת תחרותית יגרום לירידת הביקוש לשירותי המתווך הפיננסי ולהתחזקות הסיכוי שיציבותו תתערער.

2. התמחות לעומת יתרונות למגוון. יש המונים בין היתרונות של איחוד

מוסדות הפיקוח את שיפור היעילות הגלום בעיסוק במגוון פעולות שיש קשר סינרגטי ביניהן. אולם על אף הקרבה והדמיון בין פעולות פיננסיות, יש גם ייחודיות רבה לכל אחד מהענפים, והיא המחייבת התמחות. ההתמחות כרוכה בהיכרות מעמיקה של הענף ולעיתים אף בגישה מיוחדת לזיהוי בעיותיו ולטיפול בהן. לדוגמה, המפקחים על הבנקים מתמקדים במאפייני האשראי שהם מעניקים ללקוחותיהם, בסיכוי להחזר החוב, בזיהוי חובות אבודים וכדומה. המפקחים על הביטוח מתרכזים בהתחייבויות המבטח כלפי לקוחותיו וביכולתו לעמוד בהן. המפקחים על הפעילות בניירות ערך מתמקדים יותר מאחרים בפעילות לא חוקית ובהגנה על הצרכן. בסך הכול נראה כי היתרונות למגוון במערכת הפיקוח קטנים בלבד ואיחוד הרשויות כרוך במיקוד ההתמחות.

3. תחרות בין המפקחים. לריבוי מפקחים יש יתרון הנובע מביזור הכוח

והסמכויות בין כמה גופים. דווקא בשל הגידול במשקל הקונגלומרטים הפיננסיים נדרשת רגישות רבה ליציבותם. מפקח יחיד עלול להיות שבוי בקונספציה מסוימת ובשיטת עבודה אחת, ובמקרה של טעות בהערכה יתרחש כשל מערכתי. ריבוי המפקחים על אותו מוסד פיננסי אמנם מצמצם את זווית הראייה של כל אחד מהם לקטע מסוים, אך מעשיר את מערכת הפיקוח במגוון תפיסות ונקודות ראות, וכך מקטין את הסיכוי לטעות בזיהוי ולכשל מערכתי. לריבוי הגישות והתפיסות יש יתרון גם בהסדרה ובחקיקה. ליבון הבעיות והפתרונות יהיה יסודי יותר וחשוף פחות לטעויות הנובעות מריכוזיות יתר. כדברי Goodhart et al. (1998), הטיעונים נגד מפקח יחיד הם אותם טיעונים שיש נגד כל מונופול בכל שוק.

4. ריכוז כוח עודף. איחוד הרשויות יוצר במשק גוף ציבורי בעל עצמה

גדולה מאוד. כתוצאה מכך עלולים להתרופף האיזונים והבלמים שבין המפקחים למפוקחים. ריכוז כוח עלול להיות מנוצל לרעה, לצבירת

עצמה לשמה, אך גם לשחיתות ולקבלת שוחד, בדרך כלל בדרכים סמויות ועקלקלות. בעייתיות זו עלולה לגבור בתנאים מסוימים הקשורים למידת העצמאות והכפיפות הפוליטית של הגוף המפקח. בספרות המחקרית יש הערכות בדבר הקשר בין מספר המפקחים לבין ממדי השוחד הפוטנציאלי במערכת, בעיקר בשל ההנחות השונות זו מזו שביסוד המודלים. חוקרים במדע המדינה (למשל, Wilson, 1988; Moe, 1990; Mueller, 1996) טענו שהפרדת רשויות הפיקוח מחלקת את מכלול המידע על המפוקח בין כמה גופים וכך מצמצמת את יכולתם לנצלו למטרת שוחד. אולם ניתוחים אלה אינם מתבססים על מודלים פורמליים. Congleton (1984) מראה שהגדלת מספר המשתתפים בוועדות מחליטות (או לחלופין הגדלת מספר הוועדות) רצויה למשק, שכן הטיית החלטותיהם לטובת מחפשי הרנטות תהיה יקרה יותר. Shleifer and Vishny (1993) מראים באמצעות מודל של תחרות אוליגופולית שהגדלת מספר המפקחים על אותו שוק תגדיל את כמות השוחד בתנאי שיווי משקל, משום שכל רשות יכולה לבלום את הפעולה שהמפוקח מבקש, ומהצד האחר כל מפקח מתעלם מדרישת השוחד של עמיתיו ומנסח את דרישת השוחד שלו. Laffont and Martimort (1999) מראים כי מסקנה זו נובעת, בין היתר, מהעובדה שלתבנית המידע של המפקחים אין תפקיד במודל של שליפר ווישני, והצע השוחד הוא אקסוגני. אבל לתבנית המידע יש חשיבות רבה, כי כל אחד מהמפקחים מחזיק רק חלק מהמידע ואין הם משתפים פעולה ביניהם, הצעות השוחד של כל אחד מהם יהיו יעילות פחות מנקודת ראותו של המפוקח. מקצת הצעות השוחד אינן אפשריות כלל בלי שיתוף פעולה בין שני המפקחים. המחברים ממחישים זאת באמצעות דוגמה מענף החשמל בארצות הברית. בענף החשמל יש שתי רשויות פיקוח: האחת ממונה על טכנולוגיית הייצור, ההשקעות, התשומות, המחירים ואיכות השירות, והשנייה ממונה על איכות הסביבה. איחוד שתי הרשויות היה יכול להניב הצעת שוחד של המפקח, המתבססת על שילוב המידע בשני התחומים. המפקח המאוחד יטען כי חשוב לייצר חשמל בטכנולוגיה שתצמצם את זיהום האוויר. הוא יטען גם כי מבנה השוק ותהליכי הייצור אינם מאפשרים לחברה לאמץ את הטכנולוגיה האמורה בלא סבסוד ממשלתי. אפשר לראות כי רק חבישת שני הכובעים מאפשרת למפקח ליזום הצעה שהמפוקח יינה ממנה על חשבון הציבור. לאחר שההצעה תאוּמץ יתחלקו המפקח

והמפוקח בסובסידיה. לכן כדי לצמצם את סכנת המפקח השבוי רצוי שעל כל תחום יפקחו כמה רשויות.

5. סיכונים הגלומים בתהליך הרפורמה. Abrams and Taylor (2000)

מציינים מספר בעיות הגלומות בתהליך בחינתו של מבנה הפיקוח הרצוי וביישום הפתרון. להערכתם, פתיחת הנושא לדיון עלולה לגרום שינוי במבנה, גם אם השינוי אינו רצוי למשק, משום שפוליטיקאים או פקידים בעלי עצמה עלולים לנצל את התהליך כדי להגביר את כוחם. יתרה מזו, המרוויחים מהתהליך עלולים להאיץ את קבלת ההחלטות בלי דיון יסודי וממצה, כדי שלא להחמיץ את ההזדמנות להרחיב את סמכויותיהם ואת עצמתם.⁸ התוצאה הגרועה ביותר האפשרית היא שהמוסד המאוחד לא ייחנה מעצמאות הולמת ואף יישלט בידי הפוליטיקאים. (יש לציין כי חשש זה אינו מופרך כלל ועיקר לנוכח ההתקפות על המפקח על הבנקים בישראל בשנים האחרונות, גם מצד פוליטיקאים, ולנוכח שינויי החקיקה המוצעים).

החלשת מנגנוני הפיקוח על ידי בעלי עניין יכולה להיגרם גם בתהליך החקיקה של המבנה החדש. כדי שמיזוג הרשויות יצליח, יש לשנות את החוקים הקיימים בדרך שתיצור הרמוניה בהסדרה ובאכיפה של פעילויות בעלות אופי דומה. אפשר לנצל תהליך זה לעיקור חוקים קיימים שאינם נוחים למפוקחים.

איחוד הרשויות הוא הזדמנות להנהלת הגוף המאוחד להשתחרר מעובדים לא מיומנים או לא יעילים. אולם טמונה בו גם הסכנה שיפרשו דווקא העובדים בעלי האיכות הגבוהה יותר (Goodhart, 2001). הקמת גוף חדש יוצרת אי-ודאות באשר למעמדו של כל עובד ולמסלול קידומו העתידי. בעיה זו חמורה במיוחד בצוותי הניהול, שהרי אחת המטרות העיקריות של האיחוד היא לחסוך בהוצאות הניהול. גם התרבות הארגונית של הגוף המאוחד עשויה להיות שונה מזו של כל אחת מהרשויות שהרכיבו אותו. שינויים אלה מהווים קרקע פורייה לפרישת עובדים שחוששים שתיפגע רווחתם במובנה הרחב. ומאחר שסיכויי העובדים האיכותיים למצוא חלופה הולמת טובים יותר, יש חשש שמא יורע הרכב כוח האדם ברשות המאוחדת. Briault (2001) מציין כי הרשות המאוחדת בבריטניה הצליחה לבחור את העובדים הטובים יותר על ידי קביעת שכר ותנאי עבודה הדומים למקובל במוסדות פיננסיים פרטיים.

יש לציין שקיימת ספרות ענפה בקשר למשטרי הפיקוח הרצויים. אולם כמעט בלא יוצא מהכלל, מאמרים אלה עוסקים בהשפעות של מבנה הפיקוח על הבנקים על הביצועים בתחום הבנקאות (קריסות בנקים, פערי ריבית וכדומה), ולא על תפקוד המערכת הפיננסית בכללה. עם זאת ניכרת הסכמה שיש להעניק לרשויות המפקחות עצמאות, סמכויות ומשאבים מספיקים כדי למנוע משברים פיננסיים.⁹ זאת ועוד, בספרות המחקרית מתועדים מקרים לא מעטים שבהם אי-הקצאתם של משאבים הולמים תרמה למשברים. מסיבה זו המלצנו בפרק הראשון ליצור הרמוניה בסמכויות הפיקוח ובמשאבים של כל רשויות הפיקוח. חמור במיוחד בעינינו היעדרם של אמצעים מספיקים בתחום הפיקוח על קופות הפנסיה. יש גם חשיבות רבה לתבוע מהמפקחים דין וחשבון על פעולותיהם (accountability), כלומר שיהיו אחראים להחלטות שמתקבלות. ברור שבמשטר מבוזר של מפקחים יש חשש שיעד זה לא יושג והאחריות לתקלות עלולה להתגלגל ממפקח אחד למשנהו.

לבסוף, מהספרות המחקרית עולה כי מבחינה כלכלית עדיף שמבנה הפיקוח ייקבע על פי האינטרס הציבורי, ולא על פי אינטרסים ענפיים או פוליטיים. לדוגמה, שמירה על יעד היציבות היא ללא ספק בעלת חשיבות רבה ותורמת להגנה על פיקדונות הצרכנים. אולם יש לדאוג לאיזון הולם בין הקצאת המשאבים לשמירה על היציבות של המוסדות הפיננסיים לבין דאגה ישירה לענייניהם של הצרכנים, למשל מניעת הניצול של ניגודי עניינים וגביית עמלות מופקעות. אנו בדעה שהמעבר למפקח יחיד עשוי לתרום לחיזוק השמירה על ענייניהם של הצרכנים וכן להגביר את היציבות, משום שבחינה כוללת של כל מוסד פיננסי בידי מפקח אחד מקטינה את הסיכוי לכשל של המוסד הפיננסי והיא מצמצמת את אפשרות הניצול של ניגודי עניינים בין פעילויות שבמבנה מבוזר בפיקוח כמה רשויות.

8 חששות כאלה נשמעו גם בישראל כאשר הרעיון לאיחוד רשויות הפיקוח עלה לראשונה באמצע שנות התשעים.

ה. שלוש גישות למערכת רבת מפקחים

הגישה שרווחה במשך שנים רבות התבססה על ריבוי מפקחים. לכל ענף פיננסי מרכזי מונה מפקח נפרד. אולם גם בין התומכים כיום בריבוי מפקחים, יש הגורסים כי הפיצול צריך להיות על פי מטרות הפיקוח או על פי אופי הפעולה המפוקחת, ולא על פי מיון ענפי. בפרק זה נאפיין את שלוש החלופות למערכת רבת מפקחים וכן ננתח את יתרונותיהן וחסרונותיהן. אלה שלוש הגישות: (א) מבנה ענפי; (ב) מבנה תלוי מטרות; (ג) מבנה תלוי פעילויות.

הבעייתית ביותר בשלוש הגישות היא חלוקת רשויות הפיקוח על בסיס אופי הפעולות הפיננסיות, למשל מתן אשראי, ניהול כספים של הציבור וכדומה. ראשית, מגוון הפעולות האפשריות רחב, ואפשר להגיע למספר לא סביר של רשויות. גם החלוקה של Merton and Bodie (1995), הממיינת את הפעולות בשווקים הפיננסיים לשש קטגוריות בסיסיות, רחבה מכדי לבנות מערכת פיקוח יעילה. עלותה של מערכת כזאת תהיה יקרה מאוד והתועלת ממנה קטנה. חלוקה מסוג זה יעילה, אם המטרה העיקרית היא הגנת הצרכן. אולם היא תפגע באופן מהותי ביכולת לפקח על היציבות, שכן היציבות היא תכונה של המוסד הפיננסי ולא של פעילות מסוימת. על אף ריבוי המפקחים ייוותרו תחומי חפיפה ביניהם וכך יגדלו עוד יותר עלויות המפקחים והמפוקחים כאחד. בסיכום, גישה זו אינה מעשית והראיה הברורה לכך – היעדר מדינה כלשהי שבחרה במבנה פיקוח כזה. שתי החלופות המעשיות למבנה פיקוח מבוזר הן מבנה ענפי או מבנה תלוי מטרות. כאמור, הנימוק המרכזי בעד שתי הגישות הוא נימוק ההתמחות. התומכים בבחירת מבנה ענפי רואים באופי הענף גורם המחייב התמחות. כך למשל, המפקח על הביטוח צריך להיות מומחה בביטוח ואילו המפקח על הבנקים צריך להיות מומחה בבנקאות. ההתמחות יכולה להיות פועל יוצא של התפתחות טבעית. אולם לאור היתרונות הכלכליים הגלומים במגוון פעילויות, סביר להניח שברוב המקרים ההתמחות בענף אחד מקורה בהגבלות על מגוון הפעילויות שהתירו הרשויות המפקחות לכל מתווך. דוגמאות להגבלות הן חוק גלאס סטיגל שאסר על הבנקים בארצות הברית פעילות בשוק ההון או האיסור על הבנקים בישראל לעסוק בביטוח.

עם הדוגלים בבחירת מבנה תלוי מטרות נמנים (Goodhart et al. 1998). הוא טוען כי הקריטריון העיקרי בבחירת מבנה הפיקוח הוא האפקטיביות והיעילות בהשגת המטרות של ההסדרה והפיקוח. מכאן ברור כי המבנה הרצוי ביותר הוא זה שמתמקד מראש במטרות. ההנחה העומדת מאחורי טענה זו היא שדרכי השמירה על היציבות והפיקוח על היציבות זהות לכל המתווכים הפיננסיים – בנק, ביטוח ומנהלי תיקי השקעות. קשה לקבל עמדה זו, משום שהידע הנדרש לבחינת היציבות אינו זהה בהכרח. לדוגמה, בחינת היציבות של חברת ביטוח מחייבת מומחיות באקטואריה, ואילו בחינת יציבותו של בנק מצריכה בעיקר ידע במימון ובתהליכים מקרו-כלכליים. גם המטרה המרכזית השנייה – הגנת הצרכן – מחייבת ידע שונה בענפים שונים. גם כאן, בדומה ליציבות, בלי מומחיות באקטואריה קשה לשמור על האינטרסים של הצרכן ברוב נושאי הביטוח. טענה מהותית יותר על חוסר היעילות של חלוקה ענפית ועל היתרונות של פיקוח תלוי מטרות העלו Taylor (1995) ו-Goodhart (1996). לדעתם, יש הבדלים מהותיים בין פילוסופיית הפיקוח, טכניקת הפיקוח והתרבות הארגונית המתאימות לבעיות יציבות, לעומת אלו המתאימות להגנת הצרכן. לדעתם, קשה לחבר שתי תרבויות ארגוניות שונות כל כך זו מזו תחת כנפיו של מוסד אחד.

כמה חוקרים מעריכים כי חולשתה של מערכת פיקוח ענפית קשורה בתחלופה בין מטרות, למשל בין **הגנת הצרכן** ליציבות או בין תחרות ליציבות. Taylor טוען כי הבחירה בין מטרות סותרות צריכה להיות בידי הדרג הפוליטי ולא בידי הפקידות של המוסד המפקח. לכן אין לאפשר לשתי המטרות לדור תחת קורת גג אחת. גם אם נקבל את טענתו, נראה כי התחלופה בין הגנת הצרכן לבין היציבות שולית למדי וגם התחלופה בין תחרות לבין יציבות נראית חלשה. אמנם יש האומרים שקיימת תחלופה בין תחרות ליציבות משום שמטרת התחרות עולה בקנה אחד עם ריבוי בנקים קטנים, ואילו יציבות מחייבת, לכאורה, מעט בנקים גדולים. אולם אף שהגודל הממוצע של המוסדות הפיננסיים בשוק תחרותי נוטה להיות קטן יותר, ספק אם בנקים קטנים נתונים לסכנה גדולה יותר של פשיטת רגל. היציבות המיוחסת לעתים לבנקים גדולים אינה נובעת מתכונותיהם, אלא מההגנה שהם זוכים לה מהרשויות, שכן הרשויות חוששות שקריסה של מוסד פיננסי גדול תגרור השלכות מקרו-כלכליות. זאת ועוד, התחרות מחזקת את פיקוח השוק על המוסדות הפיננסיים ומקטינה את הסיכוי לפשיטת רגל (בן בסט, 1996).

להערכתנו, סוגיית ההתמחות חשובה הרבה יותר מסוגיית התרבות הארגונית. יתרה מזו, בין הגנת הצרכן ליציבות יש קשרי גומלין המעניקים יתרון לראייה כוללת של הענף. סביר שגם עלויות הפיקוח למפקח ולמפוקח יהיו זולות יותר כאשר כל חברה ענפית מפוקחת בידי מוסד אחד במקום שניים (Di Noia and Di Giorgio, 2000). לכן חלוקה ענפית נראית מתאימה יותר למדינות המעדיפות מבנה רב מפקחים. עם זאת הערכתם של Goodhart ושל Taylor למכלול היתרונות והחסרונות שמנינו לעיל היא הפוכה. הם יוצאים מההנחה שחלק גדול מהתיווך הפיננסי נמצא בידי קונגלומרטים הפועלים בכל תחומי שוק הכספים וההון, כך שבחינת יציבותו של הקונגלומרט מחייבת ראייה מצרפית של כל פעולותיו. משום כך הציעו שניהם לאמץ מודל פיקוח המורכב משתי רשויות על פי מטרות הפיקוח. האחת תעסוק ביציבות והשנייה בהגנת הצרכן (Twin Peaks Model). להלן נפרט את המודל שהציעו.

ה.1. שתי רשויות על בסיס המטרות

Goodhart ו-Taylor מעריכים כי אפקטיביות הפיקוח תגדל אם נקים רשויות המתמחות במטרות נבדלות. אולם מטעמי יעילות הם מצמצמים את הצעתם לשתי רשויות שלכל אחת מהן יותר ממטרה אחת. מיון המתחשב באפקטיביות בלבד היה מוליך להקמת שש רשויות. להלן נפרט את המטרות שבהן תעסוק כל אחת משתי הרשויות המוצעות.

1. הרשות ליציבות. הרשות ליציבות תעסוק ביציבותם של כל המוסדות הפיננסיים בשוק – בנקים, חברות העוסקות בניירות ערך, מנהלי תיקים וחברות ביטוח, אף שאופי הסיכונים בכל אחד מהם שונה. אלה הסיכונים האפשריים:

סיכון סיסטמתי: פעולות שבהן הנזק לחברה מכישלון גדול מהנזק לפרט. סיכון סיסטמתי מאפיין את כל המוסדות הפיננסיים המקבלים פיקדונות, ולא רק בנקים. מקורו בתגובת שרשרת שכישלון עלול להמיט על המפקידים בבנק. שני גורמים לסיכון הסיסטמתי: ראשית, הוודאות בהתחייבויות של הבנק (הפיקדונות) מול האי-ודאות בנכסיו (האשראי). שנית, היכולת של בעלי הפיקדונות למשוך אותם מיד או בהתראה קצרה.

סיכון מעין זה לא קיים בחברות ביטוח או בניהול תיקי השקעה. אולם חברות אלה חשופות לסיכוני יציבות אחרים שעלולים לגרום

נוק לצרכנים. מערכת פיקוח שתתמקד בכל בעיות היציבות של כל המפוקחים תשיג גם יתרונות, מהסוג שצינו לגבי מפקח יחיד, כגון ניצול יתרונות לגודל, סינרגיה בין הסדרתו של בנק לבין הסדרתם של מוסדות פיננסיים אחרים ובעיקר קיומם של קונגלומרטים פיננסיים העוסקים בכל מגוון העיסוקים. לכן מוצע שרשות אחת תעסוק בכל בעיות היציבות של כל המתווכים הפיננסיים.

2. הרשות להגנת הצרכן. הרשות להגנת הצרכן תעסוק בכל ההיבטים של יחסי מתווך פיננסי ולקוח: גילוי נאות של כל המידע הרלוונטי, ייעוץ פיננסי הוגן, ישרה בשיווק כל המוצרים, חוזים הוגנים, הימנעות מניצול ניגודי עניינים ואמת בפרסום. הגנת הצרכן תישמר בפעילותם של כל המתווכים הפיננסיים, הקמעונאים והסיטונאים. הפיקוח הנדרש במסחר הסיטונאי אמור להיות אינטנסיבי פחות, כי מסחר זה נערך בין אנשי מקצוע, אך גם הוא חלק משרשרת ההגנה על הצרכן. גם על עסקי החליפין, כמו הבורסה לניירות ערך והמסחר במטבע חוץ, תפקח הרשות להגנת הצרכן. התחרות בשווקים הפיננסיים נכנסת אף היא לקטגוריה של הגנת הצרכן. אולם מאחר שברוב המדינות יש רשות מיוחדת להגבלים עסקיים המופקדת על התחרות בכל ענפי המשק, יש להפקיד בידה גם את הדאגה לתחרות בשווקים הפיננסיים. לסיום נציין כי מודל הפרדת הפיקוח על פי שתי מטרות מרכזיות זכה לאימוץ מוגבל מאוד. רק שלוש מדינות – הולנד, אוסטרליה ושוודיה – בחרו בגישה זו. חשוב להדגיש כי המחקרים לא עסקו בניתוח כמותי שלפיו אפשר להעריך את שיטת הפיקוח הראויה על סמך פרמטרים אקסוגניים. בכך נעסוק בהמשך.

1. הגורמים המסבירים את מבנה הפיקוח בחתך רחב

בחלק זה ננסה לנתח את הגורמים המשפיעים על בחירת מבנה הפיקוח ב־76 מדינות. ואלה הבעיות:

1. מקצת השיקולים שמעלים בספרות להעדפתו של מבנה פיקוח זה או אחר הם שיקולים איכותיים שקשה מאוד לכמת אותם. כך למשל, קשה מאד לכמת את 'החשש מריכוז כוח' בידי מפקח אחד או את הצורך בהתמחות.

2. המשתתפים הכמותיים אינם נערכים ונבנים בהכרח באופן אחיד בין המדינות. כך למשל, משתתפים שנוגעים לגודלה של הבורסה, למערכת הבנקאות ולפערי הריבית מחושבים בצורות שונות במדינות שונות.
3. בעיות סימולטניות: מקצת הגורמים שלכאורה עשויים להסביר מבנה פיקוח מסוים נגזרים מאותם משתתפים הקובעים את מבנה הפיקוח. כך למשל, אפשר לחשוב כי במקרים שבהם הבנקים רשאים לרכוש ניירות ערך הדבר יפעל לאיחוד מפקחים, כך שלא יהיה מפקח אחד לנושא הבנקאות ומפקח אחר לניירות הערך. אולם ככל הנראה, ההיתר לבנקים להשקיע בניירות ערך אינו משתנה אקסוגני ונקבע אף הוא בידי קובעי המדיניות.
4. לא בכל המדינות נערך דיון מחודש או התקבלו החלטות על מבנה הפיקוח הראוי. בחלק מהן, בדומה לישראל, הדיון בעיצומו, וייתכנו עוד שינויים. לפיכך ההתייחסות למבנה פיקוח מסוים כיום כאל שיווי משקל שהתקבל אינה מדויקת.

הבדיקה הסטטיסטית תיעשה באמצעות פונקציית פרוביט. בשיטה זו המשתנה התלוי הוא משתנה איכות לא רציף המקבל את הערך 0, כאשר איחוד רשויות במדינה מסוימת, ואת הערך 1, כאשר הרשויות מאוחדות. מכיוון שיש שלוש רשויות, ייתכנו חמישה צירופים של איחוד (לוח 3 לעיל): (א) איחוד מלא: נותרת רשות מפקחת אחת בלבד – 25 מדינות; (ב) איחוד בין שתי רשויות – בנקאות וניירות ערך, ורשות הביטוח נותרת עצמאית – 5 מדינות; (ג) איחוד בין שתי רשויות – בנקאות וביטוח, והרשות לניירות ערך נותרת עצמאית – 8 מדינות; (ד) איחוד בין שתי רשויות – ביטוח וניירות ערך, והפיקוח על הבנקים נותר עצמאי – 7 מדינות; (ה) שלוש רשויות נפרדות – 31 מדינות.

בספציפיקציות השונות של פונקציית הפרוביט, התייחסנו לעתים לאיחודים חלקיים בין שתי רשויות כאל איחוד רשויות ולעתים כאל אי-איחוד רשויות.

המשתתפים שאנו מסתייעים בהם כדי להסביר את מבנה הפיקוח במדגם המדינות כוללים משתתפים אשר הוצגו בעבודות קודמות שתוארו לעיל כגורמים שעשויים להשפיע על סוג הפיקוח. המשתתפים קשורים לתחומי הבנקאות, לגודלו של השוק לניירות ערך, לגודלו ולעושרו של כל משק וכן למדדי חופש כלכלי וליברליזציה. אלה המשתתפים:

א. משתנים הקשורים בבנקאות

1. ריכוזיות הבנקים: נתחי השוק של שלושת הבנקים הגדולים. הממוצע במדגם הוא 61%, כאשר הטווח נע בין 20% ל-100%.
2. משקל הנכסים הבנקאיים: גודלם היחסי של M3 והאשראי. המשתנה M3 (יחסית לתוצר) נע בין 11% ל-190%, ואילו האשראי (יחסית לתוצר) מגיע אף ל-300%.
3. תחרותיות ויעילות: גורם זה מיוצג על ידי מרווחי ריבית – אלה נעים בין 0.2% ל-75%, כשהממוצע הוא 9%.
4. ריכוז כוח פיקוחי: האם הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק המרכזי (משתנה איכותי הנע בין 1 ל-3).
5. פעילויות מותרות לבנקים: באיזו מידה רשאים הבנקים להיות פעילים בניירות ערך ובביטוח (משתנה איכותי הנע בין 1 ל-3). לכאורה אפשר לחשוב שאם ממילא מותר לבנקים לעסוק במגוון עיסוקים, כך שהבנקים מעורבים גם בניירות ערך ובביטוח, סביר שרצוי משטר של מפקח אחד. אולם יש אפשרות הפוכה, ודווקא רצוי שיהיו מפקחים המתמחים בתחומים השונים כדי לוודא שבכל תחום הבנק יפעל לפי קריטריונים תואמים.

ב. משתנים הקשורים בגודלו של שוק ההון הסחיר

1. הגודל היחסי של שוק המניות (באחוזי תוצר): המשתנה נע בין 1% ל-265%. נראה שככל ששוק המניות גדול יותר, שוק זה נדרש להסדרה שתתמחה בנושא.
2. החוב הממשלתי המקומי יחסית לתוצר (באחוזי תוצר): המשתנה נע בין 3% ל-162%. מוצג כביטוי לשוק אגרות החוב הסחירות, שאין בעבורו נתונים במדינות רבות (בין השאר משום שהמונח 'חוב סחיר' אינו חד-משמעי).

ג. משתנים הקשורים בגודלו ועושרו של המשק

- אנו מפרקים את התוצר לשני רכיבים: התוצר לנפש והאוכלוסייה.
1. התוצר לנפש: הטווח הוא בין 2,070 דולר ל-40,790 דולר.
 2. האוכלוסייה: הטווח הוא בין 0.04 מיליון ל-1,229.63 מיליון.

ד. משתנים הקשורים בחופש כלכלי וליברליזציה

משתנים אלה הם משתני איכות המבטאים בעיקר את מידת המעורבות של הממשלה בפעילות המגזר העסקי. הם מקבלים ציונים מ-1 עד 10 מהארגונים Fraser ו-Heritage. חלק גדול של הציון נקבע על בסיס משתנים כמותיים, כמו משקל הבנקים בבעלות הממשלה ומשקל האשראי המוכוון על ידי הממשלה. משתנים אלה (המתואמים ביניהם מבחינה סטטיסטית באופן מובהק) הם חופש כלכלי כללי במשק, חופש כלכלי בענף הבנקאות, מדד הליברליזציה במטבע חוץ ומדד ההסדרה של שוק האשראי.

ה. הוצאה ממשלתית כוללת ביחס לתוצר

המשתנה נע בין 1% ל-47%. הוא נועד לבטא את מעורבות הממשלה במשק ואת גודלו היחסי של המגזר הציבורי.

בלוח 4 להלן מוצגים המאפיינים הסטטיסטיים של המשתנים. במדגם 76 מדינות שיש עליהן נתונים על מבנה הפיקוח. לאחר שמשמיטים את התצפיות שאין עליהן נתונים זמינים בקשר למשתנים המסבירים, אנו נותרים עם 59 תצפיות לניתוח¹⁰ (אלמלא צמצמנו את מספר המשתנים המסבירים בלוח 4, כגון 'דרגת העצמאות של הבנקים המרכזיים', מספר התצפיות היה יורד עוד יותר).

10 הולנד הושמטה מן הרגרסיה אף שיש עליה נתונים, מאחר שבתחילת 2005 חל שינוי במבנה הפיקוח במדינה זו, וכיווניו אינם ברורים לחלוטין. כאמור, הנתונים שהניתוח מתבסס עליהם נכונים לסוף שנת 2004.

לוח 4 תיאור המשתנים המסבירים

| מה מייצג הפרמטר? | מקור | סטיית תקן | ממוצע | מקסימום | מינימום | מספר התצפיות | פרמטר |
|---|---|-----------|-------|---------|---------|--------------|--|
| א. משתנים הקשורים לבנקאות | | | | | | | |
| מדד לתחרותיות בשווקים הפיננסיים | Benchmark* (WB) | 0.21 | 0.61 | 1.00 | 0.20 | 67 | 1. נכסים בידי שלושת הבנקים הגדולים |
| מדד להתפתחות פיננסית | WDI* | 0.39 | 0.65 | 1.90 | 0.11 | 72 | 2. מצרפי הכסף (M3) מחולקים בתמ"ג |
| מדד להתפתחות פיננסית / לתחרותיות בשווקים הפיננסיים / שכלול שוק ההון | WDI | 0.53 | 0.77 | 2.98 | -0.57 | 73 | 3. אשראי כולל חלקי תמ"ג |
| מדד לתחרותיות / מדד לשכלול שוק ההון | IFS* | 0.130 | 0.09 | 0.75 | 0.002 | 67 | 4. מרווח ריביות |
| מדד לחופש הפיקוח / מדד לריכוז כוח פיקוחי | Donato Masciandaro (2004) ועיבודי המכון הישראלי לדמוקרטיה | 0.98 | 2.01 | 3 | 1 | 75 | 5. דרגת המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים |
| מדד לחופש הפיקוח | OCC* | 0.84 | 1.94 | 3 | 1 | 46 | 6. דרגת העצמאות בפיקוח על הבנקים |
| מדד למגוון עיסוקים מותר / מדד לתחרותיות בשווקים הפיננסיים | WB* | 0.65 | 2.91 | 4 | 1.5 | 71 | 7. פעילויות המותרות לבנקים (ממוצע של ביטוח ובשוק הוון) |
| מדד למגוון עיסוקים מותר / מדד לתחרותיות בשווקים הפיננסיים | WB | 0.89 | 2.49 | 4 | 1 | 71 | 8. פעילויות המותרות לבנקים בתחום הביטוח |
| מדד למגוון עיסוקים מותר / מדד לתחרותיות בשווקים הפיננסיים | WB | 0.75 | 3.32 | 4 | 1 | 71 | 9. פעילויות המותרות לבנקים בתחום ניירות הערך |

לוח 4 (המשך) תיאור המשתנים המסבירים

| מה מייצג הפרמטר? | מקור | סטיית תקן | מומצע | מקסימום | מינימום | מספר תצפיות | פרמטר |
|--|---------------------|-----------|-------|---------|---------|-------------|--|
| ב. משתנים בקשר לגודלו של שוק ההון הסחיר | | | | | | | |
| מדד להתפתחות של שוק ניירות ערך | WDI | 0.56 | 0.53 | 2.65 | 0.009 | 70 | 1. ערך שוק של חברות רשומות מחולק בתמ"ג |
| מדד להתפתחות של שוק ניירות ערך | Fitch IBCA* | 0.29 | 0.38 | 1.62 | 0.03 | 61 | 2. חוב ממשלתי פנימי מחולק בתמ"ג |
| ג. משתנים בקשר לגודלו וצוהו של המשק | | | | | | | |
| מדד להתפתחות כלכלית | WDI | 9.06 | 13.06 | 40.79 | 2.07 | 70 | 1. תוצר לנפש (מותאם PPP, אלפים) |
| מדד לגודל המשק | WDI | 181.07 | 58.31 | 1229.63 | 0.04 | 74 | 2. אוכלוסייה (מיליונים) |
| ד. חופש כלכלי | | | | | | | |
| מדד לחופש כלכלי במערכת הפיננסית | Fraser Institute* | 1.07 | 7.04 | 9.29 | 4.18 | 70 | 1. חופש כלכלי כללי |
| מדד לחופש כלכלי במערכת הפיננסית | Heritage Institute* | 1.62 | 6.69 | 10.00 | 3.25 | 71 | 2. חופש כלכלי בענף הבנקאות |
| מדד לחופש כלכלי במערכת הפיננסית | Fraser Institute | 2.18 | 6.57 | 9.64 | 0.77 | 68 | 3. ליברליזציה במטבע חוץ |
| מדד לחופש כלכלי במערכת הפיננסית | Fraser Institute | 1.40 | 7.41 | 9.48 | 2.93 | 70 | 4. רגולציות בשוק האשראי |
| ה. הוצאה ממשלתית | | | | | | | |
| מדד למעורבות הממשלה | WDI | 0.10 | 0.29 | 0.47 | 0.09 | 71 | 1. הוצאה ממשלתית כוללת מחולקת בתמ"ג |

* ראו פירוט מקורות בנספח 3.

בלוח 5 אנו מאפיינים על פי משתנים נבחרים את המדינות שבהן יש רשות מאוחדת, רשות מאוחדת חלקית ורשויות לא מאוחדות. הנתונים מרמזים שאין קשר בולט בין רוב המשתנים לבין מבנה הפיקוח. יוצא מהכלל הוא המשתנה 'האם הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק המרכזי'. כאשר הפיקוח על הבנקים אינו בבנק המרכזי גוברת מאוד הנטייה לאיחוד רשויות הפיקוח. לדוגמה, רק ב-5 מדינות שבהן הפיקוח על הבנקים אינו בבנק המרכזי יש ריבוי רשויות, לעומת זאת ב-28 מדינות שהפיקוח בהן מחוץ לבנק המרכזי יש איחוד רשויות מלא או חלקי. כאשר הפיקוח נמצא בבנק המרכזי, יש ריבוי רשויות ב-22 מקרים ואיחוד מלא רק ב-7 מקרים. באופן דומה נגלה נטייה לאיחוד רשויות ככל שגדל התמ"ג לנפש.

לוח 5 משתנים הקשורים לבנקאות ולמבנה הפיקוח

| מספר מדינות בעלות ריבוי רשויות | מספר מדינות בעלות איחוד חלקי | מספר מדינות בעלות איחוד מלא | חלוקה לרביעים (I: הטווח הנמוך ביותר; IV: הטווח הגבוה ביותר) | שם המשתנה מבנה הפיקוח |
|--------------------------------|------------------------------|-----------------------------|---|---------------------------------------|
| 10 7 4 8 | 4 6 7 3 | 4 3 5 6 | I II III IV | נתחי השוק של שלושת הבנקים הגדולים |
| 7 5 10 8 | 7 6 4 3 | 5 7 3 7 | I II III IV | M3 ביחס לתוצר |
| 9 7 8 6 | 5 6 5 4 | 5 5 5 8 | I II III IV | אשראי כולל ביחס לתוצר |
| 8 8 8 4 | 2 6 1 8 | 5 2 7 4 | I II III IV | מרווחי ריבית |
| 22 3 5 | 6 0 14 | 8 1 16 | כן באופן חלקי לא | האם הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק המרכזי |

לוח 5 (המשך) משתנים הקשורים לבנקאות ולמבנה הפיקוח

| מספר מדינות בעלות ריבוי רשויות | מספר מדינות בעלות איחוד חלקי | מספר מדינות בעלות איחוד מלא | חלוקה לרביעים (I: הטווח הנמוך ביותר; IV: הטווח הגבוה ביותר) | שם המשתנה מבנה הפיקוח |
|--------------------------------|------------------------------|-----------------------------|---|---|
| 1 3 12 13 | 0 3 8 8 | 0 3 7 12 | 1 2 3 4 | עד כמה רשאים הבנקים להיות פעילים בניירות ערך: ערכים 4-1 |
| 7 5 15 2 | 5 4 9 1 | 2 4 14 2 | 1 2 3 4 | עד כמה רשאים הבנקים להיות פעילים בביטוח: ערכים 4-1 |
| 6 9 9 5 | 8 3 1 8 | 4 5 7 5 | I II III IV | ערך שוק של חברות רשומות ביחס לתוצר |
| 5 3 8 8 | 8 7 1 2 | 3 5 6 5 | I II III IV | החוב הממשלתי המקומי ביחס לתוצר |
| 7 5 9 9 | 4 8 4 4 | 8 5 5 5 | I II III IV | תוצר מקומי גולמי |
| 8 9 9 3 | 7 6 2 5 | 3 2 6 10 | I II III IV | תוצר לנפש (מותאם PPP) |
| 7 4 7 12 | 2 7 8 3 | 10 7 3 4 | I II III IV | אוכלוסייה |
| 13 6 7 4 | 4 5 5 6 | 1 6 5 8 | I II III IV | חופש כלכלי כללי |

לוח 5 (המשך) משתנים הקשורים לבנקאות ולמבנה הפיקוח

| מספר מדינות בעלות ריבוי רשויות | מספר מדינות בעלות איחוד חלקי | מספר מדינות בעלות איחוד מלא | חלוקה לרביעים (I: הטווח הנמוך ביותר; IV: הטווח הגבוה ביותר) | שם המשתנה מבנה הפיקוח |
|--------------------------------|------------------------------|-----------------------------|---|----------------------------------|
| 8 8 6 8 | 7 5 3 5 | 3 5 9 4 | I II III IV | חופש כלכלי בענף הבנקאות |
| 10 7 7 6 | 5 3 6 6 | 3 8 4 5 | I II III IV | הסדרה בשוק האשראי |
| 9 6 9 4 | 5 7 3 5 | 3 4 5 8 | I II III IV | מדד לליברליזציה במטבע חוץ |
| 6 8 8 6 | 7 8 1 4 | 5 2 9 7 | I II III IV | הוצאה ממשלתית כוללת מחולקת בתמ"ג |

ז. אומדן פונקציית ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח

בלוח 6 להלן מוצג הכיוון הצפוי של מקדמי המשתנים המסבירים, כלומר אילו משתנים אמורים להגדיל את ההסתברות לאיחוד מפקחים, ואילו אמורים להפחית הסתברות זו. אחת הבעיות העיקריות נובעת מכך שחלק מהמשתנים האקסוגניים משפיעים בכיוונים מנוגדים ולכן השפעתם הנקייה אינה ברורה מראש.

שניים מהמשתנים המסבירים שמנינו לעיל, והקשורים לענף הבנקאות, הם אנדוגניים, כלומר הם עצמם נקבעים במודל על ידי גורמים אחרים וגורמים משותפים לפונקציית ההסתברות. שני המשתנים הללו הם החופש של הבנקים לנהל מגוון של תיקי השקעה בניירות ערך ולשווק ביטוח, וכן מידת העצמאות של הבנק המרכזי. משתנים אלה נקבעים בד בבד עם

מבנה הפיקוח שכל משק בוחר, ולפיכך אין הם יכולים להיחשב משתנים אקסוגניים בלתי תלויים המשפיעים על מבנה הפיקוח. לכן הרצנו את מודל ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח בשני שלבים (two stage least squares). בשלב הראשון אמדנו את השפעת הגורמים על חופש הפעולה של הבנקים בשוק ההון ובשלב השני את ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח. ממצאי הרגרסיות מופיעים בלוחות 7א ו-7ב להלן.

לוח 6 כיוון חזוי של המשתנים לאיחוד רשויות הפיקוח

| פרמטר | כיוון חזוי | הסבר (כפי שעולה מהספרות) |
|--|------------|--|
| 1. נכסים בידי שלושת הבנקים הגדולים | +/- | + גורם פיקוחי חזק שמסוגל להתמודד עם הבנקים הגדולים. - גורם שיכול 'להתמחות' בבנקים. |
| 2. מצרפי הכסף (M3) מחולקים בתמ"ג | +/- | + גורם פיקוחי חזק שמסוגל להתמודד עם מערכת בנקאית מפותחת. - גורם שיכול להתמחות. |
| 3. דרגת המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים | - | כאשר קיים מפקח אחד, סביר שהוא לא יהיה כפוף לבנק המרכזי בגלל חשש לריכוז כוח ולהחרפת ניגודי העניינים עם המדיניות המוניטרית. |
| 4. פעילויות המותרות לבנקים (ממוצע של ביטוח ובשוק ההון) | +/- | + אם הבנקים רשאים לפעול בכל התחומים, לא סביר שמפקחים רבים יפקחו על הפעילויות השונות. - אם הבנקים פעילים בתחומים השונים, רצוי שיהיו מפקחים המתמחים בפעילויות השונות כדי לוודא שאין ניצול לרעה. |
| 5. ערך שוק מחולק בתמ"ג | - | שוק מניות מפותח מצריך הסדרה מיוחדת לשוק ההון. |
| 6. חוב ממשלתי פנימי מחולק בתמ"ג | - | שוק איגרות חוב גדול ומפותח מצריך הסדרה לשוק ההון. |
| 7. תוצר לנפש (מותאם PPP, אלפים) | + | במדינות מפותחות יש נטייה לבצע רפורמות, והרפורמות הן לכיוון איחוד. |
| 8. אוכלוסייה | +/- | + הגמישות, השוויוניות והראייה הכוללת חשובות יותר במשק גדול. - במדינות גדולות מממשים היתרונות לגודל, ולכן אפשר לפצל. |
| 9. מדדי חופש כלכלי כללי | + | במדינות בעלות חופש כלכלי האפשרות לנצל לרעה כוח פיקוחי קטנה יותר. |
| 10. הוצאה ציבורית | +/- | + נטייה להקים גופים ציבוריים גדולים וריכוזיים. - נטייה לסרבול ולבירוקרטיה. |

לוח 7א רגרסיה שלב I
 הפעילויות המותרות לבנקים ומעורבות הבנק המרכזי

| המשתנה התלוי | פעילויות המותרות לבנקים (שלב I) | מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח (שלב I) |
|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| חותך | 2.37 | 3.79 |
| נכסים בידי שלושת הבנקים הגדולים | -0.53 | 0.43 |
| מצרפי הכסף (M3) מחולקים בתמ"ג | -0.09 | -0.01 |
| ערך שוק מניות מחולק בתמ"ג | 0.14 | 0.39 |
| חוב פנימי מחולק בתמ"ג | -0.48 | 0.38 |
| לוג תוצר לנפש באלפי דולר | -0.04 | -0.26 |
| לוג אוכלוסייה | -0.05 | 0.06 |
| חופש כלכלי כללי | 0.24* | -0.24 |
| הוצאה ציבורית מחולקת בתמ"ג | 2.13* | 2.27 |
| R ² מתוקן | 0.33 | 0.01 |

מספר התצפיות: 59.

* מובהק ברמה של 5%.

בלוח 7א לעיל נאמדת השפעתם של המשתנים האקסוגניים על הפעילות המותרת לבנקים ועל המעורבות של הבנקים בפיקוח בהתאמה. הנתונים מלמדים שככל שהחופש הכלכלי וההוצאה הציבורית גדלים, כך גדלות הפעילויות המותרות לבנקים. אשר למעורבות הבנק המרכזי בפיקוח, לא נמצאו גורמים שהשפעתם מובהקת.¹¹

יש להעיר בקשר לממצאי לוח 7א כי מידת המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים נקבעה במדינות רבות בעבר הרחוק, אך במקצת המדינות חל שינוי במעורבות הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים יחד עם שינוי מבנה ההסדרה הכולל בשוק ההון. לפיכך יכולתם של משתנים אקסוגניים (הנכונים לנקודת זמן) להסביר את מידת המעורבות של הבנק המרכזי בפיקוח צפויה להיות מוגבלת.

בלוח 7ב להלן מוצגות תוצאות רגרסיית ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח (פונקציית פרוביט, שלב II).

11 ספציפיקציות רבות אחרות, הקשורות לאינפלציה, למשתני אינטראקציה וכן לגירעון הממשלתי לא השפיעו השפעה ניכרת. מעבר החלופה של רגרסיית לוגיט לא השפיע במיוחד על התוצאות. בחלק מהספציפיקציות מסתמנת מובהקות (בכיוון שלילי) של משתנה החופש הכלכלי. כלומר, במדינות חופשיות הנטייה היא להפריד את הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי.

לוח 77 רגרסיה שלב II

רגרסיות פרוביט של מבנה הפיקוח הנגזר ממאפיינים כלכליים ואחרים במדינות המדגם

| חל שינוי במבנה הפיקוח / לא חל שינוי* | רשות מאוחדת / רשות מאוחדת חלקית או ריבוי רשויות | רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית / ריבוי רשויות | רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית עם פיקוח על ניירות ערך / שאר המבנים | רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית עם פיקוח על הביטוח / שאר המבנים | רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית עם פיקוח על הבנקים / שאר המבנים | |
|--------------------------------------|---|--|---|---|---|-----------------------------------|
| -19.97** | -12.95** | 0.66 | -2.37 | 1.19 | -7.38 | חותך |
| 1.40 | 2.03 | 0.96 | 1.30 | 1.08 | 1.06 | נכסים בידי שלושת הבנקים הגדולים |
| 0.52 | 0.35 | -0.33 | 0.04 | -0.26 | -0.02 | מצרפי הכסף (M3) מחולקים בתמ"ג |
| -0.72** | -0.64** | -1.07** | -0.77** | -0.52** | -1.20** | מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח: שארית |
| -0.13 | -0.14 | -0.42 | -0.49 | -0.12 | -0.27 | פעילויות מותרות לבנקים: שארית |
| -1.58*** | -1.75** | 0.70 | 0.21 | -0.16 | -0.03 | ערך שוק המניות מחולק בתמ"ג |
| -2.57*** | 0.40 | -0.86 | -0.53 | 0.30 | -0.78 | חוב פנימי מחולק בתמ"ג |
| 1.95** | 1.14*** | 0.42 | 0.31 | -0.11 | 1.58** | לוג תוצר לנפש באלפי דולר |
| -0.01 | -0.24 | -0.39** | -0.26 | -0.21 | -0.45** | לוג אוכלוסייה |
| 0.26 | 0.67*** | 0.35 | 0.32 | 0.41 | 0.30 | חופש כלכלי כללי |
| 0.44 | -0.35 | -1.92 | 2.55 | -0.55 | -7.86** | הוצאה ציבורית מחולקת בתמ"ג |
| 0.82 | 0.81 | 0.83 | 0.76 | 0.73 | 0.86 | סך הכול ניבא נכון |
| -21.27 | -21.96 | -21.14 | -26.20 | -32.72 | -19.26 | Log likelihood |
| 31.55 (0.00) | 28.66 (0.00) | 37.45 (0.00) | 29.24 (0.00) | 16.33 (0.09) | 43.26 (0.00) | Likelihood Ratio |
| 0.43 | 0.39 | 0.47 | 0.36 | 0.2 | 0.53 | Pseudo R-Squared |

מספר התצפיות: 59.

* מספר התצפיות ברגרסיה: 56.

** מובהק ברמה של 5%.

*** מובהק ברמה של 10%.

התוצאות בלוח 7 מלמדות שאכן אין השפעה מובהקת למשתנים שבהם כיוון ההשפעה הנקייה לא היה ברור מראש: (א) נכסים בידי שלושת הבנקים; (ב) מצרפי הכסף; (ג) מגוון הפעילות המותרת לבנקים.¹² לעומת זאת למשתנה אוכלוסייה הייתה השפעה מובהקת ושלילית על איחוד רשויות הפיקוח בשתי ספציפיקציות, אף שההשפעה הנקייה לא הייתה ברורה מראש. נראה שבחלק מהמדינות ניתן לממש יתרונות לגודל ועדיין ליהנות מריבוי מפקחים. ואילו להוצאה הציבורית, שגם ההשפעה הנקייה שלה לא הייתה ברורה מראש, יש השפעה שלילית בספציפיקציה אחת.¹³

משתנה מובהק (ובכיוון הצפוי) בכל הספציפיקציות הוא מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח. ככל שהבנק המרכזי מעורב בפיקוח על הבנקים (מעבר לנצפה ברגרסיה שבשלב I), יש נטייה חזקה ומובהקת שלא לאחד את הרשויות. ולהפך: כאשר הבנק המרכזי אינו עוסק בפיקוח על הבנקים, יש נטייה מובהקת לאחד את רשויות הפיקוח.

כל המשתנים האחרים פועלים לעתים באופן מובהק בכיוון הרצוי: ככל ששוק ניירות הערך (מניות וחוב ממשלתי מקומי) מפותח יותר, כן קיימת נטייה שלא לאחד את הרשויות. ואילו גידול בתוצר לנפש ובחופש הכלכלי נוטים לתמוך באיחוד רשויות כמצופה.

כדי לעמוד על טיב הניבוי של המודל ערכנו שלוש מטריצות (לוחות 8א, 8ב, 8ג) המתארות את יכולת הניבוי של המודל בשלוש ספציפיקציות (בעלות Log Likelihood הנמוכות ביותר בלוח 7).

12 משתני אינטראקציה בין משתנים אלה ואחרים גם הם לא השפיעו.
 13 לכאורה אפשר לטעון כי התוצאות שהתקבלו אינן נותנות תחזית למבנה הפיקוח הראוי, אלא הן ביטוי לכך שמבנה פיקוח מאוחד לא ילווה בדרך כלל בפיקוח על הבנקים בתוך הבנק המרכזי, בעוד שמבנה פיקוח מבוזר ילווה בפיקוח של הבנק המרכזי במספר לא מבוטל של מדינות. כלומר, ההחלטה על מספר רשויות הפיקוח ותפקיד הבנק המרכזי בפיקוח מתקבלת במשותף, או במילים אחרות – קיימת כאן סימולטניות. שימוש בשיטת Two Step פותר בעיה זו, אך עדיין מתעוררת בעיית הסיבתיות. לכן הרצנו עוד רגרסיות המביאות בחשבון את המצב שהיה בעבר, כלומר את תפקיד הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים קודם שחל כל שינוי. באופן זה נפתרת בעיית הסימולטניות. התוצאות שהתקבלו באופן זה עקביות עם התוצאות המקוריות (המשתנה מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח לפני השינוי שלילי ומובהק ברוב הספציפיקציות, ואילו משתנה האוכלוסייה מובהק ושלילי בשתיים מן הספציפיקציות). לפיכך לא תמיד נכון שמדינות מוציאות את הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי בד בבד עם איחוד רשויות הפיקוח. לדוגמה, באירלנד ובסנינגפור נעשה איחוד רשויות, אך הפיקוח על הבנקים עדיין בידי הבנק המרכזי. מעבר לכך הניתוח בספציפיקציה הנוספת (ראו הפסקה האחרונה של המאמר), שלפיה אנו מבדילים בין בנקים מרכזיים שממונים על המדיניות המוניטרית לבין הבנקים שאינם ממונים עליה, מלמד שאין קשר חד-ערכי בין איחוד רשויות לבין הוצאת הפיקוח מהבנק המרכזי.

בספציפיקציה הראשונה (לוח 8א להלן) אנו בוחנים את יכולת הניבוי של המודל, כאשר 'איחוד' מוגדר איחוד מלא או איחוד חלקי עם הפיקוח על הבנקים. במצב זה המודל מנבא את התוצאה הנכונה ב-51 מתוך 59 מקרים. ב-5 מקרים התחזית היא לאיחוד, ובפועל אין איחוד. ב-3 מקרים התחזית היא שלא יהיה איחוד, ובפועל יש איחוד.

בספציפיקציה השנייה (לוח 8ב להלן) נבחנת יכולת הניבוי של המודל, כאשר 'איחוד' מוגדר איחוד מלא או איחוד חלקי כלשהו. במצב זה המודל מנבא את התוצאה הנכונה ב-49 מתוך 59 מקרים. ב-5 מקרים התחזית היא לאיחוד, ובפועל אין איחוד. ב-5 מקרים התחזית היא שלא יהיה איחוד, ובפועל יש איחוד.

לבסוף אנו בוחנים את יכולת המודל לחזות שינוי במבנה הפיקוח. כאן, ב-46 מתוך 56 מקרים המודל מנבא את התוצאה הנכונה. ב-4 מקרים התחזית היא לשינוי מבנה הפיקוח, ובפועל אין שינוי. ב-6 מקרים התחזית היא שלא יהיה שינוי, ובפועל בוצעו רפורמות במבנה הפיקוח.

המדינות שהמודל שגה בניבוי מופיעות בלוחות 1א8, 1ב8, 1ג8 (להלן). המודל מנבא לגרמניה בשלוש הספציפיקציות אי-איחוד ואי-שינוי, ובפועל בוצע איחוד. בבולגריה ובסלובקיה המודל מנבא אי-איחוד ואי-שינוי בשתי ספציפיקציות של איחוד ובספציפיקציה של שינוי במבנה הפיקוח, אבל בפועל בוצע איחוד. בשתי הספציפיקציות של האיחוד המודל מנבא אי-איחוד לאורוגוואי, ובפועל היו הרשויות מאוחדות שם מלכתחילה. פנמה וקפריסין הן מדינות שהיו חזויות לאיחוד בשתי הספציפיקציות הראשונות (8א ו-8ב), אבל בפועל יש בהן ריבוי רשויות. עם זאת במדינות אלו המודל מנבא כהלכה את התוצאה בספציפיקציה השלישית (לוח 8ג).

לוחות א8 - א8 מטריצות המבטאות את יכולת הניבוי של המודל

לוח א8

איחוד מוגדר כרשות מאוחדת או איחוד חלקי עם הפיקוח על הבנקים

| אי־איחוד | איחוד | בפועל |
|----------|-------|----------|
| | | תחזית |
| 5 | 27 | איחוד |
| 24 | 3 | אי־איחוד |

לוח ב8

איחוד מוגדר רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית

| אי־איחוד | איחוד | בפועל |
|----------|-------|----------|
| | | תחזית |
| 5 | 30 | איחוד |
| 19 | 5 | אי־איחוד |

לוח ג8

התפלגות התחזית לעומת המצב בפועל

| אי־איחוד | איחוד | בפועל |
|----------|-------|-----------|
| | | תחזית |
| 4 | 15 | שינוי |
| 31 | 6 | ללא שינוי |

מדינות שהמודל לא ניבא נכון את המצב בהן

לוח 1א8

איחוד מוגדר רשות מאוחדת או איחוד חלקי עם הפיקוח על הבנקים

| אי-איחוד | איחוד | בפועל |
|--|--------------------------|----------|
| | | תחזית |
| ארצות הברית, ונצואלה, פנמה, צ'ילה, קפריסין | | איחוד |
| | אורוגוואי, גרמניה, מלזיה | אי-איחוד |

לוח 1ב8

איחוד מוגדר רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית

| אי-איחוד | איחוד | בפועל |
|---|--|----------|
| | | תחזית |
| ארצות הברית, ונצואלה, טורקיה, פנמה, קפריסין | | איחוד |
| | אורוגוואי, בולגריה, גרמניה, יפן, סלובקיה | אי-איחוד |

לוח 1ג8

התפלגות התחזית לעומת המצב בפועל

| אי-איחוד | איחוד | בפועל |
|------------------------------------|--|-----------|
| | | תחזית |
| ניו זילנד, סלובניה, פינלנד, שווייץ | | שינוי |
| | בולגריה, גרמניה, לטביה, מקסיקו, סינגפור, סלובקיה | ללא שינוי |

לוח 9 ניבוי המודל בעבור ישראל, ההסתברות לאיחוד / שינוי

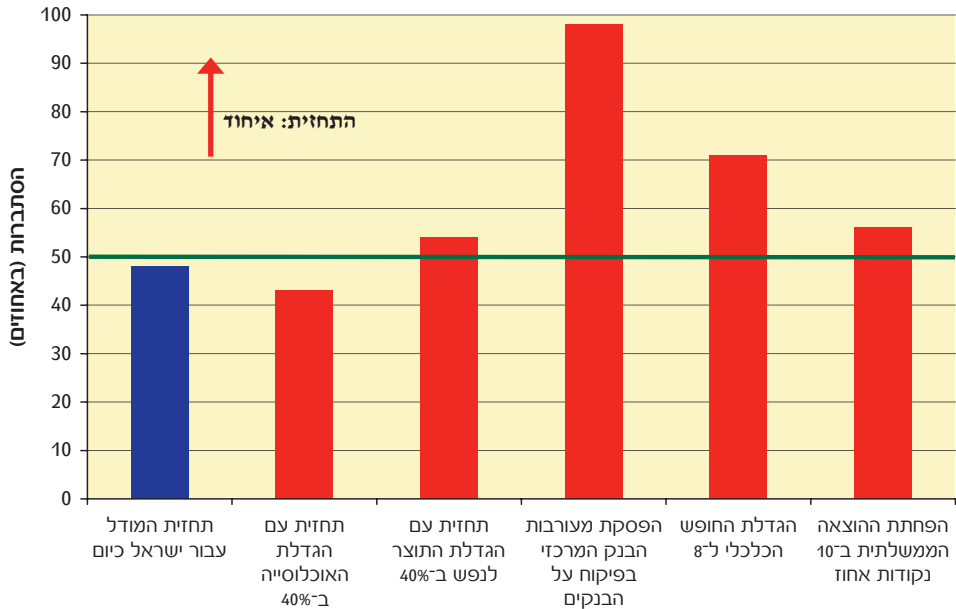
| חל שינוי במבנה הפיקוח / לא חל שינוי | רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית / ריבוי רשויות | |
|---|--|---|
| 0.40 | 0.48 | תחזית המודל בעבור ישראל |
| 0.40 | 0.43 | תחזית בהגדלת האוכלוסייה ב-40% |
| 0.65 | 0.54 | תחזית בהגדלת התוצר לנפש ב-40% |
| 0.35 | 0.32 | הגדלת מגוון הפעילויות המותר לבנקים ל-3 |
| 0.88 | 0.98 | הקטנת מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח על הבנקים ל-1 |
| 0.57 | 0.71 | הגדלת החופש הכלכלי ל-8 |
| 0.38 | 0.56 | הפחתת ההוצאה הממשלתית ב-10% נקודות אחוז |

בלוח 9 (בשורה הראשונה) מוצגת התחזית לישראל בהתבסס על המשתנים המסבירים. בספציפיקציות המוצגות ועל סמך הנתונים הקיימים, המודל חוזה שהסיכויים לביצוע איחוד או שינוי מבני הם קצת פחות משקולים.¹⁴ אין בכך כדי לחייב אן לשלול את צורך בשינוי מבנה הפיקוח. אלא שמדובר בבחינת התחזית לישראל, אילו הייתה נהגת כממוצע המדינות במדגם על מכלול מאפייניהן.

בדקנו גם את ההסתברות לשינוי מבנה הפיקוח על שוק ההון בהנחה של שינוי בערכי המשתנים, ובעיקר אלה המאפיינים משקים מפותחים שישראל שואפת להידמות להם: (א) הגדלת האוכלוסייה ב-40% והגדלת מגוון הפעילויות של הבנקים בשוק ההון כמעט אינה משפיעה על התוצאות; (ב) העלאת התוצר לנפש ב-40% והגדלת החופש הכלכלי מעלה את ההסתברות לאיחוד מעל 50%; (ג) הוצאת הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל מעלה את ההסתברות לאיחוד במידה רבה, ובכל המקרים ההסתברות מגיעה ל-88% לפחות; (ד) הפחתת ההוצאה הממשלתית ב-10% ביחס לשנת הבסיס מעלה את ההסתברות לאיחוד ומגיעה עד 56%. תרשים 1, המתבסס על לוח 9 (לעיל), מציג את התחזיות בעבור ישראל.

14 בספציפיקציה שלפיה איחוד מוגדר איחוד חלקי עם הרשות לניירות ערך המודל חוזה שיבוצע איחוד.

תרשים 1 תחזיות המודל בעבור ישראל בספציפיקציה של רשות מאוחדת או מאוחדת חלקית



בלוח 10 להלן מוצגות המדינות הדומות לישראל (וכן הרחוקות ממנה). 'דמיון' מוגדר בשתי דרכים: בתחילה מגדירים מדינות דומות או שונות על פי סכום ריבועי הסטיות (יחסית לסטיית התקן) של המשתנים המסבירים שברגרסיה. בהגדרה השנייה מגדירים מדינות דומות אם תחזית המודל דומה לזו שבישראל על פי הספציפיקציה הראשונה (לוח 9 – איחוד מלא או חלקי). בהגדרה הראשונה המדינות הדומות לישראל הן יוון, שלא נעשה בה איחוד, וכן בלגיה, הונגריה, סלובקיה, דנמרק ושוודיה, שנעשה בהן איחוד או איחוד חלקי. בסלובקיה, אף שיש בה מבנה מאוחד חלקית, המודל מנבא שלא יבוצע בה איחוד.

בהגדרה השנייה המדינות הדומות לישראל הן שלוש מדינות שלא איחדו את רשויות הפיקוח – ספרד, קפריסין וצרפת – ועוד שלוש מדינות שיש בהן איחוד מלא או חלקי – גרמניה, לטביה ומקסיקו (לפירוט ראו נספח 2).

לבסוף, חשוב לציין כי בחנו את ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח גם בגרסה אשר תוצאותיה אינן מוצגות כאן. מאז הקמתו של האיחוד האירופי, הבנקים המרכזיים במדינות האיחוד אינם מנהלים עוד מדיניות מוניטרית משלהם, ולכן מיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי אינו מעורר ניגוד עניינים עם יציבות המחירים. לפיכך בגרסה זו המיקוד הוא על מיקום הפיקוח על הבנקים במוסד המנהל מדיניות מוניטרית במקום על מיקומו בבנק המרכזי. כלומר, מדינות שבהן הפיקוח על הבנקים נותר בבנק המרכזי, אבל הבנק המרכזי אינו ממונה עוד על המדיניות המוניטרית (ארצות האיחוד האירופי), מוגדרות מדינות שבהן חל שינוי במבנה הפיקוח. לעומת זאת במדינות שבהן הפיקוח על הבנקים נותר בבנק המרכזי, והוא גם ממונה על ניהול המדיניות המוניטרית, לא חל שינוי במבנה הפיקוח על הבנקים. התוצאות אינן שונות באופן מהותי מאלו שהתקבלו בגרסה המוצגת במאמר, אף שבאופן כללי השתפרה המובהקות של המשתנים (במיוחד התל"ג לנפש) בשלב א של הרגרסיה (מעורבות הבנק המרכזי בפיקוח). מנגד, החשיבות של מיקום הפיקוח על הבנקים בשלב ב של הרגרסיה (מבנה הפיקוח) פוחתת.

לוח 10 המדינות הדומות לישראל

| על פי תחזית | | על פי סכום ריבועי הסטיות | |
|---|---------------|--------------------------|-----------------|
| שיעור השינוי (בערך מוחלט) בין התחזית של ישראל לבין תחזית המדינה | המדינה | סכום ריבועי הסטיות | המדינה |
| המדינות הקרובות ביותר לישראל | | | |
| 0.039 | מקסיקו (BS) | 2.89 | בלגיה (AU) |
| 0.056 | גרמניה (AU) | 4.1 | יוון (M) |
| 0.068 | ספרד (M) | 5.24 | הונגריה (AU) |
| 0.073 | קפריסין (M) | 5.50 | סלובקיה (IS) |
| 0.080 | צרפת (M) | 5.53 | דנמרק (AU) |
| 0.099 | לטביה (AU) | 6.03 | שוודיה (AU) |
| המדינות הרחוקות ביותר מישראל | | | |
| 0.520 | אוסטריה (AU) | 25.78 | רוסיה (M) |
| 0.539 | מלטה (AU) | 27.78 | לוקסמבורג (BS) |
| 0.566 | אוסטרליה (BI) | 28.73 | ארצות הברית (M) |
| 0.577 | דנמרק (AU) | 32.18 | הודו (M) |
| 0.597 | איסלנד (AU) | 32.60 | יפן (AU) |
| 0.599 | נורווגיה (AU) | 34.56 | סין (M) |

AU: רשות מאוחדת.

BS: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל ניירות הערך ורשות שנייה לפיקוח על חברות הביטוח.

BI: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על ניירות הערך.

IS: רשות אחת לפיקוח על ניירות הערך ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על הבנקים.

M: ריבוי רשויות.

נספחים

נספח 1 כיווני השינוי במבנה הפיקוח ורשימת 27 המדינות שעשו רפורמה במבנה

לוח נ-1

| ריבוי רשויות פיקוח | שתי רשויות פיקוח | | | רשות פיקוח אחת | המבנה הנוכחי | |
|--------------------|--|--------------------------------|-----------------------------------|---|--------------------|------------------|
| | ניירות ערך וביטוח | בנקים וביטוח | בנקים וניירות ערך | | המבנה הקודם | |
| | | | | | רשות פיקוח אחת | |
| | | | | איסלנד (1999) אירלנד (2002) בלגיה (2004) ברמודה (2002) שוודיה (1991) | בנקים וניירות ערך | שתי רשויות פיקוח |
| | | | | אוסטריה (2002) | בנקים וביטוח | |
| | | | | | ניירות ערך וביטוח | |
| | | | | היברלטר (1991)* דנמרק (1988)* | בנקים, ביטוח | |
| פולין (2002)** | בולגריה (2003) מאוריציוס (2001) סלובקיה (2000) | אוסטרליה (1998) קנדה (1987) | לוקסמבורג (1991) מקסיקו (1995) | אנגליה (2001) אסטוניה (2002) גרמניה (2002) דרום קוריאה (1998) הולנד (2002) הונגריה (2002) לטביה (2001) מלטה (2002) נורווגיה (1986) סינגפור (1984) קזחסטן (1998, 2001, 2004) | ריבוי רשויות פיקוח | |

מקור: Courtis, 2004, ואתרי האינטרנט של רשויות הפיקוח במדינות השונות.

* מעבר ממבנה של שתי רשויות פיקוח (מפקח על הבנקים ומפקח על הביטוח) למבנה מאוחד של רשות פיקוח אחת. פיקוח על ניירות הערך במדינות הללו החל רק לאחר הקמת הגוף המאוחד.

** בשנת 2002 אוחדו המפקח על הביטוח והרשות שפיקחה על קרנות הפנסיה.

נספח 2 דירוג המדינות לפי מידת הדמיון לישראל

על פי סכום ריבועי הסטיות במשתנים המסבירים:

לוח נ-2

| מבנה הפיקוח | המדינה | מבנה הפיקוח | המדינה |
|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| M | ליטא | AU | בלגיה |
| BI | אוסטרליה | M | יוון |
| AU | בריטניה | AU | הונגריה |
| IS | דרום אפריקה | IS | סלובקיה |
| M | תאילנד | AU | דנמרק |
| M | ברזיל | AU | שוודיה |
| IS | צ'ילה | M | פורטוגל |
| AU | דרום קוריאה | M | ספרד |
| BS | מקסיקו | M | קפריסין |
| M | ארגנטינה | AU | אוסטריה |
| BS | שווייץ | M | סלובניה |
| BS | הרפובליקה הדומיניקנית | AU | מלטה |
| M | הפיליפינים | M | צרפת |
| BI | פרו | AU | אירלנד |
| M | ונצואלה | AU | נורווגיה |
| IS | בוליביה | BS | פינלנד |
| M | פנמה | M | פולין |
| AU | סינגפור | M | איטליה |
| BI | מלזיה | AU | אורוגוואי |
| BI | קולומביה | M | טורקיה |
| BI | אל סלוודור | AU | גרמניה |
| M | אינדונזיה | BI | קנדה |
| BI | אקוודור | M | מצרים |
| M | רוסיה | M | ניו זילנד |
| BS | לוקסמבורג | AU | בחרין |
| M | ארצות הברית | IS | בולגריה |
| M | הודו | AU | איסלנד |
| AU | יפן | AU | אסטוניה |
| M | סין | AU | לטביה |

AU: רשות מאוחדת.

BS: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל ניירות הערך ורשות שנייה לפיקוח על חברות הביטוח.

BI: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על ניירות הערך.

IS: רשות אחת לפיקוח על ניירות הערך ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על הבנקים.

M: ריבוי רשויות.

על פי התחזיות:

| מבנה הפיקוח | המדינה | מבנה הפיקוח | המדינה |
|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| M | טורקיה | BS | מקסיקו |
| AU | סינגפור | AU | גרמניה |
| M | איטליה | M | ספרד |
| BI | אקוודור | M | קפריסין |
| M | תאילנד | M | צרפת |
| IS | בוליביה | AU | לטביה |
| AU | בלגיה | BS | שווייץ |
| M | ארגנטינה | BS | הרפובליקה הדומיניקנית |
| M | רוסיה | M | פורטוגל |
| M | יוון | IS | סלובקיה |
| IS | דרום אפריקה | M | ליטא |
| M | מצרים | BI | קנדה |
| M | ברזיל | M | סלובניה |
| M | אינדונזיה | M | ארצות הברית |
| BI | מלזיה | BI | פרו |
| M | הפיליפינים | BI | אל סלוודור |
| M | הודו | AU | דרום קוריאה |
| AU | שוודיה | M | סין |
| AU | אסטוניה | M | ניו זילנד |
| BS | לוקסמבורג | M | ונצואלה |
| BS | פינלנד | M | פנמה |
| AU | אוסטריה | AU | בריטניה |
| AU | מלטה | BI | קולומביה |
| BI | אוסטרליה | IS | צ'ילה |
| AU | דנמרק | M | פולין |
| AU | איסלנד | AU | אירלנד |
| AU | נורווגיה | IS | בולגריה |
| | | AU | הונגריה |

AU: רשות מאוחדת.

BS: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל ניירות הערך ורשות שנייה לפיקוח על חברות הביטוח.

BI: רשות אחת לפיקוח על הבנקים ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על ניירות הערך.

IS: רשות אחת לפיקוח על ניירות הערך ועל חברות הביטוח ורשות שנייה לפיקוח על הבנקים.

M: ריבוי רשויות.

נספח 3 פירוט המקורות למשתנים המסבירים*

Benchmark (WB) Database

www.worldbank.org/research/interest/confs/042003/benchmark_data.xls

WDI: World Development Indicators

www.worldbank.org/data/wdi2004/index.htm

IFS: International Financial Statistics

<http://ifs.apdi.net/imf/>

*OCC: Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks,
U.S. Department of Treasury*

www.occ.treas.gov

WB: World Bank

www.worldbank.org

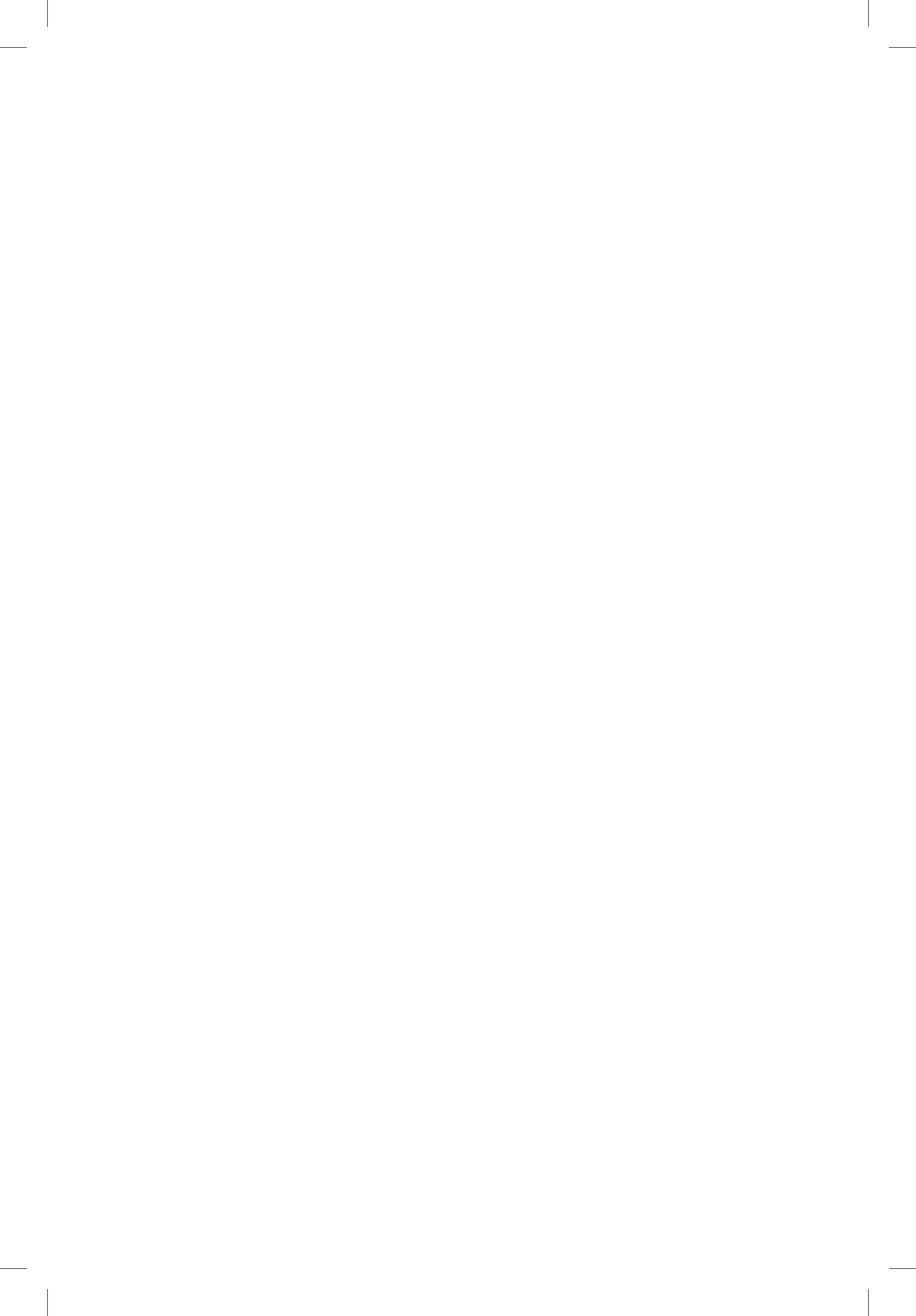
Fraser Institute: Economic Freedom of the World

www.freetheworld.com

*Heritage Institute: The Heritage Foundation – Index of Economic
Freedom*

www.heritage.org/research/features/index/downloads.cfm

* כל אתרי האינטרנט בספר זה אוחדו לאחרונה בספטמבר 2007.



פרק רביעי

מבנה התיווך הפיננסי בישראל

אבי בן בסט



מבוא

בשווקים הפיננסיים בישראל פועלות ארבע קבוצות של מתווכים: בנקים, חברות ביטוח, קופות פנסייה וכן ברוקרים וחתמים פרטיים. אולם חלק מכריע מהפעילות הפיננסית מנוהל בידי מערכת הבנקאות. הבנקים בישראל עוסקים בפעילות הבנקאית הקלסית – קבלת פיקדונות ומתן אשראי – וכן בכל מגוון הפעילויות בשוק ההון. הם מנהלים קופות גמל, קרנות נאמנות ותיקי השקעות של לקוחות; הם משמשים חתמים להנפקת ניירות ערך, הם מוכרים וקונים ניירות ערך בעבור לקוחותיהם וכן מייצעים להם בכל הפעילויות הפיננסיות. מטבע הדברים, משקל הבנקים בקבלת פיקדונות ובמתן אשראי הוא כמעט מוחלט, אולם גם משקלם בפעילויות האחרות בשוק ההון הוא משקל מכריע (ראו לוח 1 להלן).

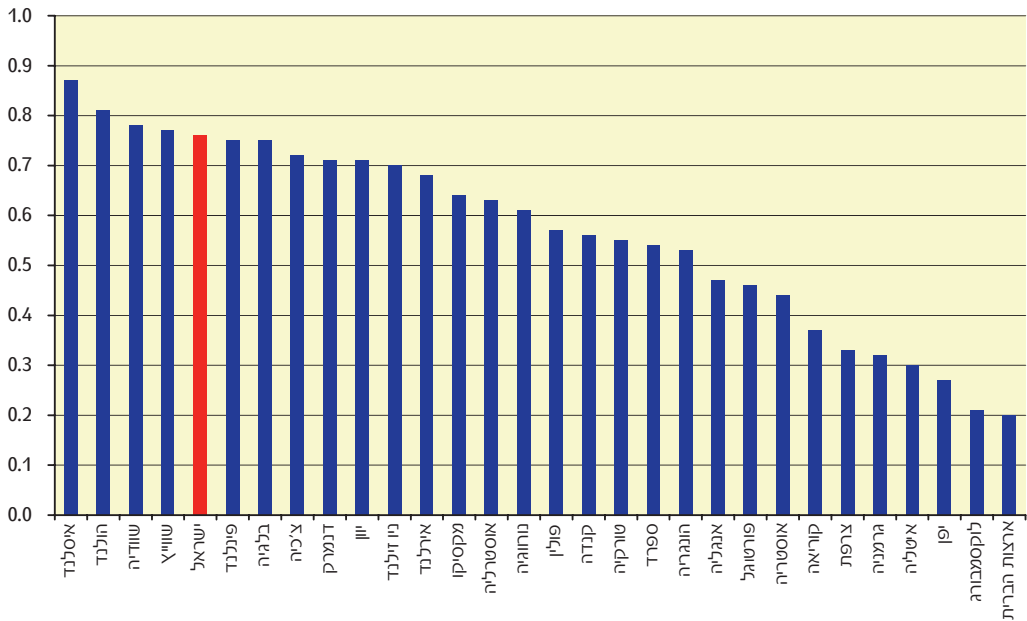
משקלם של הברוקרים בשוק הפיננסי קטן מאוד. רק בניהול נכסים לטווח ארוך פועלים מתווכים פיננסיים המתחרים במידה מסוימת בבנקים. חברות הביטוח מנהלות תיקי ביטוח חיים בשני אפיקים (הבטחת תשואה והשתתפות ברווחים), והן מתחרות בקופות הגמל של הבנקים. אבל השיעור המשותף של כל תכניות ביטוח החיים בתיק הנכסים הכספיים של הציבור הוא כ-7%. גם קופות הפנסייה, שרובן הסתדרותיות, מתחרות בקופות הגמל, אולם תרומתן לתחרות עם הבנקים מוגבלת, משום שההצטרפות אליהן אינה אישית אלא קבוצתית והיא קשורה בהסכמי עבודה בין העובדים למעסיקהם. קופות הפנסייה מנהלות נכסים בהיקף של כ-9% מסך הנכסים שבידי הציבור.¹ כלומר, אם נפחית את הנכסים שמנהלות חברות הביטוח וקופות הפנסייה, נמצא כי למעלה מ-80% מתיק הנכסים של הציבור מנוהלים בידי הבנקים. לפיכך להבנת מבנה השוק הפיננסי בישראל חשוב להתמקד במבנה מערכת הבנקאות.

1 בשנת 2003 מונו מנהלים מורשים לקופות הפנסייה ההסתדרותיות, ולאחר מכן הן הופרטו.

א. הריכוזיות והתחרות בבנקאות

מערכת הבנקאות בישראל מאופיינת במבנה אוליגופולי. במילים אחרות, בנקים ספורים מרכזים חלק ניכר מהפעילות הפיננסית במשק. לדוגמה, כשני שלישים מסך הנכסים במערכת הבנקאות מרוכזים בידי שני הבנקים הגדולים (הפועלים ולאומי) וכ-77% בידי שלושת הבנקים הגדולים (הפועלים, לאומי ודיסקונט). בבעלות הבנקים הגדולים גם חברות בנות בנקאיות, כך שהריכוזיות בענף, כפי שהיא נמדדת במשקלן של הקבוצות הבנקאיות הגדולות, גבוהה הרבה יותר. לדוגמה, בנק הפועלים שולט בארבעה בנקים קטנים – אוצר החייל, קונטיננטל, אמריקאי-ישראלי ומסד. בנק דיסקונט שולט בבנק מרכזת. השוואה בין-לאומית מלמדת כי הריכוזיות בישראל היא מהגבוהות ביותר בעולם המערבי. לשם השוואה נציין כי משקל שלושת הבנקים הגדולים בפעילות הבנקאית הוא 20% בארצות הברית, 38% בקוריאה ו-50% בנורווגיה (ראו תרשים 1).

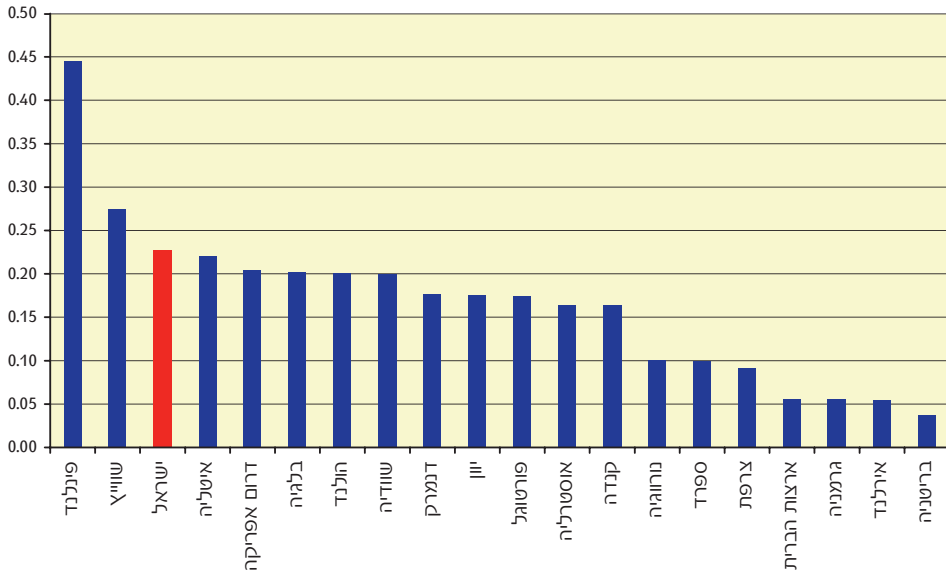
תרשים 1 משקל שלושת הבנקים הגדולים, ממוצע 1995-1999



מקור: Fitch-IBCA's Bankscope Database

מדד הרפינדל, המבטא את עצמת הריכוזיות בדיוק רב יותר, מורה על פער גדול עוד יותר בין מידת הריכוזיות בישראל לבין זו השוררת בעולם המערבי. מדד הריכוזיות מורה כי רק בשווייץ ובפינלנד הריכוזיות במערכת הבנקאות גדולה יותר מזו שבשראל (ראו תרשים 2).

תרשים 2 ריכוזיות במערכות בנקאות נבחרות, מדד הרפינדל (H) 2002



מקור: בנק ישראל, מחלקת המחקר.

במדינות תעשייתיות רבות פועלים מתווכים פיננסיים רבים שהם תחליפים לבנקים: ברוקרים, חברות ביטוח וקופות פנסייה. אולם משקלם של מתווכים אלה בישראל קטן יחסית. אילו כללנו את כל המתווכים הפיננסיים בהשוואה הכמותית, היינו מגלים כי הפער בין רמת הריכוזיות בשווקים הפיננסיים בישראל לבין זו שבארצות מפותחות אחרות גדול הרבה יותר.

יש התולים את תופעת הריכוזיות בבנקאות הישראלית בממדיו הקטנים של המשק ובצורך לנצל יתרונות לגודל. קשה לייחס תופעה זו לניצול יתרונות לגודל, משום שאנו מוצאים רמת ריכוזיות נמוכה הרבה יותר גם במדינות קטנות. לדוגמה, בנורווגיה ובאירלנד עצמת הריכוזיות היא פחות ממחצית העצמה בישראל. יתרה מזו, רוטנברג (1994) בחן

את פונקציית ההוצאות של הבנקים בישראל ומצא כי היתרונות לגודל מתמצים בבנק שגודלו 9%-12% מהיקף השוק – הרבה פחות ממשקל כל אחד משני הבנקים הגדולים.

אמנם בכמה מדינות קטנות באירופה, למשל פינלנד והולנד, אנו עדים למדד ריכוזיות גבוה מאוד, אולם חשוב לציין כי מאז האיחוד המוניטרי באירופה כל המדינות הפועלות במסגרתו מהוות שוק פיננסי אחד. כלומר, לאחר האיחוד יש למדוד את הריכוזיות בארצות החברות בו במשותף. חישוב כזה היה מורה כי רמת הריכוזיות בשווקים הפיננסיים באיחוד האירופי נמוכה ביותר.

העיסוק במגוון נושאים רחב תורם גם הוא להגבלת עצמתה של התחרות בשווקים הפיננסיים. פעולות תיווך פיננסיות באמצעות קופות גמל וקרנות נאמנות הן תחליף לפעילות הבנקאית הקלסית. עיקר פעילותו של הבנק היא קבלת פיקדונות והענקת אשראי לכל טווח. למעשה חלק גדול מהפעולות של המתווכים האחרים הן חליפיות לפעולות אלה. ההפקדות בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות הן חליפיות לפיקדונות בנקאיים. ואילו השימושים שהקופות והקרנות עושות במקורותיהן חליפיים לאשראי בנקאי. הקופות רוכשות במשאבים המופקדים בהן איגרות חוב, שהן אשראי למנפיק, או מניות. רכישת המניות לא נועדה למטרות שליטה אלא להשקעה פיננסית, כך שמנקודת ראותו של המנפיק היא במידה רבה תחליף למקורות מימון אחרים ואין היא מבטאת בעיקרה צירוף שותפים לניהול החברה (מסגרת תאורטית לגישה זו נבנתה בידי Yoshida, 1995).

משקל המערכת הבנקאית דומיננטי גם בשוק ההון, והריכוזיות שם גבוהה מאוד. לדוגמה, משקל שלושת הבנקים הגדולים בענף קופות הגמל הוא 73% ומשקלם בניהול קרנות נאמנות הוא 80%. משקלם בחיתום הוא כשני שלישים – משקל סך כל הבנקים לפי נתוני דוח ועדת בכר בחיתום הוא 58% (אם מביאים בחשבון את חברת כלל מגיעים ל-65%) (לוח 1 להלן).

לוח 1 משקל הבנקים בענפי הפיננסים ביום 31 בדצמבר 2003

| חיתום | פנסייה ¹ | קופות גמל | | קרנות נאמנות | |
|--|---------------------|------------------|------------------|------------------|----------------------|
| שיעור הנפקות שבהן שימשו חתם מוביל מינואר 2002 עד אוגוסט 2003 | | נכסים מנוהלים | נכסים נשלטים | נכסים מנוהלים | |
| ⁴ 51% | - | ³ 63% | ³ 73% | ² 80% | שלושת הבנקים הגדולים |
| 58% | - | 73% | 87% | 90% | כל הבנקים |

מקור: המלצות דוח ועדת בכר ואגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

הערות:

1. הבנקים אינם מחזיקים בקרנות פנסייה מפאת איסור שחל עליהם מכוח הדין.
2. קרנות נאמנות: הנתונים כוללים את הבנקים שנשלטים בידי בנק הפועלים.
3. קופות גמל: הנתונים מתייחסים לקבוצות הבנקאיות, כלומר כוללים את נתוני הבנקים שנשלטים בידי בנק הפועלים: בנק יהב - 9%; בנק אוצר החייל - 1%; בנק מסד - 1%; וכן בנק מרכנתיל דיסקונט שנשלט בידי בנק דיסקונט ומשקלו בענף קופות הגמל הוא 1.45%.
4. הנתון מתייחס לשני הבנקים הגדולים - פועלים ולאומי.

ב. ההשלכות של היעדר תחרות על שערי הריבית

הריכוזיות הגבוהה במערכת הבנקאות בישראל גורמת תחרותיות נמוכה, המתבטאת במערכת המחירים בשוק הפיננסי. פער הריביות שמבטא יותר מכול את היעדר התחרות המשוכללת הוא הפער בין הריבית על אשראי שקלי לטווח קצר לבין הריבית על פיקדונות בשקלים. במשך תקופה ארוכה גרם מבנה השוק לפער יוצא דופן בין שני שערי הריבית הללו, והוא הגיע לעשרות אחוזים באמצע שנות השמונים (תרשים 3 להלן). פער גדול כל כך אינו מתיישב בשום אופן עם תחרות משוכללת.

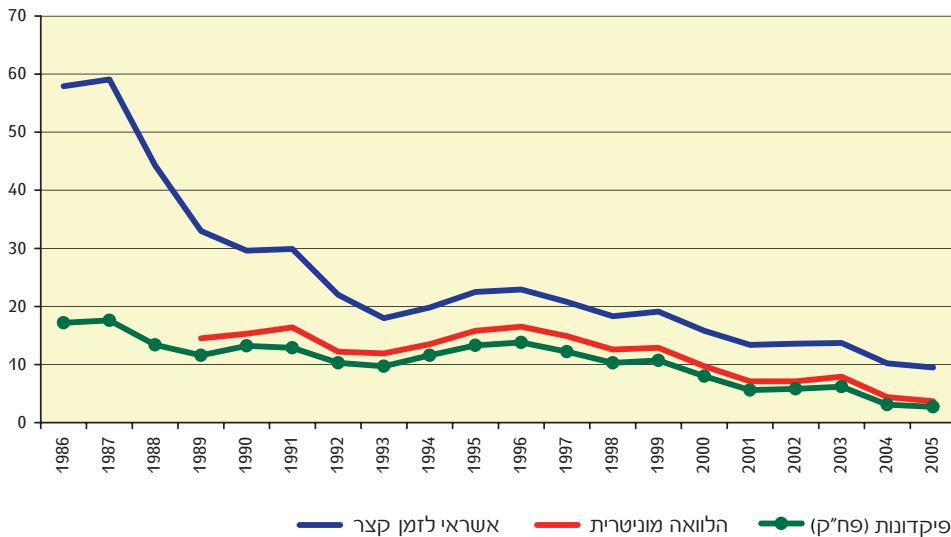
לאחר שהונהגה תכנית הייצוב (1985) ערכו הממשלה ובנק ישראל סדרה של רפורמות מבניות בשווקים הפיננסיים כדי לצמצם את מעורבות הממשלה ולהגדיל את התחרות. בצעדים המרכזיים חשובים לציון:

- צמצום הדרגתי בחובת ההשקעה של קופות גמל וביטוח חיים באיגרות חוב ממשלתיות, עד אשר בוטלה חובה זו לחלוטין.
- הענקת חופש למשקיעים המוסדיים להנפיק איגרות חוב פרטיות.

- הורדה ניכרת ביותר בשיעורי הנזילות על נכסים פיננסיים.
- ביטול כל קרנות האשראי המוכוון.
- ליברליזציה מלאה של תנועות ההון הבין-לאומיות.

הממשלה ובנק ישראל אף נקטו מהלכים ישירים לצמצום כוח השוק של הבנקים. בכללם ראוי לציין את פיצול התאגידים הראליים מהבנקים ואת איסור השליטה של הבנקים בתאגידים ראליים. הוחלט גם על הפרדת בנקים קטנים משליטתם של הבנקים הגדולים, אולם בפועל פוצל רק בנק איגוד מבנק לאומי.

תרשים 3 הריביות במגזר השקלי, 1986-2005 (אחוזים)



מקור: נספחים סטטיסטיים לדוח בנק ישראל לשנת 2005.

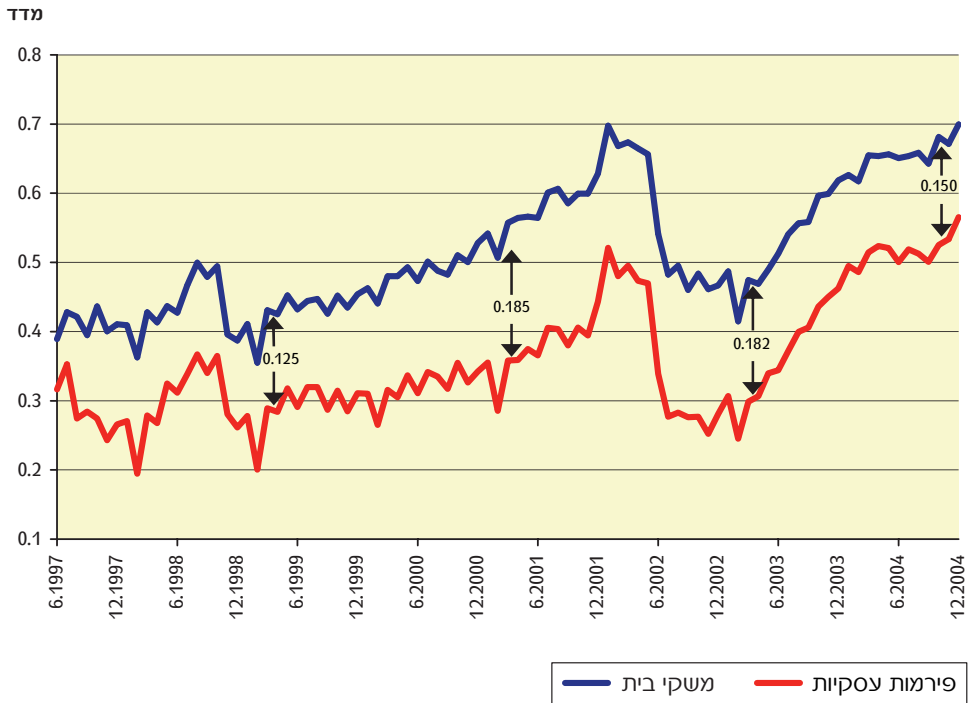
מהלכים אלה, יחד עם כמה צעדים מנהליים, תרמו לירידה ניכרת בפער הריביות במגזר השקלי. במאי 1989 איים נגיד בנק ישראל מיכאל ברונז בהפעלת צווים אם הפער לא יצומצם ב-7 נקודות אחוז. האיום היה אפקטיבי והפער צומצם. ב-1992 איים הנגיד יעקב פרנקל כי יטיל הגבלות על הנגישות להלוואה המוניטרית אם פער הריביות לא יצומצם. גם איום זה היה אפקטיבי. ההכרח לנקוט צעדים מנהליים כדי להוריד את פערי הריבית מחזק את האבחנה שאכן הבעיה המרכזית בשוק הפיננסי הייתה היעדר תחרות.

גם הרפורמות המבניות והצמצום בריכוזיות תרמו להורדת פערי הריבית במגזר השקלי. אליאס וסמט (1994) מצאו קשר חיובי ומובהק בין פערי הריבית על פיקדונות ואשראי לבין מדד הריכוזיות, וכי הצמצום בריכוזיות תרם לירידת המרווחים בריבית.

מאליה עולה השאלה אם הירידה בפער הריביות משקפת בשנים האחרונות תחרות משוכללת בענף הבנקאות. Ribon and Yosha (1999) מצאו כי בשנים 1989-1996 אופיינו שוק הפיקדונות ושוק האשראי כאחד בהיעדר תחרות משוכללת. עם זאת חוסר התחרות הלך ופחת בשנים אלה. לדעתי יש לסייג את המסקנה על השיפור בתחרותיות משתי סיבות: ראשית, ירידת הפער נבעה בחלקה מהלחץ המנהלי שהופעל להורדת פערי הריבית בתקופה הנידונה. ייתכן שמערכת הבנקאות הפנימה את האיום בהפעלת צעדים מנהליים והיא פועלת בהנחה של פיקוח סמוי דה פקטו. שנית, פער הריביות ירד משום שהעמלות שהבנקים גובים התייקרו במידה רבה עם ירידת הפער הזה. אם המחקר היה מתחשב בכל מערך המחירים שהבנקים גובים על מכירת שירותיהם לציבור – ריבית ועמלות – יש להניח שהיינו מוצאים שיפור קטן יותר במידת התחרותיות.

דרך אחרת לבחון את עצמת התחרות במערכת הבנקאות היא חישוב כוח השוק של הבנקים. כוח השוק מוגדר כסטייה היחסית של הריבית מעלותה השולית. תרשים 4 (להלן), הלוקוח מסקירת המפקח על הבנקים, מראה כי על אף התנודות בכוח השוק של הבנקים, רמתו גבוהה מאוד לאורך כל התקופה הנסקרת. פרוש ורוטנברג (2001) אמדו את כוח השוק על פי גודלם של הבנקים ובמגזרים אחדים. על פי נתוניהם לסוף תקופת המחקר (דצמבר 2000), כוח השוק של שני הבנקים הגדולים (פועלים ולאומי) גדול יותר משל חמשת הבנקים הקטנים (ראו לוח 2 להלן). עוד מצאו שכוח השוק שמפעילים כל הבנקים על משקי הבית גדול יותר מכוח השוק המופעל על לקוחות עסקיים.

תרשים 4 מדד 'כוח השוק' של הבנקים המסחריים במערכת: פירמות עסקיות לעומת משקי בית במגזר השקלי הלא צמוד, יוני 1977 – דצמבר 2004



מקור: הפיקוח על הבנקים: מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית לשנת 2004.

לוח 2 התחרות בענף הבנקאות, דצמבר 2000

| משקי הבית | לקוחות עסקיים | |
|-----------|---------------|-------------------|
| 0.64 | 0.42 | פועלים ולאומי |
| 0.54 | 0.38 | חמשת הבנקים הבאים |

מקור: פרוש ורוטנברג, 2001.

במחקר של רוטנברג (2005) נמצא כי אמנם חל שיפור בתחרותיות מאמצע שנות השמונים עד אמצע שנות התשעים (כפי שהראו יושע וריבון לעיל), אך השיפור נבלם. יתרה מזו, רוטנברג הראה כי דווקא מידת הריכוזיות בבנקאות, על פי מדד H לאשראי, שבה ועלתה בהתמדה בשנים 1997-2004.

העלייה בריכוזיות בתקופה זו קשורה ברכישת בעלות ואמצעי שליטה על חברות גדולות, שמומנו במידה רבה באשראי. בשל מבנה הבנקאות ומגבלת לווה יחיד התרכז האשראי ללווים אלה בבנקים הגדולים והרחיב עוד יותר את הריכוזיות. בעקבות זאת גדלה יכולתם של הבנקים להפעיל כוח שוק. את היעדר התחרות בבנקאות, תופעה שגברה בשנים האחרונות, הוכיח רוטנברג בשתי גישות אקונומטריות. גישת המבנה המתבססת על בחינת הקשר בין כוח השוק של הבנקים לבין עצמת הריכוזיות בענף ומשתנים רלוונטיים אחרים, וכן הגישה הישירה, הבוחנת את הקשר בין מחיר גורמי הייצור לבין שער הריבית.

עוד תמיכה, אמנם עקיפה, להיעדר תחרות משוכללת אנו מוצאים בשני מחקרים² המלמדים על ניצול ניגודי עניינים במערכת הבנקאות. היכולת לנצל ניגודי עניינים תלויה גם בהיעדר תחרות ולכן היא מעידה עליה. יש הטוענים כי מבחן התחרות אינו אמת מידה מספיקה, וכי יש לבחון את המבנה הרצוי למערכת הבנקאות גם מתוך התחשבות ביעד היציבות וביעילות הכלכלית. הגורסים כך מעריכים כי הוספת המטרות של יציבות ויעילות תומכת בבחירת מערכת שפועלים בה בנקים גדולים יותר ולכן ברמת ריכוזיות גדולה יותר. השערה זו נבחנה במשק הישראלי בידי ברנע, פרוש וקונפורטי (2001). במחקרם נאמד המבנה האופטימלי של מערכת הבנקאות, שבפונקציית המטרה שלה שלושה יעדים – תחרות, יציבות ויעילות כלכלית. גם הצבת שלושה יעדים אלה הובילה למסקנה שכדי לבנות מערכת אופטימלית לישראל צריך לצמצם הן את משקלם של הבנקים הגדולים הן את משקלם של הבנקים הזעירים ולהגדיל על חשבון שתי קבוצות אלה את משקלם של הבנקים הבינוניים. החוקרים הגדירו 'בנקים גדולים' את חמשת הבנקים הגדולים ביותר, ולא שלושה כמקובל. כלומר, מסקנתם בעניין עצמת הריכוזיות בישראל חריפה ביותר. גם אם נקבל ממצאים אלה כקריאת כיוון בלבד, דיינו.

2 מחקרים אלה מוצגים בסעיף ג להלן הן בניגודי עניינים במערכת הבנקאות.

ג. מגוון העיסוקים בבנקאות וניגודי העניינים ביניהם

מגוון הפעילויות הפיננסיות שהבנקים עוסקים בהן רחב ביותר. כתוצאה מכך נוצרים ניגודי עניינים פוטנציאליים שעלולים להביא את הבנקים לפעול לרעת לקוחותיהם. דוגמאות בולטות לניגוד עניינים פוטנציאלי במערכת הבנקאות:

1. ייעוץ להשקעות בנכסים פיננסיים עומד בניגוד עניינים עם שיווק נכסים פיננסיים המיוצרים על ידי הבנק, כגון תכניות חיסכון, קרנות נאמנות וקופות גמל.
2. פעילות הייעוץ עומדת בניגוד עניינים עם חתמות לניירות ערך.
3. יש ניגוד עניינים פוטנציאלי בין ניהול תיקי השקעה, ובעיקר ניהול קופות גמל, לבין פעילויות אחרות של הבנק, כגון חתמות, שיווק נכסים פיננסיים וביצוע פעולות קנייה ומכירה של ניירות ערך.
4. לבנק מידע פנים רחב על התאגידים הראליים אשר להם הוא משווק אשראי. מידע זה יכול לסייע בידו בבחירת ניירות הערך לתיקו של הבנק או לתיקי קופות הגמל וקרנות הנאמנות שהוא מנהל.

הבעיה המרכזית במערכת הישראלית נעוצה בשילוב של היעדר תחרות ומגוון רחב של עיסוקים. גם בארצות אחרות יש מגוון רחב של עיסוקים במערכת הבנקאות, אולם רמת התחרות בהן גבוהה מבישראל. ככל שהתחרות רבה יותר, היכולת לנצל ניגודי עניינים קטנה יותר. גם כאשר ניגוד העניינים מוסווה היטב, הוא יתבטא בסופו של דבר בצמצום התשואה הכוללת של הלקוח מניהול נכסיו בידי הבנק. לכן ככל שהבנק ינצל יותר את ניגודי העניינים האפשריים, הוא יאבד לקוחות לטובת בנקים שינצלו פחות את ניגוד העניינים. לפיכך המנגנון התחרותי יביא בסופו של דבר לצמצום ניכר בניצול ניגודי העניינים.

בשנות הוויסות של מניות הבנקים ניכר היקף ניצול ניגודי העניינים במערכת הבנקאות הישראלית בכל קנה מידה (ראו דוח ועדת בייסקי). אולם מאז חלו שינויים רבים בהסדרה, בפיקוח ואף בנורמות הנהוגות בענף הבנקאות, והיקף הניצול של ניגודי העניינים פחת במידה רבה. אבל כמה עדויות מוכיחות שניצול ניגודי העניינים לא פסק לחלוטין. בלס (1996) מצא כי תשואות קופות הגמל של הבנקים נמוכות מאמות המידה בשוק. המחבר מציין כמה הסברים אפשריים לתופעה, שרובם ניצול ניגודי עניינים על רקע

היעדר תחרות. לדוגמה, העמלות שהבנקים גבו בשנים 1984-1987 על ניהול קופות הגמל הגיעו ל-0.8% לשנה, ואילו קופות גדולות בארצות הברית, בעלות תיק מוטה אגרות חוב, גבו עמלה ממוצעת של 0.3% לשנה בלבד. שיעור עמלת הניהול כיום פחת לכ-0.6%, אולם אין ספק שהפער בין העמלה הנהוגה בישראל לבין זו הנהוגה בארצות הברית עדיין יוצא דופן. אפשרות אחרת היא שהקופות הפריזו בפעולות קנייה ומכירה של ניירות ערך – תופעה שהעשירה את קופתן בעמלות אך צמצמה את התשואה ללקוח. תופעה מוזרה שעלתה מבדיקותיו של בלס היא כי שתי קופות גמל – 'עצמה' ו'תמרי' – השקיעו חלק ממקורותיהן בקרנות נאמנות, ובעיקר בקרנות הקשורות בבנק המנהל אותן. עקב כך שילם הלקוח עמלות ניהול כפולות – לקופת הגמל דרך העמלות המנוכות מתשואות הקרנות, וגם עמלות קנייה ומכירה של תעודות ההשתתפות בקרנות. אפשרות נוספת שהחוקר מעלה היא שקופות הגמל רכשו ניירות ערך של חברות הקשורות לבנק בקשרי בעלות או אשראי או הנפקה. בלס מוצא רק רמז לאפיק זה. הוכחה יסודית יותר לניצול אפיק זה מספק מחקרים של Ber, Yafeh and Yosha (1997). שלושת החוקרים בחנו את הביצועים של 138 הנפקות של מניות בבורסה הישראלית בשנים 1991-1994. בהנפקות שבהן הבנק היה גם אחד המלווים לחברה וגם שימש חתם של ההנפקה נתגלו הממצאים האלה:

1. שיעור הרווח של החברות המונפקות בשנה שלאחר ההנפקה היה גבוה יותר במובהק משיעור הרווח הממוצע בכלל ההנפקות. ממצא זה מעיד כנראה על ניצול מידע פנים. מאחר שהבנק שימש מלווה לחברות אלה, הוא הכיר אותן היטב וידע, כלשון החוקרים, 'לדוג את הדובדבנים מבין הלימונים'.
2. אף ששיעורי הרווח של החברות האלה היו גבוהים מהממוצע, נמצא כי עליית ערך מניותיהן בשנה שלאחר ההנפקה הייתה נמוכה מהממוצע, כלומר הציבור שילם מחיר גבוה מדי תמורתן. יתרה מזו, עליית ערך המניות האלה, שנמכרו על ידי הבנק כחתם לקרנות נאמנות וקופות גמל שבניהולו, הייתה נמוכה עוד יותר. כלומר, הבנק שניהל את קרנות ההשקעה שילם (בשם העמיתים) מחיר מופקע במיוחד בגין המניות.

בסיכום, יש פה ניצול משולש של ניגודי עניינים מצד הבנקים, כיוון שהם מערבים פעולות בתחומי האשראי, החיתום וניהול תיקי ההשקעות.

איתור עסקאות ספציפיות שנוצלו בהן ניגודי עניינים קשה במיוחד, ובכל זאת אפשר להצביע על אירועים שהגיעו לידיעת הציבור. בדוח הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ראליים (1995) מצויינים שניים כאלה: הראשון, קופות הגמל של בנק הפועלים ולאומי היו היחידות שרכשו מניות של חברת 'יש גדי' אף שזו נקלעה לקשיים, כאשר תמורת ההנפקה יועדה לפרוע חובות לבנקים האמורים. כלומר, הבנקים גלגלו חוב רע לעמיתי קופות הגמל. השני, המפרק של חברת 'הדר טבריה' דיווח כי מחשש לאי-יכולתה של החברה לפרוע את חובה לבנק הפועלים הוחלט להנפיק איגרות חוב לציבור, כאשר 80% מאיגרות החוב שהוצעו בהנפקה נרכשו על ידי קופות הגמל של בנק הפועלים. בכך העביר בנק הפועלים חוב שלו, שגבייתו בספק, אל קופות הגמל שלו.

בשנת 2004 נחשפה פרשה בעלת אופי דומה.³ בתחילת שנות התשעים רכשו קופות הגמל וקרנות ההשתלמות שבניהול בנק הפועלים אגרות חוב של חברת 'איילות', העוסקת בנדל"ן ונמצאת בשליטת 'אמות'. בנק הפועלים מחזיק 20% מהבעלות על חברת 'אמות' והוא גם המלווה העיקרי שלה. כלומר, בנק הפועלים שיתף בעקיפין את עמיתי קופות הגמל שבניהולו בסיכוני האשראי שהעניק לחברה שבבעלותו החלקית. משנכנסה החברה הלווה לקשיים מהותיים, נחשף גם ניצול ניגודי העניינים.

ד. הריכוזיות בביטוח

גם ענף הביטוח הוא ענף ריכוזי. המדדים המקובלים לחישוב הריכוזיות בענף מלמדים כי עצמת הריכוזיות בביטוח החיים דומה מאוד לעצמת הריכוזיות בבנקאות. משקל שלוש חברות הביטוח הגדולות בשנים 2002, 2003 היה 75%. מדד הרפינדל-הירשמן לריכוזיות הסתכם ב-0.23. לא די בכך שהריכוזיות בענף הביטוח גבוהה מאוד, אלא שבשנת 1995 נפתחה חקירה נגד חברות הביטוח בחשד לניהול קרטל. ב-1996 הוגשו כתבי אישום נגד מנהלי חברות הביטוח כלל, מגדל, הפניקס, המגן, איילון, מנורה, ציון וסהר וכן נגד איגוד חברות הביטוח על ניהול הסדרים כובלים. כתבי האישום כללו סעיפים על תיאום בהעלאת גובה התעריפים ובקביעת מחירים, תיאום בקביעת הנחות והגדלתן, תיאום בצמצום רכיבי פוליסה

3 הארץ, 25 באוגוסט 2004.

ובהיקף אחריות המבטחים, הסדר בדבר חלוקת השוק באופן מתואם, תיאום בהקטנת עמלות הסוכנים והשוואתן ועוד. התיק הסתיים בעסקת טיעון בה נגזרו על מנהלי חברות הביטוח מאסר על תנאי וקנסות אישיים כבדים. גם על החברות הוטלו קנסות בשיעור המרבי הנקוב בחוק.

ה. השינויים המבניים בענף השירותים הפיננסיים ב־2005

ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים (ועדת בייסקי, 1986) המליצה 'לנתק את הבנקים מעיסוקם כיועצים וכברוקרים (של מניות) וכמנהלי קרנות נאמנות (העוסקות במניות) וקופות גמל'. אולם היא התנתה את השינויים הללו ביכולת 'לבנות מערך אלטרנטיבי במחיר סביר ואשר יש סיכוי ממשי שלא יסבול מן הליקויים שאפיינו את המערך הנוכחי'. הצעותיה נדחו כבלתי ישימות על ידי ועדה בראשות היועץ המשפטי למשרד האוצר (אריה מינטקביץ). אולם מסוף שנות השמונים חזרו עוד ועדות והציעו לאמץ את המלצותיה של ועדת בייסקי עם תיקונים. בהן יש לציין את המלצות הצוות לרפורמה בשוק ההון בבנק ישראל בראשות בן בסט, את דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות גמל (ועדת בן בסט, 2000) ואת דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ועדת בכר, 2004). אמנם אי-ביצוע הרפורמות הללו, למרות ההמלצות החוזרות ונשנות, מעיד כי במשך תקופה ארוכה לא הייתה המערכת הפוליטית נחושה בדעתה לבצען. ובכל זאת בשנת 2005 בשלו התנאים וההכרה בנחיצותה של הרפורמה. הממשלה אישרה את עקרונותיה ועיקרי הרפורמה אושרו בכנסת. לפיכך חשוב לסקור בתמציתיות את עיקריה ולהביאן בחשבון בתכנון הרפורמה של מבנה הפיקוח על המתווכים הפיננסיים. לא נציג כאן את הניסוח הפורמלי של ההמלצות אלא את עיקריהן בלבד.

1. תאגידים בנקאיים לא ינהלו קופות גמל.
2. תאגידים בנקאיים לא ינהלו קרנות נאמנות.
3. הוטלו הגבלות מחמירות על יכולתו של מלווה לחברה לשמש חתם להנפקת מניותיה.
4. בתהליך השינוי המבני של הענף לא יעלה נתח השוק של רוכש קופות גמל על 15% מהיקף החיסכון לטווח ארוך.

5. בתהליך השינוי המבני של הענף לא יעלה נתח השוק של רוכש קרנות נאמנות על 20% מענף קרנות הנאמנות.
6. הגופים הפועלים בשוק ההון יידרשו לבחור בין עיסוק בייעוץ והפצה לבין שיווק של נכסים פיננסיים.
7. הבנקים יהיו רשאים לעסוק בייעוץ והפצה של נכסים פיננסיים (קופות גמל, קרנות נאמנות וביטוח חיים) המשווקים בידי מתווכים פיננסיים אחרים.

ההמלצות יביאו לשינוי במבנה התיווך הפיננסי. האיסור על הבנקים לעסוק בניהול קופות גמל וקרנות נאמנות יחייבם למכור את החברות הללו לבעלים אחרים. הרוכשים הפוטנציאליים הם בנקים זרים, משקיעים מקומיים וחברות הביטוח. אמנם גם ענף ביטוח החיים הוא ענף ריכוזי מאוד ובשיעור דומה למערכת הבנקאות. על אף זאת משקל כל חברות הביטוח יחד בניהול תיק הנכסים של הציבור מסתכם ב-7% בלבד. לכן גם אם חברות הביטוח ירכשו את כל קופות הגמל וקרנות הנאמנות שבידי הבנקים, משקלן בניהול תיק הנכסים של הציבור יעלה לכ-27%. ברור שמשקל כל אחת מחברות הביטוח יהיה קטן בהרבה. בהקשר זה חשובות מאוד ההגבלות המוצעות על נתח השוק המרבי שיותר לכל מתווך פיננסי לרכוש. אמצעים אלה ימנעו את נדידת הריכוזיות בשווקים הפיננסיים מענף הבנקאות לענף הביטוח.

השינויים במבנה הענף ובמגוון העיסוקים שיותר לכל מתווך יגדילו את התחרות בענף ויצמצמו את פוטנציאל ניגודי העניינים. הפגם העיקרי ברפורמה שאומצה, המקשה את עצמת התחרות הצפויה, הוא מבנה העמלות בענף קופות הגמל וקרנות הנאמנות. על פי החוק החדש, הבנקים שיהיו מעתה ואילך היועצים לניהול תיקי השקעות והמפיצים שלהם, יהיו רשאים לגבות עמלת הפצה מהחברות המנהלות קופות גמל וקרנות נאמנות. אמנם נקבעו תקרות לעמלות, אך אלה גבוהות למדי. גישה זו מנוגדת לאינטרס של הצרכנים, לעומת גישה המתירה לגבות עמלות הפצה אך ורק מהלקוח, בדומה לקיים במכירה ובקנייה של ניירות ערך. גם עמלה שתגיבה מהחברות המנהלות תתגלגל בסופו של דבר לצרכנים, אולם היא לוקה בחסרונות שידחפו את העמלות כלפי מעלה. ראשית, כוח השוק של המפיץ כלפי החברה המנהלת גדול הרבה יותר מכוחו כלפי לקוח יחיד, משום שהיקף הנכסים שהיא רוצה למכור גדול לאין ערוך מן ההיקף שלקוח יחיד מעוניין לקנות. במיוחד יש לצפות לכוח שוק גדול בבנקים

הגדולים, כיוון שכושר ההפצה שלהם עצום. סביר גם להניח כי המפיץ ידאג לאינטרסים של החברות המנהלות יותר משידאג לאינטרסים של הלקוחות. זאת ועוד, עמלות הנגבות מהלקוחות גלויות לעין ואילו עמלות שייגבו מהחברות המנהלות את הקופות והקרנות נעדרות שקיפות. בסיכום, סדרת מהלכי הרפורמה בשוק ההון מאז 1985 ועד היום הקטינה כמעט לחלוטין את מעורבות הממשלה בשוק, הגבירה את התחרות וצמצמה את ניגודי העניינים. אולם הריכוזיות בענף עדיין גדולה ודרגת התחרות אינה מגיעה לכדי תחרות משוכללת.



פרק חמישי

סיכום והמלצות למבנה הפיקוח על שוק ההון בישראל

שרון בלוי, אשר בלס, אבי בן בסט



א. הבעיות העיקריות ברשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל

למערכת התיווך הפיננסי חשיבות רבה מאוד בכל ענפי המשק ובחיי הפרט, אך גם רגישות גבוהה מאוד לסיכויי פשיטת רגל. להתמוטטות של בנק או קופת פנסייה עלולות להיות השלכות חמורות על פעילותם של משקי הבית והחברות העסקיות במשק. כדי לצמצם את הפגיעות של המתווכים הפיננסיים למשבר ולמנוע את השלכותיו על המשק כולו, הוקמו בעולם מערכות ציבוריות להסדרת הפעילות של המתווכים הפיננסיים ולפיקוח על פעילותם. המטרות העיקריות של ההסדרה והפיקוח הן אלה:

- הגנה על האינטרסים של הציבור בכל מגזרי השוק.
- שמירה על יציבות המערכת הפיננסית והמתווכים הפועלים בתוכה.
- שכלול השוק וטיפול תחרות.

הפיקוח על שוק הכספים וההון בישראל נעשה על ידי חמש רשויות פיקוח: הפיקוח על הבנקים, הממונה על שוק ההון והחיסכון, המפקח על הביטוח, הרשות לניירות ערך והממונה על ההגבלים העסקיים. נוסף על כך הוקמה בשנים האחרונות בבנק ישראל מחלקה שמטרתה לשמור על היציבות הפיננסית של המשק ברמה המקרו-כלכלית. הרשויות הללו הוקמו בתקופות שונות ומשום כך הן נבדלות זו מזו במאפיינים רבים, כמו תפיסת הפיקוח שלהן, מידת עצמאותן וכן הסמכויות, כלי הפיקוח, יכולת האכיפה והמשאבים העומדים לרשותן.

מבנה הפיקוח בישראל אינו עונה על דרישות השוק המשתנות בארץ ובעולם. בסדרת המחקרים שהוצגו בספר זה ניתחנו בהרחבה את בעיות מערכת הפיקוח והצבענו על הנושאים המרכזיים המחייבים פתרון. נסכם אותם בתמציתיות:

1. יש שונות רבה במאפייני ההסדרה והפיקוח ובעצמת האכיפה של פעולות דומות ולעתים אף זהות. חלק מהשונות צומצם לאחרונה בעקבות חקיקת ההמלצות של ועדת בכר לשוק ההון (2004). אך עדיין יש שונות גדולה למדי בהיקף הסמכויות שניתנו למפקחים (ראו פרק ראשון, לוח נ-8). הפערים הגדולים ביותר קיימים בסמכויות איסוף המידע: ציונו של הממונה על שוק ההון הוא 1.1 מתוך 5, ציונו של הממונה על הביטוח הוא 1.3 ולממונה על הגבלים עסקיים ניתנו מרב הסמכויות האפשריות. בניית מכלול הסמכויות בולט הפער הניכר

בעצמת ההסדרה והפיקוח בין קרנות הנאמנות לבין קופות הגמל, אף שנכסים אלה דומים מאוד באופיים, וההבדל העיקרי ביניהם הוא בזכאות להטבות מס. אפליה בהסדרה ובפיקוח, כשמדובר בפעולות דומות, גורמת שונות בהוצאות של הגופים המפוקחים מצד אחד ובאמינותם מצד שני. בעקבות זאת נפגעת התחרות ונוצר עיוות בהרכב תיק הנכסים של הפרט. פערים בעצמת הפיקוח יוצרים גם ארביטראז' פיקוחי, כלומר המפוקח יטה למצב את פעילותו תחת החוליה החלשה ביותר במערכת הפיקוח.

2. ישנם פערים גדולים במידת העצמאות הניהולית של המפקחים. למפקח על הבנקים מידת העצמאות הרבה ביותר (ציון 4.6 מתוך 5), אחריו הרשות לניירות ערך (ציון 3.2), הממונה על ההגבלים העסקיים (1.8), ובתחתית הרשימה הממונה על שוק ההון והביטוח (ציון 1 בלבד). עצמאות מוגבלת של המפקחים מגדילה את הסיכוי למעורבות פוליטית בהחלטותיהם. כפועל יוצא יגדל משקלם של השיקולים לטווח קצר ויעורבבו בהחלטות מטרות ושיקולים שאינם ממין העניין, וכך תקטן אפקטיביות ההסדרה והפיקוח.

3. חישוב מדדי העושר היחסי מצביע על פערים ניכרים בין המשאבים המוענקים לכל מפקח לבין היקף תחום אחריותו. כל המדדים (ראו פרק ראשון, לוח 12) מורים כי העושר של הרשות לניירות ערך גבוה במידה ניכרת משל המפקחים האחרים. עושרו של המפקח על הבנקים הוא השני במדרג, ורחוק אחרי שניהם נמצא הממונה על שוק ההון והביטוח. ביחס בין התקציב בכללותו לבין הפעילות המפוקחת הפערים הם הגדולים ביותר: פי 2 עד פי 5. פערים ניכרים כל כך בתשומות העומדות לרשות המפקחים השונים פוגעים באפקטיביות של הרשויות העניות, או לחלופין מעידים על בזבז מקורות ברשויות היעשירות. השוואת המשאבים הניתנים למפקחים ביחס להיקף אחריותם תגביר את האפקטיביות של הפיקוח ותצמצם את תופעת הארביטראז' הפיקוחי (האפשרית כאשר מקצת המפקחים חלשים מן האחרים).

4. מספר הרשויות המפקחות על שוק הכספים וההון בישראל גדול יחסית למקובל בעולם ובמיוחד לנוכח המגמה במדינות רבות לצמצם את מספר רשויות הפיקוח. עקב כך גדלה ההסתברות לכפל פיקוח, מתרחבות העלויות של המפקחים והמפוקחים כאחד, מיטשטשת הראייה הכוללת של קונגלומרטים פיננסיים ומתערפל מיקוד האחריות.

5. יש ניגוד עניינים פוטנציאלי בין ניהול המדיניות המוניטרית לבין הפיקוח על הבנקים. יציבות הבנקים אינה עולה בהכרח בקנה אחד עם מדיניות מוניטרית מרסנת – תחלופה שעלולה להטות את המדיניות המוניטרית מהיעד הרצוי. אולם מדיניות מרסנת אינה מתיישבת גם עם דאגה לתעסוקה, ולכן אי-אפשר לבחון אם אמנם ניגוד עניינים זה נוצל בפועל.
6. לא נראה שהתקיים בפועל ניגוד עניינים ישיר בין יציבות הבנקים לבין ניהול המדיניות המוניטרית בישראל. אולם התקיים ניגוד עניינים עקיף דרך מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית. מחקרים מורים כי הגברת התחרות על ידי צמצום הריכוזיות בבנקאות הייתה יכולה לתרום לשיפור התמסורת בין המדיניות המוניטרית לבין ריביות השוק וכך להגביר את יעילותה. אך מאחר שזו תבעה מחיר באינטרס אחר של בנק ישראל – יציבות הבנקים – הוא נמנע מלפעול בנחרצות במישור זה ובמשך תקופות ארוכות (למעט בשנים 1987-1996) אף תרם להגברת הריכוזיות (באמצעות אישור מיזוגים). כלומר, בנק ישראל נמצא בניגוד עניינים בין מדיניות השמירה על יציבות הבנקים לבין יעד התחרות בבנקאות, וכפועל יוצא נפגעה גם המדיניות המוניטרית דרך התחרות כמשתנה מתווך.
7. יש ניגוד עניינים פוטנציאלי בין תחומים בניהול המדיניות הכלכלית לבין פעולותיהם של המפקחים הכפופים לשר האוצר ואלה הכפופים לשר התעשייה והמסחר. לדוגמה, הדאגה ליציבות ביחסי עבודה עלולה להתנגש במדיניות הנדרשת לשמירת היציבות של קופות הפנסייה שבבעלות האיגודים המקצועיים. בענף הביטוח ובמיוחד בענף הרכב קיים חשש שמפקח הכפוף לשר בממשלה ינקוט מדיניות של סבסוד צולב בין פעילויות משיקולים חברתיים, כגון צמצום הפער הכלכלי. סבסוד צולב ייתכן בשני מישורים עיקריים: ראשית, בין שני רכיבי הביטוח של רכב, כלומר בין ביטוח החובה שנועד לפצות את הנפגעים בגוף או בנפש בתאונות דרכים, לבין הביטוח המקיף, שנועד לפצות את הבעלים על נזק שנגרם לרכב. שני ניגודי העניינים לעיל התקיימו בפועל בישראל. הראשון עד 2003 והשני עד 2001.

בגיבוש ההמלצות נשענו על ניתוח מבנה הפיקוח בישראל ומבנה השווקים הפיננסיים והשינויים הצפויים בהם בעתיד הקרוב, וכן על לימוד וניתוח הניסיון העולמי. להלן נציג את החלופות הנהוגות בעולם וננתח את יתרונותיהן וחסרונותיהן.

ב. חלופות למבנה הפיקוח

מספר רשויות הפיקוח בישראל גדול יותר מהמקובל בעולם. זאת ועוד, מאז אמצע שנות השמונים ובמיוחד בשנות התשעים רווחת בעולם מגמה של איחוד רשויות פיקוח. לדעתנו, אין ספק שיש לצמצם את מספר רשויות הפיקוח. אולם מידת הצמצום הרצויה טעונה ליבון. להלן נציג וננתח את החלופות למבנה הרצוי:

1. **מבנה מבוזר על בסיס ענפי.** במערכת זו יפעלו שלוש רשויות: (א) בנקים; (ב) ניירות ערך וניהול תיקים; (ג) ביטוח חיים ופנסייה.¹ מחלופה זו נגזר איחוד בין הפיקוח על קופות הגמל (שבסמכות הממונה על שוק ההון) לבין הרשות לניירות ערך.
2. **מבנה מבוזר על בסיס פונקציונלי.** במערכת זו יפעלו שתי רשויות: (א) רשות המפקחת על יציבות המתווכים הפיננסיים; (ב) רשות הממונה על הגנת הצרכן. בבחירת החלופה הרצויה החלטנו להתעלם מחלופה זו, משום שעד כה היא אומצה על ידי שלוש מדינות בלבד – אוסטרליה, הולנד ושוודיה.

אם יאומץ מודל מבוזר יש להוסיף לו מנגנון תיאום מחייב על פי חוק בין שלוש הרשויות.

3. איחוד כל רשויות הפיקוח (חוץ מהממונה על ההגבלים העסקיים) לרשות אחת.
4. איחוד כל הרשויות (חוץ מהממונה על ההגבלים העסקיים) במבנה פדרטיבי ענפי, בראשות מפקח-על. המודל יפורט בהמשך.

ג. יתרונות המבנה המבוזר

1. מסדר המטרות של המפקח (בין יציבות להגנה על הצרכן) בהיר יותר, משום שהחשיבות היחסית של המטרות תלויה בפעילות המוסד הפיננסי. להערכתנו, חוקרים נתנו ליתרון זה משקל מופרז. ריבוי

1 הביטוח הכללי על נזקי גוף ורכוש אינו חלק מהמערכת הפיננסית, ולכן אין אנו דנים בו. בחלופה הראשונה אפשר לכלול אותו במסגרת המפקח על ביטוח חיים ופנסייה.

- המטרות של המוסד המאוחד אינו מחייב להסדיר ולבחון את כל הפעילויות המפוקחות בידו על פי אותה אמת מידה. יתרה מזו, יציבות המוסדות הפיננסיים אינה מטרה לשמה, אלא היא נגזרת ממטרת ההגנה על ענייני הצרכנים.
2. מבנה מבוזר מאפשר התמחות רבה יותר בכל אחת מהפעילויות הפיננסיות, ולכן הוא מעצים את אפקטיביות הפיקוח.
 3. צמצום הסיכון לכשל מערכתי של מערכות הפיקוח. ביזור הכוח והסמכויות בין רשויות יוצר תחרות ביניהן, מאפשר את הצלבת ממצאי הפיקוח ומקטין את הסיכוי שכל המפקחים יהיו שבויים בתפיסה או בהערכה אחת.
 4. מבנה מבוזר מונע ריכוז כוח עודף. איחוד הרשויות יוצר במשק גוף ציבורי בעל עצמה גדולה מאוד. כתוצאה מכך עלולים להתרופף האיזונים והבלמים שבין המפקחים למפוקחים. ריכוז כוח עלול להיות מנוצל לרעה, לשם צבירת עצמה לשמה וגם לשחיתות ולקבלת שוחד.

ד. יתרונות המבנה המאוחד

1. ראייה כוללת של המוסד המפוקח. המתווכים הפיננסיים עוסקים במגוון תחומים. לכן אם על כל תחום תפקח רשות נפרדת, תאבד ההערכה הכוללת של סיכוני המוסד הפיננסי. גם היכולת להגן על הצרכנים תפחת, משום שפיזור הבקרה בין רשויות מקטין את הסיכוי למנוע ניצול ניגודי עניינים הנובעים ממגוון פעילויות. חשיבותו של גורם זה תלויה בפעילויות המותרות למתווכים הפועלים בשוק.
2. שוויוניות בהסדרה ובפיקוח של פעולות פיננסיות בעלות אופי דומה.
3. גמישות ההסדרה של פעולות דומות או משותפות רבה יותר, שכן אין צורך בתיאום בין רשויות.
4. למבנה מרוכז יתרונות לגודל. ניתן לחסוך בעלויות על ידי הימנעות מכפל פיקוח וכן על ידי צמצום הוצאות תשתית ושירותי תמיכה, כגון מחקר, מחשב ושירותים משפטיים.
5. מיקוד האחראיות. במערכת מאוחדת קיים קשר חד יותר בין פעילות המפקחים לבין תוצאותיה. גם יתרון זה תלוי במגוון הפעילויות של המוסדות הפיננסיים.

ה. מבנה רשויות הפיקוח בפרספקטיבה בין-לאומית

ניתוח היתרונות והחסרונות של חלופות מבנה הפיקוח אינו מניב תוצאה חד-משמעית. לכל מבנה יש יתרונות וחסרונות. גם הניסיון העולמי מלמד על ריבוי פתרונות. אולם ניתוח המבנים הקיימים בעולם מעלה את המסקנות האלה:

1. מאמצע שנות השמונים יש מגמה ברורה לנטוש את המבנה המבוזר מאוד ולאחד את רשויות הפיקוח איחוד חלקי או מלא. מגמת המיזוג במבנה הפיקוח אומצה כבר ב-27 מדינות (עד ראשית 2004) ועוד מדינות בוחנות מחדש את מבנה הפיקוח הרצוי. 19 מדינות העבירו את כל סמכויות הפיקוח לרשות אחת, כך שבסך הכול מספר המדינות שבהן פועלת כיום רשות פיקוח מאוחדת גדל מ-7 ל-26. 8 מדינות נוספות צמצמו את מספר הרשויות לשתיים.
2. המדינות שבחרו לשנות את המבנה הקיים מתפלגות למגוון מבנים חדשים.
3. ריבוי הפתרונות הוא פועל יוצא של קשרי הגומלין בין היתרונות והחסרונות של כל דגם לבין מבנה השווקים הפיננסיים בכל מדינה, השינויים בשוק הגלובלי וסדר ההעדפות של קברניטי המשק. ניתוח ההסתברות לאיחוד רשויות הפיקוח במדגם של 60 מדינות, באמצעות פונקציית פרוביט, מראה כי הקשרים המובהקים מבחינה סטטיסטית הם אלה:
 - במדינות שבהן הבנק המרכזי מעורב יותר בפיקוח על הבנקים יש נטייה חזקה שלא לאחד את רשויות הפיקוח. למעשה, ההחלטה לאחד את הרשויות קשורה קשר הדוק בהחלטה להפריד את הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי.
 - ככל שהתוצר לנפש גדול יותר, הנטייה לאיחוד גדלה.
 - ככל שהאוכלוסייה קטנה יותר, הנטייה לאיחוד הפיקוח גדלה, כי במדינות קטנות יש פוטנציאל לניצול יתרונות לגודל.
 - ככל שהחופש הכלכלי גדול יותר, הנטייה לאיחוד הרשויות גדולה יותר, כי יהיה קל יותר לנצל לרעה את ביזור הפיקוח.
 - ככל ששוק ניירות הערך מפותח יותר, פוחתת הנטייה לאיחוד, כי נדרש יותר פיקוח ייחודי על ניירות הערך בשל יתרון ההתמחות.

מאפייני המשק הישראלי, ובמיוחד השווקים הפיננסיים, מורים כי אם תנהג ישראל על פי תוצאות המודל שנאמד בעולם, ההסתברות שתאמץ איחוד חלקי או מלא של רשויות הפיקוח קרובה ל-50%. אולם ישראל רוצה להידמות למדינות המפותחות ביותר. לכן יש לבחון את כדאיות האימוץ של איחוד רשויות הפיקוח על פי מאפייניהן של אלה. ואמנם הגדלת התוצר לנפש בישראל והגדלת החופש הכלכלי מגדילים מאוד את ההסתברות לאיחוד מעל 50%. ואם נוציא את הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל – גורם שגם הוא מאפיין את המדינות המפותחות – אזי ההסתברות למיזוג רשויות הפיקוח תעלה בשיעור ניכר, ל-95% בקירוב. ממצא זה מחייב לדון ביתרונות ובחסרונות של מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי.

מיקום הפיקוח על הבנקים חשוב מאוד כשהוא לעצמו, ולכן ייחדנו לו פרק נפרד. אולם פעולת הגומלין החדה בין סוגיה זו לבין סוגיית איחוד הרשויות מחייבת למעשה החלטה בו זמנית לגביהן. לכן נציג תחילה את היתרונות והחסרונות של מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי. אחר כך נערוך דיון מסכם בשני הנושאים.

1. בעד ונגד שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי

הנימוקים בעד מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי מתבססים בעיקר על התועלת שהפיקוח יכול להפיק ממיקומו בבנק המרכזי. הנימוקים העיקריים הם אלה:

1. הפיקוח על הבנקים יבין טוב יותר את השלכות המדיניות המוניטרית על התנהגות הבנקים.
2. הבנק המרכזי הוא המועמד המתאים ביותר לייצוג האינטרס החברתי בעת משבר פיננסי, משום שבידיו סמכות המלווה של המוצא האחרון. שילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי מגדיל את נכונותו לממש סמכות זו וכן יאיץ את תגובתו למשבר. אולם תגובת בנק ישראל למשברים שאירעו במערכת הפיננסית, ובעיקר לגדולים שבהם, מעידה כי תגובתו דווקא הייתה אטית. ברוב המקרים הוא הותיר את פתרון המשבר לממשלה ואף נמנע מלהשתמש במשאביו כדי למלא את תפקיד המלווה של המוצא האחרון. כנראה אין מנוס ממעורבות

הממשלה בפתרון משברים כאלה. מה עוד שעדיף לכסות את עלות המשבר במסגרת התקציב ולהביא לאישור הכנסת את השלכותיו על סדר ההעדפות הלאומי.

3. הפיקוח על הבנקים יכול ליהנות מהמוניטין ומהאמון שהציבור רוכש לבנק המרכזי. גם מאפיין זה תורם ליכולתו של הפיקוח על הבנקים להתמודד במהירות וביעילות עם משברים בבנקים. נימוק זה רלוונטי במיוחד במדינות מתפתחות, שבהן מוניטין הבנק המרכזי גדול יותר משל מוסדות שלטון אחרים. עם זאת הטיפול במשבר הבנק לפיתוח התעשייה בשנת 2002 מעיד שהפיקוח על הבנקים לא הפיק תועלת מהמוניטין ומהאמינות של בנק ישראל כבנק מרכזי, אלא דווקא נפגע ממנה, ככל הנראה. השתלשלות העניינים, פומביות הוויכוח והטענות החריפות שהושמעו בעניין רגיש כל כך מעוררות חשש כבד שהטיפול בנושא הושפע גם מהמחלוקת הקשה בין משרד האוצר לבין בנק ישראל על המדיניות המוניטרית. גם המדיניות המוניטרית יכולה להפיק תועלת מהשילוב עם הפיקוח על הבנקים, בעיקר בהבטחתה של זרימת המידע הבנקאי הפורמלי והלא פורמלי הנדרש לגיבוש ההחלטות המוניטריות. קל לפתור בעיה זו גם במוסדות נפרדים על ידי חקיקה להבטחה של זרימת המידע הנדרש לניהול המדיניות המוניטרית.

הנימוקים נגד מיקום הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי נובעים בעיקר מהחשש להשלכותיו השליליות על המדיניות המוניטרית:

1. יש חשש לניגודי עניינים בין המדיניות המוניטרית המתמקדת ביציבות המחירים לבין מדיניות הפיקוח המתמקדת ביציבות המוסדות הפיננסיים. ואכן, מחקרים מראים כי במדינות שבהן הבנק המרכזי הוא המפקח הבלעדי על מערכת הבנקאות, האינפלציה הממוצעת וסטיית התקן היחסית של האינפלציה גבוהים יותר באופן מובהק.
2. העיסוק בפיקוח וביציבות הבנקים מסיח את דעתו של הבנק המרכזי מעיסוק במדיניות המוניטרית, במיוחד בעת משבר פיננסי.
3. משבר פיננסי יפגע באמינות המדיניות המוניטרית אף יותר מסטייה מיעד האינפלציה. פשיטת הרגל של הבנק למסחר בשנת 2002 בישראל מאששת את שני הטעונונים האחרונים.
4. העיסוק בהסדרה, בפיקוח ובקביעת המדיניות המוניטרית מביא לריכוז כוח רב מדי במוסד אחד. כך גדל גם הסיכון שהמערכת הפיננסית 'תשבה' את קברניטי הבנק המרכזי.

גם בסוגיה זו אנו עדים אפוא לקיומם של יתרונות וחסרונות בשילוב הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי. אולם נראה כי היתרונות מהשילוב בין השניים הם בעיקר למערכת הפיקוח, ונהנות ממנו בעיקר מדינות מתפתחות. המחיר של היתרונות לפיקוח הוא בפגיעה ביציבות המחירים. כפועל יוצא, המדינות המפותחות נוטות להפריד את הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי. ככל שההכנסה לנפש גבוהה יותר, כן גדולה הנטייה למקם את הפיקוח על הבנקים מחוץ לבנק המרכזי (ראו פרק שני, לוח 1). במדגם של 70 מדינות נמצא כי רק במחציתן הפיקוח על הבנקים ממוקם בבנק המרכזי ורק בשליש מהמדינות הפיקוח על הבנקים נמצא במוסד המנהל את המדיניות המוניטרית. בשני העשירונים העשירים ביותר, רק באירלנד מצוי הפיקוח על הבנקים בבנק המרכזי, אולם הבנק של אירלנד אינו מופקד על המדיניות המוניטרית.

ז. ניתוח ומסקנות

השוואת מבנה הפיקוח המבוזר עם המבנה המאוחד מראה יתרונות וחסרונות בכל אחד מהם. עם זאת המגמה הרווחת בעולם היא לצמצם את מספר רשויות הפיקוח, גם אם לא עד כדי איחוד מלא.

מאפיין חשוב אחר להחלטה על איחוד רשויות הפיקוח הוא, כאמור, מיקומו של הפיקוח על הבנקים. כל עוד הפיקוח על הבנקים נמצא בבנק ישראל לא רצוי לאחד את כל רשויות הפיקוח, משום שמשמעות הדבר היא בניית מוסד בעל עצמה יוצאת דופן שמרוכזות בו כל סמכויות המדיניות המוניטרית, ההסדרה של השווקים הפיננסיים והפיקוח עליהם. זו גם סיבה לפעולת הגומלין שנמצאה בעולם בין איחוד רשויות הפיקוח לבין הפרדת הפיקוח על הבנקים מהבנק המרכזי.

ניתוח היתרונות והחסרונות של המיקום הרצוי לפיקוח על הבנקים מורה שראוי להפרידו מהבנק המרכזי. הדבר בולט במיוחד מניתוח שני הפרמטרים המרכזיים ביותר בפעולת הגומלין שבין הפיקוח על הבנקים והבנק המרכזי:

מיקומו של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל מעורר ניגודי עניינים בין המדיניות המיועדת לשמירה על יציבות הבנקים לבין התחרות בענף הבנקאות, וכפועל יוצא נפגעת גם המדיניות המוניטרית. צמצום הריכוזיות בבנקאות יכול היה לתרום לשיפור מנגנון התמסורת של המדיניות

המוניטרית וכך להגביר את האפקטיביות שלה. אולם בנק ישראל העדיף את יציבות הבנקים ולכן העדיף במשך תקופות ארוכות לקדם מיוזגים של בנקים על פני צמצום הריכוזיות במישרין.

הפיקוח על הבנקים לא הפיק תועלת ממיקומו בבנק ישראל גם בניהול משברים. תגובה מהירה חיונית במשברים פיננסיים. תפקידו של הבנק המרכזי כמלווה של המוצא האחרון והמוניטין של הבנק המרכזי היו עשויים לאפשר לפיקוח על הבנקים להגיב על משברים במהירות ולחסלם באבם. ואף על פי כן תגובתו של בנק ישראל ברוב המשברים בבנקאות הייתה אטית מהרצוי וברובם הוא לא מילא את תפקיד המלווה של המוצא האחרון.

מובן שהפרדת הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל רצויה רק אם אפשר להותיר בידי את העצמה והעצמאות שהבנק המרכזי משרה עליו. במדינות מפותחות עצמתו של הפיקוח על הבנקים אינה נשענת עוד על הבנק המרכזי. מדינת ישראל שייכת לקטגוריית המדינות המפותחות. יתרה מזו, מעמדו של הפיקוח על הבנקים איתן דיו ואין הוא צריך עוד לינוק את עצמתו מהבנק המרכזי. עצמתן של הרשות לניירות ערך והרשות להגבלים עסקיים, אף שהן עצמאיות פחות מהפיקוח על הבנקים, מעידה כי החשש שהפרדת הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל תחליש אותו אינו מבוסס.

הפרדת הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל תגדיל מאוד את כוח המשיכה של איחוד רשויות הפיקוח. עם זאת אין הכרעה חד-משמעית כי אכן איחוד מלא הוא המבנה הרצוי ביותר. אימוץ המלצות ועדת בכר (2004) להפריד את פעילותן של קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים מצמצם לכאורה את היתרונות שבאיחוד מלא. אולם אם נבחן את מכלול המלצות הוועדה נמצא כי בסך הכול היא מרחיבה את מגוון הפעולות של מוסדות פיננסיים לא בנקאיים וכמעט אינה פוגעת במגוון הפעולות של הבנקים. ראשית, הבנקים עדיין יעסקו בשיווק קופות גמל וקרנות נאמנות ומבנה העמלות שאומץ מותר בידיהם כוח שוק שאינו מבוטל. הבנקים יעסקו גם בשיווק ביטוח, וכן הורחב מאוד תפקידם כיועצים להשקעות. שנית, הורחב מגוון הפעולות של חברות הביטוח בתחום ניהול תיקי השקעות, ומעתה הן יוכלו לנהל גם קרנות נאמנות וקופות גמל. למעשה, גדל פוטנציאל חברות הביטוח לשווק אשראי. יתרה מזו, על פי דוח קרן המטבע (2006), השינויים המבניים בשוק ההון בעקבות ועדת בכר יצרו סיכונים חדשים, המגבירים את הצורך בחיזוק הפיקוח ובהגברת עצמאותו.

אולם מאחר שגם למבנה פיקוח מבוזר יש יתרונות מסוימים, מוצע כאן מתכון ביניים. לבו של המתכון המוצע הוא איחוד הרשויות, אולם הוא ייושם בדרך שתאפשר ניצול מרבי של היתרונות הקיימים גם במבנה מבוזר. ההמלצה המרכזית היא זו:

איחוד כל רשויות הפיקוח (למעט הממונה על ההגבלים העסקיים) במבנה פדרטיבי ענפי, בראשות מפקח ראשי. ברשות המאוחדת יוקמו שלוש מחלקות ענפיות, ובראש כל אחת מהן יעמוד מפקח. כל אחד מהמפקחים יהיה גם חבר במועצת המנהלים של הרשות. המפקח הראשי יהיה גם יו"ר מועצת המנהלים.

מבנה פדרטיבי מאפשר ניצול כל היתרונות הגלומים באיחוד רשויות הפיקוח – ראייה כוללת, שוויוניות בהסדרה ובפיקוח, גמישות גבוהה בהסדרה, יתרונות לגודל ומיקוד האחריות, מתוך צמצום ניכר של הסכנות האורבות למבנה מאוחד – הסיכון לכשל מערכת של מוסד יחיד השבוי בתפיסה אחת, ירידה ברמת ההתמחות וריכוז כוח עודף במוסד ציבורי אחד.

השאת הרשות להגבלים עסקיים מחוץ לאיחוד הפדרטיבי נובעת משתי סיבות: ראשית, רשות זו מופקדת על התחרות בכל ענפי המשק ולא רק בשווקים הפיננסיים. שנית, מפקחים נוטים להעדיף את יעד היציבות מן התחרות. תעיד על כך מדיניות הפיקוח על הבנקים ברוב השנים מאז הקמת המדינה.

בנק ישראל יוסיף להיות ממונה על היציבות הפיננסית של שוק הכספים, ההון ומטבע החוץ, להבדיל מיציבות המוסדות הפועלים בשווקים אלה. כן יהיה ממונה על היציבות ועל תפקוד מערך התשלומים והסליקה.

ה. פירוט ההמלצות

מבנה רשויות הפיקוח ועצמאותן

1. תוקם רשות פדרטיבית ממלכתית להסדרה ופיקוח בכל הפעילויות בשווקים הפיננסיים – 'רשות השירותים הפיננסיים'.
2. ברשות השירותים הפיננסיים יפעלו שלוש מחלקות כדלקמן:
 - א. הפיקוח על הבנקים.
 - ב. הפיקוח על ניירות ערך וניהול תיקי השקעות.
 - ג. הפיקוח על קופות פנסייה וביטוח.

3. בראש כל מחלקה יעמוד מפקח בעל סמכויות סטטוטוריות אוטונומיות בתחום שעליו הוא מופקד במישרין.
4. נושאים משותפים לכל המחלקות, ובמיוחד ההסדרה של הפעילויות הפיננסיות, יגובשו במשותף על ידי כל המפקחים.
5. תוקם מחלקת מחקר משותפת לכל המפקחים, שתעסוק במכלול הסוגיות הנוגעות להגנת הצרכן וליציבות המתווכים הפיננסיים והמערכת בכללותה.
6. תוקם מחלקת חקירות משותפת לכל המפקחים.
7. תוקם מחלקה משפטית משותפת לכל המפקחים.
8. שירותי התמיכה – כגון מחשב, משאבי אנוש ומנהלה – יהיו משותפים.
9. בראש רשות השירותים הפיננסיים יעמוד מפקח ראשי שיופקד על התיאום בין כל המפקחים בכל הנושאים שרצוי להצליב ביניהם, או שהם חותכים את המוסד הפיננסי. הוא יופקד גם על כל נושאי ההסדרה של השווקים הפיננסיים.
10. תוקם מועצת מפקחים (ראשי מחלקות הפיקוח ברשות החדשה), שבה לכל מפקח תהיה זכות הצבעה. במקרה של שוויון בהצבעות יהיה לראש הרשות קול נוסף.
11. הרשות להגבלים עסקיים תהיה רשות נפרדת. דיונים והכרעות בסוגיות הקשורות לתחרות בשווקים הפיננסיים יתקיימו ברשות השירותים הפיננסיים. לצורך זה בלבד וכן בכל הנוגע לפיקוח על עמלות (ראו המלצה 12), יו"ר הרשות להגבלים עסקיים יהיה חבר ברשות השירותים הפיננסיים, ויהיה לו קול שווה לכל אחד מהחברים האחרים בהצבעות על נושאים משותפים. אשר למיזוגים – יש להשאיר על כנו את המצב הנוכחי, שלפיו יש, למעשה, זכות וטו לרשות להגבלים עסקיים.
12. הפיקוח על עמלות של שירותים פיננסיים יועבר ממשד התעשייה והמסחר לרשות לשירותים פיננסיים.
13. את יו"ר רשות השירותים הפיננסיים ימנה נשיא המדינה, בהמלצת הממשלה. יו"ר הרשות יהיה בעל השכלה אקדמית באחד המקצועות האלה: כלכלה, מנהל עסקים, ראיית חשבון, משפטים.
14. את חברי מועצת רשות השירותים הפיננסיים תמנה הממשלה, בהמלצת שר האוצר, נגיד בנק ישראל ויו"ר רשות השירותים הפיננסיים. חברי המועצה יהיו בעלי השכלה אקדמית באחד המקצועות האלה: כלכלה, מנהל עסקים, ראיית חשבון, משפטים.

15. יו"ר הרשות וחברי מועצת הרשות ימונו לתקופת כהונה קצובה בת חמש שנים. ניתן למנות כל אחד מהם לכל היותר לשתי כהונות.
16. כל העובדים ברשות יהיו עובדי הרשות, ולא עובדי המדינה. על שכר עובדי הרשות תפקח ועדת הכספים של הכנסת.
17. מקורות המימון יתבססו על אגרות מהמפוקחים. אולם את סך התקציב של הרשות ואת גובה האגרות תאשר ועדת הכספים של הכנסת ותפקח עליהם. בקביעת תקציב הרשות והיקף ההסדרה והפיקוח יש לשקול את התועלת לציבור מצד אחד ואת העלות למפוקחים מן הצד האחר.
18. מוצע להעניק לרשות להגבלים עסקיים את מידת העצמאות שתוענק לרשות השירותים הפיננסיים בדרך המינוי של היו"ר, תקופת כהונתו, כפיפותו, השייכות הארגונית של עובדי הרשות, מקורות מימונה וסמכויותיה.

סמכויות ההסדרה והפיקוח בפעילויות הפיננסיות

1. לרשות הפיקוח על השווקים הפיננסיים יוענקו סמכויות מלאות של רישוי, הסדרה ופיקוח, ואלה יעוגנו בחוק.
2. יש ליצור הרמוניה בכללי הרישוי, ההסדרה והפיקוח על פעולות דומות.
3. סמכויות הרישוי, ההסדרה והפיקוח על הפעילות הפיננסית יושוו לרף הגבוה ביותר הנהוג היום בכל אחד מתחומי הפעולה של הרשויות הקיימות (רישוי, איסוף מידע, חקירה, תיקון פגמים וענישה).
4. הגנת הצרכן תתבסס הן על בדיקת תלונות הציבור הן על יזמות ביקורת של הרשות.
5. איחוד הרשויות אינו ארגוני בלבד. לכן יש לבדוק בקפדנות את כל החוקים שעל פיהם פועלות רשויות הפיקוח כיום ולאחד את התכנים ואת אופי הניסוח.

דיווח וסקיפות

1. יו"ר הרשות לפיקוח על השירותים הפיננסיים יגיש דין וחשבון על פעולות הרשות לוועדת הכספים של הכנסת בכל עת שידרש.
2. משרד מבקר המדינה יבקר את פעולות הרשות.
3. יו"ר הרשות יפרסם דוח שנתי לציבור שיכלול ניתוח והערכה פרטניים של פעילות כל המתווכים הפיננסיים. היקף המידע לציבור יורחב. לדוגמה, הדוחות על קופות הגמל יכללו נוסף על תשואות, גם מדדי סיכון, מהירות מחזור של קנייה ומכירה וכדומה.

4. הדוח של יו"ר הרשות יכלול גם סקירה פרטנית של פעולותיו והצעדים שנקט להגנת הצרכן ולשמירת היציבות של המוסדות הפיננסיים. כלומר, הרשות תדווח דיווח מלא על ממדי האכיפה והענישה: מספר הביקורות שערכה, רשימת המוסדות שבהם נערכה ביקורת, ממצאי הביקורת, נתונים על מספר החקירות ותוצאותיהן, הגשת כתבי אישום ותוצאותיהן, קנסות ועוד. מידע זה יוצג וינתח בדוח בכל החתכים הרלוונטיים.

יישום ותקופת המעבר

1. כדי להקים את המבנה החדש יש להפריד את הפיקוח על הבנקים מבנק ישראל ואת הממונה על שוק ההון והביטוח ממושרד האוצר. יש לבטל גם את הכפיפות של הרשות לניירות ערך לשר האוצר.
2. כל מחלקות הרשות ירוכזו במבנה אחד.
3. תנאי העבודה, השכר וזכויות העובדים יאוחדו.
4. העובדים ינוידו בין המחלקות על פי הצרכים החדשים של הרשות. השינוי הוא גם הזדמנות להתייעלות ולהשבחת הפיקוח. מאחר שבחלק מהפעילויות הפיקוח לוקה בחסר. למשל, בקופות הגמל ההתייעלות תנוצל גם להסטת עובדים לפיקוח על פעולות אלה. לחלק מהעובדים תוצע תכנית לפרישה מוקדמת.
5. תכנון פרטני של האיחוד ויישום המיזוג המנהלי יימשך כשנה.
6. בתום המיזוג המנהלי של הרשויות הקיימות ברשות לשירותים פיננסיים היא תחל לפעול על בסיס החוקים הקיימים. בתוך שנה מיום הקמת הרשות היא תגיש הצעת חוק להרמוניזציה של חוקי הפיקוח, התקנות וההנחיות.

היציבות הפיננסית

- בנק ישראל יוסיף להיות ממונה על היציבות של השווקים הפיננסיים:
1. בנק ישראל יוסיף להיות ממונה על שוק הכספים, ההון ומטבע החוץ, ולא על המוסדות הפועלים בשווקים אלה.
 2. בנק ישראל יהיה אחראי לתפקוד מערך התשלומים והסליקה וליציבותו.
 3. בנק ישראל יבחן באופן שוטף את ההשלכות ההדדיות שבין יציבות המוסדות הפיננסיים לבין היציבות המקרו-כלכלית של השווקים. לשם כך יידרשו תיאום וחילופי מידע בין הרשות לשירותים פיננסיים לבין בנק ישראל, ואלה יעוגנו בחקיקה.

ט. הסיכונים הגלומים בתהליך הרפורמה

- תהליך הרפורמה חושף את המערכת סיכונים, מקצתם הפוכים זה לזה:
1. פוליטיקאים או פקידים בעלי עצמה עלולים לנצל את התהליך כדי להעצים את כוחם. יתרה מזו, המרוויחים מהתהליך עלולים להאיץ את קבלת ההחלטות בלי דיון יסודי וממצה, כדי שלא להחמיץ את ההזדמנות להרחיב את סמכויותיהם ואת עצמתם.
 2. החלשת מנגנוני הפיקוח על ידי בעלי עניין. על מנת שמיזוג הרשויות יצליח, יש לשנות את החוקים בדרך שתיצור הרמוניה בהסדרה ובאכיפה של פעילויות בעלות אופי דומה. תהליך ההרמוניזציה יכול להיות מנוצל לעיקור חוקים שאינם נוחים למפוקחים. התוצאה הגרועה ביותר האפשרית היא שהמוסד המאוחד לא ייבנה מעצמאות הולמת ואף יישלט על ידי הפוליטיקאים.
 3. איחוד הרשויות הוא הזדמנות להנהלת הגוף המאוחד להשתחרר מעובדים לא מיומנים או לא יעילים. אולם טמונה בו גם הסכנה שיפרשו דווקא העובדים הטובים ביותר. הקמת גוף חדש יוצרת אי־ודאות באשר למעמדו של כל עובד ולמסלול קידומו העתידי. גם התרבות הארגונית של הגוף המאוחד עשויה להיות שונה מזו של כל אחת מהרשויות שהרכיבו אותו. שינויים אלה הם בבחינת קרקע פורייה לפרישת עובדים החוששים שתיפגע רווחתם במובנה הרחב. ומאחר שסיכויי העובדים האיכותיים למצוא חלופה הולמת טובים יותר, יש חשש שיורע הרכב כוח האדם ברשות המאוחדת. בעיה זו חמורה במיוחד לגבי צוותי הניהול, שהרי אחת המטרות העיקריות של האיחוד היא לחסוך בהוצאות הניהול.
- סכנות אלה אינן סיבות להימנע מאיחוד רשויות הפיקוח. בה בעת הן מחייבות לתכננו בשום שכל ולייצר תרופות שימנעו את מימושן.



רשימת המקורות



ספרים ומאמרים בעברית

אורסמונד, ד', וס' פישר, 2001. 'האינפלציה בישראל באספקלריה בין-לאומית', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק: המשק הישראלי, 1985-1998**, ירושלים: האוניברסיטה העברית בירושלים, המכון למחקר כלכלי בישראל ע"ש מוריס פאלק, עמ' 165-203.

אליאס, ר', 2002. 'ביטוח פיקדונות', **מבט כלכלי** 12: 3-5.
אליאס, ר', וצ' סמט, 1994. 'מבנה מערכת הבנקאות הישראלית, דרגת התחרות בה והשפעתם על הרווח הפיננסי במגזר השקלי הלא צמוד', **סוגיות בבנקאות** 12: 27-48.

אלקיים, ד', 1991. 'השפעת המדיניות המוניטרית על פער הריביות במגזר השקלי הלא צמוד, 1986 עד 1990', **סדרת מאמרים לדיון**, מאמר מס' 91.16, ירושלים: מחלקת המחקר, בנק ישראל (דצמבר).
בלס, א', 1996. 'ביצועי קופות הגמל ומבנה שוק: 1987-1994', **רבעון לכלכלה** 43: 260-279.

בן בסט, א', 1995. 'משטר שער החליפין והמדיניות המוניטרית ויעד האינפלציה', **סדרת מאמרים לדיון**, מאמר מס' 95.10, ירושלים: בנק ישראל, מחלקת המחקר (ספטמבר).

— 1996. 'ההשלכות של קונגלומרטים המשלבים בנק ותאגידים ריאליים על הסקטור הריאלי והפיננסי', **רבעון לבנקאות** 135(לד).

— 2001. 'מסלול המכשולים לכלכלת שוק בישראל', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק: המשק הישראלי, 1985-1998**, ירושלים: האוניברסיטה העברית בירושלים, המכון למחקר כלכלי בישראל ע"ש מוריס פאלק, עמ' 1-48.

ברנע, ע', י' פרוש, וה' קונפורטי, 2001. 'סוגיית המבנה האופטימלי של מערכת הבנקאות בישראל', **סוגיות בבנקאות** 15: 2-5.

גבע, ד', צ' סמט, וד' רוטנברג, 1988. 'ניתוח פער הריביות במגזר השקלי הלא צמוד של מערכת הבנקאות בישראל', **סוגיות בבנקאות** 77: 3-13.

גיברה, י', וד' צידון, 2001. 'מבוך מוניטרי: כלי המדיניות המוניטרית בישראל וניהולה 1987-1998', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק: המשק הישראלי, 1985-1998**, ירושלים: האוניברסיטה העברית בירושלים, המכון למחקר כלכלי בישראל ע"ש מוריס פאלק, עמ' 81-134.

- זוסמן, נ', ו' לויתן, 2001. 'יתהליך הדיסאינפלציה בישראל בעשור החולף', בתוך: א' בן בסט (עורך), **ממעורבות ממשלתית לכלכלת שוק: המשק הישראלי, 1998-1998**, ירושלים: האוניברסיטה העברית בירושלים, המכון למחקר כלכלי בישראל ע"ש מוריס פאלק, עמ' 135-164.
- זילברפרב, ב', 2004. 'התיאום בין רשויות הפיקוח על שוק ההון בישראל', **רבעון לבנקאות** 153: 48-57.
- חת, מ', 1994. **הבנקאות בישראל**, ירושלים: מכון ירושלים לחקר ישראל. יושע, ע', ש' בליי, ו' יפה, 2004. 'מערכת הבנקאות הישראלית בראייה היסטורית: תחרות מול פיזור סיכונים', בתוך: נ' לויתן וחי' ברקאי (עורכים), **ספר היובל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית**, כרך ב: נושאים נבחרים במדיניות מוניטרית, ירושלים: בנק ישראל. לויתן, נ', 2004. 'עלייתה של מדיניות מוניטרית עצמאית וההתפתחויות המקרוכלכליות אחרי הייצוב של 1985', בתוך: נ' לויתן וחי' ברקאי (עורכים), **ספר היובל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית**, כרך א: ההיסטוריה המוניטרית של ישראל: סקירה אנליטית, ירושלים: בנק ישראל.
- לויתן, נ', ו' מליניק, 1998. 'האינפלציה והדיסאינפלציה בישראל כפונקציית מדרגות', בתוך: ל' ליידרמן (עורך), **אינפלציה ודיסאינפלציה בישראל**, ירושלים: בנק ישראל, מחלקת המחקר.
- נגר, ו', 2005. 'מגזר הביטוח ויציבות פיננסית: פרספקטיבה בינלאומית והערכת המצב בישראל', **סדרת מאמרים לדיון: תחום היציבות הפיננסית**, מאמר מס' 05.01, ירושלים: בנק ישראל.
- סוקולר, מ', וא' צוקרמן, 1989. 'מדיניות מוניטרית בישראל והסדרה המוסדיים: עבר, הווה ועתיד', **רבעון לכלכלה** 139: 371-426.
- פרוש, י', 2004. 'הפיקוח על הבנקים של בנק ישראל', בתוך: נ' לויתן וחי' ברקאי (עורכים), **ספר היובל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית**, כרך ב: נושאים נבחרים במדיניות מוניטרית, ירושלים: בנק ישראל.
- פרוש, י', ו' רוטנברג, 2001. **מדידת התחרות בענף הבנקאות בישראל**, מאמר לדיון מס' 01.01, ירושלים: בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים. צוקרמן, א', 2004. 'עצמאות משפטית, עצמאות בפועל והעצמאות הרצויה: המקרה של בנק ישראל', בתוך: נ' לויתן וחי' ברקאי (עורכים), **ספר היובל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית**, כרך ב: נושאים נבחרים במדיניות מוניטרית, ירושלים: בנק ישראל.

- רוטנברג, ד', 1994. 'מבנה אופטימלי של מערכת הבנקאות הישראלית: הלכה ומעשה', **סוגיות בבנקאות** 12: 47-79.
- 2002. **ניהול בנקאי בישראל : ניהול נכסים, התחייבויות וסיכונים**, ירושלים: כתר.
- 2005. 'התחרותיות בענף הבנקאות: היבטים תיאורטיים וראיות אמפיריות מישראל ומחוי"ל', **סדרת מאמרים לדיון: הפיקוח על הבנקים**, מאמר מס' 05.02, ירושלים: בנק ישראל, יחידת המחקר.

ועדות, דוחות וסקירות

- בנק ישראל, דוח שנתי**, שנים שונות.
- בנק ישראל, המפקח על הבנקים, מערכת הבנקאות בישראל**, סקירה שנתית, שנים שונות.
- דין וחשבון הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בנקים בתאגידים ריאליים**, 1995. ירושלים: משרד האוצר.
- הכנסת, עמלות בפיקוח ומדיניות הפיקוח של בנק ישראל**, מרכז מחקר ומידע, 19.6.2001.
- הרשות לניירות ערך, דוח שנתי**, 2003, 2004.
- ועדת בייסקי, 1986. דין וחשבון הוועדה הממלכתית לחקירת ויסות מניות הבנקים**. ירושלים.
- ועדת בכר, ספטמבר 2004. דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון**, ירושלים: משרד האוצר.
- ועדת בן בסט, 1995. דוח הוועדה בנושא תיאום הפיקוח על שוק ההון**, ירושלים: משרד האוצר.
- ועדת בן בסט, 2000. דוח הצוות הבין-משרדי לעניין שליטת הבנקים בקופות הגמל**, ירושלים: משרד האוצר.
- ועדת פוגל, 1994. דוח ועדה בין-משרדית [בנושא] הצעה למדיניות פנסיונית כוללת**, ירושלים: משרד האוצר.
- מבקר המדינה, דוחות שנתיים**, שנים שונות: ירושלים: משרד מבקר המדינה.
- משרד האוצר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, דוח שנתי לשנת 2003.**

ספרים ומאמרים באנגלית

- Abrams, R., and M. Taylor, 2000. *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper No. 00/213.
- Alesina, A., and L. Summers, 1993. 'Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence', *Journal of Money, Credit and Banking* 25: 151-162.
- Allen, F., and A. Santomero, 1997. 'The Theory of Financial Intermediation', *Journal of Banking and Finance* 11: 1461-1485.
- Bank for International Settlements, 2000. *Annual Report*, Basel (June).
- Ben-Bassat, A., 1993. 'Capital Market Reform in Israel', *Bank of Israel Economic Review* 65.
- 1995. 'The Inflation Target in Israel: Policy and Development', in: A. G. Holland (ed.), *Targeting Inflation*, London: Bank of England.
- Ber, H., Y. Yafeh, and O. Yosha, 1997. *Conflict of Interest in Universal Banking: Evidence from the Post-Issue Performance of IPO firms*, Discussion Paper No. 97-18, Tel Aviv: Tel Aviv University.
- Berger, A., M. Kyle, and J. Scalise, 2001. 'Did U.S. Bank Supervisors Get Tougher during the Credit Crunch? Did They Get Easier during the Banking Boom? Did It Matter to Bank Lending?', in: F. S. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, NBER Conference Report Series, Chicago: University of Chicago Press, pp. 301-349.
- Bernanke, B. S., 1983. 'Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression', *The American Economic Review* 73: 257-276.
- 2001. 'Synergies Between Bank Supervision and Monetary Policy: Implications for the Design of Bank Regulatory Structure, Comment', in: F. S. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, NBER Conference Report Series, Chicago: University of Chicago Press, pp. 293-297.

- Bernanke, B. S., and A. S. Blinder, 1992. 'The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission', *The American Economic Review* 82 (4): 901-921.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler, 1995. 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission', *Journal of Economic Perspectives* 9 (4): 27-48.
- Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist, 1996. 'The Financial Accelerator and the Flight to Quality', *Review of Economics and Statistics* 78 (1): 1-15.
- Bernanke, B. S., and C. S. Lown, 1991. 'The Credit Crunch', *Brookings Papers on Economic Activity* 1991 (2): 205-247.
- Blinder, A. S., and J. E. Stiglitz, 1983. 'Money, Credit Constraints and Economic Activity', *The American Economic Review* 73 (2): 297-302.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994. *Views on the Consolidation of Bank Supervision and Regulation*, Memorandum presented to the United States Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (March).
- Borio, C., and R. Filosa, 1994. *The Changing Borders of Banking: Trends and Implications*, BIS Working Paper No. 43.
- Briault, C., 1999. *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, FSA Occasional Paper Series 2.
- 2001. *Building a Single Financial Regulator*, Paper prepared for the Conference on Challenges for Unified Financial Supervision, Tallinn, Estonia (July).
- Coffee, J., 1995. 'Competition Versus Consolidation: The Organizational Structure in Financial and Securities Regulation', *Business Lawyer* 1.
- Congleton, R. D., 1984. 'Committees and Rent-Seeking Effort', *Journal of Public Economics* 25: 197-209.
- Courtis, N. (ed.), 2004. *How Countries Supervise Their Banks, Insurers and Securities Markets*, Central Banking Publications.
- Cukierman, A., 1992. *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

- De Krivoy, R., 2000. *Collapse: The Venezuelan Banking Crisis of 1994*, Washington D. C.: The Group of Thirty.
- Di Noia, C., and G. Di Giorgio, 1999. 'Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks Be Given to Different Agencies?', *International Finance* 2 (3): 361-378.
- 2000. *Designing Institutions for Financial Stability: Regulation and Supervision by Objective for the Euro Area*, Economics and Business Working Paper No. 517, University Pompeu Fabra.
- Enoch, C., B. Baldwin, O. Frecaut, and A. Kovanen, 2001. *Indonesia – Anatomy of Banking Crisis: Two Years of Living Dangerously, 1997-1999*, IMF Working Paper WP/01/52.
- Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1997. *New Congress to Tackle Financial Modernization*, Banking Legislation and Policy No. 1.
- Ferguson, R. W., 2000. 'Alternative Approaches to Financial Supervision and Regulation', *Journal of Financial Services Research* 17 (1): 297-303.
- Ferguson, R. W., and W. L. Wascher, 2004. 'Distinguished Lecture on Economics In Government: Lessons from Past Productivity Booms', *Journal of Economic Perspectives* 18 (2): 3-28.
- Fischer, S., 1997. 'Maintaining Price Stability', *Finance and Development* 33: 34-37.
- Goodhart, C. A. E., 1996. *An Incentive Structure to Financial Regulation*, FMG Special Paper, LSE Financial Markets Group No. 88.
- 2002. 'The Organizational Structure of Banking Supervision', *Economic Notes by Banca dei Paschi di Siena SpA* 31 (1): 1-32.
- Goodhart, C. A. E., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez, and S. Weisbrod, 1998. *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, London and New York: Routledge.
- Goodhart, C. A. E., and D. Schoenmaker, 1992. 'Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Agencies', *Giornale degli Economisti e Annali di Economia* 51: 353-439.
- 1995a. 'Institutional Separation Between Supervisory and

- Monetary Agencies', in: C. A. E. Goodhart (ed), *The Central Bank and the Financial System*, London: Macmillan, pp. 333-413.
- 1995b. 'Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?', *Oxford Economic Papers*, N.S., 47 (4): 539-560.
- Greenspan, A., 1994. *Testimony on Banking Regulation Before the United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* (March 2).
- Hancock, D., and J. Wilcox. 1992. *The Effects on Bank Assets of Business Conditions and Capital Shortfalls*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 502-520.
- Hartcher, P., 1998. *The Ministry: How Japan's Most Powerful Institution Endangers World Markets*, Harvard Business School Press.
- Haubrich, J. G., 1996. 'Combining Bank Supervision and Monetary Policy', *Economic Commentary* 11.
- Heller, R., 1991. 'Prudential Supervision and Monetary Policy', in: J. Frenkel and M. Goldstein (eds), *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques Pollack*, International Monetary Fund, pp. 269-281.
- Humphrey, T. M., 1975. 'The Classical Concept of the Lender of Last Resort', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 61: 2-9.
- IMF, 2006. *Israel – 2005 Article IV Consultation: Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Israel*, IMF Country Report No. 06/120 (March).
www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06120.pdf
- Ioannidou, V. P., 2002. *Does Monetary Policy Affect the Central Bank's Role in Banking Supervision?*, Discussion Paper No. 54, Tilburg University, Center for Economic Research.
- Kashyap, A. K., and J. C. Stein, 1994. 'The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets', *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 42: 151-195.

- 2000. ‘What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?’, *The American Economic Review* 90 (3): 405-427.
- Kaufman, H., 2000. *On Money and Markets*, New York: McGraw Hill.
- Laffont, J.J., and D. Martimort, 1999. ‘Separation of Regulators against Collusive Behavior’, *The Rand Journal of Economics* 30(2): 232-262.
- Lindgren, C. J., T. J. T. Balino, C. Enoch, A. M. Gulde, M. Quintyn, and L. Teo, 1999. *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, IMF Occasional Paper 188, Washington D.C. International Monetary Fund.
- Martinez, J. D. L., and T. A. Rose, 2003. *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision*, Policy Research Working Paper 3096, The World Bank, Financial Sector Operations and Policy Department (July).
- Masciandaro, D., 2004. *Central Banks or Single Financial Authorities? A Political Economy Approach*, University of Lecce Economics Working Paper No. 47/25 (January).
- Merton, R., and Z. Bodie, 1995. ‘A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment’, in: D. Crane et al., *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Cambridge: Harvard Business School Press.
- Mishkin, F. S., 2001. *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, National Bureau of Economic Research, Working paper 8087 (January).
- Moe, T., 1990. ‘The Politics of Structural Choice: Towards a Theory of Public Bureaucracy’, in: O. Williamson (ed.), *Organization Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York: Oxford University Press.
- Mueller, D. C., 1996. *Constitutional Democracy*, Oxford University Press.
- Norgren, C., 1998. *A Single Regulator; Challenges and Opportunities*, Financial Services Authority Conference, London (June).

- Padoa S. T., 1999. *EMU and Banking Supervision*, Lecture given at the LSE, Financial Markets Group (February 24).
- Pauli, R., 2000. *Payments Remain Fundamental for Banks and Central Banks*, Bank of Finland Discussion Papers No. 6.
- Peek, J. E., and S. Rosengren, 1995a. 'Bank Regulation and the Credit Crunch', *Journal of Banking and Finance* 19 (1): 679-692.
- 1995b. 'The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be', *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (3): 625-638.
- Peek, J., E. S. Rosengren, and G. M. B. Tootell, 1999a. 'Is Bank Supervision Central to Central Banking?', *The Quarterly Journal of Economics* 114 (2): 629-653.
- 1999b. 'Using Bank Supervisory Data to Improve Macroeconomic Forecasts', *New England Economic Review* (September/October): 21-32.
- 2001. 'Synergies Between Bank Supervision and Monetary Policy', in: F. S. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, NBER Conference Report Series, Chicago: University of Chicago Press, pp. 273-293.
- Quintyn, M., and M. W. Taylor, 2003. 'Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability', *CESifo Economic Studies* 49 (2): 259-294.
- Ribon, S., and O. Yosha, 1999. *Financial Liberalization and Competition in Banking: An Empirical Investigation*, Working Paper No. 23-99, Tel Aviv: Tel Aviv University and Bank of Israel, The Foerder Institute for Economic Research.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1993. 'Corruption', *The Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 599-617.
- 1998. *The Grabbing Hand*, Cambridge: Harvard University Press.
- Shull, B., 1993. *How Should Bank Regulatory Agencies be Organized?*, Contemporary Policy Issues (January), Oxford: Oxford University Press.
- Stein, J. C., 1995. *An Adverse Selection Model of Bank Asset and Liability Management with Implications for the Transmission of Monetary Policy*, NBER Working Paper No. 5217 (August).

- Stigler, G. J., 1971. 'The Theory of Economic Regulation', *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2 (1): 3-21.
- 1988. 'Palgrave's Dictionary of Economics', *Journal of Economic Literature* 26 (4): 1729-1736.
- Syron, R. F., 1994. 'The Fed Must Continue to Supervise Banks', *New England Economic Review* (January): 3-8.
- Taylor, M., 1995. *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Pamphlet, Center for the Study of Financial Innovation (CSFI), London (December).
- 1996. *Twin Peaks: How to Reform the UK's Regulatory System*, Pamphlet, Center for the Study of Financial Innovation (CSFI), London (October).
- 1997. 'Redrawing the Regulatory Map: A Proposal for Reform', *Journal of Financial Regulation* 1.
- Taylor, M., and A. Fleming, 1999. *Integrated Financial Supervision: Lessons from Northern European Experience*, Working Paper No. 2223, The World Bank.
- Tuya, J., and L. Zamalloa, 1994. 'Issues on Placing Banking Supervision in the Central Bank', in: T. Balino and C. Cottarelli (eds.), *Framework for Monetary Stability*, Washington DC: IMF, pp. 663-690.
- Vittas, D., 1992. *Thrift Regulation in the United Kingdom and the United States: A Historical Perspective*, Washington: World Bank (September).
- Wilson, J. Q., 1988. 'The Politics of Regulation', in: J. Wilson (ed.), *The Politics of Regulation*, New York: Basic Books.
- Yosha, O., 1995. 'Privatizing Multi-Product Banks', *Economic Journal* 105: 1435-1453.

פרסומי המכון הישראלי לדמוקרטיה

בנושא כלכלה

א-סימטרייה: משק קטן – כלכלה גלובלית, מחקר מדיניות 63, הכנס הכלכלי ה-13: יולי 2005, אלי הורביץ (ראש הצוות), דוד ברודט (מנהל הכנס והעורך), 2006.

אי-שוויון בישראל: חצי הכוס הריקה וחצי הכוס המלאה, מחקר מדיניות 28, הכנס הכלכלי התשיעי: יוני 2001, דן מרידור (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

איום ביטחוני ומשבר כלכלי: השפעת הטרור על הכלכלה הישראלית, מחקר מדיניות 33, הכנס הכלכלי העשירי: יולי 2002, דן מרידור (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

אמינות ושקיפות במשק, מחקר מדיניות 45, הכנס הכלכלי ה-11: יולי 2003, צבי אקשטיין (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2003.

אסטרטגיה לצמיחה כלכלית בישראל, מחקר מדיניות 27, הכנס הכלכלי התשיעי: יוני 2001, יוסף זעירא (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

אתגרי המשק הישראלי בתחילת שנות האלפיים, הכנס הכלכלי השמיני: יוני 2000, בן-ציון זילברפרב (עורך), 2000.

בנק ישראל: סמכות ואחריות, מחקר מדיניות 8, דוד נחמיאס, גד ברזילי, 1998.

בעלות צולבת: שליטה ותחרות בשוק התקשורת הישראלית, ירון אזרחי, זוהר גושן, שמואל לשם, 2003.

הגלובליזציה: כלכלת ישראל בצל תהליכים בכלכלה העולמית, מחקר מדיניות 36, הכנס הכלכלי העשירי: יולי 2002, אסף רזין (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

הון אנושי, תשתית פיסית וצמיחה כלכלית, הכנס הכלכלי השביעי: יולי 1999, אבי בן בסט (עורך), 1999.

המדיניות המקרו-כלכלית לייצוב המשק ולצמיחה, מחקר מדיניות 43, הכנס הכלכלי ה-11: יולי 2003, אבי בן בסט (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2003.

המדיניות המקרו-כלכלית לשנים 2001-2002, מחקר מדיניות 30, הכנס הכלכלי התשיעי: יוני 2001, צבי אקשטיין (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

המדיניות המקרו-כלכלית לשנים 2002-2003, מחקר מדיניות 34, הכנס הכלכלי העשירי: יולי 2002, מומי דהן (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

המדיניות המקרו-כלכלית: הקטנת האבטלה וצמצום הפערים בדרך לצמיחה כלכלית, מחקר מדיניות 52, הכנס הכלכלי ה-12: יולי 2004, יוסף זעירא (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2004.

המדיניות הציבורית בישראל, דוד נחמיאס, גילה מנחם (עורכים), 1999.
המדיניות לחידוש הצמיחה, הכנס הכלכלי השישי: יוני 1998, אבי בן בסט (עורך), 1999.

המונופוליסט כקרובן: על זכויות חוקתיות בדיני ההגבלים העסקיים, מחקר מדיניות 47, עדי אייל, בהנחיית ידידה צ' שטרן ודוד נחמיאס, 2004.

הפיקוח על שוק ההון, אבי בן בסט (עורך), 2007.

הצעה לארגון מחדש של החינוך הציבורי בישראל על בסיס ביזור ואיזור, מחקר מדיניות 44, הכנס הכלכלי ה-11: יולי 2003, ויקטור לביא, רונית תירוש (ראשי הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2003.

הרפורמה במערכת הבריאות: עבר ועתיד, מחקר מדיניות 29, הכנס הכלכלי התשיעי: יוני 2001, עופר גור (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

השסע החברתי-כלכלי בישראל, מחקר מדיניות 21, איריס גירבי, גל לוי, בהנחיית רות גביזון, 2000.

חופש העיסוק, מחקר מדיניות 11, מרדכי קרמניצר, עמרי בן-שחר, שחר גולדמן, 1998.

חוק ההסדרים: בין כלכלה לפוליטיקה, מחקר מדיניות 17, דוד נחמיאס, ערן קליין, 1999.

יחסי עבודה בעידן של תמורות, מחקר מדיניות 54, הכנס הכלכלי ה-12: יולי 2004, גיא מונדלק (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2004.

כלכלה ופוליטיקה בתקציב המדינה, דוד דרי, עמנואל שרון, 1994 (בשיתוף עם הוצאת הקיבוץ המאוחד).

לקראת צמיחה מאוזנת: העצמת התעשיות הפשוטות וענפי השירותים, פורום קיסריה ה-14: יוני 2006, אלי הורביץ (ראש הצוות), דוד ברודט (המנהל האקדמי של הפורום), 2007.

מאזן הכוחות בתהליך התקצוב, אבי בן בסט, מומי דהן, 2006.

מדוע יש יותר עניים בישראל? פורום קיסריה ה-14: יוני 2006, מומי דהן (ראש הצוות), דוד ברודט (המנהל האקדמי של הפורום), 2007.

מדיניות הפנסיה, מחקר מדיניות 35, הכנס הכלכלי העשירי: יולי 2002, צבי אקשטיין (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2002.

מחיר ההינתקות: השלכות כלכליות, מחקר מדיניות 64, הכנס הכלכלי ה-13: יולי 2005, דניאל צידון (ראש הצוות), דוד ברודט (מנהל הכנס והעורך), 2006.

מערכת ההשכלה הגבוהה לעשור הקרוב, מחקר מדיניות 46, הכנס הכלכלי ה-11: יולי 2003, דוד ברודט (ראש הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2003.

מרווחה לעבודה: המדיניות הכלכלית להמשך הצמיחה וההבראה המשקית, מחקר מדיניות 62, הכנס הכלכלי ה-13: יולי 2005, רפי מלניק (ראש הצוות), דוד ברודט (מנהל הכנס והעורך), 2006.

עקרונות לניהול ולתקצוב על פי תפוקות במגזר הציבורי, מחקר מדיניות 2, דוד נחמיאס, אלונה נורי, 1997.

צה"ל וכלכלת ישראל, פרויקט צבא-חברה, ברוך נבו, יעל שור-שמואלי, 2004 (קיים גם באנגלית).

קו הזינוק: ניתוח מקרו-כלכלי במבט של קדנצייה ממשלתית מלאה,
פורום קיסריה ה-14: יוני 2006, רפי מלניק (ראש הצוות), דוד ברודט
(המנהל האקדמי של הפורום), 2007.

רפורמה בתקציב הביטחון, פורום קיסריה ה-15, מושב החורף: פברואר
2007, אילן בירן (ראש הצוות), דוד ברודט (המנהל האקדמי של הפורום),
2007.

שינויים במבנה השווקים והמתווכים הפיננסיים ובמערכת הפיקוח,
מחקר מדיניות 53, הכנס הכלכלי ה-12: יולי 2004, דוד ברודט (ראש
הצוות), ראובן גרונאו (מנהל הכנס והעורך), 2004.





The Israel Democracy Institute

REGULATION OF THE CAPITAL MARKET

Editor: Avi Ben-Bassat

THE
DEMOCRACY
LIBRARY

Language Editor (Hebrew): Izhak Tishler

Series Design: Shuky Herskovitz

Cover Design: Ron Haran, Yossi Arza

Layout and Printing: Art Plus, Jerusalem

ISBN 978-965-519-038-0

No portion of this book may be reproduced, copied, photographed, recorded, translated, stored in a database, broadcast, or transmitted in any form or by any means, electronic, optic, mechanical, or otherwise. Commercial use in any form of the material contained in this book without the express permission in writing of the publisher is strictly forbidden.

The Israel Democracy Institute's books and policy papers may be ordered from:

Tel: (972) 02-5300800; 1-800-20-2222; Fax: 02-5300867

e-mail: orders@idi.org.il

website: www.idi.org.il

The Israel Democracy Institute, P.O.B. 4482, Jerusalem 91044

© Copyright by the Israel Democracy Institute 2007

Printed in Israel

All policy papers, one chapter of each book, and the Arabic abstract of this book are now available for free download at www.idi.org.il

The views expressed here do not necessarily reflect those of the Federal Reserve Bank of St. Louis nor the Federal Reserve System.

Abstract

Avi Ben-Bassat, Sharon Blei, and Asher Blass

Introduction

The financial intermediation system is crucial for all principal industries as well as for households, but is also highly susceptible to bankruptcy. The collapse of a bank or a pension fund is likely to have grave repercussions for both households and businesses. In order to reduce the vulnerability of financial intermediaries to a crisis and prevent its implications for the economy as a whole, public systems have been set up all over the world to regulate and supervise the activity of financial intermediaries.

Israel's capital and money markets are regulated by five regulatory and supervisory authorities: the Bank Supervision Department (of the Bank of Israel), the Capital Market and Savings Division (of the Ministry of Finance), the Insurance Division (of the Ministry of Finance), the Securities Authority (autonomous authority), and the Anti-Trust Authority (autonomous authority). In addition, in the last few years a new department has been set up within the Bank of Israel, designed to maintain the financial stability of the economy at the macroeconomic level.

Israel's regulatory structure does not meet all the changing needs of the markets in Israel and the world. The number of regulatory agencies in Israel exceeds the amount customary

* Translated by Dorothea Shefer-Vanson.

** We would like to thank Michael Yifrah and Avital Siniyanski for excellent research assistance.

elsewhere. Furthermore, since the mid-1980s, and in the 1990s in particular, there has been a growing global tendency to unify regulatory authorities. In our view, there is no doubt that the number of such agencies in Israel should be reduced. The extent of the reduction, however, is open to debate.

In the various studies assembled in this volume, we present an extensive analysis of Israel's regulatory structure, focusing on the main problems requiring solutions. We also examine the issue of the location of the Bank Supervision Department within the Central Bank, and use an econometric model to assess the economic and structural factors affecting the probability of unifying the regulatory authorities. Below we present a summary of the considerations and principal findings which directed us to choose the best model for Israel. We conclude by presenting our recommendations.

A. The Main Problems in Israel's Capital Market Regulatory Authorities

Israel's regulatory authorities were established in different periods, and hence differ from one another in many respects, such as their concepts of regulation, their degree of independence and authority, regulatory instruments, ability to enforce regulation, and the resources available to them. We calculated an "independent index" (on a scale of 1 to 5), composed of all these parameters, to compare the five Israeli regulators. The main problems requiring solution are as follows:

1. *Considerable variance in supervisory and regulatory characteristics and in ability to enforce similar financial activities*

Part of the variance was recently reduced as a result of legislation introduced following the structural reform in the capital market

in 2004.¹ However, there is still considerable variance in the extent of authority accorded to the various regulators (Chapter 1, Table A-8). The greatest differences exist with regard to the authority to amass information: the grade accorded to the Capital Market and Savings Division was 1.1 out of 5, that of the Insurance Division was 1.3, while the Anti-Trust Authority had the maximum possible authority. There was a marked gap between the supervisory and regulatory power with regard to the mutual funds (regulated by the Securities Authority) and that concerning the provident funds (regulated by the Capital Market and Savings Division), despite the fact that these assets are very similar in character. Where similar activities are involved, discrimination in regulation and supervision gives rise to variance in the supervised entities' expenditure, on the one hand, and in their credibility, on the other. Consequently, competition is impaired and the composition of individuals' asset portfolios is distorted. Differences in the intensity of regulation also create regulatory arbitrage, i.e., the supervised entity will tend to position its activity under the weakest link in the regulatory system.

2. Significant differences in the managerial independence of regulatory authorities

The Bank Supervision Department, located within the Bank of Israel, has the greatest degree of independence (a grade of 4.6 out of 5), followed by the Securities Authority (with a grade of 3.2) and the Anti-Trust Authority 1.8). The Insurance Division and the Capital Market and Savings Division (located within the Ministry of Finance) are at the bottom of the list, with a grade of 1. The regulators' limited independence increases the chances of political involvement in their decisions. As a

1 Known also as the Bachar Commission (2004). The report is available online: http://www.mof.gov.il/bachar/pdf/bachar_English.pdf

consequence, the significance of short-term – and sometimes irrelevant – considerations will increase and even impinge on objectives. Thus the effectiveness of regulation and supervision will decline.

3. Marked differences between resources allotted to regulators in comparison to the extent of their responsibility

We calculated indices of the regulators' relative wealth (Chapter 1, Table 12), and these show that the wealth of the Securities Authority is considerably higher than that of the other regulators. The wealth of the Supervisor of Banks ranks second, and a long way behind the first two are the Commissioners of the Capital Market and Insurance. The differences are even greater with regard to the ratio between the budget and the regulated activity, ranging from twice as much to five times as much. Such large differences between the inputs available to regulators impair the effectiveness of the 'poorer' agencies, or alternatively attest to the waste of resources in the 'rich' ones. Bringing the resources allotted to the regulators into line with the extent of their responsibility will increase the effectiveness of regulation and reduce the incidence of regulatory arbitrage (which is possible when some regulators are weaker than others).

4. Israel's regulatory structure is not appropriate in the era of globalization

The number of agencies supervising the capital and money markets in Israel is greater than that customary in the rest of the world, particularly in view of the tendency in many countries to reduce the number of regulatory authorities. As a result, the probability of regulatory duplication increases, the costs of both the supervised entities and the regulatory bodies rise, it is not possible to obtain an overall view of financial conglomerates, and it is not clear where responsibility lies.

5. Potential conflicts of interest between the conduct of monetary policy and the supervision of banks (which is located within the Bank of Israel)

The stability of the banks is not necessarily consistent with a tight monetary policy, a tradeoff which could deflect monetary policy from its desired aim. However, a tight monetary policy is not in line with a concern for employment either, so that it is impossible to examine whether this conflict of interests is in effect.

6. Absence of direct conflicts of interest between banking stability and the management of monetary policy in Israel; but there is an indirect conflict of interest via the transmission mechanism of monetary policy

Studies have shown that increasing competition by reducing bank concentration could have contributed to improving the transmission mechanism of monetary policy to market interest rates, thereby making it more efficient. However, since this exacted a price from another of the Bank of Israel's spheres of interest – bank stability – it refrained from acting vigorously on this point, and for long periods (except for 1987–1996) even contributed to greater concentration (by approving mergers). In other words, the Bank of Israel was subject to a conflict of interest between the policy of maintaining the stability of the banks and the target of heightening competition between the banks, so that monetary policy was also adversely affected via competition as an intermediary variable.

7. Potential conflicts of interest between different spheres of economic policy management and the activity of the regulators under the Minister of Finance and those under the Minister of Industry, Trade and Labor

For example, concern for the stability of labor relations could clash with the policy required to maintain the stability of the

pension funds owned by the labor unions. In the insurance industry, especially as regards vehicle insurance, there are apprehensions that a regulator who is under a minister will adopt a policy of cross-subsidization between different activities because of social considerations, e.g., reducing income inequality. Cross-subsidization is possible between two components of vehicle insurance, namely, between compulsory insurance, which is intended to compensate accident victims for body injury or damage to property, and comprehensive insurance, which aims to compensate the owner of a vehicle for any damage it may have suffered. These two conflicts of interest did in fact exist in Israel, the first until 2003 and the second until 2001.

In formulating our recommendations we relied on the analysis of the existing regulatory structure and the structure of the financial markets, as well as the study and analysis of experience worldwide. A brief description of the alternatives in use elsewhere in the world is given below, together with an analysis of their advantages and disadvantages.

B. Alternative Regulatory Structures for Israel

From both the professional literature and the experience of other countries it can be seen that different countries use different regulatory structures. There are fully or partly unified models, as well as multiple ones:

1. *By-industry multiple authority structure*: There are three supervisory authorities in a system of this kind: a. Banks; b. Securities and Portfolios; c. Pensions and Life Insurance.²
- 2 General insurance against body injury or damage to property is not part of the financial system and hence is not discussed here. It may be

If a multiple authority model is adopted, it should be supplemented by a legally binding mechanism coordinating among the three authorities.

2. *Functional two pillars structure (Twin Peaks Model)*: There are two authorities in this system: a. the agency responsible for prudential supervision; b. an agency responsible for conduct of business. In choosing the desired alternative, we decided to ignore this alternative because, to date, it has been adopted in only three countries – The Netherlands, Australia, and Sweden.
3. The unification of all regulatory authorities (except for the Anti-Trust Authority) into one body.
4. The unification of all regulatory authorities (except for the Anti-Trust Authority) as a by-industry federative structure headed by a Commissioner-in-Chief (see below).

C. A Comparison of the Unified and Multiple Authority Structures

The professional literature contains extensive analysis of the benefits and drawbacks of each regulatory structure. The main advantages of the multiple authority structure are: a clear ordering of regulatory goals (between prudential and conduct of business supervision), greater specialization in each sphere of financial activity, reduction of the risk of failure of all regulatory systems, and preventing the undue concentration of power.

On the other hand, the advantages of a unified regulatory structure are: a comprehensive view of the regulated institution, equality in the regulation and supervision of similar financial

included in the first alternative in the framework of the supervision of life insurance and pensions.

activities, considerable flexibility in regulating similar activities, economies of scale, and the focusing of responsibility and accountability.

D. The Structure of Regulatory Authorities from an International Perspective

An analysis of the advantages and disadvantages of the regulatory structure does not yield unequivocal results. Each structure has pluses and minuses. The experience of other countries shows that there are many solutions. An analysis of the regulatory structures currently existing in other countries leads us to draw the following conclusions:

1. Since the mid-1980s, there has been a clear tendency to abandon the highly multiple authority structure and to partially or fully unify regulatory authorities. The tendency to combine regulatory agencies is evident in 27 countries (up to the beginning of 2004), while other countries are reviewing their desired regulatory structure; 19 countries have unified all their regulatory responsibilities within one agency, so that the total number of countries in which there is an integrated regulatory agency has grown from 7 to 26 in our sample of 76 countries (Table 1).

Table 1 The Structure of the Regulatory Authorities in 76 Countries, Pre and Post Reform

| | One regulatory authority | Two regulatory authorities | | | Several regulatory authorities (at least one each for banks, securities, and insurance) |
|-------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|--------------------------|---|
| | | Banks and securities | Banks and insurance | Securities and insurance | |
| Current situation | 25 | 5 | 9 | 7 | 30 |
| Before the reform | 7 | 8 | 8 | 6 | 47 |

Source: Curtis (2004) and the Israel Democracy Institute (using the websites of the regulatory authorities in the various countries).

2. The countries which chose to change the existing structure are distributed across a range of new structures.
 3. The large number of solutions is the result of the interaction between the advantages and disadvantages of each model and the structure of the financial markets in each country, the changes in the global market, and the preferences of the economic leaders. An econometric analysis we undertook for estimating the probability of the unification of the regulatory authorities in a model containing 59 countries showed that the statistically significant correlations are as follows:³
 - Central Bank involvement works against regulatory merger. In fact, the decision to unify the agencies is closely related to the decision to detach banking supervision from the Central Bank.
- 3 The full econometric results of our research may be found in: A. Ben-Bassat and A. Blass, 2007. "Alternative Capital Market Regulatory Structures: An International Perspective," Jerusalem, The Israel Democracy Institute, www.idi.org.il

- The larger the GDP per capita, the greater the tendency to unify agencies.
- The smaller the population, the greater the tendency to unify agencies, because small countries have the potential to benefit from economies of scale.
- The greater the economic freedom, the larger the tendency to unify agencies, because it is easier to negatively exploit the decentralization of regulation.
- The more developed the securities market, the smaller the tendency to unify agencies, because more specific regulation of securities is required due to the advantage of specialization.

The characteristics of the Israeli economy, and of its financial markets in particular, indicate that if Israel would act in accordance with the model estimated for the world, the probability that it would adopt full or partial unification of regulatory authorities would be in the region of 50 percent. However, Israel wishes to resemble the more developed countries. Consequently, the benefit deriving from unifying the regulatory authorities should be examined in accordance with their characteristics. In fact, a rise in GDP per capita and economic freedom in Israel greatly increases the probability of unification to over 50 percent. If the Bank Supervision Department is removed from the Bank of Israel – a factor which is also characteristic of developing countries (Table 2) – the probability of unifying the regulatory authorities will soar to 95 percent. This finding makes it necessary to discuss the advantages and disadvantages of locating the Bank Supervision Department in the Central Bank.

The location of the Bank Supervision Department is very important in and of itself, and hence we have devoted a separate chapter to the subject. However, the sharp interaction between this issue and those of the unification of regulatory

authorities makes it necessary to reach a simultaneous decision on the subject. Hence, we shall first present the benefits and drawbacks of locating the Bank Supervision Department in the Central Bank, and then conclude with a discussion of both subjects.

Table 2 The Location of Bank Supervision in 70 Countries, by Per Capita Income* (deciles)

| Deciles | Only in the Central Bank | Outside the Central Bank also | Outside the Central Bank | Only in an institution administering monetary policy | Outside an institution administering monetary policy also | Outside an institution administering monetary policy |
|----------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------|--|---|--|
| 1 | 1 | 1 | 5 | 0 | 1 | 6 |
| 2 | 0 | 0 | 7 | 0 | 0 | 7 |
| 3 | 3 | 2 | 2 | 1 | 2 | 4 |
| 4 | 7 | 0 | 0 | 4 | 0 | 3 |
| 5 | 3 | 0 | 4 | 1 | 0 | 6 |
| 6 | 5 | 0 | 2 | 3 | 0 | 4 |
| 7 | 6 | 0 | 1 | 6 | 0 | 1 |
| 8 | 2 | 0 | 5 | 2 | 0 | 5 |
| 9 | 3 | 0 | 4 | 3 | 0 | 4 |
| 10 | 4 | 0 | 3 | 4 | 0 | 3 |
| Total | 34 | 3 | 33 | 24 | 3 | 43 |

* Division into deciles, by GDP per capita adjusted PPP (WDI database, 2004).

The distinction between Central Bank and Institution Administering Monetary Policy is to emphasize the changes made due to the establishment of the European Union, which took over Monetary Policy authority of all E.U. member states.

Source: The location of banking supervision is updated to 2005 and is based on Courtis (2004), as well as on statistical analyses undertaken by the Israel Democracy Institute.

E. For and Against Locating Supervision of Banks in the Central Bank

The motives for locating banking supervision within the Central Bank are based mainly on the benefit that can accrue to the agency from its location there, namely:

1. The banking supervision agency can gain a better understanding of the monetary implications on the banks' behavior.
2. The Central Bank is the most suitable candidate for representing social interests at the time of a financial crisis because of its responsibility as the lender of last resort. The integration of the banking supervision agency within the Central Bank increases its readiness to exercise that authority, and will cause it to respond to the crisis more promptly. However, the response of the Bank of Israel to crises that occurred within the banking system in the last twenty years, and especially in the largest banks, was in fact slow. In most cases it left the solution of the crisis to the government, and even refrained from using its resources in order to fulfill its role as lender of last resort. It would appear that there is no other option than for the government to

intervene in resolving crises of this kind, primarily because it is preferable to finance the costs of the crisis within the framework of the budget, and to approve the change needed in national priorities by the Israeli Parliament.

3. The banking supervision agency can benefit from the standing and prestige accorded to the Central Bank by the public. This characteristic also contributes to the banking supervision agency's ability to cope rapidly and efficiently with bank crises. This consideration is particularly relevant in developing countries, where the reputation of the Central Bank is greater than that of other government institutions. However, in dealing with the crisis in the Industrial Development Bank in 2002, the Supervisor of Banks did not benefit from the status and credibility of the Bank of Israel as a central bank, but in effect appears to have been harmed by it. The sequence of events, the public nature of the debate, and the accusations made in this sensitive matter arouse grave concerns that the way it was handled may also have been affected by the serious disagreement concerning monetary policy between the Ministry of Finance and the Bank of Israel. Monetary policy can also benefit from being combined with the banking supervision agency, mainly in ensuring the flow of the formal and informal banking information required for the formulation of monetary decisions. It is easy to resolve this problem in separate institutions by legislation designed to guarantee the requisite flow of information for administering monetary policy.

The arguments against locating the banking supervision agency in the Central Bank stem primarily from apprehensions regarding its negative repercussions on monetary policy:

1. There are fears that there might be conflicts of interest between monetary policy, which focuses on price stability,

and regulatory policy, which focuses on the stability of the financial institutions. In fact, studies show that in countries where the Central Bank is the sole regulator of the banking system, the average inflation rate and its coefficient of variation are both significantly higher.

2. Preoccupation with the regulation and stability of the banks distracts the Central Bank's attention from dealing with monetary policy, particularly at times of financial crisis.
3. A financial crisis will harm the credibility of monetary policy even more than a deviation from the inflation target. The collapse of the Trade Bank in Israel in 2002 confirms the last two claims.
4. Involvement with regulation, supervision, and determination of monetary policy leads to the concentration of inordinate power in the hands of a single institution. This increases the risk that the financial system will 'capture' Central Bank senior officials.

With regard to this subject, too, there are advantages and disadvantages in incorporating banking supervision functions within the Central Bank. It seems, however, that it is primarily the regulatory system that benefits from combining the two, and mainly in developing countries. The benefit to the regulatory system comes at the expense of price stability. As a result, developed countries tend to separate the banking supervision function from the Central Bank: the higher the income per capita, the greater the tendency to locate banking supervision outside the Central Bank (Table 2). In a sample comprising 70 countries we found that in only half was the banking supervision function located in the Central Bank, and in only one third was it in an institution which administers monetary policy. In the two highest deciles, only in Ireland was banking supervision located within the Central Bank, but Ireland's Central Bank is not responsible for monetary policy.

F. Analysis and Conclusions

A comparison between a multiple authority regulatory structure and a unified one reveals the benefits and drawbacks of each. However, the general trend worldwide is to reduce the number of regulatory agencies, even if this does not always lead to their complete unification.

Another important factor in deciding whether to unify regulatory authorities is, as stated, the location of the banking supervision function. As long as the supervision of banks is located within the Bank of Israel, it is not desirable to merge all the supervisory agencies, as this would mean creating an exceptionally powerful institution in which all powers of monetary policy, as well as the regulation and supervision of the financial markets, would be concentrated. This is also the reason for the interaction worldwide between the unification of regulatory authorities and the separation of the banking supervision function from the Central Bank.

An analysis of the advantages and disadvantages of the desired location of the banking supervision agency indicates that it should be detached from the Central Bank. This is particularly apparent from the analysis of the two main parameters in the interaction between the banking supervision authority and the Central Bank.

The location of the banking supervision function within the Bank of Israel creates conflicts of interest between the policy intended to maintain the stability of the banks and competition within the banking sector. As a result, monetary policy also suffers. The reduction of concentration in the banking sector could have helped to improve the pass-through mechanism of monetary policy, thereby increasing its effectiveness. However, the Bank of Israel preferred the stability of the banks, and hence for many years it encouraged bank mergers rather than reducing concentration.

Even when it came to managing crises, the Bank Supervision Department did not benefit from being located within the Bank of Israel. A rapid response is essential in financial crises. The role of the Central Bank as lender of last resort and the reputation of the Central Bank could have enabled the Bank Supervision Department to react to crises swiftly, thereby putting an end to them. Nonetheless, the response of the Bank of Israel in most banking crises was slower than could have been desired, and in most it failed to fulfill its task as lender of last resort.

Naturally, the separation of the Bank Supervision Department from the Bank of Israel is desirable only if it is able to retain the power and independence afforded it by the Central Bank. In developed countries the power of the banking supervision authority no longer rests on the Central Bank. Israel belongs to the category of developed countries. Moreover, the status of the Bank Supervision Department is sufficiently stable, and it no longer needs to draw strength from the Central Bank. Although less independent than the Bank Supervision Department, both the Securities Authority and the Anti-Trust Authority have sufficient power to indicate that fears that the separation of the Bank Supervision Department from the Bank of Israel would weaken it are unfounded.

Separating the Bank Supervision Department from the Bank of Israel will make the unified regulatory authority much more attractive. However, this should not be understood by itself as an undisputed claim that complete unification is the best structure. Adopting the recommendations of the Bachar Commission (2004) regarding the separation of the activities of provident and mutual funds from the banks apparently moderates the benefits of complete unification. However, an examination of all the Commission's recommendations shows that, in general, it expands the scope of activities of the non-banking financial institutions, and that it scarcely impinges on the various activities of the banks. First of all, the banks will

continue to be concerned with marketing provident and mutual funds, while the adopted structure of bank commissions leaves them with considerable market power. The banks will also start to market insurance, thus expanding their role as investment advisors. Second, the range of activities of insurance firms is widened to incorporate investment portfolio management, and henceforth they will also be able to manage mutual and provident funds. In effect, the potential of insurance firms to market credit has increased. Moreover, according to the report of the International Monetary Fund in 2006, the structural changes made in the capital market as a result of the Bachar Commission Report created new risks, which increase the need to reinforce regulation and augment its independence.

Since a multiple authority regulatory structure also has some advantages, an intermediate solution is proposed here. The core of the proposal is the unification of the agencies, but this is implemented in such a way as to enable more of the multiple system benefits to be utilized. Our main recommendation is:

The unification of all the regulatory authorities (except for the Anti-Trust Authority) in a single federative structure, headed by a chairman. The unified authority should comprise three specialized departments, each headed by a supervisor. Each supervisor should also be a member of the authority's council. The chairman should also be the chairman of the council.

The federative structure enables all the advantages embodied in the unification of the regulatory institutions to be utilized: a comprehensive view of the supervised institution, equality in supervision and regulation, a high level of regulatory flexibility, economies of scale, and more focused responsibility and accountability. At the same time, it would achieve marked reduction of the risks inherent in a unified structure, i.e., the risk of the systemic failure of a single institution which

is bound by a particular perception, a decline in the level of specialization, and the undue concentration of power in a single public institution.

There are two reasons for leaving the Anti-Trust Authority outside the federative authority: first, this body is responsible for competition throughout the economy, not only in financial markets; second, regulators tend to prefer the target of stability over that of competition, as is evinced by the policy of the Banking Supervision Department in most years.

The Bank of Israel will continue to be responsible for the financial stability of the money, capital, and foreign currency markets, but not for the stability of the institutions active within these markets. It will also be responsible for the stability and functioning of payments and clearing systems.

G. Specific Recommendations

I. The structure and independence of the regulatory authorities

1. A federative national authority, the Financial Services Authority, shall be established to regulate and supervise all activities in the financial markets.
2. The following three departments will function within the Financial Services Authority:
 - a. The Bank Supervision Department;
 - b. The Securities and Portfolio Management Department;
 - c. The Pension and Life Insurance Department.
3. Each department shall be headed by a supervisor with autonomous statutory powers in the sphere to which he/she is assigned.
4. Policy regarding topics which are common to all the departments, particularly regulation of financial activities, shall be formulated jointly by all supervisors.

5. A joint research department for all supervisors shall be established to address all issues concerning protection of consumers and stability of financial intermediaries and the system in general.
6. A joint investigation department shall be established for all supervisors.
7. A joint legal department shall be established for all supervisors.
8. Support services, such as computers, human resources, and administration, shall be shared by all supervisors.
9. The Financial Services Authority shall be headed by a chairman who will be responsible for coordinating work of all supervisors in all subjects for which such coordination is recommended, or which cut across the boundaries of each department. He/she shall also be responsible for all regulatory subjects concerning financial markets.
10. A regulatory council shall be set up (comprising the heads of the regulatory departments in the new authority), in which each supervisor and the chairman shall have a vote. In the case of a tied vote, the chairman of the authority shall have an additional vote.
11. The Anti-Trust Authority shall be a separate authority. Discussions and decisions regarding subjects related to competition in the financial markets shall be held in the Financial Services Authority. For this purpose alone, as well as for everything concerning regulation of fees (see Recommendation 12 below), the chairman of the Anti-Trust Authority shall be a member of the Financial Services Authority and shall be entitled to vote on an equal footing with other members on joint matters. As far as mergers are concerned, the current situation shall continue to prevail, with the Anti-Trust Authority having the right of veto.
12. The regulation of financial services commissions shall be transferred from the Ministry of Industry, Trade and Labor to the Financial Services Authority.

13. The chairman of the Financial Services Authority shall be appointed by the President of the State of Israel, at the recommendation of the government. The chairman of the Authority shall have academic training in at least one of the following spheres: economics, business administration, accountancy, of law.
14. Members of the council of the Financial Services Authority shall be appointed by the government, at the recommendation of the Minister of Finance, the Governor of the Bank of Israel, and the chairman of the Financial Services Authority. The members of the council shall have academic training in at least one of the following spheres: economics, business administration, accountancy, of law.
15. The chairman and the members of its council shall be appointed for terms of five years. Each one may be nominated for no more than two terms of office.
16. All persons employed at the Authority shall be employees of the Authority, and not civil servants. The salaries of the Authority's employees shall be supervised by the Finance Committee of the Israeli Parliament.
17. The Authority shall be financed by fees paid by the regulated entities, but the Authority's total budget and the price of the fees shall be approved and regulated by the Financial Committee of the Israeli Parliament. In determining the budget of the Authority and the extent of its regulation and supervision, both benefits to the public and costs to supervised entities shall be taken into account.
18. It is proposed that the Anti-Trust Authority be granted the same level of independence as the Financial Services Authority in regard to the appointment of a chairman, his term of office and accountability, the organizational affiliation of the Authority's employees, and its funding and authority.

II. Regulatory and supervisory authority in financial activities

1. The Financial Services Authority shall have full licensing, regulatory and supervisory responsibilities, and these shall be secured by law.
2. The regulations regarding the licensing, regulation, and supervision of similar activities should be harmonized.
3. The responsibilities for licensing, regulating, and supervising financial activities shall be brought to the highest level currently obtained in each of the spheres of activity of the existing authorities (licensing, information gathering, investigation, amending anomalies, and punishment).
4. Protection of consumers shall be based on both examination of complaints from the public and investigations initiated by the authority.
5. The unification of the authorities is not solely organizational. Consequently, all laws under which the regulatory authorities currently operate should be reviewed and their content and format unified.

III. Reporting and transparency

1. The chairman of the Financial Services Authority shall submit a report of the Authority's activities to the Financial Committee of the Israeli Parliament whenever requested to do so.
2. The State Comptroller shall review the activity of the Authority.
3. The chairman shall publish an annual report to the public containing a detailed analysis and assessment of the activity of all the financial intermediaries. Extent of the information made available to the public should be increased. For example, reports on the provident funds should include indices of risk and the velocity of the turnover of purchases and sales, in addition to yields.
4. The report of the Authority's chairman shall also include a

detailed review of his/her activities and the measures he/she has taken to protect consumers and maintain the stability of the financial institutions. In other words, the Authority shall submit a full report of the extent of enforcement and punishment, such as the number of audits undertaken, the list of institutions investigated, the findings of the investigations, data on the number of investigations and their results, the charges brought and their results, and fines imposed. This information shall be submitted and analyzed in the report, giving all the relevant cross-sections.

IV. Implementation and interim period

1. In order to establish the new structure it is necessary to detach the Bank Supervision Department from the Bank of Israel, and the Commissioner of the Capital Market and Insurance from the Ministry of Finance. The Securities Authority should no longer be accountable to the Minister of Finance.
2. All departments of the Authority should be concentrated in one building.
3. Working conditions, salaries, and employees' rights should be made uniform.
4. Employees should be able to move freely between departments as, and when, needed by the Authority. The change also constitutes an opportunity to improve regulation and make it more efficient. Since some regulatory activities, such as those concerning the provident funds, are deficient, the opportunity to make them more efficient should also be utilized by directing employees to supervise these activities. Some employees will be offered early retirement packages.
5. The detailed planning and implementation of the unification at the administrative level will take about a year.

6. Once the administrative unification of the existing authorities is complete and the Financial Services Authority is established, it shall begin to function on the basis of the existing laws. Within a year of its establishment, the Authority shall submit a bill for the harmonization of the laws, regulations, and orders pertaining to regulation.

V. Financial stability

1. The Bank of Israel shall continue to be responsible for the stability of the financial markets (the money, capital, and foreign currency markets), but not for the stability of the institutions operating within these markets.
2. The Bank of Israel shall be responsible for the functioning and stability of the payments and clearing system.
3. The Bank of Israel shall examine the mutual implications of the stability of the financial institutions and the macro-economic stability of the markets on an ongoing basis. For this purpose it will be necessary to maintain coordination and exchange of information between the Financial Services Authority and the Bank of Israel.