



מדינת ישראל
משרד האוצר
לשכת המנהל הכללי

ירושלים
23 באוגוסט 2011

סיכום דיון 11 הוועדה להגברת התחרותיות במשק מתאריך 30.08.2011

השתתפו :

מר חיים שני-מנכ"ל משרד האוצר

מר איל גבאי-מנכ"ל משרד רה"מ

פרופ' יוג'ין קנדל-ראש המועצה הלאומית לכלכלה

פרופ' שמואל האוזר-יו"ר רשות ניירות ערך

פרופ' עודד שריג-הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון

פרופ' דייוויד גילה- הממונה על הגבלים עסקיים

עו"ד אבי ליכט-המשנה ליועץ המשפטי לממשלה

ד"ר קרנית פלוג-המשנה לנגיד בנק ישראל

ד"ר גיתית גור גרשגורן-הכלכלנית הראשית ברשות ניירות ערך

מר גל הרשקוביץ- הממונה על התקציבים

פרופ' אריה בבצ'וק- יועץ לוועדה

מר אייל אפשטיין- סגן הממונה על התקציבים

עו"ד יואל בריס-היועץ המשפטי של משרד האוצר

מר אמיר ברקן-ראש האגף הכלכלי במשרד רה"מ

גב' הילה בן חיים-סגנית בכירה לממונה על שוק ההון

גב' נטע דורפמן רביב-סגנית בכירה ליועץ המשפטי במשרד האוצר

גב' מיכל שי-כלכלנית בתחום הרישוי בפקוח על הבנקים בבנק ישראל

גב' לירן אבישר-עוזרת למנכ"ל משרד רה"מ

עו"ד דנה נויפלד-עו"ד ממשרד המשפטים

מר מוטי ימין-יועץ ליו"ר רשות ניירות ערך



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

מר מוריס דורפמן-כלכלן במועצה הלאומית לכלכלה

מר יואב אורון-עוזר מנכ"ל משרד האוצר

מר ליאור תבורי-עוזר מנכ"ל משרד האוצר

עו"ד שירן ברזילי-מתמחה ממשרד המשפטים

דובר/ת

שמחים לפתוח דיון של הוועדה. מצטרף אלינו היום לישיבה פרופ' בבצ'וק שהתבקש להציג בפנינו את עמדותיו ומסקנותיו הראשוניות לגבי הנושאים בהם מטפלת הוועדה. חוות הדעת של פרופ' בבצ'וק תינתן גיבוי לדוח הוועדה ותמליץ על דרכי פעולה אפשריות לפתרון הבעיות שזיהינו במשק הישראלי.

דובר/ת

חוות הדעת שלי מטפלת ב-4 נושאים: ממשל תאגידי, הגדרת חברות הפער, הגדרת גופים ריאליים משמעותיים ופיננסיים משמעותיים, מינוף וסיכון סיסטמי. (מציג את המצגת).

דובר/ת

בנושא ממשל תאגידי חשוב להדגיש כי כל ההצעות יעזרו להקטין את פרמיית השליטה אך לא סביר כי יפרקו את הפירמידות הקיימות. ממשל תאגידי לא מסוגל לפתור את בעיית ההתרחבות של פירמידות ואת בעיית השרידות שלהן. לשליט בפירמידה יש תמריץ גדול לא לפרק אותה אלא למכור אותה בכללותה. לעיתים מבנים אלו נסחרים בדיסקאונט עמוק לאורך זמן מה שמעיד על חוסר היעילות שלהם.

ההמלצה להפריד עסקים ריאליים ופיננסיים היא חשובה. גם ועדת ברודט המליצה על שינויים מרחיקי לכת בתחום זה אך לא בעקבות חשש ליציבות הבנקים אלא בעקבות חששות דומים לאלו שאנו מעלים בוועדה זו. לפיכך אני רואה בהמלצה זו המשך ישיר להמלצות דוח ברודט.

כמו כן אני רוצה להצביע על בעיה בהתייחסות למינוף בישראל. כיום, נפילה של קבוצה עסקית גדולה עשויה להוביל לזעזוע גדול יותר מאשר התמוטטות של בנק קטן. למרות זאת הבנק מפקח והקבוצה העסקית לא. בשנים האחרונות אנו עדים להגדלת אחוזי השליטה בחלק מהקבוצות העסקיות הגדולות וזאת כנראה על ידי הגדלת המינוף.

דובר/ת

יש כאן למעשה ארביטראז' רגולטורי. יש הרבה כללים שנוגעים לבעלי מניות המיעוט ופחות כללים לגבי מחזיקי האג"ח. נוצר תמריץ ללקיחת חוב.



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

מדוע אנו מאפשרים קיום של חברות פער מעל גודל מסוים? האם לא כדאי להגביל זאת?

דובר/ת

הוועדה לא הגיעה למסקנה שמבנה פירמידאלי הוא בהכרח רע ולכן אין הגיון בהגבלתו.

דובר/ת

כנראה שחלק מהמבנים הפירמידאליים יוצרים ערך וחלק הורסים ערך. אין לנו להבדיל ביניהם.

דובר/ת

אין מדינה בעולם ששוללת לחלוטין את המבנה הפירמידאלי. ניתן להטיל מס על דיבידנדים ולהקטין את התמריץ לייצר מבנה שכזה אך הבעיה עם כלי המס הוא שאין ביכולתו להבדיל בין פירמידה טובה לרעה. הכלים המוצעים מבוססים על מנגנוני שוק כך שהם יפגעו אך ורק בפירמידות "רעות". נראה שהמבנים הפירמידאליים בישראל פוגעים במשקיעי המיעוט ולכן הם נסחרים בדיסקאונט. מומלץ לבחון לעומק את מחירי הסחירות של הפירמידות לאורך זמן על מנת להבין כיצד המשקיעים תופסים את השפעתם על החברות המסונפות.

דובר/ת

אנו רואים במספר מדינות בעולם גם תופעה הפוכה. מקרים בהם חברות נסחרות בדיסקאונט דווקא בגלל היעדר בעל שליטה.

דובר/ת

בארה"ב למשל יש כוחות שוק שיכולים לגרום להתפרקות קונגלומרטים שמתנהלים בצורה לא יעילה. כוחות אלו אינם יעילים במשק הישראלי בגלל ביצור השליטה שהמבנה הפירמידאלי מאפשר. כמו כן ייתכנו מצבים בהם הקבוצה העסקית טובה לבעלי המניות אבל רעה למשק- במקרים אלו אנו לא מטפלים בהמלצותינו וניתן לשקול שימוש בכלי מס על מנת לתת להם מענה.

דובר/ת

האם קיים סיכון כזה על המשק? האם יש צורך במיסוי דיבידנדים?



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

לטעמי קיים סיכון כזה אך הוא קטן דרסטית אם מטפלים בפירמידות. אם מטריד אותנו ה"גודל" של פירמידה אחת או של מספר מבנים כאלו ניתן לחשוב על פתרונות מיסוי שיטפלו בבעיה זו.

דובר/ת

הבעיה לטעמי נובעת מחברות שנסחרות מעל שוויין ולא מכאלו שנסחרות בדיסקאונט. מקרים אלו מעידים על בעיות אינפורמציה ועל ניגודי עניינים אפשריים שפוגעים בבעלי מניות המיעוט.

דובר/ת

אני מסכים עם הניתוח של ... אך הבעיה לא נובעת רק מפגיעה בבעלי המניות אלא גם מהקצאה לא יעילה של משאבים. חברות שנסחרות מתחת לשוויין מעידות על חלוקה לא יעילה של משאבים הפוגעת במשק.

דובר/ת

הטענה של ... אומרת שהשוק אינו נמצא בשיווי משקל יציב. קיימים מנגנוני שוק שיכולים לטפל בבעיה זו אם היא אכן קיימת.

דובר/ת

בגלל הפער בין הון לשליטה ובגלל התועלת הפרטית הגבוהה משליטה לא תמיד השוק מסוגל לתקן עיוותים אלו. רק במקרים של חוסר יעילות קיצונית יהיה כדאי לבעל השליטה למכור את החברה ולכן בעיה זו לא תיפתר במלואה על ידי מנגנוני השוק הקיימים.

דובר/ת

הוועדה חייבת להגיע למסקנה האם מבנה פירמידאלי הוא טוב או רע. רק אחרי שנקבל את ההחלטה הזו נוכל לגזור ממנה את המלצות הוועדה.

דובר/ת

מדוע צריך להכריע בשאלה זו? אני רוצה להזכיר שאין לנו Smoking Gun אלא רק תחושות בטן ופוטנציאל בעיות. זה לגיטימי להגיד שלא מצאנו הוכחות חותכות לבעיות במבנה האחזקות בישראל ולכן אנו לא ממליצים על צעדים קשים. מבקש להפנות את תשומת לב הוועדה שחלק מההמלצות של ... עשויות להוביל למצב שבעל השליטה יהיה מחויב לקנות מהציבור מניות במחיר הגבוה משמעותית מהמחיר שהציבור שילם על המניות. אנו עלולים ליצור עיוות שיפגע בצורה לא מידתית בבעלי השליטה. לא צריך להגדיר את הפירמידות כשורש כל הרע בעולם: יש בעיה של פער אינטרסים וניתן לטפל בה באמצעות הכלים שהוצעו בוועדה.



מדינת ישראל

משרד האוצר

לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

אם הוועדה תמליץ רק על שינויים של ממשל תאגידי בעוד 20 שנים מהיום הפירמידות יישארו בדיוק אותו הדבר. הן אולי יחליפו בעלים אבל לא יתפרקו. הדרך היחידה לקבוע האם המבנה הפירמידאלי הוא טוב או רע היא לתת לבעלי מניות המיעוט לומר את דברם בנושא.

דובר/ת

מבקש להדגיש כי ההצעה של ... לגבי הגדרת חברות הפער היא מרחיבה יותר מההצעה שלנו.

דובר/ת

לדעתי עדיף להגדיר את חברות הפער בצורה מצומצמת יותר ולהשתמש בכלי טיפול חזקים.

דובר/ת

ההצעה של ... נראית לי טובה מאוד, גם הכלים המוצעים מקובלים עלי- לדעתי הוספת דח"צים ועוד כמה כללי ממשל תאגידי זה נחמד אבל חסר משמעות ללא שינוי מבני פשוט. יחד עם זאת לדעתי לא נכון להטיל רגולציה נוספת על רמות מינוף מצד הלווה. בעייתי להגיד ולהתערב במה המינוף ה"נכון" לכל חברה בהתחשב בענף, בסוג ההשקעה וברמת הביטחונות. לעיתים זה הגיוני להיות ממונף מאוד. לבסוף אני חושב שההפרדה בין ריאלי לפיננסי, הטיפול במבנה הפירמידאלי, יישום המלצות ועדת חודק והתאמת מגבלות ההשקעה ללווה בודד וקבוצה עסקית למגבלות החלות על הבנקים תוך שמירת האחידות יובילו בהמשך להורדת המינוף.

דובר/ת

כולנו מסכימים שיש חשש לניגודי עניינים ובחשש זה מטפלים בעזרת כללי ממשל תאגידי. כלים אלו יכולים לפתור את הבעיות שנובעות מהפער, יש לנו כמה המלצות שהן דרמטיות לדעתי.

דובר/ת

אני מסכים עם ... שאם הציבור בוחר בעצמו את הדח"צים זה צעד משמעותי שיוביל לשיפור בהתנהלות חברות בשוק ההון הישראלי אך לדעתי זה צעד שאינו מספק ולא יפתור את הבעיות שאנו מדברים עליהן.



מדינת ישראל
משרד האוצר
לשכת המנהל הכללי

דובר/ת

תודה רבה לכולם על השתתפותכם ובמיוחד לפרופ' בבצ'וק. אני מבקש שהצוותים יפגשו עם פרופ' בבצ'וק וידונו על הצעותיו. אנו ניפגש עם רשות המיסים בימים הקרובים ונציג לוועדה את המלצותיה בדיון הבא. אנו סוגרים את הישיבה.

רשמים :

ליאור תבורי , עוזר למנכ"ל משרד האוצר