

התייחסות לעיקרי ההמלצות של הוועדה להגברת התחרותיות

יצחק דבש
נובמבר 2011

1

תצפית מרכזית: הוועדה לא פתרה את בעיית הפער

הוועדה וצוותי המשנה שלה גילו אומץ ויושרה ראויים להערכה בתיאור הבעיות הקיימות בשוק ההון הישראלי. לעומת זאת, הפתרונות המוצעים על ידי הוועדה אינם מטפלים בבעיות השורש אשר היא עצמה הציגה. עקב אכילס המרכזי של מסקנות הוועדה הוא אי קיומה של אמירה חדה וברורה ששוק ההון הישראלי צריך לשאוף לשווי משקל של שוק הון חופשי שבו:

מניה אחת = קול אחד (הפער בין הון לשליטה).

הוועדה לא פעלה באופן ישיר לסגירת הפער בין ההון העצמי של בעלי השליטה בקבוצות העסקיות ובמוסדות הפיננסים לשליטתם -- הבלתי פרופורציונאלית -- בנכסים הפיננסים של הציבור ובכך היא עלולה להנציח במשק הישראלי שתי סוגי מניות: "מניית זהב" לבעלי שליטה (כ 25 אנשים/קבוצות) ו"מניות נחותות" ליתרת הציבור (מיליוני חוסכים).

2

תצפית מרכזית: הוועדה לא פתרה את בעיית הפער

המנגנונים שלא טופלו באופן יסודי ואשר מייצרים ומחזקים את הפער בין הון לשליטה הם:

1. גרעיני השליטה בבנקים ובמוסדות פיננסיים לדוגמא, הגב' אריסון, עם גרעין שליטה של כ 20%, שולטת על כמעט כל הדירקטוריון של בנק הפועלים ושולטת על מאזן של יותר מ 300 מיליארד ₪ עם השקעה של הון (בנטרול החוב) של כ 1% מסך נכסי הבנק. כלומר, פער עצום בין הון עצמי למול שליטה בנכסי הציבור
2. פירמידות השליטה לדוגמא, מר דנקנר שולט על מאזן של כ 140 מיליארד ₪, לא כולל נכסי כלל ביטוח, עם השקעה של כ 1% מסך המאזן. כלומר, פער עצום בין הון עצמי למול שליטה בנכסי הציבור
3. ניגוד העניינים המובנה הקיים בין האחזקות הצולבות שבין נכסים פיננסיים לנכסים ריאליים

התוצאה: בגלל בעיית הפער, הציבור שהינו הבעלים של הרוב המוחלט של הון במשק נהפך באופן מובנה ושיטתי למיעוט. ההמלצות של הוועדה מקבעות את הרעיון שהציבור לא בשל לשוק הון עם פיזור שישקף את זכויות הקניין האמיתיות של הציבור והיא מעדיפה לשמר שוק הון עם "נציגים" שיקבלו החלטות עבור הציבור, תוך הפקעת זכויות הקניין של הציבור, וזאת באמצעות: (1) גרעיני שליטה במוסדות פיננסיים (2) באמצעות פירמידות שליטה (3) ובאמצעות אחזקות צולבות בין נכסים פיננסיים לנכסים ריאליים. ההשלכות: ההקצאה של מרבית הנכסים הפיננסיים של הציבור מתבצעת על ידי "נציגים" שהינם מיעוט קטנטן של אנשים, שמעולם לא קיבל "ייפוי כוח" מהציבור, שהוא –הוא--בעל זכויות הקניין האמיתיות של המרבית המוחלטת של הנכסים הפיננסיים בישראל. לא פחות חשוב: הנכסים הפיננסיים של הציבור מוקצים באופן מוטע ולא יעיל ולעיתים אף באופן מסוכן.

3

הגדרת בעיית הריכוזיות באופן כמותי מצד השליטה בנכסים הפיננסיים של הציבור

כ 25 קבוצות עסקיות שולטות על חלק לא פרופורציונאלי מהנכסים הפיננסיים של הציבור (לא כולל חוב ממשלתי). הפער בין שליטתם בנכסים הפיננסיים של הציבור לבין ההון העצמי של "הנציגים" המושקע בקבוצות העסקיות יכול לשמש מדד לגודל בעיית הפער. מומלץ לשקול להשתמש במדד כגון זה ולפתח מדדים אחרים לבחינת הרפורמה המוצעת ולבדוק את התפתחותה לאורך זמן.

סך הנכסים הפיננסיים של הציבור בשליטת "הנציגים" _____
סך ההון העצמי של "הנציגים" המושקע בקבוצות העסקיות _____
מדד לגודל בעיית הפער _____

4

הגדרת בעיית הריכוזיות מצד הצריכה של הנכסים הפיננסיים של הציבור

מוצע לפרסם מדד רבעוני שימדוד את אחוז ההון והחוב ש"הנציגים" מקבלים בכל שוק ושוק מהשוקים המרכיבים את שוקי ההון והחוב הישראליים*:

--שוק המניות (שווי בורסאי של 10/20/30 החברות הגדולות חלקי סך שווי השוק)

--שוק החוב החוץ בנקאי (חוב חוץ בנקאי שהוקצה ל 10/20/30 החברות הגדולות חלקי כל החוב החוץ בנקאי)

--שוק החוב הבנקאי (חוב בנקאי שהוקצה ל 10/20/30 החברות הגדולות חלקי סך החוב שהוקצה לעסקים הגדולים במשק, חלקי ההון עצמי של הבנקים וחלקי החוב שהוקצה לעסקים קטנים ובינוניים)

* כמו כן, מוצע לפרסם במקביל את ההון והחוב המוקצה לעסקים קטנים ובינוניים, לאוכלוסיות שונות (חרדים, ערבים וכו') ולאזורים שונים ברחבי הארץ.

5

הפערים בין תיאור הבעיה לפתרונות שהוצעו על ידי ועדת התחרותיות

■ בתחום גרעיני השליטה בבנקים, בחברות ביטוח ובמוסדות פיננסיים

■ למרות שבנקים, חברות ביטוח ומוסדות פיננסיים אחרים עם גרעיני שליטה עומדים בקריטריונים הקונצפטואליים להגדרתם כחברות פער (הערה: גרעיני שליטה מייצרים בהגדרה פער בין הון לשליטה וגם מייצרים שליטה מבוצרת) הוועדה התעלמה לחלוטין מבעיית הפער בסקטורים אלו, המנהלים חלק מהותי מסך הנכסים הפיננסיים של הציבור. משמעות: מיעוט קטנטן של אנשים שולט בדירקטוריונים שאחראים על חלק מהותי מהנכסים הפיננסיים של הציבור, תוך פגיעה בזכויות הקניין של הציבור.

■ בתחום פירמידות השליטה

■ הוועדה הסתפקה באמירה שיש למנוע את "פוטנציאל" עושה המיעוט על ידי חיזוק חלקי של האסיפות הכלליות ושל הדירקטוריונים והיא קבעה כללים שאמורים להקשות על צמיחת הפירמידות בעתיד. הכשל המרכזי של הוועדה בנושא הפירמידות הוא באי טיפול בבעיית הפער הגלומה במבנה הפירמידה עצמו ובכך שהוועדה התייחסה לציבור כאל "מיעוט" שיש להגן עליו, בעוד שבפועל הציבור הוא רוב אבסולוטי במרבית הפירמידות. משמעות: מיעוט קטנטן של אנשים שולט בדירקטוריונים שאחראים על חלק לא מבוטל מהנכסים הפיננסיים של הציבור, תוך פגיעה בזכויות הקניין של הציבור. בנוסף, יש לתהות מדוע הוועדה לא טיפלה בכל נושא הצעות הרכש שלעיתים הינן בעייתיות לא פחות עסקאות בעלי עניין?

■ בתחום האחזקות הצולבות, פיננסיות-ריאליות

■ הוועדה פרסה רשת שמטרתה "לדוג" אחזקות צולבות, פיננסיות-ריאליות "משמעותיות". אך בפועל היא "ארגה" ברשת חורים שמטילים ספק ביעילותה של הרשת בכללותה. בצד הריאלי, הועדה קבעה רף של מכירות של 8 מיליארד ש"ח (או מאזן של 20 מיליארד ש"ח) ובצד הפיננסי, נכסים מנוהלים בסך של כ 50 מיליארד ש"ח. משמעות: תוצאה בלתי סבירה שאינה מתירה את ניגודי העניינים הגלומים בשליטה גם על נכסים פיננסיים וגם על נכסים ריאליים, החל מהשקל הראשון. בנוסף, יש לתהות מדוע הוועדה הקציבה 4 שנים להחלפת דירקטורים שמכהנים גם במוסדות פיננסיים וגם במוסדות ריאליים?

6

פתרונות שיש לחתור אליהם על מנת להקטין את הריכוזיות בשוק ההון

- ניתוק מלא של "הקשר הגורדי" בין כל האחזקות הפיננסיות לכל האחזקות הריאליות, ללא קשר לגודל. במינימום, קביעת רף של מכירות 4 מיליארד ₪ ונכסים של 5-10 מיליארד ₪ לחברות פיננסיות
- מעבר הדרגתי למודל של בנקים, חברות ביטוח ומוסדות פיננסים ללא גרעיני שליטה, קרי, לחתור למערכת פיננסית בשליטת הבעלים האמיתיים של הנכסים הפיננסים של הציבור תוך חיזוק מסיבי של הדירקטוריונים (50% במשרה מלאה, בתשלום אטרקטיבי, עם מנגנוני בחירה, הכשרה ובקרה שוטפת מקצועיים) וחיזוק מסיבי של האסיפות הכלליות באמצעות הצבעה של הציבור דרך האינטרנט ובעזרת תשתית של מחקרי שוק, משמעות: שידרוג מסיבי של חוק מראני והחלתו על כל המוסדות הפיננסים ולא רק על בנקים. יש לציין שהיעד האסטרטגי הוא: מניה אחת=קול אחד
- קריאה חדה וברורה לסגירת הפער בפירמידות השליטה ולא רק לשמירה על "זכויות המיעוט" של הציבור שכלל אינו מיעוט והינו בפועל הרוב האבסולוטי במרבית הפירמידות. בתקופת המעבר, יש להחיל על כל פירמידה רוב של דירקטורים עצמאיים ואיסור של עסקאות בעלי עניין והצעות רכש. יש לקדם את הרעיון שהעולה בדוח הוועדה לאפשר לציבור להצביע על פי חלקו המשורשר המלא. קרי, בדוגמא שהוצגה לתגובת הציבור, יש להעניק לבעל השליטה 25% ולא 33%. שוב, יש לציין שהיעד האסטרטגי הוא: מניה אחת=קול אחד
- הוועדה הציעה להחיל "מגבלת לווים" בתחום האשראי החוץ בנקאי בדומה למגבלות בתחום הבנקאי (מגבלת לווה בודד, מגבלת קבוצת לווים, מגבלות סקטוריות וכו'). השאלה המהותית היא כמובן מה יהיה מנגנון קביעת הפרמטרים הללו ומי יהיה שותף לקביעת פרמטרים אלו וכיצד מוודאים שיש ראייה כוללת, ללא ארביטראג' רגולטורי?

7

פתרונות שיש לחתור אליהם על מנת להקטין את הריכוזיות בשוק ההון (המשך)

- מיסוד וועדת התחרויות כפורום קבוע שעוסק בתחרותיות של המשק ונפגש כל רבעון
- חידוד המסר ש: מניה אחת=קול אחד ייצר שוק חופשי אמיתי וייצר אחריותיות וימנע סיכון מוסרי וחידוד המסר שניתן להתמודד עם שלטון מנהלים ביתר קלות מאשר עם שלטון "נציגים" שמבוסס על פער בין הון לשליטה ואשר מפך את זכויות הקניין של הציבור
- שדרוג מהותי של מנגנון בחירת והכשרת דירקטורים בחברות הציבוריות, כמו גם מנגנוני מדידת ביצועיהם והחלפתם
- החדרת האינטרנט ככלי הנגשה עבור כל בעלי המניות, שיעצים את העיקרון של: מניה אחת=קול אחד
- חידוד הנקודה שהשאלה שעומדת על הפרק אינה מה עדיף: שוק הון מבזר או שוק הון עם בעלי שליטה? אלא שהשאלה החשובה באמת היא: למי שייכות זכויות הקניין של הנכסים הפיננסים של הציבור?
- התייחסות ליצירת שווי המשקל המתבקש בין מסקנות וועדת התחרותיות לממצאים התמורים של וועדת טרכטנברג בכל הנוגע לשווקים ריכוזיים, ריכוזיות ענפית, בעיות רגולטוריות ובעיות של הצרת תחרות.
- העתקה לשוק הפיננסי של העקרונות שכבר הוחלו על שוק התקשורת. קרי, שמספר הטלפון (ביטוח מנהלים, חשבון הבנק, קרן הפנסיה וכו') שייך ללקוח ולא לחברת הסולר. שניתן לעבור ללא קנסות. שניתן לעבור בשיחת טלפון קצרה או במשלוח מייל תוך מספר שעות. במילים אחרות, יש לשאוף להפוך את השוק הפיננסי לשוק של קונים ולא שוק של מוכרים שקנו לכאורה אחיזה על הלקוחות בשורה של מנגנונים שיש להתירם אחד לאחד.

8

רציונל מאחורי ההצעות לשיפור

- דמוקרטיזציה של שוק ההון ופתרון בעיית הפער
- ביזור מוקדי ההחלטות במשק
- הקטנת הסיכון המקרו מערכתי
- קפיצת מדרגה בהקצאת ההון הלאומית

הגדלת הפריון, התחרותיות, השכר, כוח הקנייה והחיסכון של הציבור

"יודגש כי התעלמות מסוגיית הקבוצות העסקיות עלול להביא לאי הצלחתם של צעדי מדיניות שונים או לעיוות מטרותם ותוצאותיהם, וכתוצאה מכך גם לפגיעה בתפקודן של המערכות הפיננסיות והריאליות בכללותן." דו"ח בנק ישראל לשנת 2009