

ניגוד העניינים של הבנקים בבורסה: ביטויים, השלכות והתמודדות

מאת

עדי ליבזון*

הבורסה בתל אביב במשבר: היא מצויה בתהליך מואץ של התייבשות הן ברמת הנזילות בבורסה והן במספר החברות הרשומות. ברשימה זו אנו טוענים שהרפורמה החקיקתית לטיפול בבעיות של הבורסה באמצעות שינוי מבנה הבעלות והממשל התאגידי של הבורסה אינו מטפל בשורש הבעיה באפקטיביות: כוחם של הבנקים בדירקטוריון הבורסה ועוצמת ניגוד האינטרסים שבו הם שרויים. פיקדונות בנקאיים הם מוצר תחליפי לא-מושלם להשקעה בבורסה. שיעורי הרווח של הבנקים משירותי התיווך הפיננסי גדולים במידה ניכרת משיעורי הרווח שלהם משירותי המסחר בבורסה שהם מספקים ללקוחות שלהם. פער זה יוצר לבנקים תמריץ חזק להסיט השקעות בבורסה לעבר פיקדון בנקאי. ברשימה זו אנו טוענים שניגוד העניינים יבוא לידי ביטוי הבולט ביותר דווקא בהתנהגות פסיבית של הבנקים. טענה זו מושתתת הן על ניתוח כלכלי והן על ניתוח מהזווית של אתיקה התנהגותית. ניתוח נתונים על שיעור הנוכחות הנמוך של דירקטורים המייצגים בנקים בשנים 2004–2014 מחזק השערה זו. על פי המודל הניהולי של דירקטוריונים, שיעור הנוכחות הנמוך עשוי להסביר את הפסיביות של הבורסה בעריכה של רפורמות ביחס לבורסות אחרות במדינות ה-OECD. לפסיביות זו יכולות להיות השלכות חמורות בעיקר בעיתות משבר כאשר הצורך ברפורמות הוא גדול. אנו מצביעים גם על ביטויים אקטיביים לניגוד העניינים בהחלטות על תפריט העמלות בבורסה ועל האפשרות שניגוד העניינים של הבנקים גרם לאימוץ עמלות שאינן יעילות, ושתכליתן לשמש חסם כניסה למסחר בבורסה. הסטייה של העמלות בבורסה בתל אביב מהעמלות הנהוגות בבורסות במדינות ה-OECD מחזקת טענה זו. לרשימה זו יש השלכות תאורטיות ניכרות נוסף על השלכותיה הפרקטיות על ההצעה לשינוי מבנה הבורסה בתל אביב: היא מרחיבה את יישומה של האתיקה ההתנהגותית על התחום של החלטות דירקטוריון. נוסף על אלה יש לה השלכות גם על הסוגיה הבין-לאומית ברגולציה של בנקאות בנוגע לשאלת רמת ההפרדה בין מערכת הבנקאות הקמעונאית לפעילות המסחר בבורסה.

מבוא. א. התייבשות הבורסה: תיאור התופעה והסבריה. 1. תיאור התופעה; 2. הסברים חלופיים לתופעת הקיטון בנוילות. ב. ניגוד האינטרסים של הבנקים. ג. ניגודי עניינים המבוטאים בהתנהגות פסיבית: תשתית תאורטית. 1. ניתוח כלכלי; 2. ניתוח מהזווית של אתיקה התנהגותית. ד. ביטויים פסיביים לניגוד האינטרסים: ממצאים אמפיריים. 1. ההשערה; 2. הממצאים האמפיריים הרלוונטיים. ה. ביטויים אקטיביים לניגוד האינטרסים: ממצאים אמפיריים. 1. ההשערה; 2. ממצאים אמפיריים רלוונטיים. ו. ביקורת

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן; עמית, מכון ון-ליר. ברצוני להודות לאסף אקשטיין, לאלעד בנבגי, ליובל פלדמן ולעוזרי המחקר שמעון צחי, שניאור שפירא והדס פרסקי על עבודה מעולה, ולעורכי מערכת משפטים ששרדו מאמר זה בהערותיהם החדות. כל הטעויות באחריותי.

על קביעת ניגוד העניינים של הבנקים. ז. ההשלכות של ניתוח ניגודי האינטרסים בבנק על יוזמות חקיקתיות לרפורמות בבורסה. 1. שינוי המבנה התאגידי של הבורסה במסגרת תיקון 63 לחוק ניירות ערך והתמודדות עם בעיית ניגוד העניינים של הבנקים; 2. הצעה מתוקנת לפי עוצמת הבעיה של ניגודי האינטרסים של הבנקים; 3. ביקורות על התיקון המוצע. ח. סיכום והשלכות. נספח: עמלות בורסות במדינות ה-OECD (כולל בורסות גדולות נוספות – טייוואן, סינגפור ושנגחאי).

מבוא

הבורסה בתל אביב מתייבשת: רמת הנזילות ב-2015 כפי שהיא משתקפת במחזור היומי נמוכה בכ-30% מזו שב-2010 ובכ-42% מזו שב-2007.¹ לירידה ברמת הנזילות יש משמעויות מרחיקות לכת: הדבר מקשה על גיוס הון של חברות, תופעה המשתקפת הן בירידה התלולה של מספר החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה: מ-654 חברות שהיו רשומות ב-2007 ל-461 בסוף 2015, ובעיקר במספר ההנפקות הקטן: רק 11 חברות חדשות הנפיקו מניות ב-2015 לעומת מספר גדול של חברות שהנפיקו בחו"ל.² רק בבורסת נאסד"ק לבדה הנפיקו 10 חברות ישראליות חדשות מניות ב-2015,³ ומגמה זו נמשכה מ-2014, שבה 9 חברות ישראליות הנפיקו הנפקה ראשונה בנאסד"ק ו-14 חברות בבורסת בארה"ב – מספר שיא של כל הזמנים.⁴

על תופעה זו של ייבוש הבורסה כבר נכתב רבות, וניתן לה מגוון רחב של הסברים. ברשימה זו אין ברצוני לבקר את ההסברים שניתנו אלא להוסיף גורם אחד שלדעתי לא ניתנה עליו הדעת בהקשר זה: כוחם של הבנקים במבנה התאגידי הנוכחי של הבורסה, בהתחשב בניגוד העניינים שבו הם מצויים. אומנם יש לעניין זה התייחסות בדוחות ציבוריים⁵ ואפילו רפורמה חקיקתית שנועדה להתמודד עם ניגוד האינטרסים של הבנקים בנוגע לבורסה, באמצעות שינוי המבנה התאגידי של הבורסה.⁶ אולם גם הכתיבה וגם הרפורמה החקיקתית אינן יורדות לעומק הבעיה של ניגוד האינטרסים, ועל כן גם אינן מתמודדות עימה כראוי. לאיראית השפעות הרוחב של ניגוד האינטרסים של הבנקים יש השלכה גם על הטיפול בבעיה. הרפורמה לשינוי המבנה התאגידי של הבורסה עדיין

- 1 עיינו "מחזורי המסחר היומיים הממוצעים בניירות הערך, 1993 עד 2015" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/QtgMT1> (31.12.2015).
- 2 עיינו "התפתחות מספר החברות הבורסאיות" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/q2tMTd>.
- 3 עיינו *Companies in Israel*, NASDAQ, <https://goo.gl/hiyLL2>.
- 4 ראו למשל ניר צליק "שיא הנפקות ישראליות בארצות הברית ב-2014" כלכליסט (31.12.2014) <https://goo.gl/CocPhy>.
- 5 הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה דוח סופי 10–20, 60 (2014), <https://goo.gl/oP6ZjN>. יש להדגיש שהדוח לא התייחס לעניין בהרחבה, ואפילו לא הדגיש מפורשות את ניגוד העניינים בין הבנקים לבין הבורסה, אלא הצביע בקווים כלליים יותר על "ניגוד העניינים בין הבורסה לחבריה", אף שמהקשר ברור שהכוונה לניגוד העניינים בין הבנקים לבין הבורסה.
- 6 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז–2017, ס"ה 2633. ראו עיקרי דברים מישיבת הרשות לניירות ערך בו אושר תזכיר החוק ששימש כבסיס לתיקון 63. ישיבת הרשות לניירות ערך מס' 2-2015 <https://goo.gl/h9kvUu> (22.2.2015) (להלן: ישיבת רשות 2-2015).

מאפשרת לבנקים אחיזה איתנה בבורסה ומאפשרת לכל בנק להישאר עם נתח של עד 5% ממניות הבורסה לאחר שהיא תופרט.⁷ שיעור ההחזקה המצטבר של הבנקים עדיין עשוי להגיע לכ- 50% מכלל המניות, שיעור שאינו שונה מהותית ממשקלם בבורסה עובר הרפורמה.⁸ ההצעה המרכזית ברשימה זו, שתדגיש את עוצמת ניגוד האינטרסים של הבנקים ואת ביטוייה הרחבים היא הטלת איסור מוחלט על בעלות הבנקים על הבורסה במסגרת המבנה התאגידי החדש של הבורסה המוצע בחוק.

מבנה רשימה זו יהיה כדלהלן: פרק א של הרשימה יתאר את המשבר שבו מצויה הבורסה, את השלכותיו ואת מגוון ההסברים שניתנו בספרות כדי להסביר את המשבר האמור. תת-הפרק הראשון של חלק זה יתאר את המשבר ואת השלכות הרחב שלו על המשק הישראלי. תת-הפרק השני יציג את ההסברים שניתנו בספרות להסביר את המשבר. פרק ב של הרשימה יציג הסבר נוסף למשבר הפוקד את הבורסה – ניגוד האינטרסים של הבנקים בנוגע לבורסה – והנתונים המצביעים על עוצמתו. המשך הרשימה ידון בשני אפיקים מרכזיים שבהם ניגוד העניינים עשוי לבוא לידי ביטוי – בקונטקסט של התנהגות פסיבית ובקונטקסט של התנהגות אקטיבית. פרק ג יציג את התשתית התאורטית לכך שניגודי עניינים עלולים לבוא לידי ביטוי בעיקר בהתנהגות פסיבית. תת-הפרק הראשון יתמקד בהסבר הכלכלי לצפי זה, ותת-הפרק השני בהסבר מהזווית של האתיקה ההתנהגותית. פרק ד יסקור ממצאים אמפיריים המצביעים על ביטויים פסיביים לניגוד העניינים של הבנקים בבורסה. פרק ה יסקור ממצאים אמפיריים המצביעים גם על ביטויים אקטיביים לניגוד העניינים של הבנקים בבורסה. פרק ו יתמודד עם ביקורות על הקביעה המשמשת תשתית למאמר זה בדבר ניגודי האינטרסים של הבנקים. פרק ז ידון בהשלכותיו של הטיעון ברשימה על האסדרה הרצויה של הבורסה. תת-הפרק הראשון יציג את הצעת החוק המתמודדת חלקית עם בעיית ניגודי האינטרסים. תת-הפרק השני יציג את הביקורת על האפקטיביות של ההצעה המוצעת בהתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים ויציג הצעה מתוקנת להתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים של הבנקים. תת-הפרק השלישי יתמודד עם ביקורות על התיקון המוצע במסגרת רשימה זו: הן טענות סובסטנטיביות והן טענות חוקתיות. פרק ח יסכם את השלכות רחבות יותר של הטיעון של מאמר בנוגע לצפי לקיום ביטויים לניגוד עניינים באופני התנהלות פסיביים וידון בהן.

א. התייבשות הבורסה: תיאור התופעה והסבריה

1. תיאור התופעה

אחת ההשלכות של המשבר הפיננסי של 2008 הייתה הפגיעה בבורסות ברחבי הגלובוס. אפילו מדינות שלא נפגעו ישירות מהמשבר הפיננסי, כדוגמת ישראל, פגיעתן הייתה משנית לפגיעת המשבר במסחר בבורסות. בשנים שלאחר המשבר הייתה ירידה כלל-עולמית

7 שם, בעמ' 10.

8 ראו להלן בסמוך לה"ש 141.

בהיקפי המסחר ובנזילות בבורסות ברחבי העולם.⁹ אולם בניגוד לכמעט כל הבורסות בעולם, שהתאוששו מהמשבר בתוך מספר שנים מועט, וכיום רמות המסחר והנזילות בהן הגיעו לרמת העולה על זו שהתקיימה לפני פרוץ המשבר, הבורסה בתל אביב מדשדשת הרבה מתחת לרמות המסחר והנזילות שקדמו למשבר. המספרים שלהלן ידגימו זאת: סך מחזורי המסחר במניות בכלל הבורסות בעולם ב-2010 היה כ-5 טריליון דולר,¹⁰ ובתל אביב כ-9 מיליארד דולר.¹¹ בתוך שנתיים הייתה ירידה חדה במחזורי המסחר. אולם לעומת בורסות ברחבי העולם שהירידה בהן הייתה מתונה יחסית – 10% למחזור מסחר של 4.5 טריליון בשנת 2012, בבורסה של תל אביב הייתה הירידה תלולה במידה ניכרת – ירידה של 44% לרמה של 5 מיליארד דולר בשנת 2012.¹² בשנתיים שלאחר מכן הייתה התאוששות הן בהיקפי המסחר בבורסות בעולם והן בבורסה בתל אביב. אולם לעומת הבורסות בעולם שבהן קפצה רמת המסחר פי שניים: מ-4.5 טריליון לכ-9 טריליון, עלייה ניכרת גם ביחס להיקפי המסחר שלפני המשבר, בתל אביב הייתה העלייה מתונה יותר: מ-5 מיליארד דולר לכ-5.8 מיליארד דולר.¹³ בניגוד להיקפי המסחר בכלל הבורסות בעולם בתל אביב עדיין היו היקפי המסחר נמוכים יותר במידה ניכרת מרמתם לפני המשבר, כאשר היקף המסחר היה כ-9 מיליארד דולר.¹⁴

הירידה ברמת הנזילות בבורסות בעולם באה לידי ביטוי גם במדד המרכזי ביותר לעניין נזילות – שיעור התחלופה של מניה. מדד שיעור התחלופה של מניה מודד את שיעור המניות מכלל המניות הנסחרות בבורסה המחליפות ידיים במהלך השנה. הנתון על היקפי המסחר חשוב אך עלול להטעות לעניין נזילותן של המניות: הוא יכול לנבוע ממסחר מצומצם של כמה מניות יקרות יחסית. שיעור התחלופה הממוצע של כלל הבורסות בעולם היה 68% לפני פרוץ המשבר וירד ל-42.7% בשנתיים שלאחר המשבר.¹⁵ גם בבורסה בתל אביב ניכרה ירידה תלולה משיעור תחלופה של 58.5% לכ-37.2%. גם בפרמטר זה ניתן לראות עלייה ניכרת בשנים שלאחר המשבר.¹⁶ בסוף שנת 2014 עלה ממוצע שיעור התחלופה בכלל הבורסות בעולם לרמתו שלפני המשבר, לכ-67.4%. לעומת זאת בבורסה בתל אביב הוא רק המשיך לרדת עד לרמה של 34.9%.¹⁷

נתונים אלו מעידים שהתייבשות הבורסה בתל אביב הושפעה מלחצים כלל-עולמיים שהביאו לירידה בנזילות של כלל הבורסות בעולם. לאחר המשבר הורידו משקיעים את רמת פעילותם בכלל הבורסות בעולם. אולם רובן של הבורסות בעולם הצליחו להיחלץ ממשבר זה בתוך מספר שנים מועט, ואילו הבורסה בתל אביב עדיין לא התאוששה לגמרי מהמשבר.

9 המידע מבוסס על נתונים שהופקו באמצעות שימוש בדו"חות החודשיים באתר WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, <https://goo.gl/cv6hMe>.

10 ש.ם.

11 ש.ם.

12 ש.ם.

13 ש.ם.

14 ש.ם.

15 ש.ם.

16 ש.ם.

17 ש.ם.

נתונים אלו מעלים את השאלה – מה ההבדל בין הבורסה הישראלית לרוב הבורסות בעולם? מדוע רוב הבורסות בעולם הצליחו להיחלץ מהמשבר מהר ואילו הבורסה של תל אביב כשלה בכך? כפי שנראה בסעיף הבא, יש הסברים רבים לייבושה של הבורסה בתל אביב, אולם הסברים אלו אינם מתייחסים לקונטקסט הגלובלי של הירידה במסחר. הם אינם מסבירים מדוע הבורסה בתל אביב, בניגוד לבורסות אחרות, לא הצליחה להתמודד עם "השוק הגלובלי", שהשפיע על רמת המסחר במניות.

לפני שנענה על השאלה במה הבורסה בתל אביב כשלה, יש לבחון את הבורסות האחרות ולברוק מה הביא להתאוששותן המהירה מהמשבר. על פני הדברים נראה שבורסות רבות היו אקטיביות וחוללו רפורמות במגוון תחומים שסייעו להתאוששות: רפורמות בתעריפי המסחר, קונסלידציות ושיתופי פעולה בין הבורסות ופעולות שיווק אגרסיביות. אנו מוצאים פעילות אקטיבית זו הן בבורסות הגדולות, כגון ה־London Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange¹⁸, NASDAQ¹⁹ והן בקרב בורסות קטנות, כגון הבורסות של קולומביה, צ'ילה ופרו²⁰ וה־SWX European Exchange²¹.

שלא כמגמה זו של פרואקטיביות והנהגת רפורמות בקרב הבורסות בעולם, הבורסה הישראלית הייתה פסיבית יחסית. במשך שנים לא הונהגה בבורסת תל אביב אף לא רפורמה חשובה אחת – לא במבנה העמלות ולא ביצירת קונסולידציה ושיתוף פעולה עם בורסות אחרות, ולא הונהגו פעולות שיווק אגרסיביות. תיאור ההתנהלות בבורסה בעבר בא לידי ביטוי בדבריו של יוסי ביינארט, מנכ"ל הבורסה בין השנים 2014–2016: "באופן מסורתי הבורסה הייתה ארגון פסיבי שהתמקדה בתפעול ובשירותים ופחות עסקה בהבאת חברות או משקיעים חדשים"²². מה ההסבר לפער זה שבין התנהלות רוב רובן של הבורסות בעולם לבין הבורסה הישראלית?

- 18 הבורסה של לונדון והבורסה של טוקיו שיתפו פעולה ביצירת AIM (alternative investment market) משותפת, לפי המודל הרגולטורי הבריטי בשנת 2009. ראו *Tokyo Stock Exchange and London Stock Exchange Publish Rulebook for Public Comment, Name New Growth Market Tokyo AIM*, LONDON – STOCK EXCHANGE GROUP (Jan. 29, 2009), <https://goo.gl/uQ7Kus>
- 19 אשר לתכנית השיווק האגרסיבית של ה־NASDAQ ראו Knute Sands, *Marketing Strategy Secret Sauce: Exploring Nasdaq's Brand + Content Marketing Overhaul*, TOPRANK MARKETING BLOG (Feb. 2016), <https://goo.gl/a5PrsM>
- 20 הבורסה הקולומביאנית התמוגה עם הבורסה של צ'ילה ופרו, פעולה שהגדילה במידה ניכרת את נפח המסחר המצטבר של בורסות אלו. ראו Carlos Ignacio Rojas & Alejandro Vera, *Strength in Numbers*, 2011 AMERICAS QUARTERLY 44 ("the merger of the Colombian, Chilean and Peruvian stock exchanges is a milestone for hemisphere finance – and a sign of renewed economic confidence")
- 21 ה־SWX European Exchange ערכה רפורמה נרחבת במבנה העמלות שלה ב־2009 ואימצה מודל א־סימטרי של עמלות שבו ספקי נזילות משלמים עמלות נמוכות יותר משואבי נזילות. שינוי זה היה חלק מגל שינויים רחב בבורסות רבות בעולם שאימצו מודל Maker-Taker בעמלות, כגון הבורסה הניו־זילנד, בורסת לונדון, טורונטו וה־Euronext. ראו Marco Lutat, *The Effect of Maker-Taker Pricing on Market Liquidity in Electronic Trading Systems—Empirical Evidence from European Equity Trading* (Jan. 1, 2010), <https://goo.gl/xWhf5D> (18.3.2016) **The Marker**
- 22 ראו חגי עמית "אז מי באמת ירוויח מהבורסה" **The Marker** (18.3.2016) <https://goo.gl/xWhf5D>

טענתי המרכזית ברשימה זו היא שאחד ההסברים להתנהלות הפסיבית של הבורסה בתל אביב הוא ניגוד האינטרסים של הבנקים שהם הגורם הדומיננטי בשליטה על הבורסה מתוך כלל הבעלים. כפי שאראה בחלק הבא, רוב רווחיהם של הבנקים נובעים מפעילות של תיווך פיננסי, והבורסה היא מוצר תחליפי לשירות זה. על כן יש לבנקים אינטרס שיוטלו חסמי כניסה על הבורסה כדי להסיט משתמשים רבים יותר לפנות לתיווך הפיננסי שהוא מוצר תחליפי לא מושלם לבורסה. כפי שאראה בחלק הבא, הביטוי החזק ביותר לניגוד האינטרסים יכול להופיע בהקשר של התנהגות פסיבית. אציג במאמר את התשתית התאורטית של אתיקה התנהגותית המספקת תימוכין לכך שניגודי אינטרסים עשויים לעלות על פני השטח בעיקר בהקשר של התנהגות פסיבית. נוסף על זה אציג את הגישה התאורטית של The Managerial Model of Boards, המספקת תשתית לטענה שהפסיביות של הבנקים ברמת הדירקטוריון משפיעה על ההתנהלות הפסיבית של הבורסה עצמה.²³

אולם לפני הסבר התופעה יש להבין את השלכותיה. הצטמצמותה של הנזילות בבורסת תל אביב אינה רק אירוע מיקרו-כלכלי של עסק אשר איננו מתפקד כשורה אלא גם אירוע מקרו-כלכלי בעל משמעויות רחבות על המשק הישראלי. "נזילות נמשכת לנזילות" – קיטון בנזילות עלול להפך לכדור שלג שמשקיעים רבים שרמת הנזילות חשובה להם ביותר יצאו מהבורסה הישראלית או שלא ייכנסו אליה מלכתחילה, וכך הנזילות תקטן אף יותר וחזור חלילה.²⁴ נזילות השוק חשובה בעיקר לקרנות זרות כגון קרנות פנסייה, שעיקר החשיפה שלהן לשוק הישראלי היא באמצעות השקעות פסיביות בבורסה.²⁵ חלק גדול מההון המושקע בחברות ישראליות מקורו באותן קרנות זרות.²⁶ אשר לקרנות בין-לאומיות אלו ישראל נחשבת למקום השקעה מסוכן יחסית, ועל כן קיטון בנזילות יכול להקטין במידה ניכרת את רמת ההשקעות הזרות הפסיביות במשק.²⁷

2. הסברים חלופיים לתופעת הקיטון בנזילות

תופעה זו של התכווצות והתייבשותה של הבורסה לא נעלמה מעיניהם של חוקרים ורגולטורים, שהצביעו על גורמים שונים לה. ברשימה זו אני מנסה לערער על תקפותם של גורמים אלו, שנראה שאכן השפיעו על המצב הקיים, אלא רק להצביע על גורם נוסף שלא עמדו עליו כל צורכו. מחקרים קודמים מצביעים על שני גורמים מרכזיים שבכוחם להסביר את הקיטון בנזילות של הבורסה בתל אביב: היקף הרגולציה והכנסתה של מדינת ישראל לקטגוריית המדינות המפותחות במדד MSCI.

- 23 Eyal Zamir, Law Psychology and Morality: The Role of Loss Aversion 16–18 (2015)
- 24 A. Moel, *The Role of American network externality*, שגורם לנזילות להימשך לנזילות, ראו A. Moel, *The Role of American Depository Receipts in the Development of Emerging Markets*, 2 *ECONOMIA* 209 (2001)
- 25 R.M. Stulz, *International Profolio* לרגישותן של קרנות זרות כדוגמת קרנות פנסיות לנזילות ראו R.M. Stulz, *International Profolio*, *Flows and Security Markets* (1997), <https://goo.gl/SgLBGW>
- 26 לפי נתוני הבורסה מ-2012, 60% מתוך הכמות הצפה של מניות (שהיא כ-60% מכלל המניות בבורסה) מוחזקים בידי גורמים זרים. ראו "התפלגות מחזיקי המניות בחברות הבורסאיות 2012" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/aHDWAM>
- 27 לגבי חשיבותה של נזילות במיוחד בהשקעות בסביבה עם סיכון גבוה ראו לעיל ה"ש 24.

(א) עודף רגולציה

לאחר המשבר הכלכלי של 2008 התפתחה מגמה גלובלית של הגברת הרגולציה על השווקים הפיננסיים. את המגמה הזאת הובילה ארצות הברית באימוץ ה־Dodd-Frank Act, שהגביר את הרגולציה על שוק ההון בכלל, אך במיוחד הפריד בין פעילותם של בנקים קמעונאים לבין פעילויות השקעה בבורסה.²⁸ העלאת הסטנדרטים הרגולטוריים בארצות הברית השפיעה על החמרת הסטנדרטים הרגולטוריים במדינות רבות בעולם.²⁹ אולם, בישראל תופעה זו באה לידי ביטוי בולט במיוחד. נפח הרגולציה שנוצרה בשנים האחרונות היה גדול במיוחד. חובות הדיווח הורחבו במידה ניכרת – דוגמאות חשובות הן הוספת השאלון לממשל תאגידי במרץ 2012;³⁰ הרחבת חובת הדיווח על אירועים מהותיים לבורסה;³¹ הגשת דוח על הערכת האפקטיביות של הבקרה הפנימית;³² צמצום מרווחי הזמן להגשת דוח מיידית.³³ נוסף על הרחבת חובות הדיווח, החלה הבורסה להטיל סנקציות במסגרת אכיפה מנהלית, ואף הגבילה את פעילותן של פעולות מסוימות שהיו חשובות לנזילות הבורסה, כגון הטלת מגבלות על שחקנים מוסדיים על השימוש שלהם בתעודות סל.³⁴ גל זה ממשיך עד העת האחרונה, עם התקרה על שכר הבכירים בשוק ההון שצפוי להיות מורחב לכלל החברות הציבוריות.³⁵

הרגולציה יוצרת עלויות בשלושה מישורים: עלויות ההטמעה של הרגולציה, עלויות מפעולות שנועדו לעקוף את הדרישות הרגולטוריות ועלויות של פעולות שלא יהיה ניתן

28 ראו להלן ה"ש 170.

29 המנגנון הרגולטורי החשוב ביותר שהלך יד ביד עם המנגנון הרגולטורי של Dodd-Frank הוא ההחלטות שהתקבלו במנגנון ה־Financial Stability Board של ה־G20. לדומה והשונה בשני מנגנונים אלו ראו Daniel E. Nolle, *Global Financial System Reform: the Dodd-Frank Act and the G20 Agenda*, 4 J. FIN. ECON. POL'Y 160 (2012).

30 הנחיה לפי ס' 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 "הנחיית גילוי – שאלון ממשל תאגידי" (12.9.2012) <https://goo.gl/dgi6BU> (להלן: הנחיית גילוי – שאלון ממשל תאגידי) (החובה למילוי השאלון הייתה תקפה רק בשנים 2012-2013 – לאחר מכן החובה בוטלה).

31 לרשות לניירות ערך יש סמכות לדרוש מהתאגיד להגיש דוח מיידית על כל אירוע, גם כזה שאינו מופיע ברשימה המפורטת בתקנות, והיא משתמשת שימוש רחב בסמכות זו. ראו ס' 30א לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח).

32 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון מס' 3), התשס"ט-2009, ק"ת 1076.

33 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון מס' 3), התשע"ו-2015, ק"ת 39.

34 ס' 1 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (תיקון מס' 2), התשע"ב-2012, ק"ת 860. התיקון חייב הורדת העמלה הנגבית עבור השקעה בתעודות סל מדמי הניהול של הקרן ולא מנכסי המשקיעים בקרן, אלא אם זו תעודה שחלק ניכר מנכסיה (75%) מושקע בחו"ל. תקנה זו יצרה תמריץ למוסדיים להשקיע בתעודות סל המשקיעות במניות בחו"ל על פני תעודות סל המשקיעות במניות בארץ. יש לציין שתקנה זו בוטלה ב-2014. ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (תיקון מס' 2), התשע"ד-2014, ק"ת 1028.

35 חוק תגמול נושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2006. הכוונה להרחיב את החוק בעתיד למידה שהוא יכלול את כלל החברות הציבוריות, ראו דבריו של סגן בכיר ליועץ המשפטי של משרד האוצר, ברוך לוברט, שלפיהם הצעת החוק היא "סוג של איזושהי תחילה של מהלך שצריך לבחון אותו". ראו פרוטוקול ישיבה מס' 316 של ועדת הכספים של הכנסת ה-20 <https://goo.gl/jApGG1> (16.3.2016).

לבצע בשל הנטל העודף של הרגולציה. ניתן להדגים עלויות אלו אפילו ברגולציה "רזה" יחסית, כגון הצעד הרגולטורי העדכני ביותר של הגבלת שכר הבכירים. קביעת שכר הבכירים על בסיס שכר הזוטרים ביותר יצריך את ועדת התגמולים של הבנק לאסוף נתונים על מקבלי שכר אלו ולחשב כיצד שינוי בשכר הזוטרים ישפיע על החברה בתוך כדי שכלול ההשפעה על רמות השכר השונות על המנהלים שאותם החברה תוכל לשכור. לחישובים מערכתיים מסוג זה יש עלות גבוהה. במישור העלות השנייה, החברה תסטה מחבילת התגמול האופטימלית כדי לעקוף את מגבלת השכר – באמצעות מתן חלק גדול יותר מן השכר באמצעות השקעה בתנאי העסקה שאינם מחושבים במגבלת השכר – משרד, חופשות וכדומה, או אפילו עלויות של מעבר החברה לחברה פרטית או ריאלית כדי לעקוף מגבלות אלו. במישור השלישי של העלויות החברה עלולה להפסיד מנהל שהיה ממקסם את רווחיה בשל מגבלות השכר שימנעו ממנה לשכור את שירותיו.

איגוד החברות הציבוריות הצביע על השפעת הרגולציה על הקיטון במסחר בבורסה.³⁶ טענה זו נשמעה רבות בעיתונות הכלכלית.³⁷ גם הוועדה לעידוד המסחר בבורסה הצביעה על גל הרגולציה כאחד הגורמים שגרמו לקיטון הנזילות בבורסה.³⁸

(ב) מעברה של ישראל מהקטגוריה של המדינות המתפתחות אל קטגוריית המדינות המפותחות במדד ה- MSCI

במאי 2010 התבררה ישראל בבשורה משמחת: בנק ההשקעות מורגן סטנלי החליט לשדרג את מעמדה של ישראל ולהעבירה מקטגוריית המדינות המתפתחות אל קטגוריית המדינות המפותחות במדד MSCI של הבנק. למרות הבעת האמון בכלכלה הישראלית, שהיו לו פירות בהורדת פרמיית הסיכון על השקעות בישראל, היה לכך מחיר משמעותי על צמצום היקף ההשקעות של גורמים זרים בבורסה. אומנם הכלכלה הישראלית תפסה נתח נכבד מקטגוריית הכלכלות המתפתחות, אולם היא תופסת רק נתח קטן בקטגוריית המדינות המפותחות, ולכן ערכה של ישראל במדד ירד מ-2.7% ל-0.2% – ירידה של 93.9%³⁹ בעקבות זאת הקטינו קרנות זרות העוקבות אחר מדד ה-MSCI את החשיפה שלהן לישראל. סיבה זו היא כנראה ההסבר לירידה הניכרת – 4% של ההשקעות הזרות בבורסה בין 2010 ל-2011. מלבד ערכה הנמוך יותר של ישראל במדד, ייתכן שהשינוי פגע בהשקעות הזרות בבורסה בעקיפין – מיצובה של ישראל ביחס למדינות מתפתחות הקנה לה מעמד אטרקטיבי, אולם מעמד זה אבד כאשר היא מוצבה ביחס למדינות מפותחות. ברשימה זו אינני מתכוון לחלוק על ההשפעה של שני גורמים אלו על צמצום הנזילות בבורסה. ללא ספק הטיעונים בדבר השפעת גורמים אלו על נפח המסחר נראים חזקים.

36 אסתי קשרו "מה גורם לבצורת ההשקעות ב'אחד העם' כרוז – עיתון איגוד החברות הציבוריות 63, 10 (2012).

37 ראו למשל רחלי בינדמן "יוסי בינארט: רגולציה צריכה להיות מידתית" כלכליסט (13.5.2014) <https://goo.gl/oDqknp>.

38 לעיל ה"ש 5, בעמ' 100–111.

39 Shoshana Solomon, *Israel Struggles With Upgrade from Emerging to Developed Market*, BLOOMBERG (Aug. 23, 2013), <https://goo.gl/kdqU1L>.

טענתי במאמר זה היא שאפשר שיש גורם כבד משקל נוסף שהשפיע על הקיטון בנוזלות – ניגודי האינטרס של הבנקים שמנע נקיטת צעדים להתמודד עם המשבר.⁴⁰

ב. ניגוד האינטרסים של הבנקים

תיקון 63 לחוק ניירות ערך הפך את הבורסה בתל אביב מחברה ללא כוונת רווח לחברה לכוונת רווח.⁴¹ הבורסה מורכבת כיום מ-23 חברים.⁴² 15 מהחברים הם בנקים, כולל בנק ישראל, ומתוכם שלושה בנקים זרים, ושמונה חברים שאינם בנקים (חש"ב), כגון בתי השקעות.⁴³ התיקון אף שינה את מבנה הממשל התאגידי של הבורסה. לפני השינוי בחרו חברים שהם בנקים (שאינם זרים) חמישה דירקטורים לדירקטוריון, ואילו החברים שאינם בנקים בחרו רק שני דירקטורים לדירקטוריון.⁴⁴ אומנם חמישה חברים הם מיעוט ביחס לכלל הדירקטוריון המונה 16 חברים על פי חוק ניירות ערך והכולל גם נציג מבנק ישראל, נציג משרד האוצר, חמישה דירקטורים חיצוניים, המנכ"ל והיושב ראש, אך הבנקים היו מעין גרעין שליטה מקרב בעלי העניין בשל מספר הנציגים שלהם ביחס לחברים שאינם בנקים – שהוא יותר מכפול.⁴⁵

לאחר התיקון מבנה הממשל התאגידי מוסדר ישירות בחוק ניירות ערך. הדירקטוריון כולל רוב של דירקטורים בלתי-תלויים.⁴⁶ שלושה מתוך הדירקטורים הבלתי-תלויים ממונים באספה הכללית לפי המלצת ועדת איתור.⁴⁷ ועדת האיתור תורכב משלושה חברים: שופט שימונה בידי שר המשפטים בהסכמת נשיא בית המשפט העליון, יושב ראש הבורסה ואיש סגל אקדמי, שממונה על ידי ראש הרשות לניירות ערך.⁴⁸

השינוי של מבנה הממשל התאגידי לא שינה הרבה את ההשפעה של הבנקים על דירקטוריון הבורסה. גם אם כל אחד מעשרת הבנקים עומד במגבלת ההחזקה של חמישה אחוזים, יחד הם עדיין עשויים להחזיק בכמחצית ממניות הבורסה ויכולים להיות כמחצית

40 מלבד הקוהורנטיות הפנימית של הטענה ברשימה זו באשר לקיומו של גורם נוסף שהשפיע על הקיטון בנוזלות, יש עוד סיבות טובות לחשוב ששני הגורמים המנויים מעלה אינם מסבירים את היקף התופעה של הקיטון בנוזלות: הראשון הוא שהסיבה הפנימית של רגולציה ושינוי במעמדה של ישראל אינם מסבירים את התופעה הישראלית בקונטקסט הרחב יותר של קיטון בנוזלות כלל-עולמי שמה שיחד את ישראל זה אי-היכולת להתאושש ממנו. אשר לשינוי בסטטוס של ישראל במדד ה-MSCI, כפי שצוין הוא כנראה אחראי לצמצום ההשקעות הזרות בהיקף של 4%, אך לא נראה שהוא יכול להסביר את מלוא הירידה של הנוזלות בהיקף של 40%. ראו לעיל ה"ש 9.

41 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז–2017, ס"ח 676.

42 "רשימת חברי הבורסה" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/eJ4BKQ>.

43 ש.ם.

44 "תקנון הבורסה – מדריך לחברי הבורסה" החלק הראשון לתקנון (לפני התיקון) ס' 13 הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/LrqVRT> (נצפה לאחרונה בתאריך 15.1.2016).

45 ס' 45א(א) לחוק ניירות ערך, התשכ"ט–1969 (לפני תיקון 63, החוק קבע שהבורסה תבחר שבעה דירקטורים מתוך החברים, אך השאיר את אופן בחירת הדירקטורים של הבורסה לקביעת הבורסה במסמכי ההתאגדות שלה).

46 ש.ם, ס' 3ב50(א).

47 ש.ם, ס' 3ב50(ב).

48 ש.ם, ס' 13ב50(א).

מהאספה הבוחרת את הדירקטורים. אומנם רובם של הדירקטורים יהיו בלתי-תלויים, אולם בספרות יש ספקנות רבה בנוגע לאפקטיביות של העמידה בדרישות הפורמליות של חוסר תלות ביצירת ניתוק של הדירקטור מהאינטרסים של בעל גרעין השליטה או ההנהלה.⁴⁹ אפילו שלושת הדירקטורים הנבחרים בוועדת האיתור, מלבד היותם מיעוט בדירקטוריון, הם לא יהיו מנותקים בהכרח מהאינטרס של גוש השליטה של הבנקים: אחד מחברי הוועדה, יושב ראש הדירקטוריון, מייצג את האינטרסים של גוש השליטה המורכב מהבנקים, ואספת בעלי המניות צריכה לאשר את המועמד הנבחר בוועדה. לכן אין פער של ממש בין ההשפעה של הבנקים על הדירקטוריון עובר לתיקון לבין זו שלאחר התיקון. גם קודם לתיקון היה ניתן להצביע על כך שהבנקים בוחרים רק כשליש מחברי הדירקטוריון, ושרוב החברים הם מעין דירקטורים חיצוניים, הכוללים את נציג בנק ישראל ומשרד האוצר. אולם בפועל במסגרת מעין זו הבנקים היוו באופן ברור דבוקת שליטה בשל העובדה שהם רוב מכריע בחברי הדירקטוריון בעלי עניין ישיר בבורסה, המשפיעים על זהות הדירקטורים החיצוניים. אף נראה שכוחם של הבנקים בדירקטוריון רק עלה, כאשר עכשיו הם יכולים למנות כמחצית מהחברים ואילו בעבר יכלו לבחור רק שלישי.⁵⁰

מובן שהבורסה אינה ליבת העסקים של הבנקים. עובדה זו כשלעצמה אינה מעלה בעיה. אולם מתעוררת בעיה משום שליבת העסקים המרכזית של הבנקים – פיקדונות, הלוואות ותיווך פיננסי ככלל – מעמידה את הבנקים במצב של ניגוד אינטרסים באשר למעמדם בבורסה. הפקדה בבנק היא מוצר פיננסי תחליפי לא מושלם להשקעה בניירות ערך.⁵¹ אומנם רמת הסיכון של שני המוצרים שונה מהותית, ולכן הם אינם מוצרים תחליפים מושלמים, אך יש קבוצה מתוך סך הלקוחות של הבנק המתלבטת בין שני המסלולים עבור החסכונות שבידיה.⁵² נוסף על התחליפיות בין פיקדון בנקאי להשקעה בבורסה, השקעה בנדל"ן מהווה מוצר בעל שיעור תחליפיות גבוה ביחס להשקעה בבורסה לקבוצה נוספת של משקיעים בעלת הון רב המגיע עד כשליש ומעלה מערך נכס נדל"ן.⁵³ הבנקים מפיקים רמת רווח גבוהה גם מהשקעות בנדל"ן, שחלק הארי שלהן ממומן על ידי הבנקים באמצעות

49 ראו להלן ה"ש 147.

50 לדיון מורחב בנקודה זו ראו להלן תת-פרק ז.1.

51 רגישות של ההשקעה בשוק ההון כפונקצייה של הריבית על פיקדונות, הנובעת מהתחליפיות של שני המוצרים הפיננסיים, ראו RONALD I. MCKINNON, MONEY AND CAPITAL IN ECONOMIC DEVELOPMENT 44-47 (1973).

52 יש לציין שיש מוצרים הנסחרים בבורסה שהם מוצר תחליפי כמעט מלא לפיקדונות: מלווים קצרי מועד (מק"מ) ואג"ח ממשלתי ודומיו. הסיכון והתשואה במוצרים אלו כמעט זהה לאלו של פיקדונות. אשר לאפשרות להשקיע במניות ללא תיווך הבנק והבורסה בתל-אביב באמצעות השקעה בבורסות זרות והבעיות עם אפיק תחליפי זה ראו להלן ה"ש 131.

53 התופעה של נגיסת השקעות הנדל"ן בהשקעות בבורסה באה לידי ביטוי בדבריו של יו"ר הבורסה אמנון נויבך על האמצעים שיש לנקוט לצורך הגברת ההשקעה בבורסה. ראו שלי אפלברג "יו"ר הבורסה: צריך להוריד את הכדאיות להשקעה בנדל"ן – ולהטיב עם הבורסה" *The Marker* (30.3.2016) <https://goo.gl/JsAQFB>. ביטוי נוסף למגמה זו בקרב הציבור להסיט השקעות לנדל"ן על חשבון הבורסה ניתן לראות גם בפרסום של בתי השקעות המנסים להתמודד עם תופעה זו. ראו לדוגמה: "מה גורם לאנשים להשקיע בנדל"ן במקום בבורסה" פסגות <https://goo.gl/1LDs42>.

משכנתאות.⁵⁴ כשני המקרים הפרש גבוה בשיעור הרווח עבור הבנק בין כל אחד מסוגי הפעילות לבין שיעור הרווח מפעילות הלקוח בבורסה ייצור לבנק אינטרס להסיט את הלקוחות מהשקעה בבורסה לעבר חיסכון או השקעה במסלול החלופי. כדי להעריך את קיומו של ניגוד אינטרסים יש להשוות את רווחיו של הבנק בכל אחד מסוגי הפעילויות. כאשר מנתחים את הדוחות השנתיים של הבנקים כדי לאתר את מקורות הרווח (לוח 1), סכמטית ניתן לחלק את מקורות הרווח לשניים: רווח הנובע מפעולות התיווך הפיננסי ומקורות רווח חלופיים כאשר עמלות ממסחר הן רק רכיב אחד מתוך מקורות הרווח החלופיים. אולם גם כאשר מאגדים את כל מקורות הרווח החלופיים, הרווח הנובע מפעולות התיווך הפיננסי עולה עליהם במידה ניכרת. הרווח הממוצע הנובע מפעולות התיווך הפיננסי של חמשת הבנקים הגדולים היה כ-68.5% מרווחיהם, הן בשנת 2013 והן בשנת 2014.⁵⁵ מתוך מקורות הרווח החלופי, העמלות על מסחר בניירות ערך של לקוחות הבנק הניב כ-7% בממוצע בשנים אלו.⁵⁶

לוח 1 – מקורות רווחי חמשת הבנקים הגדולים בשנים 2014–2015

Bank	Average earnings rate from interest	Net earnings from interest	Non-Interest earnings from financial activity	Fees from finance activity	Net earnings from finance activity	Total amount of deposits	Average earning rate of earnings from finance activity from total deposits	Fees from Securities trading	Holdings of securities for customers	Average earnings rate of Securities Trading Fees from total holdings of securities
2014										
Poalim	2.04%	7,768	916	545	9,229	297,230	3.11%	1,047	880,532	0.12%
Leumi	2.22%	6,891	795	487	8,173	303,397	2.69%	816	618,728	0.13%
Discount	2.41%	4,054	549	485	5,088	152,903	3.33%	338	151,000	0.22%
Mizrachi	1.90%	3,375	173	299	3,847	152,379	2.52%	238	210,645	0.11%
Benleumi	2.16%	2,012	74	104	2,190	95,155	2.30%	449	248,000	0.18%
Average	2.15%						2.79%			0.15%
2013										
Poalim	1.95%	7,943	480	529	8,952	276,525	3.24%	911	840,070	0.11%
Leumi	2.24%	7,089	1,127	450	8,666	286,003	3.03%	817	597,088	0.14%
Discount	2.39%	3,670	632	302	4,604	148,928	3.09%	305	147,500	0.21%
Mizrachi	2.15%	3,464	14	388	3,866	141,244	2.74%	223	178,222	0.13%
Benleumi	2.38%	2,090	60	189	2,339	89,122	2.62%	421	225,000	0.19%
Average	2.22%						2.94%			0.15%

54 על פי דוח הסקירה החצי-שנתית של מערכת הבנקאות בישראל לחצי השנה הראשונה של 2015 של בנק ישראל, 52% מעסקאות בתחום הדיור של אנשים פרטיים מומנו באמצעות משכנתאות, ראו במסמך מטעם בנק ישראל – חטיבת הפיקוח על הבנקים, היחידה הכלכלית: ההתפתחויות במערכת הבנקאית בששת החודשים הראשונים של 2015 23 (2015) <https://goo.gl/XxVNG4>. מתוך קטגוריית האשראי זוהי קטגוריית האשראי הגדולה ביותר – 21.6% מכלל האשראי לציבור. על גביה יש להוסיף אשראי עסקי לנדל"ן שהסתכם ב-5% אחוזים מכלל האשראי לציבור (שם, בעמ' 25).

55 ההברל בין השנים היה מינורי: הממוצע בשנת 2013 היה 68.6% ובשנת 2014 – 68.53%.

56 בשנת 2013 היה הרווח הממוצע של חמשת הבנקים הגדולים שנבע ממסחר בניירות ערך כ-6.66% ובשנת 2014 – כ-7.2%.

אף שמנתונים אלו אפשר לראות שחלק הארי של הכנסותיו של הבנק נובע מפעולות התיווך הפיננסי, אין בהם כדי להעיד על מאזן האינטרסים של הבנק בין פעולה של לקוח המשתמש בשירותי התיווך הפיננסי של הבנק – הפקדת פיקדון בבנק – לבין פעולה המשתמשת בשירותי המסחר בניירות ערך של הבנק. כדי לקבל מושג על מאזן האינטרסים של הבנק בביצוע כל אחת מפעולות אלו, יש לחלק את ההכנסות של הבנקים בסך כספי הלקוחות המניבים כל אחד מהרווחים. כך נקבל את שיעורי ההכנסות של הבנק על כל שקל בכל אחד מאפיקי הפעילות. הפער בין השניים הוא גדול: שיעור הרווח הממוצע של חמשת הבנקים הגדולים מעמלות על הכספים המושקעים בניירות ערך הוא כ-0.15% הן ב-2013 והן ב-2014, ואילו שיעור ההכנסה הממוצע מפעילות אשראי הוא כ-2.9%⁵⁷. זהו פער רחב ביותר – שיעור הרווח הממוצע של בנק על כל שקל של תיווך פיננסי גבוה כמעט פי 20 מהרווח הממוצע של הבנק על כל שקל הנסחר בניירות ערך. במילים אחרות, על פני הדברים נראה שיש לבנקים אינטרס רב ביותר להסיט לקוחות מהשקעה בבורסה לעבר הפקדת פיקדונות בבנק. כיצד הבנקים יכולים לעשות זאת? העלאת העמלות של הבנקים על מסחר בניירות ערך היא אמצעי מוגבל ביותר להגשמת מטרה זו: בשל התחרות של הבנקים בינם לבין עצמם ובינם לבין חברי בורסה אחרים המציעים שירותי מסחר, נראה שהעלאת עמלת הבנק על מסחר בניירות ערך לא תביא בהכרח להסטת לקוחות לעבר פיקדונות, אלא תגרום דווקא להסטת לקוחות לעבר השקעה בניירות ערך בגופים מתחרים.

יש לסייג מסקנה זו מהנתונים שהובאו לעיל בכך שהנתונים המפורסמים לציבור מתייחסים רק להכנסות מכל אחד מאפיקי הפעילות ולא לשיעור הרווח. ייתכן כי ההוצאות של הבנק בפעולות הקשורות בתיווך פיננסי גבוהות בהרבה מההוצאות על פעולות מסחר בניירות ערך, ולכן בשורה התחתונה שיעור הרווח מפעילות הקצאת אשראי אינו גבוה משיעור הרווח מפעילות של מסחר בניירות ערך. אי אפשר לדחות לגמרי סיוג זה, כי המידע על שיעור הרווח מכל אחד מאפיקי הפעילות, בניגוד למידע על הכנסות, הוא מידע עסקי מסווג שאינו מפורסם לציבור.⁵⁸ למרות זאת כאשר מדובר בפערים קיצוניים בהכנסה

57 ב-2013 היה השיעור 2.94% ובשנת 2014 היה 2.79%. יש לציין ששיעור זה מורכב מהוספת הרכיב של "הכנסות ממימון שאינן מריבית". רכיב זה נובע מהוראה משנת 2011 של בנק ישראל, ראו ס' 7 לחזור בנק ישראל 2325-06 "מתכונת דו"ח והפסד לתאגיד בנקאי ואימוץ כללי החשבונאות המקובלים בבנקים בארה"ב בנושא מדידת הכנסות ריבית" (29.12.2011). כדי להתאים את הדיווח של תאגידים בנקאיים ישראלים לדיווח של בנקים אמריקאיים נוצר סעיף זה, שכולל הכנסות נטו בגין מכשירים נגזרים לא מגדרים, תוצאות פעילות השקעה באיגרות חוב למעט ריבית, תוצאות השקעה במניות, הפרשי שער נטו ותוצאות עסקאות איגוח והלוואות שנמכרו. בחלק מרכיבים אלו ההכנסות אקוויוולנטיות לגמרי להכנסות מריבית – הכנסות שנוצרו ממכירת קרן שערכה נובע מהערך המהווה של הכנסות הריבית הפירותיות, כגון רווח ממכירה של הלוואות ורווח הנובע ממכירת אג"ח. חלק מרכיבים אלו שונה מהותית מהכנסות מריבית, כגון הרווחים הספקולטיביים משינויי שער, אף שנבעו והתאפשרו בזכות הפיקדונות שהופקדו בבנק. גם כאשר לסעיף זה אין מידע נגיש לציבור על משקל כל אחד מהרכיבים בסעיף זה, אולם לא היה בידי נתונים אלו לשנות במידה ניכרת את הניתוח האמור: משקל ההכנסות של סעיף זה הוא קטן יחסית לכלל ההכנסות מפעילות מימון – כ-10% – וכפי שהודגש חלק מרכיבי הסעיף אקוויוולנטיים לגמרי להכנסות מריבית, ולחלק האחר יש זיקה לפיקדונות, גם אם עקיפה.

58 יש שני סיוגים נוספים להסקת מסקנות האמורה מתוך הנתונים המפורסמים של הכנסות הבנקים מאפיקי הפעילות השונים: הראשון, יש להביא בחשבון שהפעילות של תיווך פיננסי של הבנק בנויה על שוק

השולית, ההסתברות שיהיו פערים קיצוניים בסביבות ה-2,000% בעלויות של כל אחד מאפיקי הפעילות, בכדי ששיעור הרווח הממוצע מפעילות אשראי ישתווה לשיעור הרווח הממוצע מסחר בניירות ערך, היא נמוכה. אף שבפעילות אשראי יש עלות ניסוח חוזה (drafting) וצורך ביועצים, בפעילות בתחום ניירות הערך יש עלות קבועה על כל שקל בשל עמלות הבורסה שהבנקים צריכים לשלם, ולכן אין סיבה להניח שהעלויות הנלוות לפעילות אשראי גבוהות יותר בשיעור האמור.⁵⁹

כשמדובר בניגוד עניינים של הדירקטורים של הבנקים המכהנים בדירקטוריון הבורסה, יש שני אופנים שבהם ניגוד עניינים זה עשוי לבוא לידי ביטוי: פרואקטיביות-מכוונת ופסיביות. הבנקים עשויים לנצל את כוחם בבורסה בצורה פרואקטיבית-מכוונת להטלת חסמי כניסה להשקעות בבורסה. יש מגוון רחב של חסמי כניסה שהבנקים יכולים ליצור באמצעות הכוח שיש להם בבורסה, שסכמטית ניתן לחלקם לשלושה אפיקים: חסמי כניסה ישירים המוטלים על משקיעים וחסמי כניסה עקיפים המוטלים על משקיעים: באמצעות הטלת חסמי כניסה הן על חברי בורסה והן על חברות שנסחרות בבורסה. חסמי הכניסה הישירים המוטלים על משקיעים הם הפשוטים ביותר: העלאת העמלות שהבורסה מטילה על חבריה עבור כל פעולת מסחר, המגולגלות בסופן על המשקיעים. בהיעדר גישה לפרוטוקולים, האמצעי הטוב ביותר ואולי היחיד שדרכו ניתן להצביע על ניצול אפיק זה הוא השוואת מבנה העמלות הנהוג בתל אביב לזה הנהוג בבורסות אחרות בעולם אגב איתור חריגות. יש סוגים מסוימים של עמלות החשודים כחסם כניסה – בעיקר עמלות מינימום ועמלה על סך ההחזקות המוטלת גם כאשר אין מבוצעת כל פעולת מסחר. החלק הבא יצביע על כמה חריגות במבנה העמלות של הבורסה בתל אביב מאלו הנהוגות בעולם, גם כאשר מביאים בחשבון את הפרמטר של נפח הפעילות בבורסה.

נוסף על חסמי הכניסה המוטלים על משקיעים, הבורסה יכולה להשית חסמי כניסה גבוהים על כניסתם של חברי בורסה חדשים, באמצעות העלאת העמלות על עצם החברות בבורסה והעלאת דרישות ההון לצורך חברות בבורסה. ככל שמספר חברי הבורסה קטן יותר, ובעיקר מספר חברי הבורסה שאינם בנקים, שהם מחוללי תחרות, כך התחרות על משקיעים קטנה יותר, והעמלות המושגות עליהם גבוהות יותר. האפיק השלישי להטלת חסמי כניסה עקיפים על משקיעים הוא הטלת חסמי כניסה על חברות הנסחרות בבורסה

דו-צדדי, הבנוי מצידו הן על גיוס מקורות על ידי הבנק והן על מציאת שימושים. על כן אי אפשר לזקוף את מלוא הרווח לפעילות בשוק אחד של השוק; השני הוא שהנתון החשוב ביותר להערכת מערך האינטרסים של הבנק אינו שיעור הרווח הממוצע אלא שיעור הרווח השולי. ייתכן שחלק הארי של רווחי הבנק הוא מההלוואות הראשונות שאותן הוא מבצע, אך שרווחיו מההלוואה השולית נמוכים בהרבה. אולם בניגוד לשיעור הרווח הממוצע, אי אפשר להוציא מהדוחות הציבוריים של הבנקים נתונים על רווחיהם השוליים מכל אחד מסוגי הפעילות, ולכן יש להסתפק בנתון על שיעורי הרווח הממוצעים. אף שהוא אינו הנתון הטוב ביותר ללימוד על מארג האינטרסים המדויק של הבנקים, הוא הנתון הטוב ביותר שיש גישה אליו מתוך הדוחות הציבוריים.

59 יש לציין שאי אפשר להצביע על עלויות היעדר תשלום ופשיטת רגל כעל עלויות נוספות הרלוונטיות לתחום האשראי. הנתונים על ההכנסות מאשראי הם על ההכנסות נטו (net revenue), לאחר ניכוי העלויות בשל הפרשה לחובות מסופקים.

באמצעות העלאת העמלות שהן משלמות והן באמצעות הגברת הרגולציה של הבורסה על החברות הנסחרות בה.

הצורה השנייה שבה ניגוד אינטרסים עשוי לבוא לידי ביטוי היא פסיבית. הגורם בעל ניגוד אינטרסים לא בהכרח יפעל וינקוט צעדים מכוונים לפגוע בגוף שעומו יש לו ניגוד אינטרסים. אולם ניגוד האינטרסים עשוי לגרום להתנהגות אדישה מצידו של הגורם בעל ניגוד העניינים באופן שיימנע מכל פעילות שתביא לשיפור במצבו של הגוף שעומו יש לו ניגוד אינטרסים. הספרות המחקרית מתמקדת בביטוי מהסוג הראשון לניגוד עניינים, ואין כמעט עיסוק באפשרות הביטוי השנייה לניגוד עניינים, בשל ההנחה שהצורה האפקטיבית ביותר לקידום האינטרס האישי היא התערבות פעילה. אומנם צורה זו של ניגוד אינטרסים נשמעת עדינה, אולם במצבי משבר הדורשים רפורמות, לאי-העשייה יכולות להיות משמעויות מרחיקות לכת, והיא עלולה למוטט את הגוף שבו חבר בעל האינטרסים המנוגדים. בחלק הבא של העבודה אבחן את קיומן של שתי הצורות שבהן ניגודי האינטרסים יכולים לבוא לידי ביטוי ואדגיש את התשתית התאורטית לכך שדווקא הצורה השנייה היא הצפויה יותר ואולי אף המסוכנת יותר.

ג. ניגודי עניינים המבוטאים בהתנהגות פסיבית: תשתית תאורטית

בחלק הקודם עלו שתי צורות שבהם ניגודי העניינים עשויים להופיע. הצורה הראשונה היא התנהגות פרואקטיבית המכוונת לקידום האינטרס האישי על חשבון האינטרסים של הגורמים האחרים שהסוכן אמור לדאוג להם, והשנייה היא התנהגות פסיבית – הימנעות מפעילות העשויה לסייע לאינטרסים של הגורמים שהסוכן אמור לדאוג להם מחמת דאגה לאינטרסים האישיים שלו, שאינה מונעת מכוונה מודעת לקדם את האינטרס של הסוכן. על פני הדברים לא מובן מדוע אדם לא יפעל בכל הכלים שעומדים לרשותו כדי לקדם את האינטרסים האישיים שלו על חשבון האינטרסים של גורמים שונים. מדוע שיקדם את האינטרסים שלו רק באמצעות הימנעות מפעולה ולא באמצעות פעולה אקטיבית? לשאלה זו יש שתי תשובות: האחת באמצעות ניתוח כלכלי, והשנייה באמצעות ניתוח מהזווית של האתיקה ההתנהגותית. חשיבותה של גישת האתיקה ההתנהגותית היא בחשיפתה מרחב של מופעים לניגוד עניינים רחב מזה שהמודל הקלאסי של החלטה רציונלית צופה. לפי גישת האתיקה ההתנהגותית, איננו צריכים לחשוש לביטוי של ניגוד עניינים רק במופעים האפקטיביים ביותר לקידום האינטרס האישי, כגון השפעה אקטיבית בדירקטוריון במקרה דנן. ייתכן אפילו שהחשש להתנהגות הנובעת מניגוד עניינים גדול יותר בהקשרים שאינם מקדמים את האינטרס האישי של הסוכן באופן האפקטיבי ביותר, אך עדיין נובעים בעיקר ממנו – כגון התנהלות פסיבית בדירקטוריון במקרה דנן.⁶⁰ במסגרת מאמר זה לא ניתן להכריע איזה מההסברים "חזק" יותר. ייתכן שרק אחד משני ההסברים "עושה את העבודה" במקרה זה. במחקר נוסף שאני עושה עם יובל פלדמן, אנחנו מתכוונים לבודד את ההשפעה של שתי ההצדקות בניסוי בתנאי מעבדה כדי לבחון איזה מההסברים דומיננטי יותר. אולם

60 ראו להלן ה"ש 154.

במסגרת עבודה זו אנחנו יכולים רק להעלות את ההסברים האפשריים לתופעה המעניינת שמצאנו, אך בלי להכריע ביניהם.

1. ניתוח כלכלי

במודל הכלכלי הסטנדרטי פרטים מבצעים ניתוח עלות-תועלת לפני ביצוע כל פעולה, כולל פעולות לא חוקיות או לא אתיות. לפני ביצוע פעולה אשר מוטלת סנקצייה על ביצועה, הפרט מחשב ומשווה את תוחלת התועלת שלו מביצוע הפעולה לתוחלת העלות של ביצוע הפעולה. הפרט יבצע את הפעולה רק אם תוחלת התועלת גדולה מהתוחלת של העלות. תוחלת עלות מורכבת מהעלויות הישירות של הפעולה ונוסף על זה גודל הסנקצייה כפול ההסתברות שהסנקצייה אכן תהיה מושגת עליו.⁶¹ הרכיב המרכזי המשפיע על ההסתברות שהסנקצייה אכן תושג על מקבל ההחלטה תלוי בסיכויים שמערכת האכיפה תאתר את ההפרה האמורה. אולם יש רכיב נוסף המשפיע על הסיכויים להשתתף הסנקצייה: עמידה בסטנדרטים ראייתיים. גם אם מערכת האכיפה מאתרת פעולה שעל פני הדברים אינה חוקית, עליה לעמוד בסף ראייתי מינימלי כדי להוכיח שאכן הפעולה לא הייתה חוקית. לכן בחישוב התוחלת של השתתף הסנקצייה הפרט אינו מביא בחשבון רק את ההסתברות לאיתור ההתנהגות המפירה אלא גם את ההסתברות להצטברות מספקת של ראיות שתאפשר להרשיע אותו על התנהגותו.

במקרה של החלטה של דירקטורים המקדמת את האינטרס האישי שלהם (ושל בעל השליטה שאותו הם מייצגים) על חשבון האינטרס של החברה שלה הם חבים חובת אמונים, לא מספיק להוכיח שיתכן שהחלטה מסוימת שפגעה בחברה נבעה מהאינטרס האישי שלהם, במיוחד כאשר עצם העמידה במצב של ניגוד עניינים הוא לגיטימי – ייצוג הבנקים בדירקטוריון הבורסה מוסדר בחקיקה. על פי הגישה של בית המשפט של דלוור, כדי לחייב דירקטורים במצב זה, יש צורך להוכיח שהפגיעה בחברה לא נבעה מהתרשלות ללא כוונה רעה (mala fide). אפילו במקרים של הפרת חובת זהירות פירש בית המשפט של דלוור את הסייג לאי־תחולת ההגנה של שיקול הדעת העסקי – שהחלטה לא התקבלה בתום לב (not in good faith) – בצמצום: שההגנה לא חלה כאשר החלטה התקבלה מתוך כוונה רעה ברורה (bad faith), והיעדר כוונה טובה בלבד אינו מספיק כדי לבטל את קיומה של ההגנה.⁶² על כן רק בכשלים מכוונים או בכישלונות קיצוניים אין הגנה וניתן להרשיע.⁶³ לפי גישה זו, אם אפילו לצורך הרשעה על הפרה של חבות זהירות יש צורך להוכיח mala fide, קל וחומר שתהיה לפחות אותה דרישה במקרים של הפרת חובת אמונים. במעשים אקטיביים הרבה יותר קל להוכיח שההתנהגות לא נבעה מרשלנות אלא מ"כוונה רעה". יש

Garry S. Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 J. POL. ECON. 169 61
(1968).

.Elizabeth A. Nowicki, *A Director's Good Faith*, 55 BUFF. L. REV. 457, 499–503 (2007) 62
In re Walt Disney Co. המחברת בעיקר מתייחסת להגדרה של "כוונה רעה" בפסקי הדין בעניין דיסני: Derivative Litig., 906 A.2d 27 (Del. 2006); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003);
Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

.Hillary A. Sale, *Delaware's Good Faith*, 89 CORNELL L. REV. 456, 493 (2004) 63

מעשים שערווייתיים שאין להם הסבר מתקבל על הדעת לבד מהיותם מונעים מאינטרס אישי. בהתנהגות פסיבית הרבה יותר קשה להוכיח קיומה של כוונה רעה. כאשר אדם דואג להשארת מצב שהיה לגיטימי בעבר על כנו, קיים קושי רב להוכיח שהפעולה נעשתה מתוך כוונה רעה. על כן כאשר דירקטורים נמנעים מפעולה, ההסתברות שגורמי האכיפה יצליחו להוכיח שהתנהגותם נבעה מניגוד אינטרסים ובעקבות זאת לחייב אותם בגין הפרת חובת אמונים היא קטנה ביותר. זאת, בניגוד לפעולה אקטיבית לטובת אינטרס אישי, שקל יותר להוכיח שהונעה מכוונה רעה ולא רק מהתרשלות. מכל האמור עולה שככלל, התוחלת של התנהגות פסיבית המקדמת אינטרס אישי גבוהה מהתוחלת של התנהגות אקטיבית המקדמת אינטרס אישי.

גילסון וגורדון ערכו הבחנה דומה בין התנהגות פסיבית לבין התנהגות אקטיבית בהקשר התאגידי. לדידם, מנהלים של קרנות השקעה מאופיינים ב"איפוק רציונלי" (rationally reticent): הם מוכנים להיענות פסיבית להצעות בתחום של הממשל התאגידי, אך הם אינם מוכנים להיות אקטיביים וליזום הצעות מסוג זה.⁶⁴ ההסבר לכך הוא שהעלויות של היענות להצעה נמוכות מהעלויות של גיבוש הצעה.⁶⁵ ההבחנה של גילסון וגורדון דומה להבחנה לעיל: לשיטתם, העלויות הגבוהות יותר של ההתנהגות האקטיבית גורמות לנציגים המצויים בניגוד עניינים להטות את התנהגותם לעבר דפוסי התנהגות פסיביים המאופיינים בעלויות נמוכות יותר. אולם המקור של העלויות בהתנהגות אקטיבית שונה ממקרה למקרה: אצל גילסון וגורדון העלויות נובעות מההשקעה הגדולה יותר הנצרכת בגיבוש הצעה, ובהבחנה שהוצעה לעיל הן נובעות מהעלות הגבוהה יותר של התנהגות אקטיבית בשל התוחלת הגבוהה יותר לחיוב בגין הפרת חובת אמון. מלבד זאת יש הבדל חשוב בין שתי ההבחנות: בהבחנה של גילסון וגורדון הפסיביות גורמת לנציגים להתנהג בצורה שעולה בקנה אחד עם האינטרסים של המיוצגים, ובהבחנה ברשימה זו הגלישה לעבר ההתנהגות הפסיבית גורמת לנציג להתנהג בצורה שאינה עולה בקנה אחד עם האינטרסים של המיוצגים.

אפשרות נוספת להסביר את אופן ההתנהלות הפסיבית במצב של ניגוד עניינים היא חיסכון בעלויות באמצעות פעולה חד-פעמית של מינוי הנהלה, שתיתר את הצורך בפעילות רציפה בדירקטוריון. דירקטורים יכולים למנות הנהלה שתפעל לפי האינטרסים שלהם ובכך לחסוך להם, למעט מקרים חריגים, את הצורך לפעול בדירקטוריון לקידום האינטרסים שלהם.

2. ניתוח מהזווית של אתיקה התנהגותית

ההנחה שביסוד האתיקה ההתנהגותית היא שאף שבמקרים רבים אנשים מעדיפים לפעול במודע לפי אינטרסים של אחרים ובניגוד לאינטרסים שלהם, הרי שבמצבים מסוימים אנשים בכל זאת ייטו, לא במודע, להתנהגות המקדמת את האינטרס העצמי שלהם. למרות הקרבה בשם של אתיקה התנהגותית לכלכלה התנהגותית – שכן שני השמות מתמקדים בהשלכה של תופעות פסיכולוגיות על החלטות – הרי ששני התחומים מנתחים תופעות שפועלות

Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 4 COLUM. L. REV. 863 (2013)

64 שם, בעמ' 870–871.

בכיוונים הפוכים. הכלכלה ההתנהגותית מדגימה כי התופעות הפסיכולוגיות גורמות לפרטים לבצע החלטות תת-אופטימליות מבחינתם, וכי הפרטים אינם ממקסמים את התועלת שלהם אף שאנשים פועלים לצורך מקסום התועלת האישי שלהם. מנגד, האתיקה ההתנהגותית מתמקדת בתופעות פסיכולוגיות שהן self-serving: אף שאנשים מתכוונים לקדם את האינטרסים של פרטים אחרים על חשבון האינטרס האישי שלהם, תופעות אלו גורמות לאנשים בסופו של דבר לקדם את האינטרס האישי שלהם.

דוגמה לתופעה מעין זו היא זו שחוקרים בתחום של האתיקה ההתנהגותית הצביעו עליה במקרים של קבלת החלטות במצבי "סחיטה נפשית", או מה שמכונה בספרות Ego Depleting Circumstances.⁶⁶ המחקרים מראים שכאשר פרט מקבל החלטות לאחר שהיה נתון בלחץ או במאמץ מנטלי, הוא ייטה לבחור צורת התנהגות אתית פחות. פרנצ'סקה ג'ינו ומקס בזרמן הדגימו אפקט זה באמצעות ניסוי שבו פרטים ראו וידאו שהופיעו בו מילים בתחתית המסך והתבקשו לא להסתכל על מילים אלו. מייד לאחר הצפייה בווידאו התבקשו המשתתפים לבצע משימה של פתרון בעיה, ולאחריה התבקשו לדווח על מידת ההצלחה שלהם בפתרון הבעיה, בקבלם תשלום בהתאם. הפרטים שביצעו קודם את המשימה שדרשה מהם לחץ מנטלי נטו לדווח דיווחים שקריים על מידת ההצלחה שלהם בפתרון הבעיה. מלבד הקושי הגדול יותר של שמירה על "משמעת אתית" במצבים של סחיטה נפשית הראו ג'ינו ובזרמן שלפרטים יש קושי גדול יותר לזהות בעיות אתיות במצבים של סחיטה נפשית.⁶⁷ אם נשוב לענייננו ולעיסוק בהחלטות דירקטוריון, הרי שלאפקט מסוג סחיטה נפשית עלולות להיות השלכות מרחיקות לכת: גידול בסיכויים לקבלת החלטה לא אתית אם הנושא עולה בסוף פגישת דירקטוריון ארוכה.

סדרה נוספת של מצבים העלולים להשפיע על קבלת החלטות לא אתיות היא מצבים המאפשרים לפרט לשמור על "דימוי עצמי אתי" גם כאשר ההחלטה עצמה לא אתית. יובל פלדמן מכנה תופעה זו, המתרחשת במצבים שבהם יש אי-בהירות בנוגע לסטנדרט האתי, Self-concept Maintenance.⁶⁸ מצבים אלו של אי-בהירות מאפשרים לפרט לנהוג התנהגות לא אתית בשמירה על דימוי עצמי של אדם הנוהג התנהגות אתית. הראל ופלדמן הדגימו תופעה זו בניסוי שבו המשתתפים קיבלו שאלון על מצב שבו אדם מחליף עבודות, ויש לו דילמה אם לקחת איתו את אחד הלקוחות הגדולים של מקום עבודתו הקודם. בשאלון יש שני משתנים. המשתנה הראשון הוא מידת העמימות של הנורמה המשפטית – בחלק

Roy E. Baumeister, Ellen Bratslavsky, Mark Muraven & Dianne M. Tice, *Ego Depletion: Is the Active Self a Limited Resource?*, 74 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOL. 1252 (1998)

Francesca Gino & Max H. Bazerman, *When Misconduct Goes Unnoticed: The Acceptability of Gradual Erosion in Others' Unethical Behavior*, 45 J. EXPERIMENTAL SOC. PSYCHOL. 708, 714 (2009)

Yuval Feldman, *Behavioral Ethics Meets Behavioral Law and Economics*, in HANDBOOK OF BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS 213, 220–221 (Eyal Zamir & Doron Teichman eds., 2014).
Max H. Bazerman, George Loewenstein & Don A. Moore, *Why Good Accountants Do Bad Audits*, 80 HARV. BUS. REV. 96 (2002); Yuval Feldman & Doron Teichman, *Are all Contractual Obligations Created Equal?*, 100 GEO. L.J. 5 (2011); Yuval Feldman & Alon Harel, *Social Norms, Self-interest and Ambiguity of Legal Norms: An Experimental Analysis of the Rule vs. Standard Dilemma*, 4 REV. L. & ECON. 81 (2008)

מהשאלונים מצוין קיומו של חוק בהיר האוסר על שימוש באינפורמציה מהמעביד הקודם, ובחלקם מצוין קיומו של סטנדרט לא בהיר האוסר על שימוש בפרקטיקות לא הגונות בתחרות עם מעסיק קודם. המשתנה השני הוא עוצמת האינטרס העצמי בהעברת הלקוח לחברה החדשה (גודל הבונוס). הראל ופלדמן מצאו שגודל הבונוס אינו משפיע על החלטתם של אנשים כאשר הכלל המשפטי בהיר, אך כן משפיע כאשר הכלל המשפטי אינו בהיר – מספר המשתתפים שענו שייקחו עמם את הלקוח עלה דרמטית עם הגידול באינטרס האישי במצב של אי-הבהירות המשפטית.⁶⁹

פרנצ'סקה גינו ומקס בזרמן מצביעים על התופעה שפרטים ייטו יותר לקבל התנהגות לא אתית של אחרים כאשר השחיקה האתית היא הדרגתית.⁷⁰ הם מדגימים תופעה זו בהקשר של רואי חשבון, אך תופעה זו היא רלוונטית ביותר גם לדירקטורים שגם להם יש תפקיד ביקורתי. במחקר של דיקמן מצאו החוקרים שפרטים נוטים לאמץ החלטות לא אתיות של אחרים גם אם הם עצמם לא היו מחליטים כך. בניסוי שערכו קיבלו המשתתפים החלטות ניהוליות שלצד החלטות של מנהל אחר הביאו לתוצאות חיוביות. בניסוי הוחלט על שתי צורות חלוקה של הבונוס: האחת בהחלטה של המשתתף, והשנייה – קבלת חוות דעת חיצונית שעל המשתתף לקבל חלק גדול יותר, ועל המשתתף להחליט אם לאמצה או לדחותה. החוקרים מצאו שכאשר המשתתף החליט בעצמו, הוא לא נתן לעצמו חלק גדול מזה של המנהל האחר, אולם במקרים של חוות הדעת נטו המשתתפים לקבלה אף שהיא מפלה אותם לטובה.⁷¹

לשתי התופעות המתוארות מעלה – אפקט התחזוקה העצמית (self-concept maintenance effect) ואפקט השחיקה ההדרגתית (gradual erosion effect) יש מכנה משותף: יש נראות חלשה יותר לממד ה(לא) אתי שבהחלטה – דבר שמגביר את הסיכוי שהפרט יחליט החלטה לא אתית. כפי שמקס בזרמן מציין, לנראות החלשה יותר של הממד האתי אפשר שיהיו שורשים נוספים כגון הטיית המחדל (omission bias) המוכרת מהספרות של הכלכלה ההתנהגותית.

טענתי ברשימה זו היא שהנראות החלשה יותר של הממד האתי בהחלטה על הימנעות מפעולה עשויה לגרום לדירקטורים הנתונים בניגוד עניינים לנטות לעבר קידום העניין האישי שלהם בעיקר באמצעות הימנעות מפעולה. ולכן אף שיתכן שהדירקטורים היו יכולים לקדם את האינטרסים של הבנקים שאותם הם מייצגים על חשבון הבורסה באפקטיביות רבה יותר באמצעות השתתפות אקטיבית בשיבות הדירקטוריון ומקסום ההשפעה שלהם על החלטותיה, הבולטות של הבעייתיות האתית בהתנהגות מסוג זה מונעת מהם להוציאה לפועל. על כן הביטוי לניגוד העניינים יופיע בצורה בה הבולטות של הבעייתיות האתית של ניגוד העניינים נמוכה, כגון באמצעות דפוס התנהגות פסיבית של

69, Feldman, לעיל ה"ש 68.

70, Gino & Bazerman, לעיל ה"ש 67.

71 Kristina A. Diekmann et al., *Self-interest and Fairness in Problems of Resource Allocation: Allocators versus Recipients*, 72 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOL. 1061 (1997)

היעדרות.⁷² אדגים זאת כחלק הבא של החיבור באמצעות נתונים של שיעורי הנוכחות של דירקטוריונים – הן של אלה המייצגים בנקים והן של הדירקטורים האחרים. לפני הדיון בביטויים הפסיביים יש לציין את המגבלה המתודולוגית העומדת בפני הגישה של האתיקה ההתנהגותית וההבחנה בין מניעים מודעים ומכוונים לבין מניעים לא מודעים. הרכיב של המודעות הוא רכיב פנימי שקשה מאוד להוכיח את קיומו. ניתן בעיקר לשער את קיומו מדפוסי התנהגות שונים, כגון ההנחה שמאמר זה משתמש בה, שלפיה בהתנהגות אקטיבית רכיב המודעות לאחירות המוסרית חזק, ובהתנהגות פסיבית רכיב המודעות לאחירות המוסרית חלש.⁷³ מובן שניתן לטעון בהקשרים מסוימים של התנהגות אקטיבית שהמניע הפעיל הוא בתת-מודע ובהקשרים של התנהלות פסיבית שהמניע הפעיל מאחורי ההתנהגות היה מודע לגמרי.⁷⁴ למרות הבעיה המתודולוגית המלווה את גישת האתיקה ההתנהגותית עדיין יש לה כוח הסברי ופרדיקציות ייחודיות.

ד. ביטויים פסיביים לניגוד האינטרסים: ממצאים אמפיריים

1. ההשערה

"מלכת הראיות" בבחינת התנהלותם של דירקטוריונים היא הפרוטוקול של ישיבת הדירקטוריון.⁷⁵ היות שהבורסה היא חברה פרטית ותאגיד שאינו מבוקר, אין גישה כלל למשאב זה.⁷⁶ למרות היעדר גישה לפרוטוקול, באמצעות בקשת חופש מידע מהרשות לניירות ערך ניתנה בהסכמת הבורסה גישה לנתונים על נוכחותם של הדירקטורים בישיבות

72 לאור הניתוח האמור, אף שעל פני הדברים נראה שבהינתן ניגוד האינטרסים מוטב שהדירקטור לא ישתתף בישיבות כדי שלא יפעל בהן לפי ניגוד האינטרסים שלו, הנראות החלשה יותר של היעדרות עשויה להופכה לכלי אפקטיבי יותר ולכן מסוכן יותר בקידום האינטרס האישי המנוגד לאינטרס של החברה. להרחבה על טענה זו ולמשמעות השלילית לחברה של עצם ההיעדרות ראו להלן ה"ש 92–96.

73 ראו J. David Sugarman, *Active versus Passive Euthanasia: An Attributional Analysis*, 16 J. APPLIED SOC. PSYCHOL. 60 (1986); Mark Spranca, Elisa Minsk & Jonathan Baron, *Omission and Commission in Judgment and Choice*, 27 J. EXPERIMENTAL SOC. PSYCHOL. 76 (1991); Johana H. Kordes-de Vaal, *Intention and the Omission Bias: Omission Perceived as* Peter DeScioli et al., *The Omission Nondecisions*, 93 ACTA PSYCHOL. 161 (1996); (2011) *Strategy*, 22 PSYCHOL. SCI. 442.

74 אייל זמיר מצביע על גורמים שונים אפשריים להטיית המחדל. אחד הגורמים לקיומה של הטיית המחדל היא הטיית הסטטוס קוו הנובעת מרתיעה מהפסד (loss aversion). גורם זה עשוי להוביל להטיית מחדל במקרים רבים, אך במקרים מסוימים של מחדל הוא לא יבוא לידי ביטוי, כגון כאשר נדרשת פעולה להמשך המצב הקיים, ואי-פעולה תביא לשינויו. ראו Zamir, לעיל ה"ש 23.

75 לדוגמה של מאמר שבחן את אופי ההתנהגות של דירקטורים על בסיס גישה לפרוטוקולים של ישיבות (המאמר בחן דירקטורים של חברות ממשלתיות של מחברים היה גישה לפרוטוקולים שלהם) ראו Miriam Schwartz-Ziv & Michael S. Weisbach, *What do Boards Really do? Evidence from Minutes of Board Meetings*, 108 J. FIN. ECON. 349 (2013).

76 כך גם הובהר לי בישיבה עם נציגים מהרשות לניירות ערך ומהבורסה, בבקשה לקבלת חומרים מהבורסה לגבי ישיבות הדירקטוריון של הבורסה במסגרת חוק חופש המידע, התשנ"ח-1998.

הדירקטוריון.⁷⁷ ההשערה שעלתה היא שניגוד האינטרסים החמור שבו נתונים דירקטורים המייצגים בנקים יבוא לידי ביטוי בהתנהגות פסיבית – שיעור הנוכחות בישיבות הדירקטוריון נמוך במידה ניכרת מזה של הדירקטורים האחרים שאינם מייצגים בנקים.⁷⁸ הרקע להשערה זו נובע הן מהניתוח הכלכלי שסיכויי התפיסה נמוכים יותר בדפוס התנהגות פסיבי והן מהניתוח מהזווית של אתיקה התנהגותית שהוזכרה לעיל בנוגע לנטייה של ניגוד אינטרסים לבוא לידי ביטוי בדפוס התנהגות פסיבי. אי־הגעה לישיבות היא דוגמה קלאסית לדפוס התנהגות פסיבי. השאלה שעולה היא כיצד דפוס פסיבי זה של התנהלות הדירקטורים משרת את האינטרס האישי שלהם, או ליתר דיוק של שולחיהם – הבנקים.⁷⁹ התאוריה צופה התנהגות פסיבית, אך רק כאשר התנהגות זו מקדמת את האינטרסים האישיים של הסוכן. תאוריית ה־Managerial Model of Boards מנהירה מדוע אי־הגעה לישיבות דירקטוריון מקדמת את האינטרסים של הבנקים על חשבון האינטרסים של הבורסה. בספרות של מנהל עסקים יש שני מודלים מרכזיים המתארים את הפונקציה של דירקטוריון בחברה: המודל המבקר של הדירקטוריון (Supervisory Model of Boards) והמודל הניהולי של הדירקטוריון (Managerial Model of Boards). לפי המודל הראשון, התפקיד שמבצע הדירקטוריון בפועל מתוחם לביקורת של נושאי המשרה בתאגיד. הדירקטורים בוחנים ומבקרים את התהליכים שבהם מתקבלות החלטות בחברה ומוודאים

77 הבורסה התנגדה למסירת מידע על הזהות הפרסונלית של הדירקטורים שנכחו בכל ישיבה, ועל כן המידע שנמסר הוגבל רק לנוכחות הדירקטורים על פי המאפיינים שלהם (דח"צ, דירקטור המייצג בנק ודירקטור המייצג חבר בורסה שאינו בנק) ללא ציון שמו של הדירקטור.

78 יש לציין שבעוד שהסקת מסקנה בכיוון זה היא תקפה – שוני מסוים בדפוס ההתנהגות של סוגי הדירקטורים השונים מעיד על ניגוד אינטרסים, לא ניתן להסיק מהתנהגות זהה של הדירקטורים השונים, שלא קיים גורם שיש לו ניגוד אינטרסים. גם אם ברמת הבנק יש ניגוד אינטרסים, הדירקטור המייצג את הבנק עשוי לפעול שלא בהתאם לאינטרסים של הבנק ששלח אותו בכדי לא לחשוף את עצמו לתביעה על הפרת חובת אמון כלפי הבורסה.

79 ההנחה במסגרת עבודה זו הינה שהדירקטורים מייצגים את האינטרס של הבנקים. אמנם גם כאן ישנה אפשרות לבעיית נציג – שהדירקטורים המייצגים את הבנקים פועלים מתוך המניעים האישיים שלהם שאינם עולים בקנה אחד של הבנקים – מקסום הפנאי שלהם באמצעות היעדרות מישיבות הדירקטוריון גם אם יש בכך פגיעה באינטרסים של הבנקים. אך לאפשרות זו אין יכולת להסביר את פער הנוכחות בין דירקטורים המייצגים בנקים לבין דירקטורים אחרים. האינטרס של דירקטור למקסם את הפנאי שלו על חשבון האינטרס של החברה השולחת אותו, קיים אצל כל הדירקטורים, אך בכל זאת רק אצל הדירקטורים המייצגים בנקים שיעור הנוכחות הוא נמוך. הסיבה לכך שלרוב דירקטורים פועלים לפי האינטרסים של החברה ששולחת אותם ואין ביטוי חזק לבעיית הנציג הוא בשל bonding mechanisms המצמצמים את פער האינטרסים בין הנציג לבין שולחו. ברוב רובם של המקרים הדירקטורים הם בכירים בבנקים ששלחו אותם לייצגם, ורכיב משמעותי מתוך השכר של בכירי מערכת הבנקאות הוא באופציות ומניות, הקושרים את האינטרסים של הנציג לאינטרסים של החברה. לדוגמה בדירקטוריון הנוכחי של הבורסה רוב הנציגים של הבנקים מכהנים כחברי הנהלה וראשי חטיבות בבנקים, כנלמד מפירוט המידע עליהם באתר הבורסה לניירות ערך: מר אפרים אברהם, ראש אגף ניהול פיננסי בבנק אגוד (<https://goo.gl/B6d3uT>); מר איתי בן־זאב, ראש חטיבת שוקי ההון וסמנכ"ל בנק לאומי (<https://goo.gl/QkXkjw>); מר יורם סירקיס, ראש חטיבת ניהול נכסי לקוחות, הבנק הבינלאומי (<https://goo.gl/TZbd3e>); מר דן קולר, הממונה על החטיבה לשווקים פיננסיים, בנק הפועלים (<https://goo.gl/SbUcbn>); מר עדי שחף, סגן מנהל החטיבה הפיננסית, בנק מזרחי טפחות (<https://goo.gl/3kCJeD>).

שנושאי המשרה אכן פועלים לטובת בעלי המניות ולא לטובת עצמם. לפי מודל זה, אין ציפייה שהדירקטוריון ירים תרומה סובסטיבית להחלטות של החברה.⁸⁰ לפי המודל הניהולי של הדירקטוריון, הדירקטוריון מבצע תפקיד נוסף על תפקידו הביקורתי: הוא אמור לתת "אינפוט" סובסטיבי על החלטות, ומלבד זאת הוא אמור להתוות את האסטרטגיה של החברה. לפי מודל זה, את הרפורמות בחברה אמור להוביל הדירקטוריון, שלא כהחלטות הניהול השוטף, שאותן מובילה הנהלת החברה.⁸¹ על פי גישה זו, דירקטוריון שאינו פעיל לא רק יפגע בעקיפין באיכות ההחלטות המתקבלות בחברה אלא גם יפגע ישירות באיכות ההחלטות ובמהלכים שהחברה יכולה לבצע.

על פי המודל הניהולי של הדירקטוריון, להיעדרותם של דירקטורים עלולה להיות השפעה שלילית מרחיקת לכת על החברה. היעדרות של חלק גדול מהדירקטורים, במיוחד של אלו המייצגים את בעלי העניין הגדול ביותר בחברה, עלולה להביא את החברה לשיתוק, לפחות ברמה האסטרטגית.⁸² על פי מודל זה, הדירקטוריון הוא שמוביל מהלכים אסטרטגיים, וכאשר הדירקטוריון אינו מתפקד, אי אפשר, או לפחות קשה מאוד, לבצע שינויים גדולים בחברה. ההשלכות של היעדרות דירקטורים לפי המודל האמור עלולות להיות קשות במיוחד בחברה המתמודדת עם בעיות קשות וזקוקה לרפורמות ושינויים.⁸³ יישום הדברים בענייננו מבהיר מדוע נוכחות נמוכה של דירקטורים המייצגים בנקים בישיבות הדירקטוריון עשויה להיות ביטוי לניגוד האינטרסים שבו הם מצויים: לבנקים אין אינטרס שהבורסה תשקם את עצמה. יתרה מזאת, יש לנציגי הבנקים אינטרס שהבורסה תיחלש עד רמה מסוימת כדי שתהיה אטרקטיבית פחות ותסיט חלק מהמשקיעים להפקיד את כספם בבנק או להשקיע בנדל"ן ולממן את רוב ההשקעה באמצעות משכנתה מהבנק. אף שנציגי הבנקים יכולים לקדם מטרה זו ביתר אפקטיביות באמצעות השתתפות בישיבות הדירקטוריון ותמיכה בשינויים שיחלישו את הבורסה, בשל שני ההסברים שצוינו בתחילת הרשימה – הן מהזווית של הניתוח הכלכלי והן מהזווית של אתיקה התנהגותית – הם יעדיפו לקדם מטרה זו באמצעות התנהלות פסיבית אף שעל פני הדברים היא אפקטיבית פחות.

80 אשר למודל המבקר של דירקטוריון ראו Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, *Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO*, 88 AM. ECON. REV. 96 (1998); Andres Almazan & Javier Suarez, *Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures*, 58 J. FIN. 519 (2003).

81 אשר למודל הניהולי של דירקטוריון ראו Fenghua Song & Anjan V. Thakor, *Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance*, 61 J. FIN. 1845 (2006); Renee B. Adams & Daniel Ferreira, *A Theory of Friendly Boards*, 62 J. FIN. 217 (2007); Milton Harris & Artur Raviv, *A Theory of Board Control and Size*, 21 REV. FIN. STUD. 1797 (2008). בספרות אין התייחסות להבחנה אפשרית בין דירקטורים בחברה מבוזרת לבין דירקטורים בחברה שיש בה בעל שליטה.

82 אשר לאפקטיביות של דירקטורים שאינם עצמאיים לעומת דירקטורים עצמאיים ראו Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231 (2002). יש להדגיש שהמאמר מתמקד בדירקטורים חיצוניים שאינם מועסקים בחברה לעומת דירקטורים המועסקים בחברה, אולם הוא מראה את היתרון בדירקטורים שהם Stakeholders, גם אם כעובדים.

83 מובן שיש לבסס השערה זו אמפירית, אולם ייתכן שיהיה קושי לעשות זאת אם תופעה זו של נוכחות מועטה בדירקטוריון היא נדירה יחסית.

אף שתאורטית רמת נוכחות נמוכה של דירקטורים המייצגים בנקים מאפשרת מרחב תמרון רחב יותר לדירקטורים המייצגים חברים שאינם בנקים להעביר החלטות בדירקטוריון הבורסה, נראה שהדירקטורים מודעים לכך שלא יהיה ניתן להוציא לפועל תוכנית בעלת חשיבות ללא תמיכה של הגורם העיקרי בדירקטוריון – נציגי הבנקים. קוורום מקוצץ הוא גוף קצוץ כנפיים.⁸⁴

2. הממצאים האמפיריים הרלוונטיים

במסגרת בקשת חופש המידע ביקשתי מידע על שיעורי הנוכחות של הדירקטורים השונים בישיבות הדירקטוריון של הבורסה מינואר 2004 ועד דצמבר 2014. הבורסה התנגדה לבקשה להעביר מידע שמי על הנוכחות של כל אחד מהדירקטורים, אבל הסכימה להעביר את המידע הזה בהשמטת השם אך בציון סיווגו של הדירקטור – דירקטור המייצג בנק, דירקטור המייצג חבר שאינו בנק (חש"ב) או דירקטור חיצוני. סיכום הנתונים מופיע בלוח 1. כל שורה בלוח מציינת את מספר הפעמים שבהן דירקטור אחד נכח בישיבות במשך כהונתו ואת מספר הפעמים שבהם נעדר מהן. מינוי דירקטור חליף מצוין כהיעדרות של הדירקטור הראשי. בכמה מקרים בודדים אותו הדירקטור כיהן יותר מכהונה אחת, ועל כן נתוני הנוכחות שלו יופיעו ביותר משורה אחת – שורה אחת לכל תקופת כהונה.⁸⁵ בשל היות משקלם של דירקטורים המייצגים בנקים (5) ודח"צים (5) גדול מזה של דירקטורים המייצגים חש"בים (2), התצפיות של אלה המייצגים בנקים ודח"צים רבות משל אלה המייצגים חש"בים. למרות זאת לאורך העשור שנדגם יש מספיק תצפיות של דירקטורים המייצגים חש"ב (סך הכל 2,927 ליתר דיוק) כדי להצביע על תופעה בעלת מובהקות סטטיסטית, כפי שיפורט בהמשך.⁸⁶

בשל התנגדותה של הבורסה להעביר מידע שיחשוף את זהותם של הדירקטורים שנכחו או נעדרו מישיבות הדירקטוריון, היא לא העבירה את הרשימה המפורטת של נוכחות הדירקטורים בכל אחת מישיבות הדירקטוריון המופיעה בפרוטוקול. על כן אי אפשר לפלח את הנוכחות לפי סוג הנושא הנידון בישיבה. אולם הפילוח אינו קרדינלי – אם שיעור ההיעדרות של דירקטורים המייצגים בנקים הוא גבוה במיוחד בישיבות שלא נידון בהם עניין חשוב ומרכזי, יש להניח שגם שיעור ההיעדרות של דירקטורים המייצגים חש"בים הוא גבוה במיוחד בישיבות שלא נידון בהם עניין חשוב ומרכזי. על כן הפער היחסי בין נוכחות של דירקטורים המייצגים בנקים לאלו המייצגים חש"בים הוא נתון בעל משמעות רבה גם ללא אפשרות הפילוח של הנוכחות לפי נושא הישיבה.⁸⁷

84 תימוכין לכך ששיעור הנוכחות בדירקטוריון הוא גורם חשוב המשפיע על אופן תפקודו ניתן למצוא במחקרים המצביעים על הקשר שבין שיעור נוכחות נמוך לירידה בערך החברה. ראו להלן בה"ש 92–99.

85 בשל סירובה של הבורסה למסור נתונים הכוללים את זהותם של הדירקטורים היא סימנה נתונים על דירקטור שניהן בעבר. הנתונים המלאים שמסרה הבורסה, הכוללים מאה עמודים של רשימות נוכחות, נמצאים אצל הכותב.

86 ראו להלן בטקסט הסמוך לה"ש 145 ואילך.

87 מראיונות אנונימיים שערכתי עם דירקטורים המייצגים חש"בים השתקף ששיעור הנוכחות של הבנקים אינו גבוה יותר בנושאים חשובים, אלא בעיקר בנושאים בעלי השלכה ליחסי הכוחות שלהם עם חש"בים, כגון רף ההון המינימלי הדרוש לחבר.

לוח 1 – נוכחות של דירקטורים בישיבות דירקטוריון בשנים 2004–2014

דירקטורים המייצגים בנקים		דירקטורים המייצגים חברים שאינם בנקים		דירקטורים חיצוניים	
נוכחות	היעדרות	נוכחות	היעדרות	נוכחות	היעדרות
10	8	8	0	18	0
8	10	14	4	18	0
0	18	7	3	15	3
9	9	14	2	18	3
9	9	12	4	9	0
7	9	16	1	17	1
11	5	13	4	13	3
1	15	14	0	14	2
6	11	6	3	15	1
12	4	16	7	14	2
8	9	9	9	14	2
4	1	8	10	13	4
3	6	1	13	14	3
7	4	4	0	13	4
11	6	9	7	15	2
2	4	3	0	16	7
6	8	13	6	22	1
7	2	25	13	19	4
2	12	14	4	21	2
1	9	15	3	22	1
14	9	8	8	7	11
12	11	14	2	14	4
14	4	13	7	17	1
9	9	16	4	16	2
4	14	9	2	18	0
5	4	14	6	19	0
7	2	8	1	16	0
0	18			19	0
15	4			19	0
1	17			18	1
4	14			19	0
13	6			17	1
1	18			18	0
8	11			17	1
2	17			16	2
2	15			16	2
2	0			15	0
11	7			15	1
2	16			16	0
7	11			13	1
3	15			15	1
11	7			16	0

דירקטורים המייצגים בנקים		דירקטורים המייצגים חברים שאינם בנקים		דירקטורים חיצוניים		סה"כ שיעור נוכחות
נוכחות	היעדרות	נוכחות	היעדרות	נוכחות	היעדרות	
8	8			16	0	
0	16			14	6	
10	6			19	1	
1	12			19	1	
2	14			18	2	
2	1			20	2	
16	4			15	1	
0	8			20	0	
10	2			20	0	
15	5			19	1	
9	11			12	1	
12	8			20	0	
9	11			14	4	
12	8			14	4	
18	2			11	5	
12	8			15	1	
9	11			14	3	
6	5			15	2	
4	5			16	7	
7	3			4	8	
2	8			21	2	
				9	9	
				10	8	
				13	5	
				10	8	
				14	5	
				7	0	
				17	2	
				4	14	
				5	2	
				9	7	
				8	8	
				13	7	
				15	5	
				16	4	
				17	3	
432	546	311	133	1308	207	סה"כ שיעור נוכחות
%44.1		%70		86.3%		

מהנתונים ניתן לראות בבירור שקיים פער רחב ביותר בשיעורי הנוכחות בין סוגי הדירקטורים השונים: שיעור הנוכחות של דירקטורים המייצגים בנקים הוא קטן משיעור הנוכחות של דירקטורים המייצגים חברים שאינם בנקים ביותר מ-20%. פער זה מובהק

סטטיסטית ($p < 5\%$). קיים פער ניכר – 10% – גם בשיעור הנוכחות בין הדירקטורים המייצגים לבין הדח"צים.

אולם מעצם קיומו של פער בשיעור הנוכחות בין סוגי הדירקטורים השונים אי אפשר להסיק שהתנהגותם של דירקטורים המייצגים בנקים היא חריגה. ייתכן שהדירקטורים האחרים הם שסוטים מהנורמה בשיעור הנוכחות הגבוה שלהם. כדי לדחות השערה זו בדקנו את שיעור הנוכחות הממוצע בחמישים החברות הציבוריות הגדולות בבורסה. בניגוד לארצות הברית, הדוחות השנתיים בארץ אינם כוללים מידע על הנוכחות של כל אחד מהדירקטורים בישיבות הדירקטוריון. אולם בשנים 2012–2013 הייתה חובה על החברות להגיש עם הדוח השנתי שאלון ממשל תאגידי, הן לרשות ניירות הערך והן לבורסה.⁸⁸ דוח זה כלל מידע על נוכחות הדירקטורים בישיבות הדירקטוריון. לאחר בדיקת השאלונים שהוגשו בשנת 2013 מצאנו שממוצע הנוכחות של דירקטורים בישיבות הדירקטוריון בחברות תל אביב 50 הוא 90.4% – שיעור גבוה במידה ניכרת אפילו משיעור הנוכחות של הדח"צים בבורסה (79.2%). הרשות לניירות ערך לא פרסמה ניתוח שיטתי מקיף של שאלונים אלו, אך יש בידיה מידע חלקי על ניתוח השאלונים. על פי הניתוח שבידי הרשות, מתוך 3,344 דירקטורים בחברות ציבוריות רק בקרב 126 דירקטורים היה שיעור הנוכחות קטן מ-50.89% לכן שיעור הנוכחות של הדירקטורים המייצגים בנקים בבורסה מצוי בשלושת האחוזים הנמוכים ביותר של שיעורי הנוכחות של דירקטורים בחברות ציבוריות בכלל, כולל חברות ציבוריות קטנות. נתונים אלו מפריכים ללא ספק את ההשערה ששיעור הנוכחות הנמוך של הדירקטורים בבורסה המייצגים בנקים אינו החריג ביחס לסטנדרט הכללי, ודווקא שיעור הנוכחות של דירקטורים המייצגים חברים שאינם בנקים הוא החריג: האפשרות ששיעור הנוכחות הנמוך של בנקים נובע מהאינטרס המאוחד שלהם, המאפשר להם להסתפק בשליחת נציגים. ברבות מהחברות שבדקנו יש בעל שליטה דומיננטי אף יותר מרמת השליטה של הבנקים בבורסה, ולמרות זאת לא הייתה אף חברה אחת ששיעור הנוכחות של הדירקטורים שלה אפילו התקרב לזה של הבנקים: מתוך 50 החברות שבדקנו שיעור הנוכחות הנמוך ביותר היה 64%, וגם חברה זו הייתה חריגה – לבד ממנה ומחברה נוספת עם 78% נוכחות, בכל שאר החברות שיעור הנוכחות היה יותר מ-80%. גם הממצאים בספרות בנוגע לשיעור נוכחות של דירקטורים המייצגים בעל שליטה הגבוה משיעור נוכחות של דירקטור מיעוט מפריכים השערה זו.⁹⁰ יש להדגיש שהכוח היחסי של הבנקים אינו מאפשר הסתפקות בנציגים כדי לקדם את המטרות המשותפות שלהם. אומנם היחס שבין הדירקטורים של הבנקים לאלו של החש"בים הוא 5:2, אולם סך הדירקטורים המצביעים הוא 16, ואכן ייתכן שחלקם – נציג משרד האוצר, נציג בנק ישראל ודירקטורים מטעם הציבור – דווקא יצביעו עם הבנקים. מלבד כל אלו יש לזכור שלבנקים יש אינטרס משותף, אולם כשמדובר בבעל שליטה המיוצג על ידי כמה דירקטורים, לא בהכרח

88 הנחיית גילוי שאלון ממשל תאגידי, לעיל ה"ש 30.

89 דואר אלקטרוני מלירון כהן דניאלי, עורך דין במחלקת ייעוץ משפטי, הרשות לניירות ערך (2016.1.19).

90 Chou, Chung & Yin, להלן ה"ש 94.

האינטרסים שלהם זהים. ייתכנו פערים בעניינים שונים בין האינטרסים של הבנקים הקטנים והבנקים הגדולים.⁹¹

ישנם כמה מחקרים המספקים תימוכין לכך שלרמת הנוכחות בדירקטוריון יש השלכה חיובית על ערך החברה. ניקוס ואפאס מצא שלתדירות פגישות הדירקטוריון יש השלכה חיובית על ערך החברה.⁹² לין ואחרים מראים קורלציה חיובית בין רמת הנוכחות בדירקטוריון לבין הערך הפיננסי של החברה.⁹³ גם צ'או ואחרים מצביעים על ממצאים המורים על קורלציה חיובית בין רמת הנוכחות של דירקטורים בישיבות לבין ערך החברה.⁹⁴ לעומת זאת הם מוצאים קורלציה שלילית בין נוכחות דירקטורים חליפים לבין ערך החברה.⁹⁵ גם הממצאים שלהם בנוגע לנוכחות דירקטורים המייצגים את בעל השליטה המרכזי מבססים את הטענה ברשימה זו שיש דבר-מה חריג בהתנהגות הדירקטורים המייצגים בנקים במקרה של הבורסה: לרוב שיעורי הנוכחות של דירקטורים המייצגים את בעלי נתחי השליטה הגדולים בחברה גבוהים משיעורי הנוכחות של הדירקטורים האחרים.⁹⁶ במקרה של הדירקטורים בבורסה המייצגים בנקים המצב הפוך.⁹⁷

מחקרים אלו מהשנים האחרונות, המצביעים על הקשר החיובי בין שיעור הנוכחות של דירקטורים לבין ערך החברה, מבססים את ההיפותזה האמורה ששיעור הנוכחות הנמוך של דירקטורים המייצגים בנקים גורם לפגיעה בתפקוד הבורסה.⁹⁸ יש יסוד להניח שהשפעה זו חזקה יותר בחברה המצויה במשבר כמו הבורסה.⁹⁹

91 בריאיון עם דירקטור המייצג חש"ב הוא העלה לפניי פערים בין הבנקים בעניין עמלת המינימום, כאשר הבנקים הקטנים, דוגמת הבנק הבינלאומי, והדירקטור שייצג אותם רצו לבטלם, והבנקים הגדולים התנגדו.

92 Nikos Vafeas, *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, 53 J. FIN. ECON. 113 (1999) (להלן: Vafeas).

93 Ying-fen Lin et al., *Supervisory Quality of Board and Firm Performance: A Perspective of Board Meeting Attendance*, 25 TOTAL QUALITY MGMT. 264 (2014). יש לציין שמחקר זה, בדומה למחקר של Vafeas (שם), אינם מבוססים בהכרח על המודל הניהולי של הדירקטוריון אלא על המודל המפקח, ובכל זאת יש בהם לבסס את הטענות במאמר.

94 Hsin-I Chou, Huimin Chung & Xiangkang Yin, *Attendance of Board Meetings and Company Performance: Evidence from Taiwan*, 37 J. BANKING & FIN. 4157 (2013).

95 שם, בעמ' 4160-4161.

96 שם, בעמ' 4169.

97 שיעורי הנוכחות של דירקטורים בקרב חברות ממדד ת"א 100 חשפו ראיות אנקדוטליות המגבות את הטענות של צ'או ולין בנוגע לקורלציה שבין שיעורי נוכחות בדירקטוריון לבין ההצלחה הפיננסית של החברה. כפי שצוין לעיל, חברה אחת חרגה במידה רבה מאוד משיעור הנוכחות של דירקטורים שלה ביחס לכל שאר החברות, שבכל שאר החברות שיעור הנוכחות היה בסביבות ה-80% ומעלה (כל החברות יותר מ-80% לבד מחברה אחת עם 78%), ושיעור הנוכחות של החברה, ושמה בישראל דיסקונט השקעות, היה 64%, וכשנה מאוחר יותר עמדה בפני חדלות פירעון, ובהסדר הפשרה נמכרה בכפייה. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 אי.די.בי חברה להחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 17.12.2013); החברה השנייה היחידה עם שיעור מתחת ל-80% היא אפריקה ישראל עם 78% שבדוח השנתי האחרון שלה (2015) נרשמה לה הערת עסק חי בשל החשש לחדלות פירעון. ראו אפריקה ישראל להשקעות בע"מ דוח תקופתי ושנתי 13 (2015) <https://goo.gl/NYdzpu>.

98 ניתן לטעון שבהינתן ניגוד העניינים של הבנקים, אי-הנוכחות של הדירקטורים המייצגים בנקים עדיפה מבחינת הבורסה על הנוכחות שלהם שבאמצעותה הם יכולים לקדם במידה רבה מאוד את אינטרס

ה. ביטויים אקטיביים לניגוד האינטרסים: ממצאים אמפיריים

1. ההשערה

בחלק הקודם של הרשימה התמקדנו בביטוי פסיבי לניגוד האינטרסים של דירקטורים המייצגים בנקים. אולם לצד הביטוי לניגוד העניינים בהתנהגות פסיבית ניתן לאתר גם ביטויים אקטיביים יותר לניגוד העניינים. כפי שצוין לעיל, המקור הטוב ביותר להתנהלות הנובעת מניגודי האינטרסים הוא הפרוטוקולים של דיוני הדירקטוריון. בהיעדר גישה לפרוטוקולים אנו נאלצים לבחון סממנים עקיפים יותר לקיומם של ניגודי אינטרסים. ניתן להצביע על שני מקורות שיש בהם כדי להקריין על תפקוד במצב של ניגוד עניינים: המקור הראשון הוא ניתוח ההחלטות של הבורסה. לאחר ניתוח החלטות מסוימות של דירקטוריון הבורסה עלולות להיראות בעייתיות, כשהסבר אפשרי ליצירתן הוא ניגוד העניינים של הבנקים; המקור השני הוא המדיניות של הבורסה בפועל. ההשערה שלנו היא שהיותם של הבנקים הגורם הדומיננטי ביותר מתוך חברי הדירקטוריון – the major stakeholder – תבוא לידי ביטוי באימוץ מדיניות המקדמת את האינטרסים הפרטיים של הבנקים על חשבון האינטרסים של הבורסה בכללותה. ביטוי אפשרי לניגוד אינטרסים זה הוא השתתפות חסמי כניסה (barriers of entry) לפעילות המסחר בבורסה.

הבורסה היא פלטפורמת שוק דו-צדדי, המורכבת מפעילותם של שלושה שחקנים מרכזיים: סוחרים מניות, חברות רשומות וחברי בורסה. הבורסה משיתה על כל אחד מהשחקנים עמלות. שיעור עמלות גבוה במיוחד או מבנה עמלות המטיל עמלה על עצם הכניסה לשוק ולא לפי נפח הפעילות יגרום לשחקנים שלא להיכנס לשוק. בשל אפקט כלכלת הרשתות המאפיינת פלטפורמה דו-צדדית, אי-כניסה של שחקן מסוג מסוים מביאה לפגיעה

הבנקים על חשבון האינטרסים של הבורסה. אולם לפי הספרות של האתיקה ההתנהגותית, הנחה זו אינה נכונה. אכן ייתכן שדווקא במסגרת פעילות אקטיבית בנקים יירטעו מקידום האינטרסים שלהם, אך לא יירטעו לקדם אינטרס זה באי-עשייה. לדוגמה נניח שיש שלושה מצבים אפשריים: הצבת מצב על הבורסה על כנה, שפוגעת מאוד בבורסה אך משרתת כמיטבה את האינטרסים של הבנקים; רפורמה מצומצמת שתיטיב מעט עם הבורסה ושירותה אותה יהיה טוב פחות; רפורמה רחבה שתשרת את האינטרסים של הבורסה במידה הטובה ביותר ותפגע את הפגיעה הרבה ביותר באינטרסים של הבנקים. נניח שדירקטוריון ללא נוכחות הדירקטורים המייצגים בנקים יאמץ רפורמה מצומצמת, ורק דירקטוריון מלא ופעיל מסוגל לאמץ רפורמה רחבה, אך במסגרתו יהיה לבנקים גם הכוח לדחות אפילו רפורמה מצומצמת. אף שבפוטנציאל הבנקים יכולים להגיע למצב האופטימלי מבחינתם באמצעות נוכחות בדירקטוריון, בפועל כאשר הם נדרשים לקבל החלטה הם מקבלים את החלטה הטובה ביותר עבור הבורסה, ועל כן תאומץ הרפורמה הרחבה. לעומת זאת כשהם אינם מגיעים לשיבה, הרפורמה המצומצמת מואמצת. במצב עולם אפשרי זה, לפי גישת האתיקה ההתנהגותית עדיפה הגעתם של הבנקים לשיבות דירקטוריון מאי-הגעתם. נוסף על זה, גם אם אי-ההגעה של דירקטורים עם ניגוד עניינים עדיפה על הגעה שלהם לשיבות, הטיעון העיקרי של מאמר זה הוא שאפילו מצב עולם זה נחות ביחס למצב עולם שבו אין דירקטורים עם ניגוד עניינים, וכולם מגיעים לשיבות (ההסדר שאליו חותר מאמר זה).

99 Vafeas מצא שיש עלייה בשיעור ישיבות הדירקטוריון במצבים משבריים שבחברות ציבוריות ורגילות באים לידי ביטוי כאשר ערך המניה יורד במידה ניכרת. ראו לעיל ה"ש 92, בעמ' 124.

בשחקנים האחרים.¹⁰⁰ קיומם של סוחרים מעטים יותר הופך את הבורסה לאטרקטיבית פחות הן לחברות – בשל הנזילות הנמוכה יותר – והן עבור חברי הבורסה, שרווחיהם נגזרים מרמת הפעילות בבורסה. הימצאותן של חברות נסחרות מעטות יותר הופכת את הבורסה לאטרקטיבית פחות עבור הסוחרים בשל גיוון מצומצם יותר במניות שאותן הם יכולים לרכוש. הדבר פוגע גם בחברי הבורסה, שירידה באטרקטיביות שלה בעיני סוחרים פוגעת בהכנסותיהם הנגזרות מנפח המסחר. קיטון במספר חברי הבורסה פוגע בסוחרים בשל הקיטון בתחרות בין חברי הבורסה על מסחר, והדבר מביא לעליית העמלה האפקטיבית של הסוחרים, ובכך פוגע גם בחברות הנסחרות בשל הירידה בנזילות בשוק הנלווית לצמצום פעילותם של סוחרים. פגיעה בכל אחד משחקנים אלו מביאה לפגיעה כללית בבורסה. כפי שהערנו בתחילת הרשימה, בכוחה של פגיעה בבורסה להיטיב עם הבנקים, שכן ירידה באטרקטיביות של הבורסה עשויה להסיט משקיעים להפקיד את כספיהם בבנקים או ללוות מהבנקים לצורך כניסה לשוק הנדל"ן – אפיקים המגדילים את רווחי הבנקים. משכך, אפשר שיהיה לבנקים אינטרס שהבורסה תאמץ שיעור עמלות גבוה או מבנה עמלות שימנע את כניסתם של השחקנים השונים לשוק, ויפגע בבורסה.

לפני הצלילה לתוך הנתונים הבודקים את ההשערה יש להבהיר כיצד מערכת היחסים בין שלושת השחקנים שתוארו לעיל עובדת. המסחר בבורסה מתנהל באמצעות חברי בורסה. חברי הבורסה הם גם הבעלים של הבורסה וממנים את חלק הארי של הדירקטורים בבורסה, אך הם גם משלמים עבור החברות שלהם בבורסה – הן תשלום חד-פעמי על עצם החברות והן תשלום שנתי על כל שנת חברות. מלבד העמלות הקבועות על חברי הבורסה הם משלמים עמלות על כל פעולת מסחר שהם מבצעים. רווחיהם של חברי הבורסה נובעים מהעמלות שהם משיתים על הלקוחות הסוחרים דרכם – עמלה זו לרוב גדולה באלפי אחוזים מהעמלה שהם משלמים לבורסה. לדוגמה, בתפריטי העמלות הרשמיים של הבנקים העמלה על פעולת מסחר היא כ-0.7% מערך הפעולה,¹⁰¹ ואילו העמלה שהבורסה גובה מהבנקים על אותה פעולה היא 0.005%¹⁰². גם אם בפועל חלק גדול מפעולות המסחר נעשות במחיר נמוך מהעמלה הרשמית, עדיין מדובר על שולי רווח גבוהים ביותר.¹⁰³ לכן למרות היותה מאוגדת בתור חברה פרטית,¹⁰⁴ הבורסה במהותה פועלת כקואופרטיב שבו הצרכנים של העסק הם הבעלים שלו.

Marc Rysman, *The Economics of Two Sided Markets*, 23 J. ECON. PERSP. 125, 129–130 100 (2009).

101 על פי הנתונים שנאספו על ידי בנק ישראל ב-2013, תעריפי הקנייה והמכירה של ניירות ערך של כל הבנקים נעים בין 0.6 (בנק יהב) לבין 0.8 (בנק אוצר החייל ובנק מסד). ראו הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענף הבנקאות דוח מסכם 115 (2013) <https://goo.gl/LqH7Qa>

102 ס'1 (א) לנספח להנחיות על פי החלק השישי לתקנון הבורסה (1.1.2018) <https://goo.gl/bah2qV>

103 שיעורי העמלות האפקטיביות על מסחר בניירות ערך נמוכים במידה ניכרת משיעורי העמלות בתעריפונים הרשמיים. לעובדה זו היו מודעים גם מחברי הדוח, ועל כן סיפקו אינפורמציה כללית על היקף הנחות בעמלות. ראו לעיל ה"ש 101, בעמ' 117. על בסיס ניתוח הנתונים של הדוחות השנתיים של חמשת הבנקים הגדולים ניתן להסיק ששיעורו הממוצע של כלל העמלות האפקטיביות על ניירות ערך הוא כ-0.15% מכלל ערך ניירות הערך המוחזקים על ידי לקוחות הבנק באמצעות הבנק. ראו לעיל ה"ש 57.

104 הרישום ניתן לשליפה דרך מאגר רשות התאגידים Online <https://goo.gl/FB5Xhn>

העמלות החשודות ביותר להיותן משמשות חסם כניסה למסחר בבורסה הן על עצם הכניסה או על נוכחות בבורסה ללא זיקה לנפח המסחר. יש במיוחד שלוש עמלות חשודות בהיותן חסמי כניסה שאינן משרתות את האינטרסים של הבורסה: עמלת מינימום על כל פעולת מסחר; העמלה הקבועה של חברי בורסה; עמלה על סך התיק של חבר הבורסה גם כאשר אין מתבצע בו מסחר. בעמלות אלו יש ניתוק בין העמלה עצמה לבין התועלת של החבר או הסוחר. ניתוק זה מאפיין עמלות שהן חסם כניסה. אולם לא ניתן לקבוע קביעה החלטית שעמלות אלו אינן יעילות, שכן ייתכנו סיטואציות שבהן העמלות אכן יעילות. כדי לבחון אם שיעורן ומבנן של העלויות של הבורסה בתל אביב הוא חריג, ערכנו בחינה השוואתית של העמלות בבורסות בתל אביב לעמלות בבורסות בשאר מדינות ה-OECD. בשאר מדינות ה-OECD אין בורסה שהבנקים הם בעליה.¹⁰⁵ לדעתנו, עמלה הנהוגה בתל אביב הסוטה במידה ניכרת מהמקובל בשער הבורסות במדינות ה-OECD, בהתחשב בגודלן השונה של הבורסות, מאותתת שהיא יכולה לנבוע מהעניין האישי של הבנקים ולשקף אותו ולנגוד את האינטרס של הבורסה עצמה.

2. ממצאים אמפיריים רלוונטיים

(א) החלטות הבורסה

על פני הדברים השימוש בהחלטות הבורסה המפורסמות לציבור ככלי לשיקוף ניגוד האינטרסים של גורם דומיננטי בתוך הבורסה הוא בעייתי. הדירקטורים המייצגים את הבנקים הם שחקנים מתוחכמים בכדי להשאיר את תביעות האצבע של האינטרסים האישיים שלהם הנוגדים את האינטרסים של הבורסה. אולם בבדיקה של החלטות הבורסה יש החלטה אחת חשובה שניתן לראות בה את טביעות האצבע של העניין האישי של הבנקים. מדובר באחת ההחלטות הבולטות בשנים האחרונות – ההחלטה על שינוי מבנה העמלות של הבורסה. לאחר שמונה שנים שבהן לא ערכה הבורסה שום שינוי במבנה העמלות, בשנת 2015 היא ערכה שינוי בכמה עמלות מפתח.¹⁰⁶ יש להדגיש שאין מדובר במהפכה בגישה של הבורסה שלאחר כמה שנים של פסיביות מוחלטת בנושא עברה מהפך והחליטה לערוך רפורמה במבנה העמלות. כדי להבין צעד זה יש להבין את הקונטקסט שבו הבורסה עשתה את השינויים. אחת מהמלצותיה של הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות שהקימה הרשות לניירות ערך היה להפחית, ואפילו לבטל, את עמלת המינימום:

105 אין אף בורסה שהבנקים מחזקים את רוב מניותיה של הבורסה. בבדיקה של מבנה הבעלות של הבורסות במדינות ה-OECD, מצאנו רק ארבעה בורסות שהחזקה משותפת של בנקים מגיעה לכדי גרעין שליטה (מעל 25%): הבורסה של לוקסמבורג (LGX), הבורסה השווצרית (SIX) ובורסת וינה (Weinener Borse) AG שהחברה המחזיקה בה – CESEAG AG, מחזיקה גם בבורסה של פראג (PSE).

106 על השינוי העדכני ביותר בתעריפי הבורסה החליט הדירקטוריון ב-28.5.2015 ראו "החלטות דירקטוריון הבורסה מיום 28.5.2015 הבורסה לניירות ערך" (28.5.2015) <https://goo.gl/qySHts>; על השינוי שקדם לשינוי זה החליט הדירקטוריון ב-19.4.2007, ראו "החלטות דירקטוריון הבורסה" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/1VCZJ9> (19.4.2007). יש לציין שגם שינוי זה היה מינורי יחסית, עם הפחתת העמלות בשיעור ה-10% לערך, לעומת ביטול כליל של עמלת המינימום בשינוי העדכני, המלווה בהעלאה של עמלות בשיעור שנע בין 30% לבין 40%.

הוועדה ממליצה על כך שהבורסה תפחית באופן מיידי את עמלת המינימום במידה משמעותית, ותבחן את השפעת ההפחתה על היקף המסחר בבורסה, על תקינותו ועל מערכות המסחר בבורסה ואצל חברי הבורסה. הוועדה ממליצה לאפשר את המשך ההפחתה בתהליך מהיר, אפילו עד כדי ביטול עמלת המינימום. בנוסף, הוועדה ממליצה לאמץ מודל עמלות מסחר המעודד הספקת נזילות ובכלל זה מודל עמלות המעודד מסחר בתדירות גבוהה.¹⁰⁷

נוסף על ההמלצה הברורה של הוועדה שמינתה הרשות לניירות ערך לעריכת רפורמה במבנה העמלות של הבורסה הופעל על הבורסה לחץ מכיוון נוסף נגד עמלת המינימום. בשנת 2014 הוגשו שתי בקשות לתביעות ייצוגיות נגד הבורסה ועמלת המינימום שהיא גובה.¹⁰⁸ אף שבשני פסקי הדין דחה בית המשפט את הבקשות, דומה כי תביעות אלו יצרו לחץ נוסף נגד קיומה של עמלת המינימום. בהינתן הקונטקסט לעיל, אנו סבורים שהבורסה לא יזמה בעצמה את הנהגת הרפורמה בעמלות אלא נדחקה לביצוע רפורמה זו.

במסגרת ההחלטה לשינוי מבנה העמלות החליט דירקטוריון הבורסה שאכן יש לבטל אפקטיבית את עמלת המינימום (מ-1.19 ש"ח ל-0.01 ש"ח), וברד בכד להעלות כמה מהעמלות האחרות, ובראשן עמלת דמי ניהול חשבון, שגם היא אחת מהעמלות החשודות כחסם כניסה (וכפי שיודגש בחלק הבא היא נדירה ביותר בבורסות האחרות בעולם) – מ-0.0007% ל-0.00105%. נוסף על זה הועלתה אף עמלת המסחר על מניות – מ-0.0035% ל-0.005%. הנימוק להעלאות הוא הצורך לפצות על הקיטון בהכנסות הבורסה, בשל ביטול עמלת המינימום, מוצעים מספר שינויים בעמלות שונות.¹⁰⁹

בנימוק כשלעצמו אין שום פגם,¹¹⁰ אך יש בעייתיות גדולה באופן החישוב ובהנחה שבבסיסו. יש שתי דרכים שבהן הבורסה יכולה להגדיל את הכנסותיה: הראשונה היא באמצעות ההעלאה בעמלות; השנייה היא באמצעות הרחבת המסחר. ההנחה שבבסיס ההצעה שהוצגה לעיל היא שיש רק דרך אחת להגדיל הכנסות: באמצעות העלאת שיעור העמלות. הצעת ההחלטה אינה מעלה כלל את האפשרות ומעריכה גידול בהכנסות שיכול לנבוע מעלייה ברמת הפעילות בעקבות הורדת עמלות. אפשרות זו אינה עולה כלל על סדר היום אף שהיא הרציונל העיקרי שבבסיס רפורמת עמלות ככלי לעידוד מסחר. הבאת האינטרסים של הבנקים בחשבון עשויה להסביר מדוע אופציה זו אינה עומדת כלל על סדר היום: גידול בפעילות בבורסה של הציבור ילווה, קרוב לוודאי, בקיטון בפעולותיו בתחום

107 לעיל ה"ש 5, בעמ' 16.

108 ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 7198-09-12 א. ידע פיננסים בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (פורסם בנבו, 3.10.2014); ת"צ (מחוזי ת"א) 56429-05-13 פטר נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (פורסם בנבו, 27.4.2015).

109 "הצעה לערוך תעריפי הבורסה" הבורסה לניירות ערך 2 (31.3.2015) <https://goo.gl/cY3FS5>.

110 למרות שיש לציין שבהחלטה הקודמת של הבורסה להורדת עמלות לפני כמעט עשור, הורדה לא נעשתה במקביל להעלאה של עמלות אחרות בכדי להבטיח רמת הכנסות דומה. ראו החלטות דירקטוריון הבורסה מיום 19.4.2007, לעיל ה"ש 106.

הפיקדונות הבנקאיים או פעילות בתחום המשכנתאות הבנקאיות למימון השקעות נדל"ן.¹¹¹ על כן המלצת הוועדה להגדיל את המסחר אינה נשקלת כלל, ואין בדיקה של השפעת הורדת עמלות על המסחר. ההורדה במקום אחד מלווה בהעלאה במקום אחר, ולכן רמת סך העמלות האפקטיביות נשאר זהה. הבנקים אינם רואים בעיה בפעולות להרחבת המסחר המכוונות להכניס גורמים זרים לבורסה, אם הם רואים בעיה גדולה בפעולה כגון הורדת שיעור העמלות, שהאפקט העיקרי שלה הוא בתחלופה הפנים-ישראלית בין אפיקי השקעה. החלטתה של הבורסה בעניין רפורמת העמלות וניסוח נימוקה משקפים את העניין האישי של הבנקים: במסגרת עיצוב רפורמות אין נשקלת האפשרות להגדיל את נפח המסחר באמצעות הפחתה בשיעור העמלות האפקטיבי שאותו הבורסה גובה. הצלחה בהגדלת נפח המסחר עלולה לגרום להפסד גדול לבנקים. גם אם גורמים שונים דחקו את הבורסה להוריד עמלה מסוימת, הבורסה לא הייתה מוכנה לוותר על השיעור האפקטיבי של העמלות: שיעור זה הוא חסם הכניסה האיתן לבורסה המלווה ביציאה מהמערכת הבנקאית.

(ב) עמלות הבורסה: בחינה השוואתית

(1) עמלות הבורסה: ממצאים השוואתיים

כדי להעריך אם ואילו עמלות חורגות ממודל עסקי קלאסי של בורסות, ואם הן קשורות לעניין האישי של הבנקים, השווינו את העמלות הנהוגות בתל אביב לאלו הנהוגות בבורסות האחרות של ה-OECD ולבורסות מרכזיות אחרות, כגון בורסת שנגחאי, בורסת טיוואן ובורסת סינגפור. בדקנו את העמלות המושתות על שלושת השחקנים המרכזיים: חברי הבורסה, החברות הרשומות למסחר והעמלות על המסחר המגולגלות על הסוחרים. כמו כן בדקנו חסם רציני המושת על חברי בורסה חוץ מהעמלות: דרישת ההון המינימלי מחבר בורסה.

בעמלות על פעולות מסחר בדקנו גם את עמלת המינימום. כיום אין בבורסה בתל אביב עמלת מינימום, בעקבות לחצים חיצוניים על הבורסה, כפי שהוסבר בחלק הקודם. על כן עניין אותנו להשוות את עמלת המינימום שנהגה בתל אביב עד 2015 ביחס לנהוג בבורסות אחרות. מתוך 34 הבורסות שבדקנו רק ב-11 הייתה עמלת מינימום לכל פעולת מסחר. עמלת המינימום הממוצעת של כל הבורסות הייתה כ-0.6 ש"ח, חצי מהעמלה שהונהגה בתל אביב, שהייתה 1.19 ש"ח. פער זה גדל במידה ניכרת כאשר מחשבים ממוצע משוקלל של העמלה, המתבסס על מספר העסקאות שנערכות בכל בורסה, שבו ממוצע העמלה הוא 0.06 ש"ח, על שווי המניות הנסחרות בכל בורסה (0.19 ש"ח) או על שווי המסחר השנתי (0.12 ש"ח).¹¹² כפי שפירטנו מעלה, עמלת מינימום היא חסם כניסה קלאסי, המונע כניסת שחקנים לשוק. ניגוד העניינים של הבנקים עולה בקנה אחד עם היותה של תל אביב אחת מהבורסות המועטות שאימצו עמלה זו, והייתה גבוהה בהרבה מהממוצע של הבורסות האחרות. בבורסות אחרות עמלת המסחר העיקרית היא לפי ערך הפעולה. ממוצע העמלות

111 אשר לתחליפיות של השקעות בבורסה עם פיקדונות בנקאיים והשקעות נדל"ן המלוות בלקיחת משכנתאות מהבנקים, ראו לעיל ה"ש 52-53.

112 ראו נספח – טבלה השוואתית של עמלות הבורסה במדינות ה-OECD (על בסיס התעריפים המפורסמים באתרים של הבורסות השונות).

לפי ערך הפעולה של בורסות ה־OCED הוא 0.166%, והוא גבוה במידה ניכרת מהעמלה בתל אביב שהיא 0.005%¹¹³.

בניגוד לעמלות על המסחר, הגבוהות בבורסת תל אביב במידה ניכרת מהנהוג במדינות ה־OECD, העמלות המושתות על חברות רשומות למסחר אינן גבוהות בבחינה השוואתית. העמלה החד־פעמית לכניסה למסחר נמוכה במידה ניכרת בתל אביב ביחס לממוצע: הממוצע במדינות ה־OECD היה 27,937 דולר לרישום למסחר, ובתל אביב – רק 934 דולר.¹¹⁴ גם העמלה השנתית השוטפת נמוכה בתל אביב במידה ניכרת מן הממוצע: 1,752 דולר בתל אביב לעומת 14,194 דולר.¹¹⁵

לעמלות המושתות על עצם החברות בבורסה יש שני מרכיבים: העמלה לבורסה והעמלה לחברה הסולקת. הפונקצייה שהבורסה ממלאת בעסקאות מקבילה לפונקצייה של מתווך – הפלטפורמה שלה מאפשרת להפגיש מוכרים וקונים. אולם כדי שהמסחר יפעל היטב יש צורך בפונקצייה נוספת – סליקה. הגורם הסולק אמור לוודא את כמות המשאבים שיש לקונה, ושהוא אכן יכול למלא את התחייבותו לקנות במחיר שנקבע. הסולק מספק ערבות שהעסקה תבוצע במחיר הנקוב, וכך אם הקונה לא יוכל לשלם, יעביר הסולק את הכסף במקומו. בתל אביב הבורסה עצמה, כמו בורסות רבות אחרות, מספקת גם את שירות הסליקה (באמצעות חברת בת), וכך אף ששתי העמלות מופצלות, אין לכך משמעות – כל חבר חייב לשלם הן עמלה עבור הבורסה והן עמלה עבור הסליקה.¹¹⁶ יש בורסות, בעיקר באירופה, שבהן לפיצול יש משמעות: יש כמה חברות סליקה שחברה יכולה לבחור ביניהן.¹¹⁷ במקרים אלו בדקנו את העמלה של אחת מהחברות, בהנחה שהפערים בעמלות בין חברות סליקה שונות המצויות בתחרות אינם גדולים, וחיברנו אותה לעמלה שהבורסה גובה כדי לאפשר השוואה בין כל הבורסות.

העמלה החד־פעמית על הצטרפות כחבר בורסה בתל אביב היא השנייה בגובהה מתוך הבורסות שבדקנו – 145,782 דולר – כאשר הממוצע הוא 23,923 דולר.¹¹⁸ גם העמלה השנתית על החברות בבורסה היא השנייה בגובהה מתוך כלל העמלות – 67,197 דולר – כאשר הממוצע הוא 16,577 דולר.¹¹⁹ אולם ההבדל הגדול ביותר בעמלות המוטלות על חברות בין הבורסה בתל אביב לבורסות האחרות הוא קיומה של עמלה שנתית הנגזרת מערך המניות הרשום על שם חבר הבורסה.¹²⁰ מתוך כל הבורסות שבדקנו מצאנו רק שתיים שבהן

113 ש.ם.

114 ש.ם.

115 ש.ם.

116 ראו "מסלקת הבורסה" הבורסה לניירות ערך <https://goo.gl/ETNFbX>.117 דוגמה לכך היא בורסת לונדון, שניתן לעשות בה שימוש בכמה חברות סליקה: EuroCCP N.V., Six x-clear ו־LCH.Clearnet Ltd *Clearing & Settlement, LONDON – STOCK EXCHANGE GROUP*, <https://goo.gl/S8U3T8>.

118 ראו לעיל ה"ש 112.

119 ש.ם.

120 ש.ם. עמלה זו היא עמלת סליקה, אך כפי שצוין לעיל, בבורסה הישראלית אין הבדל כלל בין עמלת סליקה לבין עמלה המשולמת לבורסה: חברת הסליקה היא חברת בת של הבורסה, שלבורסה יש 100% בעלות עליה ואין חברת סליקה אלטרנטיבית שניתן לעשות בה שימוש בכדי לסחור בבורסה.

עמלה מסוג זה המושגת על ערך המניות שחבר הבורסה מחזיק במנותק מפעולות המסחר המתבצעות: הבורסה של לובליאנה והבורסה של בודפשט.¹²¹ כפי שצוין לעיל, במסגרת רפורמות במבנה עמלות המסחר שחלה ב-2015 עמלה חריגה זו אף הוגדלה מ-0.0007% מערך התיק של חבר הבורסה ל-0.00105%¹²².

נוסף על העמלות יש עוד חסם כניסה שהבורסה מטילה על חברי בורסה: דרישות הון מינימליות. גם בפרמטר זה הבורסה הישראלית מציבה את אחד הרפים הגבוהים ביותר, וזו דרישת ההון השלישית בגובהה מבין כל הבורסות: 4.125 מיליון דולר, כאשר הממוצע הוא 2.125 מיליון דולר.¹²³

גובה חסמי הכניסה המושגים על חברי בורסה והאפקטיביות שלהם משתקפים גם בנתונים על מספר חברי הבורסה. מספר חברי הבורסה בבורסת תל אביב – 24 – נמוך הן אבסולוטית והן ביחס לגודלה של הבורסה.¹²⁴ מספר חברי הבורסה הממוצע בבורסות שנבדקו הוא 107 חברים.¹²⁵ רק לבורסות הקטנות במידה ניכרת מבורסת תל אביב יש פחות חברי בורסה: בודפשט (22), לובליאנה (17), ברסטיבלבה (15), איסלנד (15) ואירלנד (20).¹²⁶ מתוך חמש בורסות אלו הגודל של ארבע מהן הוא רק שבריר מזה של תל אביב, וגם החמישית, אירלנד, קטנה במידה ניכרת מתל אביב. ערך המניות הנסחרות בתל אביב הוא יותר מ-200 מיליארד דולר, והערך של המניות הנסחרות בבודפשט הוא 14 מיליארד; בלובליאנה 7 מיליארד; ובברטיסלבה 4 מיליארד. אפילו אירלנד מצויה בפער ניכר מגודלה של בורסת תל אביב, עם ערך של 143 מיליארד.¹²⁷ מספר החברים בבורסת תל אביב הקטן ביחס לגודלה משתקף בהשוואה של מספר חברי הבורסה בתל אביב למספר חברי הבורסות הקרובות לה ביותר מבחינת שווי השוק שלהן: הלסינקי ואיסטנבול. הלסינקי מעט קטנה יותר – עם שווי שוק של 185 מיליארד דולר, אך עם 65 חברי בורסה; איסטנבול מעט גדולה יותר – עם שווי שוק של 219 מיליארד דולר ועם 91 חברי בורסה.¹²⁸ בלוח 2 ניתן לראות גרסיה המבטאת את הקשר שבין גודל הבורסה לבין מספר החברים שבה. ניתן לראות כי

121 ש.ם.

122 ראו לעיל ה"ש 109.

123 ראו לעיל ה"ש 112. יש לציין שבפועל הפער הוא אפילו גדול יותר, זאת מכיוון שהסכום שצוין לעיל אינו דרישת ההון האפקטיבית. בתקנון מופיעות שתי אלטרנטיבות לדרישות ההון המינימאליות. הראשונה היא סכום אבסולוטי מינימאלי המצוין מעלה. השנייה היא דרישות ההון המינימאליות הנובעות מהסיכון האופרטיבי הנקבע ביחס לפרמטרים שונים של נפח הפעילות של חבר הבורסה, כגון סך ערך המניות הנסחרות על ידו. דרישת המינימום האפקטיבית נקבעת לפי הסכום הגבוה שבין השניים. עבור כל חברי הבורסה הדרישה השנייה גבוהה משמעותית מהסכום האבסולוטי ובפועל היא דרישת ההון המינימאלי האפקטיבי. מורכבות זו לגבי דרישות ההון, שיוצרת עלות לכשלעצמה בשל מורכבות שאינה רחוקה מזו של דרישות ההון של בנקים, לא קיימת באף אחת מהבורסות שנסקרו. לגבי דרישות ההון של הבורסה, ראו "מדריך לחברי הבורסה – החלק הראשון לתקנון" הבורסה לניירות ערך פרק א <https://goo.gl/CSCS9T> (5.10.2016).

124 ראו רשימת חברי הבורסה, לעיל ה"ש 42.

125 ראו לעיל ה"ש 112.

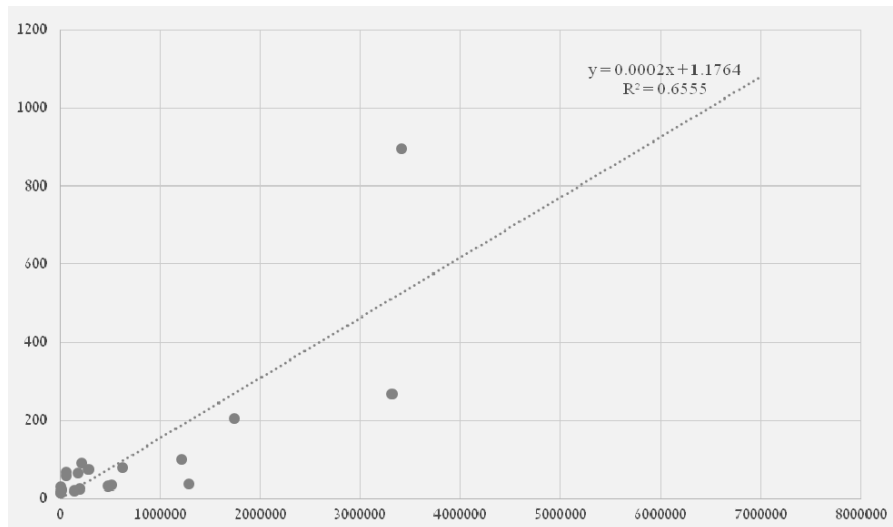
126 ש.ם.

127 ש.ם.

128 ש.ם.

קיים קשר חזק יחסית בין השניים ($R^2=0.655$). לפי היחס של קו הרגרסיה מספר החברים בבורסה של תל אביב בהתחשב בגודלה היה אמור להיות 41 – 65% יותר ממספר החברים בפועל.

לוח 2 – מספר חברי בורסה כפונקצייה של סך שווי ניירות הערך הנסחרים בבורסה



(2) דיון בממצאים האמפיריים ההשוואתיים

בבחינה השוואתית של חסמי הכניסה המוטלים על שלושת השחקנים הדומיננטיים מצאנו שעל שניים מהם – חברי הבורסה והסוחרים – מוטלים חסמי כניסה גבוהים מאלה שבבורסות האחרות, אולם על השלישי – החברות הרשומות בבורסה – אין מוטלים חסמי כניסה גבוהים מאלה שבאירופה. העמלות השונות על חברי בורסה: גם התשלום החד-פעמי על החברות בבורסה וגם העמלה השנתית הן מן הגבוהות ביותר מבורסות ה-OECD שנבחנו. נוסף על זה גם דרישת ההון המינימלי בתל אביב, המשמשת חסם כניסה אפקטיבי בפני חברי בורסה נוספים, היא אחת הגבוהות ביותר מתוך הבורסות שנבחנו. העמלות על פעולות המסחר גם הן גבוהות במידה ניכרת מהמוצע של מדינות ה-OECD שנבחנו, אם כי במובהק פחותה מהעמלות על חברי בורסה. נוסף על זה, הבורסה בתל אביב מכילה סוגי עמלות נדירות (יחסית לבורסות ה-OECD) וה"חשודות" בכך שההצדקה העיקרית לעצם קיומן היא בהיותן חסם כניסה למסחר בבורסה – עמלת המינימום שהייתה קיימת עד 2015 ובוטלה בעקבות לחצים חיצוניים של הרשות לניירות ערך והעמלה על סך הערך של המניות שחברי הבורסה מחזיקים. עמלת מינימום במקרים רבים עשויה אפילו לגרום לקיטון בהכנסות אם העמלות ממספר העסקאות שאינן נעשות בעקבות רף המינימום גדולות מההכנסה הנגבית באמצעותה (כאשר הגמישות ביחס למחיר היא גבוהה). העמלה על סך

הערך של המניות שחברי הבורסה מחזיקים, שקיימת רק בשתי בורסות נוספות, משפיעה במידה החזקה ביותר על משקיעים פסיביים, שלרוב חיסכון בנקאי עשוי להיות להם מוצר תחליפי. המשקיעים הפסיביים מכוונים לתשואה נמוכה מאלה שמכוונים לה המשקיעים האקטיביים הספקולטיביים. על כן עמלה על עצם החזקת המניות גם ללא ביצוע פעולות מסחר משפיעה בעיקר עליהם ועשויה להסיט אותם למוצר התחליפי של חיסכון בנקאי.

יש לציין שהמניע של חברי הבורסה הגדולים להציב חסמי כניסה גבוהים על חברי בורסה קטנים אינו נובע בהכרח מניגוד העניינים בשל עסקיהם האחרים שהם מוצר פיננסי תחליפי לזה של הבורסה. במצב זה ניגוד העניינים יכול לנבוע מרווחיהם הנובעים מהפעילות הבורסאית עצמה. בדומה לכל סוג של פעילות עסקית, גם בפעילות העסקית בתחום הבורסה שחקנים מעוניינים לצמצם את מספר המתחרים כדי שהנתח שלהם מהפעילות, ובעקבות זאת מהרווחים, יישאר גדול. כניסת שחקנים נוספים תשפיע על קיטון הרווחים בשני אופנים: הראשון – ייכנסו עוד גורמים שיוכלו לנגוס בעוגת הרווחים מהפעילות של המסחר הבורסאי; השני – גידול בתחרות בעקבות כניסת שחקנים נוספים, שיגרום לירידה במרווחי הרווח של חברי הבורסה מהמסחר בבורסה וקיטון בשיעור הרווח מפעילות זו. ניגוד העניינים הנוסף של חברי הבורסה בהטלת חסמי כניסה על שחקנים קטנים יותר עשוי להסביר מדוע הפער בין תל אביב לבורסות האחרות רב יותר בחסמים על חברי הבורסה לעומת החסמים המגולגלים על הסוחרים.

לכאורה, הממצאים בדבר העמלות המוטלות על חברות רשומות מנוגדים להשערה שהועלתה, שלפיה המבנה התאגידי של הבורסה וניגוד העניינים שהוא יוצר יגרום שחסמי הכניסה המוטלים על השחקנים המרכזיים המרכיבים את הבורסה יהיו גבוהים מאלה שבבורסות האחרות של ה-OECD. אולם ניתן להסביר מדוע הממצאים בדבר רמת חסמי הכניסה המוטלים על חברות הרשומות בבורסה אינם מנוגדים להשערה שהועלתה. על פי ההשערה המוצעת במאמר זה, לבנקים יש אינטרס ליצור חסמי כניסה כל עוד המוצר התחליפי לכניסה לבורסה הוא פעילות באפיק הבנקאי. אולם במצבים אחרים יצירת חסמי הכניסה לבורסה עלולה לפגוע אפילו בבנקים, שכן אלה מרוויחים גם מפעילות של כל אחד מהשחקנים בבורסה. לעומת המקרה של סוחרים שבו אין מוצר תחליפי מושלם המתחרה בפעילות בנקאית, ולחברי בורסה אין מוצר תחליפי מושלם למסחר בתל אביב, לחברות רשומות יש מוצר תחליפי כמעט מושלם להנפקה בבורסה בתל אביב: הנפקה בבורסות זרות. גם בהינתן העמלות הנמוכות מספר גדול של חברות ישראליות מנפיקות בבורסות זרות, ורק מיעוט קטן מנפיק בארץ. בשנת 2014, רק בבורסות בארה"ב היו 14 חברות ישראליות שהנפיקו מניות לראשונה,¹²⁹ ואילו בארץ באותה שנה רק שבע חברות הנפיקו לראשונה בבורסה בתל אביב.¹³⁰ אף שגם לסוחרים קיים המוצר התחליפי של מסחר בבורסות זרות, מדובר במוצר תחליפי מוגבל ביותר: אם בשל ה-home bias, שהוא חזק אצל משקיעים קטנים ולא מתוחכמים יותר משהוא חזק אצל חברות, ואם בשל העלויות הגבוהות של מסחר בחו"ל, הכוללות עלויות איסוף המידע ועיבודו, הגבוהות מאוד, בעיקר לסוחרים

129 ראו צליק, לעיל ה"ש 4.

130 "התפתחות מספר החברות הבורסאיות 2014" הבורסה לניירות ערך (31.12.2014) <https://goo.gl/jZbUb2>

הקטנים.¹³¹ גם היתרון היחסי של רוב חברי הבורסה הישראלים הוא המסחר בבורסה הישראלית, יתרון שאובד בבורסות זרות. בהקשר של הביטויים האקטיביים לניגוד עניינים יש להעיר הערה דומה לזו שהערנו בהקשר של הביטויים הפסיביים לניגוד עניינים. אין בהכרח התאמה בין ביטוי אקטיבי לניגוד ענייניים והחלטה מודעת לפעול בניגוד עניינים. גם בהקשר הנוכחי ייתכן שגם החלטות אקטיביות בדבר העמלות לא נבעו מהחלטה מודעת לקדם את האינטרסים של הבנקים על חשבון הבורסה. ייתכן שמניעים לא מודעים גורמים לסטייה מרמת האופטימום של העמלות בלא כוונה מודעת ליצור מבנה תת-אופטימלי. כפי שצוין לעיל, יש קושי רב לטעון בוודאות שדפוס התנהגות מסוים נבע מהחלטה מודעת. אולם לפי הספרות האקדמית יש קורלציה מסוימת, גם אם לא התאמה מלאה, בין דפוסי התנהגות מסוימים לרמת מודעות וכוונה מודעת.¹³²

גם אם מקבלים את הקשר שבין דפוס התנהגות פסיבי ומניע לא מודע ובין דפוס התנהגות פסיבי ומניעים מודעים, לכאורה רשימה זו מעלה בעיה אחרת: מדוע אותו שחקן המצוי בניגוד עניינים פעמים יקדם, ככלל, את האינטרסים שלו במודע ופעמים שלא במודע? האם אין מדובר בחוסר קונסיסטנטיות? אם הוא אדם "רע", הוא אמור שלא לבחול בשום אמצעי, ותמיד לקדם את האינטרסים שלו במודע, ולכן אין סיבה שיסתתר מאחורי החלטות לא מודעות. אם מדובר באדם "טוב", שאכן מקדם את האינטרס האישי שלו שלא במודע, מדוע לפעמים הוא מקדם במודע את האינטרס שלו על חשבון האינטרס של האחר? אולם אין בכך בעיה ממשית. גישת האתיקה ההתנהגותית אינה גישה בינארית המחלקת את האנשים לקטגוריות של "בני אור" ו"בני חושך". רוב האנשים מצויים על הרצף שבין האיש ה"רע" הטהור, שתמיד מקדם את האינטרס האישי שלו, לבין האיש ה"טוב" הטהור, שלעולם לא יקדם את האינטרס האישי שלו על חשבונם של אחרים במודע.¹³³ במצבים מסוימים אנשים עשויים לפעול כ"איש רע" המקדם את האינטרסים שלו במכוון על חשבונם של אחרים, אך במצבים אחרים יפעלו כ"איש טוב" – לא יהיו מוכנים לקדם את האינטרס האישי שלהם במודע ויעשו זאת רק שלא במודע. גם לאנשים "רעים", המוכנים בהקשרים

131 אשר לתופעת ה-home bias בהשקעות ראו Joshua D. Coval & Tobias J. Moskowitz, *Home Bias* (1999) 54 J. FIN. 2045. העלויות הגבוהות של המסחר בחו"ל רלוונטיות בעיקר למשקיעים קטנים ולא מתוחכמים, ללא חשבונות בחו"ל וללא חשבון מסחר בארץ, הנצרכים לתיווך של מערכת הבנקאות הישראלית. חלק ניכר מעלות זו היא הנגישות הזולה למידע על החברות ובשפה שאינה זרה ושעות מסחר החופפות את שעות הפעילות העסקית במדינת המקור. בשל גורמים אלו עלויות איסוף המידע והעיבוד שלו במסחר בבורסה המקומית זול יותר, בעיקר עבור סוחרים קטנים שאינם מתוחכמים. אשר ליתרונות אלו בהשקעה בבורסה מקומית, ראו עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים לב 561, 566 (2002). ראו גם בהרחבה Mary Jo Dieckhaus, *Should You List on a Foreign Exchange?*, 74 CHIEF EXECUTIVE (US) 44 (1992); Amir N. Licht, *Genie in A Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions*, 51 COLUM. BUS. REV. 51, 70-71 (2000).

132 ראו לעיל ה"ש 73.

133 לדוגמה של סקאלה אחת שניתן להעמיד לאורכה "טיפוסים" שונים – רמת רגישותם לכללים – ראו Adam Fine et al., *Rule Orientation and Behavior: Development and Validation of a Scale of Measuring Individual Acceptance of Rule Violation*, 22 PSYC. PUB. POL'Y & L. 314 (2016).

מסוימים לקדם את האינטרס הפרטי שלהם במכוון ובמודע במצבים של ניגוד עניינים, יהיו קווים אדומים שמעבר להם לא יהיו מוכנים לקדם את האינטרס הפרטי שלהם במכוון.

ו. ביקורת על קביעת ניגוד העניינים של הבנקים

יש נתון מרכזי אחד שאינו מסתדר עם הקביעה במאמר זה בנוגע לקיומו של ניגוד אינטרסים אצל הבנקים: אם הבנקים אכן דואגים לאינטרסים שלהם על חשבון האינטרסים של הבורסה, מדוע לא נשמע קולם של החברים שאינם בנקים? הרי פגיעה בבורסה פוגעת בליבת העסקים שלהם. בניגוד לבנקים, שהבורסה מספקת מוצר פיננסי תחליפי לא מושלם לליבת עסקיהם, במוסדות הפיננסיים האחרים החברים בבורסה המצב שונה. לפיכך אם התנהלות הבנקים פוגעת בבורסה, למוסדיים יש הן האינטרס למנוע את הפגיעה, והן המידע לעשות זאת – הם מבינים את ההשפעה של הצעדים השונים של הבנקים על הבורסה, שהיא ליבת העסקים המרכזית שלהם, בניגוד לדירקטורים האחרים, שאף שגם להם יש אינטרס למנוע את הפגיעה בבורסה אין להם בהכרח המידע, התחכום והיכולות המקצועיות להצביע על ההשפעות המורכבות של הצעדים השונים של הבנקים, מאחר שהבורסה אינה המוקד העסקי של דירקטורים אלו.¹³⁴ אם אכן המצב הוא כפי שתואר עד כה, היינו צריכים לשמוע טענות מעין אלו מפי המוסדיים. אם טענות כגון דא אינן מועלות מצד המוסדיים, יש יסוד להאמין שהניתוח המוצע במאמר איננו נכון.

אולם טענה זו שגויה – האינטרס של המוסדיים מורכב יותר ממה שנדמה. אף שהם אכן נפגעים מהתנהלות הבנקים הפוגעת בבורסה, ייתכן שבשל ריכוזיותו של שוק ההון הישראלי יש להם יותר מה להפסיד בהפניית ביקורת כלפי הבנקים, מחמת התלות הגדולה של המוסדיים בבנקים. המוסדיים עצמם, בחלק מעסקאותיהם, נצרכים למימון בנקאי. גם במהלכים שהמוסדיים מובילים בחברות שבהן הם מחזיקים, הם לעיתים זקוקים לתמיכת הבנקים עבור פעולות כגון הסדרי חוב בחברות המוחזקות שהם מחזיקים, כאשר חלק מהחוב הוא כלפי בנק. מלבד זאת, הבנקים הם אף לקוחות גדולים של המוסדיים בשל הנפח הגדול של קרנות הפנסייה, קופות הגמל ומוצרי הביטוח של עובדי הבנקים המנהלים אצל המוסדיים. נוסף על זה, הבנקים מספקים למוסדיים נתח מפעילות האשראי באמצעות איגוח הלוואות שהם מעניקים, כשנתח גדול מאג"חים אלו נתון בידי המוסדיים.¹³⁵ עוד יש לציין שאחת מהזירות העיקריות בחודשים האחרונים בשיתוף הפעולה בין הבנקים לבין המוסדיים היא רכישת תיקי משכנתאות של הבנקים על ידי המוסדיים. בשנה האחרונה

134 מלבד העובדה שאין לדירקטורים הנוספים היכולות המקצועיות לעמוד על מלוא המשמעות לכך, ייתכן שאין להם גם אינטרס לעמוד מול הבנקים ולמנוע את הפגיעה בבורסה. לרבים מתוך דירקטורים אלו, ובמיוחד לדירקטורים המייצגים את בנק ישראל ומשרד האוצר, הבנקים הם אופק הקידום המקצועי שלהם, והם אינם מעוניינים לפגוע בהם. המקרה הקלאסי למעבר מתוך בנק ישראל למערכת הבנקאית הוא של גליה מאור, שסיימה ב-1987 את תפקידה בתור המפקחת על הבנקים וב-1991 התחילה את תפקידה כמנכ"ל בנק לאומי. לדוגמאות של תופעת "הדלת המסתובבת" של בכירים שעברו מהשירות הציבורי לתחומים בסקטור הפרטי שעליהם היו ממונים, ראו איילת נחמיאס ורביץ "ניגודי עניינים פעלו עד כה רק לטובת המגזר הפרטי" גלובס (22.4.2016) <https://goo.gl/84c163>.

135 אתי אפללו "היכוננו לעלייתם של הבנקים החדשים" כלכליסט (14.6.2012) <https://goo.gl/M74F15>

הסתכם סך המכירות של תיקי משכנתאות של בנקים למוסדיים בארבעה מיליארד שקלים,¹³⁶ כשחלק מהעסקאות הגדולות כללו את לאומי, שמכר למנורה נתח מתיק משכנתאות ביותר ממיליארד שקל,¹³⁷ ומגדל, שרכשה לאחרונה תיק משכנתאות ב־900 מיליון שקל ממזרחי טפחות.¹³⁸ אף אחד מהמוסדיים לא ירצה להישאר מחוץ לשוק האמור אך בשל התנגדות יתר לבנקים בדירקטוריון של הבורסה. מלבד זאת קיים האינטרס האישי של נושאי המשרה בגופים מוסדיים, שאולי ירצו להצטרף בעתיד לבנק כנושאי משרה. היות שלמוסדיים ולנושאי המשרה שלהם יש הרבה מה להפסיד מעימות עם הבנקים, העובדה שהם אינם יוצאים נגד הבנקים אינה מעידה בהכרח שהם חושבים שהם אינם מפסידים מהתנהלות הבנקים בבורסה. אכן ייתכן שהמוסדיים מפסידים מפעילות הבנקים בבורסה, אך ההפסד שלהם מעימות חזיתי עם הבנקים יהיה גדול יותר,¹³⁹ במיוחד משום שהמוסדיים הם מיעוט, שגם אם ישמיעו קולם, ספק גדול אם הדבר אכן ישפיע על מדיניות הבורסה, כאשר מי שמחזיק את גרעין השליטה העיקרי סבור אחרת.

יש להדגיש שקביעה זו באשר לנטייתם של המוסדיים שלא לצאת חוצץ נגד הבנקים אינה גורפת – ייתכנו מקרים שבהם למוסדיים כדאי לצאת לעימות עם הבנקים, כאשר עלות העימות נמוכה ביחס לערך הפגיעה במוסדיים. ההחלטות של הבורסה בדבר העלאת דרישות ההון של חברים נכנסות לקטגוריה זו. להחלטות אלו הייתה פגיעה ישירה וקשה ביותר בחברי הבורסה שאינם בנקים, הן בשל הצורך לעמוד בדרישות הון גבוהות יותר, שלא עמדו לחלק מהחברים, והן בשל הגידול בעלות של עמידה בדרישות הון מורכבות הדומות לדרישות הון של בנקים. זהו צעד שכל מהותו היא לפגוע ישירות בחש"בים ולדוחקם כליל מהשוק. בשל עוצמת הפגיעה בהם יצאו המוסדיים חוצץ נגד החלטות אלו והצליחו לצמצם את דרישות ההון.¹⁴⁰ אולם כפי שצוין, אפשר שמקרה זה יהיה היוצא מן הכלל – במקרה של פגיעה קטנה יותר ועקיפה של אופן ניהול הבורסה הפוגע בנפח הפעילות בבורסה, ייתכן שלמוסדיים לא כדאי לצאת נגד הבנקים. עצם קיומה של אפשרות סבירה זו שולל את האפשרות להסיק מסקנות משתיות המוסדיים.

136 מיכאל רוכוורגר "לאומי ימכור למנורה נתח מתיק משכנתאות ביותר ממיליארד שקל" *The Marker* <https://goo.gl/XtCioP> (5.9.2016).

137 שם.

138 אסא ששון "מגדל מגדילה את הסיכון לחוסכים: קונה משכנתאות ב־900 מיליון שקל" *The Marker* <https://goo.gl/LAJBDo> (5.7.2016).

139 ראיונות שערכתי עם אנשים ששימשו דירקטורים בבורסה המייצגים חש"ב (29.7.2015, בין השאר), אך מעוניינים להישאר אנונימיים, חיזקו רושם זה. רצונם להישאר אנונימיים כלשעצמו מצביע על המורכבות של הסיטואציה שבה הם נתונים בהקשר של יחסיהם עם הבנקים.

140 רחלי בינדמן "בלעדי: חברי הבורסה נגד דרישות ההון החדשות של אסתר לבנון" *כלכליסט* (1.8.2010) <https://goo.gl/JvmHWD>. אשר להצלחה של מאבקם בהורדת דרישות הלימות ההון מחברי בורסה, ראו "החלטות דירקטוריון הבורסה מיום 3.4.14" *הבורסה לניירות ערך* <https://goo.gl/3Zgvoh> (6.4.2014) ("הלימות הון ונזילות של חש"בים – הצעה לשינויים בהנחיות על פי התקנון"). בדומה להורדה של עמלת המינימום, צעד זה לא נעשה מרצונם ומיוזמתם של הבנקים אלא בשל לחצים משלל גורמים, כולל הוועדה. למסקנות הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה, להגמיש את דרישות ההון לשחקנים השונים ראו לעיל ה"ש 107, בעמ' 63.

האם הנתונים על שיעור הנוכחות של נציגי הבנקים בשיבות הדירקטוריון אכן צריכים לעורר דאגה? מתוקף היות הבורסה חברה ללא כוונת רווח הגיוני לחשוב ששיעור נוכחותם של דירקטורים המייצגים את הבנקים בשיבות הדירקטוריון יהיה נמוך בשל האדישות שלהם בפיקוח על גוף שאינו מניב רווחים. אולם העובדה שהבורסה היא חברה ללא כוונת רווח אינה מקטינה את הבעייתיות של ממצאים המצביעים על שיעור נוכחות נמוך של הבנקים לעומת הדירקטורים האחרים אלא רק מחדדת אותה, מאחר ששיעור הנוכחות הנמוך מעיד על אדישותם של הבנקים בנוגע לצורת התנהלותה של הבורסה. נקודה זו היא בדיוק המסקנה שאנו מנסים לחלץ מהממצאים. מדוע לתת את הפיקוח על גוף שהצלחתו ושגשוגו חיוניים לשגשוגו של שוק ההון והמשק דווקא לגורמים האדישים להצלחתו של אותו הגוף? אם קיומו של דירקטוריון המפקח באפקטיביות הוא מטרה חשובה בכל חברה פרטית, מטרה זו צריכה לקבל את אותה מידת חשיבות כאשר מדובר בפיקוח על הבורסה, הגוף שמסדיר באפקטיביות חלק נרחב מהפעילות בשוק ההון. שאלה זו מתחדדת כאשר יש גורמים שאינם ציבוריים, כגון החש"בים, שהצלחת הבורסה חשובה להם גם ללא משיכת רווחים מהבורסה עצמה. זו בדיוק בעיית ניגוד האינטרסים שעליה אנחנו מצביעים: האינטרס של הצלחת הבורסה עולה בקנה אחד עם האינטרס של החש"בים, אך לא עם האינטרסים של הבנקים.

ז. ההשלכות של ניתוח ניגודי האינטרסים בבנק על יוזמות חקיקתיות לרפורמות בבורסה

1. שינוי המבנה התאגידי של הבורסה במסגרת תיקון 63 לחוק ניירות ערך והתמודדותו עם בעיית ניגוד העניינים של הבנקים

תיקון 63 לחוק ניירות נבע מהצעה שהעלתה הרשות לניירות ערך לשינוי המבנה התאגידי של הבורסה וזהות בעליו (להלן: ההצעה).¹⁴¹ לפי ההצעה, הבורסה תעבור תהליך של "הפרטה" ותהפך לחברה לכוונת רווח שבעליה העיקריים לא יהיו חברי הבורסה אלא גורם חיצוני אחר.¹⁴² עיקרי ההצעה אינם מנוגדים לעולה מרשימה זו, שכן הגורם שעליו מצביעה רשימה זו לבעיות המסחר בבורסה אינו שולל גורמים נוספים הפוגעים בבורסה. היותה של הבורסה חברה ללא כוונת רווח, גם היא כנראה גורם שהעיב על התפתחותה של הבורסה, כפי שניתן ללמוד מהתוצאות של גל הפרטות של בורסות ברחבי העולם לפני כשני עשורים.¹⁴³ היות הבורסה חברה ללא כוונת רווח, מלבד השפעתה על ירידה בתמריץ לפתח

141 ראו הצעה לשינוי מבנה הבורסה, לעיל ה"ש 6.

142 אף שתהליך זה מכונה בספרות הפרטה, הוא אינו כזה ברמה הטכנית, כי הבורסה כבר עכשיו מאוגדת כחברה פרטית.

143 מאמצע שנות התשעים עד סוף העשור הראשון של שנות האלפיים מסה גדולה מקרב הבורסות בעולם עברו תהליך של דמיטואליזציה (demutualization) – מעבר ממבנה תאגידי קואופרטיבי למבנה של חברה עם מניות. ראו Reena Aggarwal & Sandeep Dahiya, *Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges*, 18 J. APPLIED CORP. FIN. 96 (2006). ב-1993 לכל הבורסות החברות בארגון ה-WFE היה מבנה קואופרטיבי, וכעבור פחות מעשור ב-2002 רובן של החברות (63%) עברו הליך של דמיטואליזציה. ראו Issac Otchere, *Stock Exchange Self-listing and Value*

את הבורסה, מסייע לבנקים לקדם את ענייניהם האישיים: אי-היכולת למשיכת רווח מצמצמת את הפער בין האינטרסים של הבנקים לאינטרסים של החברים האחרים. אם היה ניתן למשוך רווחים מהבורסה, היה לשחקנים הקטנים יותר – שהרווחים מהבורסה היו תופסים חלק נכבד יותר מסך הרווחים שלהם – אינטרס חזק יותר להילחם באינטרס של הבנקים להסיט סוחרים מפעילות בבורסה לפעילות בענף הבנקאות. היעדר תקבולים ישירים מפעילות הבורסה מאחד יחסית את האינטרסים של הבנקים והחברים שאינם בנקים ומאפשר לבנקים לפעול ביתר קלות לקידום ענייניהם האישיים. גם מאזן האינטרסים של הבנקים עשוי להשתנות ככלל שתאפשר משיכת הרווחים מהבורסה, שכן האינטרס של הבנקים בשגשוג הבורסה יגדל, והדבר יקטין את בעיית ניגודי האינטרסים שלהם.

התיקון אף מתמודד עם בעיית ניגודי האינטרסים של הבנקים באמצעות העברת חלק ניכר מהבורסה לגורם שאינו חבר בורסה. כלשון סעיף 145 שהתווסף לחוק ניירות ערך בעקבות התיקון:

לא יחזיק אדם יותר מחמישה אחוזים מסוג מסוים של אמצעי שליטה בבורסה, או בשיעור נמוך יותר המקנה שליטה בבורסה, אלא על פי היתר מאת יושב ראש הרשות.

אף שעל פני הדברים המגבלה נראית כזאת שבכוחה למנוע את השתלטותם של בעלי אינטרסים על הבורסה, ההסדר הקיים לא יפגע בכוח הקיים לבנקים ואף עשוי אפילו לחזק אותו. נסביר את דברינו: בארץ קיימים 12 בנקים מסחריים, אולם לא כל ה-12 יכולים להחזיק בעת ובעונה אחת 5% מהבורסה. לפי ס' 1 לחוק ניירות ערך, המגבלה על החזקה חלה גם על החזקה באמצעות חברת בת. ארבעה מהבנקים הם בבעלות בנקים אחרים, ועל כן אינם יכולים להחזיק עימם יחד בבורסה: בנק אוצר החייל ובנק מסד הם בבעלותו של הבנק הבינלאומי; בנק מזרחי טפחות שולט ב-50% מבנק יהב; בנק דיסקונט הוא הבעלים של בנק מרכנתיל דיסקונט.¹⁴⁴ לכן גם במגבלה המוצעת, הבנקים יכולים להחזיק במשותף בכ-40% מהבורסה במתכונתה החדשה. זהו שיעור גבוה משיעור השליטה שלהם בבורסה במתכונתה הנוכחית. אומנם לבנקים יש כיום רוב ניכר מתוך הדירקטורים המייצגים חברים המחזיקים נתח בבורסה – 5 מתוך 7, אולם כוחם ביחס לכלל חברי הדירקטוריון אינו גדול: 5 מתוך 16 (כ-31%). אם לא סופרים את המנכ"ל והיושב ראש, שהם חברי דירקטוריון הנבחרים על ידי הדירקטוריון עצמו, מדובר ב-5 מתוך 14 (כ-36%).¹⁴⁵

OECD, *Effects*, 12 J. CORP. FIN. 926, 927 (2006). כיום השיעור אף גבוה יותר ועומד על 88%. ראו OECD, PRIVATISATION AND DEMUTUALISATION OF MENA STOCK EXCHANGES: TO BE OR NOT TO BE? (2014) <https://goo.gl/SrvdFy>. אולם התופעה המרכזית של גל זה איננו רק פירוק המבנה הקואופרטיבי אלא המעבר מתאגיד שאיננו למטרת רווח לתאגיד לכוונת רווח, ותהליך זה הביא לשגשוג וצמיחה של הבורסות. ראו Erin Oldford & Issac Otchere, *Can Commercialization Improve the Performance of Stock Exchanges Even Without Corporatization?*, 46 FIN. REV. 67 (2011).

¹⁴⁴ ס' 45א(א)-(ב) להצעה לשינוי מבנה הבורסה, לעיל ה"ש 6.

¹⁴⁵ בניתוח משקלם של הבנקים הנתון המשמעותי הוא לא משקלם בקרב חברי הבורסה, אלא משקלם בייצוג בדירקטוריון שהוא הגוף המקבל החלטות בבורסה. לאור המספר הגבוה של דירקטורים חיצוניים הכוללים ייצוג לבנק ישראל ולמשרד האוצר, אפקטיבית המשקל שלהם בדירקטוריון נמוך ממשקלם המספרי בקרב חברי הבורסה, למרות שהוא בכל זאת גבוה ועובר את ה-30%.

ניתן לסייג מעט את ההשוואה ולומר שמבחינה אפקטיבית, הכוח של הבנקים גדול יותר במצב הקיים, שבו עיקר הדירקטורים האחרים הם דח"צים. דח"צים, ואפילו אלו המייצגים את משרד האוצר ובנק ישראל, עשויים לנטות לריצוי הבנקים. במתכונת החדשה של המבנה התאגידי של הבורסה משקלם של הדח"צים ירד מחמישה לשלושה.¹⁴⁶ נוסף על זה, לפי ההצעה החדשה, יותר ממחצית הדירקטורים צריכים להיות בלתי תלויים. אומנם צעד זה יגביל גם את כוחם של הבנקים בדירקטוריון, אך כבר עמדו בספרות על כך שהמנגנון של דירקטורים בלתי תלויים הוא אפקטיבי פחות משנדמה בריסון השפעתם של בעלי שליטה: בסופו של דבר עדיין מתקיימת תלות בין בעלי השליטה לבין הדירקטור הבלתי תלוי.¹⁴⁷ לכן ככלל גורמי השליטה האחרים בבורסה ירסנו באפקטיבית רבה יותר פעילויות של הבנקים בבורסה, שכפי הנטען מטרם היא חיזוק המערכת הבנקאית על חשבון הבורסה. גם לאחר לקיחת סיוג זה בחשבון ניתן לקבוע שהמבנה התאגידי החדש של הבורסה לא יחליש במידה ניכרת את כוחם של הבנקים בבורסה. בשורה התחתונה, למרות המגבלה בתיקון 63 על החזקה של הבורסה בידי חבריה, כוחם של הבנקים בבורסה לא ישתנה דרסטית. ככל הנראה מטרתו המרכזית של התיקון לשינוי מבנה הבורסה לא נבעה מכוונה להוריד את כוחם של הבנקים בבורסה אלא ממדיניות רחבה יותר הממוקדת בתאגידי הבנקאי הבודד, בדומה להגבלות החלות על החזקותיהם של בנקים בתאגידיים ריאליים (עד ל-5% מסוג מסוים של אמצעי שליטה), שנועדו למנוע מצב של ניגוד עניינים.¹⁴⁸ מלבד זאת, תאורטית התיקון מאפשר החזקה גדולה יותר של הבנקים: באמצעות אישורו של יושב ראש הרשות לניירות ערך ניתן להחזיק גם בנתח גדול יותר – של עד 50%¹⁴⁹ גם מדברי ההסבר במליאה של הרשות לניירות ערך לא נראה שהגבלת כוחם של הבנקים הייתה מטרה מרכזית שעליה הם נתנו את דעתם בגיבוש ההצעה, ונושא זה אינו מופיע בדברי ההסבר.¹⁵⁰ בשל עוצמת ניגוד העניינים שתוארה ברשימה זו ומכלול ביטוייה החריפים האפשריים, לא מספיק לנקוט צעדי ריסון של הגורם בעל ניגוד העניינים, אלא יש לעוקרו כליל, במיוחד כאשר מדובר בבורסה, שהיא גוף בעל חשיבות עליונה לשוק ההון הישראלי.

2. הצעה מתוקנת לפי עוצמת הבעיה של ניגודי האינטרסים של הבנקים

כדי להתמודד ישירות עם הבעיה של ניגוד העניינים החריף שבין הבנקים לבורסה וההשלכות החמורות לניגוד עניינים זה שהועלו ברשימה זו, מוצע להוסיף סעיף בחוק ניירות ערך שיאסור לחלוטין על בנקים להחזיק נתח כל שהוא בבורסה. בניגוד לרפורמות

146 ראו נימוקים בישיבת רשות מס' 2-2015, לעיל ה"ש 6.

147 לגבי סקירת בעיית התלות שאינה מתפוגגת אצל דירקטורים בלתי-תלויים ראו, Lauren Cohen et al., *Hiring Cheerleaders: Board Appointments of "Independent" Directors*, 58 *MGM'T SCIENCE* 1039 (2012); Rafel Cerespi-Cladera & Bartolome Pascual-Fuster, *Does the Independence of Independence Directors Matter*, 28 *J. CORP. FIN.* 116 (2014); Lucian A. Bebchuk & Assaf Handani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 *U. PA. L. REV.* 1271, 1285–1292 (2017).

148 ס' 23 לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

149 מלבד שיעור זה יש צורך באישור שר האוצר. ראו ס' 5א45(ג) להצעה לשינוי הסדרת מבנה הבורסה, לעיל ה"ש 6.

150 ישיבת רשות מס' 2-2015, לעיל ה"ש 6.

אחרות, שבהן יש לשקול עלויות מול תועלות, לרפורמה המוצעת במאמר זה, על פני הדברים, אין עלות ניכרת. האם יש תועלת חיובית בכך שהבנקים יחזיקו בנתח מסוים של הבורסה? לכאורה ניתן לטעון שבשל בסיס הלקוחות הגדול של הבנקים המשקיעים בבורסה הבנקים גם מבינים היטב את צרכיה, ועל כן יכולים לסייע בהתוויית דרכה. אולם לא ברור כלל אם הבנקים יסייעו בהתוויית דרכה של הבורסה לאור המידע שבידיהם. טיעון ניהוד העניינים מטיל ספק גדול באפשרות זו. כפי שצוין, על פני הדברים, אין עלות ניכרת בהגבלה מוחלטת של הבנקים להחזיק בבורסה. להצעה שתגביל את האפשרות של בנקים להחזיק בבורסה אין "עלויות טעות חיובית" ניכרות (false positive error cost) – עלויות הנובעות מהטלת הגבלה מוחלטת על החזקת נתח מהבורסה בידי הבנקים. זאת, גם אם הניתוח ברשימה זו אינו מדויק.¹⁵¹ מנגד, עלות הטעות השלילית מנקיטת צעדי ריסון שלא ימנעו את השפעת ניהוד העניינים של הבנקים על הבורסה ועל התנהלותה התת-אופטימלית גבוהה במידה ניכרת מעלות הטעות של עקירת הבנקים מתוך הבורסה אף שצעדי ריסון היו מספיקים. הטעות הראשונה עלולה לפגוע קשות במוסד מרכזי כמו הבורסה, אך לא הטעות השנייה. עיקר המשמעות שעשויה להיות לטעות זו היא חלוקתית ולא הקצאתית. נוסף על כך, רשימה זו הדגישה את שלל האופנים המורכבים והנסתרים שבהם ניהוד העניינים עלול להופיע, ועל כן יהיה קושי רב לקבוע אם צעדי הריסון אכן נושאים פרי. ניהוד העניינים יכול להופיע באי-פעולה, שהבולטות שלה נמוכה ביותר או במבנה עמלות תת-אופטימלי, שבשל מורכבותו רק אנשים ספורים עשויים לעמוד על כך, ולבית המשפט ולפקידי הציבור יהיה קושי רב להכריע בין דעות מומחים חלוקות בשאלה אם מבנה העמלות הוא אכן תת-אופטימלי.

3. ביקורות על התיקון המוצע

(א) הצורך בתיקון המוצע בשל העלמת פערי האינטרסים בהצעה המקורית ניתן לבקר את הטיעונים שהוצגו לעיל ולטעון שגם במסגרת החוק הקיים לאחר תיקון 63 פערי האינטרסים יצומצמו וכמעט ייעלמו, והאינטרס של הבנקים בשגשוגה של הבורסה יתחזק בשל הנתח שיקבלו מתוך רווחיה.¹⁵² במצב דברים זה, גם למוסדיים יהיה אינטרס גדול יותר לצאת נגד הבנקים, ועל כן יוכלו הם לרסן באפקטיביות רבה יותר את פעולות הבנקים אם ירצו לקדם את ענייניהם הפרטיים על חשבון הבורסה. במסגרת ההצעה יקבלו המוסדיים נתח מרווחי הבורסה, והדבר יחזק את האינטרס שלהם לדאוג לשגשוגה של הבורסה ולשלם את המחיר ביציאה נגד הבנקים. אינטרס זה יכול לקבל חיזוק נוסף מכיוון אחר: יישום מסקנות הוועדה לשכלול המסחר ועידוד הנזילות בבורסה בעניין הנגשת

151 אשר לניתוח כלכלי של סטנדרטים משפטיים, ובמיוחד של רגולציה, המביא בחשבון את העלויות הנובעות מהאפשרות של שני סוגי טעויות ראו Paul L. Joskow & Alan Klevorick, *A Framework for Analyzing Predatory Pricing Policy*, 89 YALE L.J. 213, 222 (1979). שני סוגי הטעות שעליהם המחברים מצביעים הם "עלות טעות חיובית", העלות הנובעת מהטלת כלל רגולטורי המגביל התנהגות מסוימת אף שאין הצדקה כלכלית להגבלת ההתנהגות; "עלות טעות שלילית" – הימנעות מהטלת כלל רגולטורי המגביל התנהגות מסוימת אף שמבחינה כלכלית היה מוצדק להגביל את ההתנהגות.

152 ראו לעיל בפרק 1.ז.

שירותי הברוקראז' מכוונים להגדלת נתח השוק של המוסדיים במסחר הקמעונאי בבורסה. הנתח הגדול יותר שלהם במסחר בבורסה יעצים את האינטרס שלהם לשגשוגה של הבורסה. אכן, לאחר ההצעה יהיה האינטרס של המוסדיים חזק יותר, מה גם שיתכן שהגורמים שיחזיקו בבורסה לא יהיו החש"בים, והעלות שלהם מההתנגדות לבנקים תהיה קטנה יותר. אולם אי אפשר לדעת בוודאות אם פערי האינטרסים של הבנקים יצומצמו במידה מספקת עד שבשילוב עם חיזוק האינטרס של הגורמים האחרים לצאת נגד קידום עניינם של הבנקים – עניינה של הבורסה יישמר לגמרי. גם כאשר הבנקים מקבלים נתח מרווחי הבורסה, ייתכן שהרווח שלהם מהטלת חסמי כניסה על הבורסה בעקבות גידול ברווחיהם מפעילות אשראי גבוה מההפסד של הקיטון ברווחים שנמשכים מהבורסה ומפעילות הברוקראז'. לרגולטור ולמחוקק יש קושי לדעת מהם מאזני האינטרסים הפנימיים המדויקים של הבנקים. עצם ההצבעה על אפשרות ממשית של ניגוד אינטרסים, גם אם היא אינה ודאית, צריכה להיות עילה מספקת לפעולה מצד הרגולטור והמחוקק. יש רק צורה אחת לקבוע בוודאות שהבנקים אינם פועלים לקדם את האינטרסים שלהם על חשבון האינטרס של הבורסה בפעילותם בבורסה: עקירה מוחלטת של כוחם של הבנקים בבורסה.

ניתן להציע שגם אם מקבלים את הצורך לעקור לחלוטין את כוחם של הבנקים, היה ניתן לעשות זאת בוורסיה קיצונית פחות מזו שהוצעה ברשימה זו: ניתן לשלול מהבנקים את זכות ההצבעה והייצוג בדירקטוריון, אך לתת להם זכות הונת ברווחי הבורסה. אומנם אפשרות זו אכן תטפל בבעיה המועלית ברשימה, אך השאלה היא איזה יתרון יש לה על פני ההצעה שהועלתה. במצב שקדם לרפורמה לא הייתה לבנקים זכות למשיכת רווחים מהבורסה, ולא ברור כלל מדוע היה צורך לתת להם זכות זו בעקבות השינוי. ההנחה בבסיס הרפורמה היתה כנראה שיש פגיעה בבנקים במניעת השפעתם על הבורסה, ויש לפצותם על כך. בחלק הבא נרחיב על היעדר פגיעה בבנקים המצדיקה פיצוי. נוסף על זה, פיצול בין זכות הונת לבין כוח הצבעה הוא חיסרון בפני עצמו.¹⁵³ הוא מקטין את החשיפה של בעל השליטה המרכזית לשוק השליטה בכך שבעל השליטה מחזיק בכל זכויות ההצבעה אף שאינו מחזיק בכל הזכויות ההוניות, ולכן יש ביכולתו לסחוט את המשתלט הפוטנציאלי. הקטנת החשיפה של בעל השליטה לשוק השליטה מגבירה את הסיכוי שהתנהלות לא יעילה של בעל השליטה לא תיגדע בזמן. נוסף על זה, הפיצול בין זכות ברווחים לבין זכות הצבעה גורם לעיוותים שבמסגרתם עלולות להתקבל החלטות בפירמה שבהן הצד הנפגע – במקרה זה הבנקים – לא יוכל להגן על עצמו ביעילות. מתן זכות הונת לבנקים ללא זכות הצבעה יפגע ברכיב המרכזי ביותר של הרפורמה: הפיכת הבורסה לחברה לכוונת רווח כדי ליצור

153 אשר לעלויות הנציג המוגברות הנובעות מפיצול בין זכויות ההצבעה לזכויות ההוניות ראו Lucian A. Bebchuk, Reiner Kraakman & George G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity, in* CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295 (Randall K. Morck, ed., 2000). יש לציין שאפילו לשיטות המצדיקות פיצול, ההצדקה העיקרית לפיצול – אפשרות לזים להוציא לפועל את הערך האידיוסינקרטי של הרעיון שלו בכך שמוענקת לו שליטה ללא תלות בספקי ההון – אינה מתקיימת במקרה זה. הפיצול בין זכויות ההצבעה להון במקרה זה לא נבע מהפוטנציאל של בעל השליטה להוציא לפועל את הערך האידיוסינקרטי של החברה, אלא מהרצון לשמר את הנתח של הבנקים בבורסה למרות בעיית ניגודי האינטרסים. אשר להצדקה הכלכלית לפיצול בין זכויות הצבעה לבין הון ראו Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560 (2016).

זיקה הדוקה בין ההשלכות של החלטות של בעלי הבורסה על תפקודה לבין שורת הרווח האישי של אותם בעלים. האלטרנטיבה למתן זכות הונית לבנקים ללא זכות הצבעה מנתקת שוב בין השניים.

היה ניתן להבין מהדיון באפשרות שקידום האינטרסים של הבנקים נובע מנטיות לא מודעות ולא מהחלטות מכוונות, שהיה ניתן לפתור את בעיית ניגוד האינטרסים ב"רכות" רבה יותר, המאפיינת פתרונות לבעיות שגישת האתיקה ההתנהגותית מציבה: מסגור שיבליט את האלמנט הלא-אתי של ההחלטה, כגון הפיכת החלטה פסיבית להחלטה אקטיבית באמצעות דרישה לקבלת החלטה אקטיבית שלא להחליט או הצבת חובת דיווח על אי-הגעה לשיבת דירקטוריון לפני ההיעדרות. אומנם אופן הטיפול בבעיות ניגוד אינטרסים הנובעות מהגישה של האתיקה ההתנהגותית הוא לרוב עדין מהטיפול בבעיות ניגוד עניינים הנובעות ממודל ההחלטה הרציונלית,¹⁵⁴ אך דומה שטיפול שורשי בבעיית ניגוד העניינים והחתימה להסרתו עדיף מהטיפול במופעים שלו. עדיפות זו רק גוברת בשל גישת האתיקה ההתנהגותית המאירה חזית חדשה, רחבה יותר ומורכבת יותר, למופעים הסימפטומטיים לבעיית ניגוד העניינים. הבעיה בטיפול הסימפטומטי היא שתמיד ייתכן שיופיע סימפטום נוסף לבעיית ניגוד העניינים שלא יאוחר ולא יטופל. בעיה זו רק מתרחבת לפי הגישה של האתיקה ההתנהגותית: בשל המרחב הרחב יותר והצורות המורכבות יותר שבהם ניגודי עניינים עלולים לצוץ, הסכנה להימצאותם של מופעים של ניגודי עניינים שלא יאוחרו רק גוברת. הניתוח לפי גישת האתיקה ההתנהגותית רק מגביר את הצורך לעקור מהשורש את בעיית ניגוד האינטרסים כאשר ניתן לעשות זאת.¹⁵⁵

(ב) חוקתיות ההצעה המתוקנת

על פני הדברים השינוי במבנה הבורסה שהוצע ברשימה זו נראה כשינוי דרסטי המוחק את ההחזקה של הבנקים בבורסה. ניתן לטעון ששינוי זה פוגע פגיעה לא חוקתית בבנקים – הוא פוגע בזכות החוקתית לקניין המוקנית מכוח חוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו ופוגע בזכות החוקתית לחופש העיסוק המוקנית מכוח חוק-יסוד: חופש העיסוק בכך שהתיקון המוצע מונע מהבנקים להיות שותפים בניהול הבורסה. כפי שנקבע בפסיקה, זכויות חוקתיות אלו חלות לא רק על פרטים אלא גם על תאגיד.¹⁵⁶ ההנחה שבמצב שקדם לרפורמה לבנקים הייתה זכות קניינית בבורסה היא בעייתית ביותר. מלבד העובדה שהבורסה הייתה חייבת להיות תאגיד ללא כוונת רווח שלבנקים אין אפשרות למשוך ממנו רווחים,¹⁵⁷ על פי חוק יש

154 למכניזמים ה"רכים" השונים להתגברות על בעיות הצפות במסגרת האתיקה ההתנהגותית ראו Feldman, לעיל ה"ש 68, בעמ' 13–19 (סוקר מכניזמים כגון חיוב מתן הצדקה להחלטה כגון שיטת הנארג' להשפעה על התנהגות הפרטים ללא שינוי בתמריצים הכלכליים, הדגשת הפן המוסרי בחוק, הסרת עמימות וחיוב הצדקת המעשה).

155 ראו Daylian M. Cain & Allan S. Detsky, *Everyone's a Little Biased (Even Physicians)* 299 JAMA 2893 (2008); George Lowenstein, Sunita Sah & Daylian M. Cain, *The Unintended Consequences of Conflict of Interest Disclosure*, 307 JAMA 669 (2012).

156 ראו בג"ץ 4885/03 ארגון מגדלי העופות בישראל אגודה שיתופית בע"מ נ' ממשלת ישראל, פ"ד נט(2) 14, 66 (2004); בג"ץ 7611/01 מכבי מגן אגודה שיתופית לביטוח הדדי נגד מחלות בע"מ נ' שר האוצר, פס' 39 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) ביניש (פורסם בנבו, 20.8.2006).

157 ס' 45(ב)(2) לחוק ניירות ערך.

צורך ברישיון לצורך פתיחת בורסה וניהולה.¹⁵⁸ למקבל רישיון אין בהכרח זכות קנויה להמשיך להחזיק ברישיון. משמעות הרישיון היא שפעילות מקבל הרישיון מותנית בהסכמת נותן הרישיון. אם נותן הרישיון סבור שבנסיבות מסוימות פעילות מקבל הרישיון פוגעת ברווחה החברתית, הוא רשאי לקחת את הרישיון: זוהי משמעות פעילות ברישיון. חיזוק נוסף לכך שלחברי הבורסה לא הייתה זכות קניינית בבורסה מצוי בהוראת החוק שמנעה מחברי הבורסה אפילו את הזכות השיווית בהון הבורסה בעת פירוק. לפי סעיף 45(ב)(2), שר האוצר רשאי לקבוע את השימוש ביתרת נכסיה של הבורסה בעת פירוק.

טענה אפשרית של הבנקים היא שהיה ערך כלכלי לכוח ההחלטה שלהם גם ללא זכות הונית בבורסה. אלא שבהקשר זה מתעוררת השאלה ממה נובע הערך הכלכלי של כוח ההצבעה של הבנקים. אם ערך זה נובע מתוך היכולת להשתמש בכוח ההחלטה לדאוג לכך שהבורסה תתנהל בעילות ובאפקטיביות, הרי שהמציאות הוכיחה שנתנית כוח ההחלטה לבנקים בענייני הבורסה אינה מיטיבה עם התנהלותה. אם ערך כוח ההחלטה נובע דווקא מהיכולת לדאוג לכך שהבורסה תתנהל בצורה המיטיבה עם הבנקים על חשבון טובתה של הבורסה עצמה, עולה השאלה אם יש להכיר משפטית בערך הזכות הנתונה בידי הבנקים לנהל את הבורסה באופן המיטיב עם עצמם והמנוגד לטובת הציבור.

גם אם מקבלים את הטענה שההצעה פוגעת בזכות הקניין של הבנקים, היא עומדת בתנאים של פסקת ההגבלה: הפגיעה היא לתכלית ראויה ונעשית במידתיות. התכלית של החקיקה היא ללא ספק ראויה: אסדרה של שוק ההון הישראלי כדי שפעילותו תהיה אופטימלית. מבחן המידתיות פורש בפסיקה ככולל שלושה תימכונים: מבחן הקשר הרציונלי, מבחן האמצעי שפגיעתו פחותה ומבחן המידתיות במובן הצר – התוצאה המידתית.¹⁵⁹ מבחן הקשר הרציונלי בודק את ההתאמה בין האמצעי למטרה. במקרה דנן, המטרה היא יצירת מבנה תאגידי לבורסה שיאפשר לה להתנהל בצורה האופטימלית. מניעת כניסת גורם בעל פוטנציאל לניגוד עניינים היא צעד שיש לו זיקה הדוקה למטרה זו. הפגיעה גם עומדת בתנאי שהיא אינה עולה על הנדרש: למרות האפשרויות ה"רכות" יותר להתמודד עם בעיית ניגוד האינטרסים של הבנקים שעלולה להשפיע על שוק ההון, כפי שצוין לעיל, רק עקירה גמורה של כוח הבנקים תתמודד בוודאות עם בעיה זו. ההצעה להציע לבנק זכות הונית ברווחי הבורסה אינה מצמצמת את הפגיעה בזכות הקניין שנפגעה. גם לפני הפגיעה לא הייתה לבנק זכות הונית ברווחי הבורסה – בפגיעה הקניינית בבנק אנו מתייחסים לכוח ההחלטה של הבנק בבורסה כזכות קניין. מתן זכות אחרת תחת הזכות הקנויה אינו מצמצם את הפגיעה בזכות הקניין. במסגרת מבחן המידתיות במובן הצר אנו בוחנים את האיזון בין עוצמת הפגיעה בזכות לבין השלכותיה על האינטרס הציבורי. גם כאן נראה שהתיקון המוצע עומד במבחן: האינטרס הציבורי שבעטיו הזכות נפגעת הוא חזק ביותר – תפקוד תקין של הבורסה בפרט ושוק ההון בכלל, מנגנונים חשובים מאוד עבור המשק.

הטענה בדבר הפגיעה בחופש העיסוק גם היא בעייתית ביותר. התיקון המוצע מתייחס לאפשרות החזקה של הבנקים בתאגיד מסוים. כפי שנקבע בבית המשפט העליון בפסק הדין בעניין בג"ץ מכבסת שלג חדרה, הגבלה על החזקה של תאגיד אינה עולה לפגיעה בחופש העיסוק: "חופש העיסוק של משיבות אלו אינו נוגע לענייננו, שהרי ענייננו בשאלת

158 שם, בס' 45(א).

159 בג"ץ 4541/94 מילר נ' שר הביטחון, פ"ד מט(4) 94, 140 (1995).

ההחזקה בלבד".¹⁶⁰ כמו כן ייתכן שדווקא אי-ביצוע התיקון יגרום לפגיעה גדולה יותר בחופש העיסוק. אחד מהערכים שביסוד הזכות לחופש העיסוק הוא התחרות החופשית.¹⁶¹ מתן אפשרות לגורם בעל ניגוד עניינים, כגון הבנקים, להיות גורם בעל משקל בבורסה, עלול לפגוע באפשרות של החש"בים להתחרות על סיפוק אפיקי השקעה לחוסכים, ובכך תיפגע זכות החש"בים לחופש העיסוק. הפסיקה אכן מכירה במינוי גורם בעל ניגוד עניינים בתאגיד כפוגע בזכות העיסוק של המתחרים.¹⁶²

גם אם מדובר בפגיעה בחופש העיסוק, בדומה לניתוח של הפגיעה בזכות הקניין, הפגיעה בכל מקרה עומדת בתנאי פסקת ההגבלה – היא לצורך תכלית ראויה ומקיימת את תתי-מבחני המידתיות. החלופה ה"רכה" יותר להצעה המתוקנת להעניק לבנקים זכות הונת ברווחי הבורסה אינה מועילה להתמודדות עם בעיית הפגיעה בחופש העיסוק: הבעיה בפגיעה בחופש העיסוק אינה מניעת השתכרות מסוג מסוים של פעילות אלא עצם המניעה מהשתתפות בפעילות המסוימת המניבה רווחים.

ח. סיכום והשלכות

הארת ניגוד האינטרסים של הבנקים בהקשר של החזקותיהם בבורסה נועדה בעיקרה לספק תשובה נוספת למקורם של חוליי הבורסה ולהציע מסלול נוסף להבראתה. מהזווית המתודולוגית, רשימה זו הדגישה את האפשרות שניגודי עניינים יבואו לידי ביטוי בעיקר בדפוסי התנהגות פסיביים והציגה הן את התשתית התאורטית לתופעה זו המבוססת על הספרות של אתיקה התנהגותית והן ממצאים שעשויים לתמוך בכך – רמת הנוכחות הנמוכה מאוד של דירקטורים המייצגים בנקים בשיבות הדירקטוריון. לטיעון זה יכולות להיות השלכות משפטיות רחבות, מאחר שייתכן שבאיתור הפרות של חובות התנהגות הכללים המשפטיים צריכים להכיר בהפרות הנעשות באמצעות התנהלות פסיבית. לדוגמה, כדי לחייב נושא משרה בגין הפרת חובת זהירות לתאגיד, יש צורך להתגבר על כלל שיקול הדעת העסקי. אחד התנאים לכלל שיקול הדעת העסקי הוא שנושא המשרה לא נהג בחוסר תום לב. בספרות המשפטית האמריקאית, מקום פיתוחו של כלל שיקול הדעת העסקי, יש דיון בשאלה אם המשמעות של דרישה זו שיש צורך להוכיח שנושא המשרה לא פעל מתוך כוונה טובה (bona fide) או אם צריך להוכיח שהוא פעל מתוך כוונה רעה (mala fide).¹⁶³ אחד הביטויים המרכזיים לפער בין השניים הוא במקרים של מחדל. במקרים של פעולות

160 בג"ץ 6798/05 מכבסת שלג חדרה (1985) בע"מ נ' מדינת ישראל – משרד הבריאות (פורסם בנבו, 25.2.2008).

161 בג"ץ 28/94 צרפתי נ' שר הבריאות, פ"ד מט(3) 804, 817 (1995); בג"ץ 726/94 כלל החברה לביטוח נ' שר האוצר, פ"ד מח(5) 441 (1994). לביקורת של תפיסה זו של חופש העיסוק של בית המשפט העליון לעומת החלופה של "התפיסה האישית" של הזכות לחופש העיסוק, ראו אייל גרוס "כיצד הייתה התחרות החופשית לזכות חוקתית – בנפתולי הזכות לחופש העיסוק" עיוני משפט כג 229, 252–257 (2000).

162 ראו בג"ץ Samedan Mediteranean Sea 5812/00 הממונה על ענייני הנפט במשרד התשתיות הלאומיות, פ"ד נה(4) 312, 344–345 (2001); ע"מ 4011/05, דגש סחר חוץ (ספנות) בע"מ נ' רשות הנמלים, פס' 76–77 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 11.2.2008).

163 לעיל ה"ש 62.

אקטיביות קל יותר להוכיח פעילות מתוך כוונה רעה – פעולה אבסורדית שאין לה הסבר חוץ מקיומם של מניעים זרים. לעומת זאת במקרים של מחדל, הרבה יותר מורכב להסיק מאי־עשייה כוונה רעה שלא נבעה מהתרשלות גרידא. הטיעון ברשימה זו הוא שלניגוד עניינים יכולה להיות נטייה להופיע בהקשרים של מחדל, דבר העשוי לספק הצדקה חשובה לאמץ את המבחן הראשון המסתפק בהיעדר כוונה רעה כדי שיתאפשר להרתיע קבוצה גדולה זו של הפרות פוטנציאליות.

המסקנה הכללית הנובעת מהניתוח האמור ברשימה זו היא שיש לאסור על הבנקים איסור מוחלט להחזיק בבורסה במתכונתה החדשה בחברה למטרת רווח.¹⁶⁴ צעד זה ניתן למקם בהקשר רחב משל ההסדרה של הבורסה: ההסדרה של שוק ההון הישראלי וההפרדה בין פעילות בנקאית והלוואות לבין פעילות מסחר בשוק ההון. בקונטקסט זה ניתן לראות בהצעה של רשימה זו צעד נוסף בכיוון שוועדת בכר צעדה בו, עת הפרידה בין הפעילות הבנקאית לבין פעילות המסחר בשוק ההון, באמצעות הוצאת קרנות הפנסייה והגמל מבעלותם של הבנקים.¹⁶⁵ לממצאים של רשימה זו אפשר שתהיינה השלכות בעניין ההפרדה בין מערכת הבנקאות הקמעונאית לבין מערכות מסחר בשוק הון גם מחוץ להקשר הישראלי.

בארצות הברית חלו בשנים האחרונות שינויים ניכרים בסוגיית ההפרדה שבין מערכת הבנקאות הקמעונאית לבין פעילות מסחר בשוק ההון. לאחר הנפילה בבורסה האמריקאית של 1929 אומצה בארצות הברית, במסגרת ה־Glass-Steagall Act, הפרדה מלאה ונוקשה בין פעילות בנקאית קמעונאית לבין מסחר בבורסה: נאסר על בנקים קמעונאיים לסחור בבורסה ישירות.¹⁶⁶ להגבלות הללו היו שתי הצדקות מרכזיות: הראשונה הייתה שמעורבות של הבנקים בפעילות השקעות עלולה לחשוף אותם לרמת סיכון מופרזת ולסיכון סיסטמי למערכת הפיננסית כולה;¹⁶⁷ הצדקה השנייה היא שמעורבות של בנקים בפעילות השקעות תעמיד אותם במצב של ניגוד עניינים, והם עלולים לנצל מידע שיש להם על פעילות המסחר של הלקוחות שלהם כדי להרוויח על חשבונם, אם במכירת מוצרים פיננסיים רעילים שמהם הבנקים מנסים להיפטר ואם באמצעות כניסה לפוזיציות הפוכות מאלו של הלקוחות שלהם.¹⁶⁸ במסגרת ה־Gramm-Leach Biley Act הוסרו המגבלות, והמערכת הבנקאית יכלה

164 ביטוי לכך שהרפורמה לא הלכה רחוק מספיק בהשאת הבנקים מחוץ לבורסה הוא הלחץ שמפעילים הבנקים מאחורי הקלעים למניעת הכנסת גורם נוסף שאינו מחובר לבנקים כבעל גרעין שליטה בבורסה. ראו רון שטיין "מנכ"ל הבורסה: הפועלים מפעיל עמותות להשפיע על ח"כים" גלובס (21.5.2018) <https://goo.gl/zBVmRW>.

165 ראו ס' 27 לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981. הסעיף התווסף כחלק מתיקון 14 לחוק הבנקאות (רישוי), שהתקבל במסגרת תיקוני החקיקה שבוצעו בעקבות ועדת בכר ולס' 3 לחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005.

166 Glass-Steagall Act, ch. 88 §§ 16, 20, 21, 32, 48 Stat. 162, 184-185, 188-189, 194 (1993) (codified as amended at 12 U.S.C. §§ 24, 377, 378, 78) (repealed 1999).

167 Jeff Merkley & Car Levin, *The Dodd-Frank Act Restrictions on Propriety Trading and Conflicts of Interest: New Tools to Address Evolving Threats*, 48 HARV. J. ON LEGIS. 515, 518 (2011).

168 שם, בעמ' 519.

להציע שירותי השקעות.¹⁶⁹ לאחר המשבר, במסגרת רפורמות החקיקה של Dodd-Frank, אומץ ה-Volcker Rule,¹⁷⁰ שמחזיר חלק מהמגבלות שהוטלו על המערכת הבנקאית במסגרת Glass Stegall Act אך בתוך כדי יצירת איזון עם התכלית של ה-Gramm-Leach-Bliley Act לאפשר רמת הספקת שירותי מסחר מסוימים באמצעות הבנקים.¹⁷¹ ה-Volcker Rule יוצר הפרדה בין Propriety trading – מסחר של הבנקים שנועד להפיק רווח מכניסה לפוזיציות פיננסיות מסוימות שהוא עדיין אסור, לבין מסחר המיועד לספק שירות של עושה שוק ולספק נזילות לשוקי ההון.¹⁷² יש רבים המבקרים את הכלל מכיוון שהוא מאפשר לבנקים לנצל את הגבול המטושטש בין שני סוגי הפעילות ולהיכנס לפעילות קונוונציונלית של מסחר בשוק ההון במעטה של "עושה שוק".¹⁷³ למרות ההתנגדות נראה שקיים קונצנזוס שהמעורבות של בנקים במסחר בשוק ההון כעושי שוק היא רצויה וחיונית.¹⁷⁴ בממצאים שרשימה זו הציגה על ההשפעה של הבנקים על המסחר בבורסת תל אביב יש כדי להעמיד בסימן שאלה את ההנחה שמעורבותם בתור עושי שוק רצויה ולחזק את הגישה המתנגדת ל-Volcker Rule והדוגלת בחזרה להפרדה ההרמטית בין פעילות בנקאית קמעונאית לבין פעילות מסחר בשוק ההון. אף שהסיטואציה של בנקים השולטים בבורסה אינה רלוונטית לארצות הברית ולרוב רובן של הבורסות בעולם, רשימה זו הראתה כיצד הבנקים יכולים לחתור לכך שהמסחר בשוק ההון יהיה יעיל פחות, גם במחיר של הפסד מסוים מאי-היעילות של המסחר בבורסה ושל הפונקצייה שהם ממלאים. הרווח של הבנקים מהעלייה בפעילות הבנקאית הקמעונאית עשוי להיות גדול מההפסד שלהם מירידה בפעילות מסחר בשוק ההון דרכם. הבנקים יכולים לדרוש מחיר גבוה עבור פעילותם כעושי שוק, כדי להסיט פרטים רבים יותר למערכת הבנקאית. מטרתה העיקרית של רשימה זו היא להאיר באור נוסף בעיות הקיימות בבורסה בתל אביב ומתוך כך לראות אילו פתרונות ניתן להציע כדי להביא לשיפור תפקודה. אף שבעיות אלו הן ייחודיות למצב בבורסה של תל אביב, שהבנקים הם בעליה המרכזיים, הראינו כיצד אפשר שתהיה לממצאים ברשימה זו השלכה רחבה יותר על רגולציה המפרידה בין פעילות בנקאית קמעונאית לבין פעילות מסחר בשוק ההון גם כאשר לבנקים אין בעלות על הבורסה. לטיעון המרכזי של רשימה זו יש גם השלכה מתודולוגית רחבת היקף המדגישה כיצד לפי גישת האתיקה ההתנהגותית, ביטויים של ניגודי אינטרסים בקונטקסט של התנהגות פסיבית עשויים להיות בולטים יותר מאשר בפעולות אקטיביות.

169 Gramm-Leach-Bliley Act, Pub. L. No. 106-112, § 101, 113 Stat. 1338, 1341 (1999).
 170 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 619, 124 Stat. 1376, 1620 (codified at 12 U.S.C 1851) (2016).
 171 Onnig H. Dombalagian, *Propriety Trading: of Scourges, Scapegoats, and Scofflaws*, 81 U. CIN. L. REV. 387, 388 (2013).
 172 ראו לעיל ה"ש 170.
 173 Charles K. Whitehead, *The Volcker Rule and Evolving Financial Markets*, 1 HARV. BUS. L. REV. 39, 48-49 (2011).
 174 Lynn Stout, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, 1 HARV. BUS. L. REV. 167, 167-171 (2011); Merkley & Levin; 30 (2011), לעיל ה"ש 167, בעמ' 538-589, Dombalagian; לעיל ה"ש 171.

נספח: עמלות בורסות במדינות ה-OECD (כולל בורסות גדולות נוספות – טיוואן, סינגפור ושנגחאי)

Stock Exchange	Stock Exchange General Features				Trading Fee		Clearing Fee		Membership Fee		Listing Fee		Annual listing fee - min (USD)	Annual listing fee - max (USD)	Annual listing fee - volume (USD)			
	Market cap value (Millions USD)	value of share (Millions USD)	Rate of trading turnover	# of trades in equity shares (thousands)	Minimum Trading Fee (USD)	Per volume Trading Fee (USD)	Cap for Trading Fee (USD)	Annual clearing fee per transaction (USD)	Annual fee per volume held by member	Annual fee for new membership (USD)	Minimum Capital Requirement (USD)	Number of Members				One-of listing fee - Min. (USD)	One-of listing fee - Cap. (USD)	One-of listing fee - volume (USD)
Tel-Aviv Stock Exchange	200525	51209.1	25.54%	10426.3	0.00283	0.00283	283.1578947	0	0.00%	153455.265	70733.2	1342105	25	934.211	4717.89	0		
Athens stock exchange	55145	39.904	72.36%	6886.49	0.05842	0.000150%	0	0	0.00%	0	0	378289	66	0	0	0.08%		
Australia Stock Exchange	1287708.3	807810.5	62.68%	179405.8	0	0.000150%	54.6	0	0.00%	18588.211	1836.84	3579884	36	48542.9	42214.5	0		
Bolsa Mexicana	480245.3	158573.8	32.60%	38113.6	0	0.000150%	0	0	0.00%	0	0	0	32	2189.59	89698.7	0.0084%		
Borsa Italiana	518780.6	788190.7	152.86%	69520	0.30789	0.00018%	4.568421053	0	0.02%	0	121195	1468421	33	2826.3	243606	0		
Brasilia Stock Exchange	4198	8.84	0.21%	11034.75	0.68421	0.000048%	82.26526526	0	0	0	8795.84211	0	15	1867.94	5603.81	0		
Budapest Stock Exchange	3318662.2	1952004	58.81%	184974.92	0.68421	0.000006%	129.2052652	0	0	0	7884.74	278847	22	0	45800	0		
Euronext	313899.1	1489729	84.54%	18330.5	0	0.000006%	3.458842105	0	0	0	1379884	267	11390.5	96892.6	0	0		
Deutsche Boerse	14513.5	7971.5	54.95%	1187	0.18421	0.000006%	0	0	0.52%	0	2307.89	37744.7	208	0	8439.47	0		
Irish Stock Exchange	14565.8	18146.7	126.57%	7998.49	0	0.000006%	0	0	0	30000	331579	0	0	1185.05	35286.4	0		
Israeli stock exchange	219762.6	399725.6	177.27%	14407.26	0	0.000006%	0	0	0.09%	316447.366	21097.1	396053	91	1761.26	324262	0.0028%		
Japanese Stock Exchange	1219718.3	139476.3	11.39%	7618	0	0.082000%	0	0	0	89542.1059	18709.5	169	138.48	324262	0	0		
Korean Stock Exchange	7618	602.9	10.67%	188148.5	0	0.082000%	137.5684211	0	0.74%	0	817059	17	1452.31	16324.1	0.03%			
London Stock Exchange	3402560.2	1895232	46.87%	188148.5	0	0.000006%	0	0	0.02%	18605.3632	1710526	868	12321.1	81767.3	0			
Luxembourg Stock Exchange	65167.5	141.2	0.22%	12.9	1.14474	0.000006%	0	0	0.12%	0	1.24497	57	5688	0	0	0		
NASDAQ	6978172	12337015.7	175.34%	3288987	0	0.000006%	0	0	0	20256.84211	3052.63	254174	0	645.000	155.000	0		
NASDAQ Baltic - Tallin	6410	246.4	3.84%	137	0.34474	0.035000%	0	0	0	0	0	29	7282.000	0	4967	26220	0	
NASDAQ Helsinki	184520	128170	69.46%	18326	0	0.005000%	3.371052632	2884.21	0.0045	0	8331.98	65	51.282	136.732	0	11.965	85.761	0
NASDAQ Iceland	5140	2150	41.83%	23	0.64737	0.005700%	3.184210526	2884.21	0.0045	0	0	15	32363	68.770	0	0.00%	0	
NASDAQ Copenhagen	288800	168340	58.90%	17882.5	0	0.000006%	3.431578847	2884.21	0.0045	0	12438.2	57710.5	74	46.108	130.642	0		
NASDAQ Stockholm	626870	400660	63.91%	46689	0	0.000006%	0	0	0.0045	0	12438.2	57710.5	78	86.325	147.987	0		
New York Stock Exchange	19351417	15867918.7	82.00%	1766842.4	0	0.002280%	0	0	0	0	0	125.000	250.000	0	53.500	0		
New Zealand stock exchange	74415.7	9862.9	12.58%	1277.4	0.66885	0.012500%	48.73684211	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Oslo Bors	219269.7	147796.2	67.37%	23500	0.12888	0.001000%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Prague Stock Exchange	42380	7020	16.56%	604	0.05000%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Santiago Exchange (Chile)	233245.3	28833.7	12.36%	2204	0	0.000006%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Shanghai Stock Exchange	3923257.7	6085176.3	154.74%	1590979	0	0.000006%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Singapore Exchange	752851	209551.3	27.81%	629.5	0	0.000006%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Swiss Exchange	149314.2	796506.1	53.27%	35189.5	0	0.000006%	26.44736842	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Taiwan Stock Exchange	859943.1	711477.1	85.61%	189470	0	0.00052%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Tokyo Stock Exchange	434597	521765.3	122.52%	69018	0	0.000006%	23.4847368	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Toronto Stock Exchange	99153.8	6067.1	6.47%	197500	0	0.000006%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Wiener borse	95790.3	31591.9	32.84%	4642.623	0	0.000200%	51.38847368	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
AVERAGE	1653420.3	1.587.697	62.02%	304683.24	0	0.01106%	0.00011	7405.5	0.08883	146.45	27.656	14517.9	107.3	27937.5	99242.4	14184.1	63986.7	
AVERAGE IN PROPORTION TO OF																		
WEIGHTED AVERAGE IN PROPORTION TO MARKET																		
CAP VALUE																		
WEIGHTED AVERAGE IN PROPORTION TO VALUE OF SHARE TRADING																		