

מנהלים

מגזין לחדשנות ניהולית ואסטרטגיה עסקית | יולי 2013

רקנאטי
הפקולטה לניהול
אוניברסיטת תל-אביב



עושים חשבון

מנהלי פירמות רואי
החשבון הגדולות מדברים
על עתיד המקצוע בעידן
של רגולציה עודפת, מעבר
לייעוץ ופעילות גלובלית

עופר חביב על המהפך של
אבוג'ן וההנפקה הקרובה

מחקר: מימון המונים הופך
יזמים למשקיעים

עדה מחפשת בשורה: יוצאי
אתיופיה משנים מציאות

הארץ
המחלקה המסחרית

דרושה: רגולציה פשוטה

האם מציאות מורכבת דורשת גם רגולציה מורכבת? לא בטוח. מתברר שדווקא בחסותה של רגולציה עדינה ומורכבת יכולים שחקנים מתוחכמים לעקוף את המגבלות המוטלות עליהם. מסקנה - במשחקי החתול-עכבר, שבין הרגולטור לגופים הפיננסיים המפוקחים על-ידו, יש צורך במקרים רבים דווקא ברגולציה פשוטה וקה

מאת: פרופ' שמעון בנינגה, ד"ר רועי שלם



ההשקעות האמריקאים - ענף שכשלי הרגולציה בו שיחקו תפקיד משמעותי במשבר הפיננסי בארה"ב. בשיבת הוועדה לבנקאות של הסנאט בארה"ב ב-14.11.2012, הביע הסנאטור שרוד בראון תקווה, שרגולציית הבנקאות תהיה פשוטה יותר. בקשה זו נדחתה ע"י מייכאל גיבסון, המפקח על הבנקאות בבנק הפדראלי באומרו: "פעיי" לות מורכבת דורשת ניתוח מורכב". הוא הסביר שהמורכבות של רגולציות באזל III היא תוצאה של מורכבות פעילות הבנקים. האמנם? האם אכן ככל שהנושא מורכב יותר כך נדרשת רגולציה מורכבת יותר?

אנחנו נרצה לטעון, כי מורכבות הרגולציה צריכה במקרים רבים להיות הפוכה ממורכבות הפעילות עצמה. ניתן לכך מספר דוגמאות מהשווקים הפיננסיים. השווקים הפיננסיים הם דוגמא קלאסית לשווקים מסובכים מאוד, אשר מתפתחים ומשתנים לאורך זמן, ובהם שחקנים רבים ומתוחכמים. על כן, הרגולציה של השווקים הפיננסיים מאתגרת מאוד.

נתחיל מנושא המסחר באופציות. למעשה, קיים תיעוד לכך שהמסחר באופציות החל כבר לפני יותר מאלפיים שנה. אולם, לפני פיתוח נוסחת בלאק-שולס בשנת 1973, אופציות היו נכס מסובך ומורכב. כלכלנים וסוחרים לא הבינו לעומק כיצד ניתן לתמחר את האופציות, המי

חד המושגים היותר מוכרים בשיח הכלכלי-תקשורתי הוא "היד הנעלמה". זהו ביטוי שהשתרש בספריו של הכלכלן אדם סמית, שנועד לתאר את היכולת של השוק לבצע רגולציה עצמית. היד הנעלמה מגלמת את התפיסה, כי כוחות השוק יגרמו לתמריצים, אשר יביאו בסופו של דבר למצב היעיל ביותר מבחינה כלכלית.

מדוע, אם כך, צריך רגולציה? לא אחת מתבררת דווקא אזלת היד הנעלמה בדמות כשלים, אשר לא נפתרים על-ידי כוחות השוק ומצריכים התערבות של הרגולטור. תפקיד הרגולציה במקרים אלה הוא להגביל חלק מהגופים מלפעול בצורה שהיו רוצים לפעול בה אילמלא הרגולציה. יותר מזה, במידה והרגולציה אינה אפקטיבית מספיק, אותם גופים מוצאים דרכים לעקוף את המגבלות. בשווקים המשתנים במהירות, ובהם פעילים שחקנים מתוחכמים, עלול להיווצר משחק של חתול ועכבר בין הרגולטור לגופים המפוקחים על ידו - משחק בו הרגולטור מעדכן את המגבלות שהוא מטיל, ואילו הגופים מנסים כל העת למצוא דרכים חדשות להתגבר על אותן מגבלות.

נושא מורכב, רגולציה פשוטה

נשאלת השאלה האם ניתן לאפיין, באופן גס, את סוג הרגולציה המתאימה ביותר לכל שוק? נתייחס לשאלה זו בהקשר של מורכבות הגוף המפוקח. ניקח, לדוגמא, את הבנקים ובנקי

סחר בהן היה דל והשווקים לא היו מאורגנים במיוחד. גם הרגולציה בתקופות הללו היתה פשטנית מאוד ונעה בחדות על הספקטרום שבין אי-הסדרה בכלל לבין איסור מוחלט. בלונדון, למשל, היה נהוג מסחר באופציות בתחילת המאה ה-18. מספר ניסיונות להסדיר פעילות זו בצורה ממוקדת לא צלחו, עד שבשנת 1733 עבר חוק האוסר כליל מסחר באופציות. איסור זה חל קרוב למאה שנים.

כאמור, בשנת 1973 פורסמה נוסחת בלאק-שולס לתמחור אופציות. הנוסחה הביאה לשיפור עצום בהבנה של תמחור אופציות. מאחר והנכס מובן היטב, הדבר איפשר להנהיג רגולציות מורכבות ועדינות יותר. באותה שנה גם הוקמה ה-OCC בארה"ב אשר מאפי שרת רגולציה לסליקה מרכזית של אופציות ובהתאם קובעת ביטחונות ופעולות אחרות הקשורות בכך.

בחסות ערפל הקרב

דוגמא נוספת היא ענף הבנקאות. נושא מרכזי בפעילות הבנק הוא היקף ההון העצמי הנדרש. ככל שלבנק פחות חוב יחסית להון העצמי, איתנותו הפיננסית טובה יותר. השאלה הרגולטורית היא: כיצד מתאימים את "הלימות ההון" של הבנק לסיכון? שאלה זו נדונה בשורה של רגולציות בין-לאומיות הנקראות Basel I, Basel II, Basel III. אולם, מאזני הבנקים הם מורכבים ובלתי מובנים, אפילו למומחים וחברי דירקטוריון של הבנקים



ד"ר רועי שלם



פרופ' שמעון בנינגה

הפיצוציות כמשל

כשמנסים להשיב על השאלה - האם אכן ככל שהנושא מורכב יותר כך נדרשת רגולציה מורכבת יותר? - כדאי לסטות מתחום הרגולציה הפיננסית ולהפיק לקחים מתחומים אחרים. ניקח דוגמא מענף אחר לגמרי, אשר ממחישה, לדעתנו, את התשובה לשאלה. במשך שנים נמכרו ב"פיצוציות" ברחבי הארץ סמים מסוכנים בצורה שלכאורה הינה חוקית לחלוטין. אמנם פקודת הסמים המסוכנים כוללת רשימה ארוכה של חומרים אשר אסורים למכירה, אך בכל פעם שהמחוקק עידכן את הפקודה, כך שתכלול את החומרים הקיימים ב"סמי הפיצוציות" באותה נקודת זמן, יצרני הסמים הגיבו בכך ששינו את התרכובות הכימיות שלהם באופן מינורי. כך נוצר מצב שהחומר החדש לא הוכלל בחוק ומכירתו לא הייתה אסורה, וכך גם השימוש בו. ברור, אם כן, שהמורכבות הגדולה הקשורה בסוגי התרכובות הכימיות של החומרים שהמחוקק ניסה למנוע, הביאה לכך שהרגולציה אותה הפעיל הייתה בלתי אפקטיבית בעליל. בחודש שעבר חל תיקון מהותי ברגולציה ולראשונה בישראל הוכנסו לפקודת הסמים המסוכנים קבוצות של חומרים, שהמשתתף ביניהן הוא אבי המשפחה. כלומר, השינוי הוא בכך שנאסרו גם כל נגזרות של מבנים כימיים נתונים. לדעתנו, יש בכך בכדי להמחיש תובנה כללית יותר: ככל שהנושא מורכב יותר, הרגולציה המטפלת בו צריכה להיות דווקא קהה ופשוטה, ולא עדינה ומורכבת.

וואתית. נניח שהייתם צריכים להמציא רגולציה, שתכוון את כל תחומי החיים של כל אחת ואחד מאיתנו ותהיה תקפה למשך אלפי שנים. כמה מורכבת היא הייתה צריכה להיות? ובכן, עשרת הדיברות (כולל ההסברים הנלווים לכל דיברה) כוללות רק 176 מילים. לעומתם, ולהבדיל אלף אלפי הבדלות, הרגולציה האמריקאית המתייחסת למכירה של כרוב - ללא ספק נושא פשוט בהרבה - כוללת 26,911 מילים...

פרופ' שמעון בנינגה הוא מרצה למימון וראש תוכנית ה-MBA הבין-לאומית ע"ש סופר של הפקולטה לניהול באוניברסיטת תל-אביב. ד"ר רועי שלם הוא בוגר הפקולטה, מרצה לכלכלה ולמימון בה ושותף מייסד בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ.



היתכן כי הסיבוכיות וכפילות הסמכויות הן דווקא אלה שיהוו את ערפל הקרב שבכסותו ימצאו הגופים הפיננסית דרכים חדשות לעקוף את הפיקוח? סביר להניח שכן. אחרי הכל, תמריצי הגופים הפיננסים לעקוף את הפיקוח הם עצומים ויכולת ההתאמה שלהם לשינויים גבוהה מאוד. מנגד, מנגנון רגולטורי כה מסובך יתקשה להתאים עצמו במהירות להתפתחויות בשווקים הפיננסים

סביר להניח שכן. אחרי הכל, תמריצי הגופים הפיננסים לעקוף את הפיקוח הם עצומים ויכולת ההתאמה שלהם לשינויים גבוהה מאוד. מנגד, מנגנון רגולטורי כה מסובך יתקשה להתאים עצמו במהירות להתפתחויות בשווקים הפיננסים.

פחות הוא יותר

למי שעדיין לא השתכנע, נקנה בדוגמא הש

ואפילו לרגולטורים עצמם. לכן, התגובה הרגולטורית היא שככל שנוקפות השנים הרגולציה הבי-נקאית הופכת למורכבת יותר. משבר הסאב-פריים לימד אותנו שלמרות מורכבות הרגולציה, נכסים פיננסים מורכבים שהחזיקו הבנקים במאזניהם גרמו להם להפסדים גדולים. לשיטתנו, הכיוון הרגולטורי הנכון עשוי להיות דווקא הפוך - בהינתן מורכבות פיננסית של מאזני הבנקים, הרגולציה העדיפה היא קהה, פשוטה, ולא עדינה ומורכבת. דוגמא אחרונה קשורה למשבר הסאב-פריים. מקובל לחשוב שחלק מרכזי במשבר הפיננסי העולמי הוא תוצאה של הנפקת נכסים מורכבים, כגון אגרות חוב המגובות משכנתאות בארה"ב. היעדרה של רגולציה מספקת בהתייחס לנכסים אלה גרמה, לפי גרסאות רבות, למשבר הפיננסי. התשובה הרגולטורית של ארה"ב הייתה חקיקת דוד-פרנק, אשר נועדה לתת מענה מקיף בשלל השווקים הפיננסים ולדאוג לכך שמשבר דומה לא ישנה. החקיקה כוללת אלפי עמודים של הנחיות רגולטוריות, אשר צריכות להיות מתורגמות לאיין-ספור פעולות רגולטוריות המסונכרנות בין שלל סוכנויות הרגולציה. הקמתן של סוכנויות רגולציה חדשות, במסגרת זו, הוסיפה, ללא ספק, למורכבות רשת הרגולציה שטווחה החקיקה. עלויות הרגולציה שמשרה החקיקה הן, ללא ספק, עצומות - הן מצד הממשלה וסוכנויותיה, והן מצד הגופים המפוקחים. אולם, השאלה הגדולה היא האם הרגולציה תהיה אפקטיבית. היתכן כי הסיבוכיות וכפילות הסמכויות הן דווקא אלה שיהוו את ערפל הקרב שבכסותו ימצאו הגופים הפיננסית דרכים חדשות לעקוף את הפיקוח?