
40 | רגולציה והקטנת הסיכון למשבר אשראי, כתוצאה ממשבר הון, בסקטור החברות הקטנות-בינוניות^א

ישראל קליין^ב

תקציר

מאמר זה עוסק באפשרות הקטנת הסיכון להתפתחות משבר אשראי בסקטור החברות הקטנות-בינוניות. תרומתו של המאמר הינה בהצגת ארבעה צעדים רגולטוריים אשר יכולים לשמש להקטנת הסיכון להתפתחותו של משבר אשראי. בכוח הצעדים להקטין את הסיכון הנובע משני מישורים: מישור משאבי הבנק ומישור זרימת האשראי. הצעדים אותם מציג המאמר כוללים: הקלה ברגולצית ההון, קישור הריבית על ההלוואות להפרשה בגין חובות מסופקים, כפיית הבנקים להעמיד אשראי וחיזוק טכניקת הלוואות האמון. הגם שצעדים אלו מובאים במאמר בהקשר למימון סקטור החברות הקטנות-בינוניות, הרי שניתן ליישם את חלקם לשם הקטנת הסיכון למשבר אשראי כולל במשק, ולא רק בהקשר האשראי לחברות קטנות-בינוניות. תמהיל נכון של כלל הצעדים, יכול להביא להקטנת הסיכון, הן ככלל, והן כפועל יוצא ממשבר הון, להתפתחותו של משבר אשראי בסקטור החברות הקטנות-בינוניות, ובמשק בכלל.

הקדמה

בתקופה האחרונה אנו עדים למשבר הפוקד את הכלכלה העולמית. בדומה למשבר בנקאות החיסכון אשר התרחש בשלהי שנות השמונים, נראה כי גם משבר זה מלווה בתופעה של צמצום האשראי הבנקאי. השפעת צמצום זה, הגם שאינה משברית כבתחילת שנות התשעים, מתבטאת בפגיעה בסקטורים שהינם תלויי-בנק. אני מצביע במאמר זה על מספר צעדים רגולטוריים אשר בכוחם להקל על מחנק האשראי, צעדים המיועדים להתמודד עם תופעה זו של צימצום האשראי הבנקאי. ההתמקדות היא בסקטור אחד

א. מאמר זה נכתב בעקבות עבודה אשר הוגשה בסמינריון שלימד ד"ר שילה ליפשיץ בשנת התשס"ט באוניברסיטה העברית, 'בעיות נבחרות ברגולציה בנקאית', ועל כך ברצוני להודות לו.

ב. בוגר משפטים-חשבונאות, האוניברסיטה העברית. מתמחה בראיית חשבון בלוייט ברייטמן-אלמגור-זוהר

ג. ברצוני להודות לעמיחי רפאל, רו"ח מרדכי קליין ופרופ' דוד גליקסברג על הערותיהם לטיוטת המאמר. עם זאת, הטעויות, במידה וישנן, כולן שלי.

שתלותו בבנקים גבוהה: סקטור החברות הקטנות-בינוניות. אני מצביע על ארבעה צעדים אשר נקיטתם תוכל להקטין את הסיכון להתפתחותו של משבר אשראי בסקטור החברות הקטנות-בינוניות כתוצאה מצימצום באשראי הבנקאי הכללי, צמצום הנלווה לרוב למשבר כלכלי. בין השאר, במאמר נטען כי מתבקש שינוי בתפיסת ההתמודדות של רשויות הרגולציה עם מתווכי האשראי במצבי משבר, וכי את הפרקטיקה הרווחת בדבר הידוק החגורה הרגולציונית בעיתות משבר, יש להגמיש.

סדר ההצגה – המאמר מחולק לשלושה חלקים:

1. בחלק א' מוצג הרקע אשר בגינו מתבקשים הצעדים, ומורחב הדיון על מאפייני החברות הקטנות-בינוניות (להלן: החקו"ב). הדיון מתמקד במיוחד בחשיבות המימון בסקטור זה, והכרחיותו לתפקודן של החקו"ב, זאת בשונה מחברות גדולות. נוסף לכך נסקרות הטכניקות בהן נעשה שימוש לצורך גיוסו של המימון; וההשלכות של משבר כלכלי על זמינות האשראי לסקטור.
2. בחלק ב', מוצעים ארבעה צעדים רגולאטוריים אשר יכולים להביא להגברת זרם האשראי לסקטור זה, בעיקר בעת משבר אך גם בזמני שגרה. צעדים אלו יכללו: הקלה ברגולציית ההון המינימאלי, כפיית מתן אשראי מאת הבנקים, קישור הריבית על האשראי להיקף ההפרשה לחובות מסופקים וחיזוק טכניקת הלוואת האמון.
3. בחלק ג', מובאת הצעה ליישום מכלול הצעדים האמורים כתוכנית שלמה אשר תכליתיה הגברת זרימת האשראי לסקטור החקו"ב, ועל-ידי כך הקטנת הסיכון להתפתחותו של משבר אשראי בסקטור זה.

חלק א – רקע וחשיבות המימון בסקטור החברות הקטנות והבינוניות

משבר כלכלי פוגע בסקטורים רבים בכלכלה וסקטור החקו"ב הינו אחד מאותם הסקטורים הנפגעים. בכדי להבין את חשיבות סקטור זה לכלכלה ומידת פגיעותו, המאמר פותח בהגדרת הסקטור והמאפיינים היחודיים לו. מאפיינים אלו הם הגורמים לצורך בנקיטת צעדים על רקעו של משבר כלכלי.

הגדרת החקו"ב. להגדרת חקו"ב מוקדש פרק שלם במסמך סיכום הועדה השניה של שרי הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי (OECD - Organisation for Economic Co-operation)

(*and Development*) האחראים על החקו"ב.¹ בקווים כלליים, ניתן להגדיר את סקטור החקו"ב ככולל חברות אשר מחזורן השנתי קטן מ-50 מיליון אירו, ומספר המועסקים בהם נמוך מ-250.² קריאת מסמך הסיכום מלמדת, שהגדרת החקו"ב לא רק שאיננה קבועה, ומשתנה בין המדינות, אלא שבדרך כלל תופיע באותה מדינה חלוקה בין ההגדרה לצורך סטטיסטי וההגדרה לצורך משפטי. ישנן מדינות בהן נעדרת הגדרה רשמית כלשהי, כגון ספרד והולנד, וישנן מדינות בהן ההגדרה אינה גורפת, אלא אך ורק הגדרה במסגרת מס מעסקים וכדומה. אזכיר, כי קיימת המלצה של האיחוד האירופי להגדרת חקו"ב הן בהקשר המשפטי והן סטטיסטית,³ אשר למרות שאינה מיושמת בצורה מלאה על ידי מדינות האיחוד, מהווה המלצה מנחה המאומצת לפחות חלקית על ידי חלק מהמדינות ומהווה את ההגדרה המחייבת לשם היכללות בתוכנית התמריצים של האיחוד. גם בארה"ב אין הגדרה קבועה לחקו"ב: ההגדרה הגמישה מוצעת על ידי גוף המוסמך ע"פ חוק לטפל בענייני חקו"ב (ה-SBA), אשר מפרסם קריטריונים סקטוריאליים לשם היחשבות כחקו"ב לצורך תוכניות העידוד השונות.

חשיבות החקו"ב. בכדי להמחיש את חלקן הרחב של החקו"ב בכלכלה ואת מרכזיותן בה, די לציין כי מתוך 2.7 מליון חברות בבריטניה, כמעט 1.5 מליון חברות בריטיות, נכנסות לגדר חקו"ב רק בשל מספר המועסקים על-ידן. כמו"כ בקרב חברי ה-OECD אחוז החקו"ב מתוך כלל הפירמות עומד על 97% (!) נכון לשנת 2005.⁴ החקו"ב בבריטניה אחראיות גם לכ-25% מהתוצר המקומי הגולמי (GDP) בבריטניה,⁵ כאשר ישנן מדינות אחרות בהן היקף התוצר המיוחס לחקו"ב מגיע אף ל-39% (הודו).⁶ חשיבות החקו"ב איננה מתבטאת רק בהיקף התוצר, אלא גם בכוח העבודה המועסק בחקו"ב – מעל 90% מהמועסקים, ברמה הכלל עולמית, מועסקים בחקו"ב. העובדה כי היקף התוצר המיוחס לחקו"ב הינו נמוך יחסית לכוח העבודה המועסק על ידן, מביאה את המדינות השונות לפיתוח תמריצים מיוחדים לחקו"ב, ומכך מוסבר גם העיסוק בהגדרתן שכן היחשבות כחקו"ב תאפשר קבלת אותם תמריצים.⁷

1. SME Statistics: Towards a More Systematic Statistical Measurement of SME Behavior. 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs) Istanbul, Turkey 3-5 June 2004
 2. ש.מ.
 3. EU recommendation number 2003/361/EC
 4. אלטמן וסבתו (2005) Sabato and Altman (2005)
 5. Globalisation and Small and Medium Enterprises 284 (OECD Publishing, 1997)
 6. ע"פ אתר האינטרנט של משרד המסחר והתעשייה ההודי : http://msme.gov.in/msme_aboutus.htm
 7. עוד על הקשר בין חקו"ב והגידול בתוצר ראה בק, דמיירגוק-קונט ולווין (2005) Beck, Demirguc-Kunst and Levine

מאפייני החקו"ב. המאפיין הרלוונטי לעניננו הוא המרכיב המימוני בחקו"ב, השונה בצורה מהותית הן באופיו והן בדרך גיוסו מהמקובל בחברות גדולות. בימים כתיקונם, חלקה הגדול של הפעילות השוטפת בחברות גדולות מכוסה על ידי מקורות החברה עצמה; בד"כ גם הנזילות נובעת מהחברה עצמה ללא צורך באשראי לטווח קצר. בחברות אלו קיימת יתרת מזומנים היכולה לשמש לצרכי הנזילות ולפעילות בטווח הקצר-בינוני ולעיתים אף בטווח הארוך. השקעות מיוחדות מעבר לפעילות השוטפת, הן בעיקרן אלו המבוצעות באשראי ובמינוף. ההלוואות אשר משמשות לאותן הרחבות פעילות שמעבר לשוטף, יכולות להתקבל מגורמים שונים מלבד הבנקים, כגון מאת גופים מוסדיים, מהנפקות בשוק ההון וכדומה. בניגוד לסקטור החברות הגדולות, בסקטור החקו"ב חלק מהפעילות השוטפת מבוצעת על ידי אשראי, כאשר לעיתים ייתכן מצב של פעילות שוטפת באשראי (לצורך נזילות) ותחת מינוף (כאשר היקפה אינה מכוסה על ידי ההון העצמי). קול (1996) Cole טוען כי על-פי נתוני סקר החקו"ב אשר נערך בשנת 1993, 54.1%⁸ מהחקו"ב בארה"ב השתמשו באשראי, כאשר האשראי הנפוץ ביותר היה מסוג 'קווי אשראי' ומשכון רכבים(!).⁹ נוסף לשימוש המוגבר באשראי לצרכים שוטפים, יש לציין כי מקורות האשראי בחקו"ב הינם מצומצמים הרבה יותר מאשר המקורות הזמינים לחברות גדולות, כאשר מקורות האשראי לחקו"ב כוללים בעיקרם את הבנקים ובעלי השליטה, אשר נדרשים לעיתים להזרים כספים לשם קיום הפעילות. בעוד האשראי בחברות גדולות בדרך כלל איננו הכרחי לפעילות השוטפת, בחקו"ב האשראי הינו הכרחי לפעילות השוטפת. נוסף לכך, בעוד חברות גדולות חשופות לספקטרום מקורות אשראי רחב, חקו"ב תלויות בעיקרן בבנקים.

אי שקיפות. מאפיין נוסף המבדיל את החקו"ב מחברות גדולות הוא חוסר מידע. בעוד בחברות גדולות נערכים דוחות מקיפים וקיימות ביקורות על מהימנותם ועדכניותם, בחקו"ב חסר אותו מידע מקיף ועדכני. בהרבה מקרים, היקף הפעילות אינו מצדיק עריכת דוחו"ת מקיפים מאלו הנדרשים על פי חוק, אשר לרוב אינם כוללים שיערוכים. דבר זה מציב מחסום בפני חקו"ב המבקשות לגייס מימון על סמך נתונים פיננסיים – (הלוואות ע"ב נתונים' להלן). לעיתים הצגת הנתונים מהווה עלות נוספת שהינה משמעותית לחברה

8. שם, בעמ' 990. נתון זה מעניין גם בהשוואה לשנת 1987 אז עמד היקף החברות אשר השתמשו באשראי על 60.1%. שינוי זה מיוחס לתנאים הכלכליים השונים ביו התקופות כמו גם הגידול באשראי באמצעות 'כרטיסי אשראי', אשר לא נכלל בנתונים למימון חקו"ב.

9. שם, בעמ' 991

ומעקרת את כדאיות המימון, או שאינה ישימה כלל בשל 'פרמיטיביות' החברה. חברות כאלו פונות לטכניקות מימון אלטרנטיביות אשר מגשרות על חוסר זה במידע.

דרכי מימון החקו"ב. בכדי לקבל את האשראי המשמש לפעילות, פונות החקו"ב לבנקים. הספרות העוסקת בדרך מימון החקו"ב מחלקת את האשראי הניתן להן לשני סוגים עיקריים – 'הלוואת על בסיס נתונים' ו'הלוואות אמן'. הלוואות ע"ב נתונים – כשמך כן הן, הלוואות הניתנות על בסיס הוכחת אמות מידה כלכליות לשם הבטחת החוב. הלוואות אמן – הן הלוואות אשר אינן ניתנות ע"ב הוכחה אובייקטיבית של אמות מידה כלכליות, אלא ע"ב הוכחה אלטרנטיבית של אמות מידה אשר מתגבשת בצורה א-פורמאלית, טכניקה זו מגשרת על אי-הנגישות אל אמות המידה האובייקטיביות. ברגר ואודל (2006) *Udell and Berger* מציעים לאבחן בין כמה טכניקות מתן אשראי לחקו"ב, בהתאם לסוג הנתונים בהם נעשה שימוש:

(א) אשראי על בסיס דוחות – במקרה זה על החקו"ב להיות בעלות דוחות כספיים מסודרים ובנוסף להיות בעלות נתונים המאפשרים קבלת האשראי. באשראי מסוג זה ההכנסות העתידיות משמשות כמקור להחזר החוב בעוד ההון כערוכה להבטחתו. אשראי מסוג זה אינו פתוח בפני חברות אשר אינן עורכות דוחות מסודרים או שאינן עומדות באמות המידה הנדרשות.

(ב) אשראי ע"פ ניקוד אשראי (Credit Scoring) – זוהי טכניקה חדשה יחסית, אשר הינה בשימוש בעיקר בארה"ב. בטכניקה זו נתוני האשראי של בעלי החברה מוכנסים למודל המשקלם יחד עם נתונים שונים של החברה, וכך חוזה את אפשרות החזר של החקו"ב; על בסיס החזר הצפוי ניתן האשראי. אשראי הניתן בטכניקה זו הינו בד"כ מצומצם ונע סביב מאה אלף דולר.

(ג) אשראי ע"ב נכסים משתנים – אשראי זה ניתן על בסיס אחד מנכסיה המשתנים של החברה – כגון מלאי. הערכת שווי הנכס מתבצעת נקודתית ונמדדת ברציפות מאחר ומדובר בנכס בעל ערך משתנה. העיקרון הנשמר לאורך קיום האשראי הינו שמירה על ערך נכס הגבוה משווי האשראי המועמד לחברה. השימוש בנכס כבטוחה אינו שונה בטכניקה זו מהטכניקות האחרות, היחודיות בטכניקה זו היא קישור היקף האשראי לשווי הנכס הספציפי, ללא שימוש במידע כולל על הפירמה, מידע הנדרש בטכניקות האחרות לצורך אמידת יכולת החזר החוב העתידית.

(ד) פקטורינג (Factoring) – בטכניקה זו מועמד אשראי כנגד המחאת זיכויים לבנק. לא מדובר בטכניקת מימון קלאסית, אלא במעין קניה של תזרימים עתידיים להם זכאית

החברה, בנכיון על ידי הבנק. היתרון הוא בהסתכמות על מידע הקשור לחייב ג', חיצוני, אשר חובו מומחה לבנק. כך טכניקה זו עוקפת את בעיית חוסר המידע לגבי החקו"ב, ועושה שימוש במידע על חייב אחר, שאינו החברה, לשם העמדת האשראי.

(ה) אשראי ע"ב נכסים קבועים – בטכניקה זו מועמד האשראי כנגד נכס שאינו נכס שוטף של החברה, אלא נכס קבוע. הנכס משמש כערובה לתשלום, והאשראי ניתן כך שיחס התשלומים הנותרים חלקי שווי הנכס נשמר מתחת ל-1 לכל אורך חיי האשראי. בשונה מאשראי הניתן ע"ב נכסים משתנים, בנכסים קבועים אין צורך במעקב שוטף לגבי שווי הנכס, שכן מדובר בנכסים בעלי שווי קבוע או כזה המשתנה בשיעורים צפויים בקירוב, כך שהאשראי הראשוני ניתן על בסיס חישוב הערך הראשוני והשינוי שיחול בערך זה בעתיד.

(ו) חכירה – בטכניקה זאת ניתן האשראי על בסיס נכס הנמכר לנותן האשראי ומוכר חזרה לחברה. בכך ניתן לעקוף את חוסר המידע לגבי החקו"ב שכן ישנו צורך בערך הנכס בלבד. יתרון נוסף הינו הקטנת הסיכון אליו חשוף נותן הלוואה שכן לא מדובר בבטוחה מסוג 'משכון', אלא בנכס אשר מועבר לבעלות המלווה, ומוכר חזרה לחברה, כך שקניינית המלווה נהיה מראש לבעל הנכס אשר הועמד כערובה להלוואה.

(ז) הלוואת אמון Relationship Lending – בטכניקה זו מועמד אשראי ללא 'מידע קשה' אלא על בסיס היכרות עם בעלי החקו"ב ועם מידע "נסיבתי" על החברה. זוהי טכניקה השונה מהותית משאר הטכניקות המשמשות את החקו"ב. העיסוק בטכניקה זו, המהווה את הפתרון המלא ביותר לבעיית חוסר המידע בחקו"ב, יורחב להלן בחלק ב'.

(ח) אשראי ספקים Trade Credit – למרות שלא מדובר בטכניקת אשראי קלאסית מאת מתווך אשראי, אשראי הספקים מהווה אחת מדרכי מימון החקו"ב הנפוצה ביותר: לדוגמה, בשנת 1998 שליש מחובות החוק"ב היו מסוג אשראי ספקים.¹⁰

טכניקה נוספת, אשר אינה נכללת בסקירת מאמרם של ברגר ואודל, הינה העמדת אשראי מבוסס דוחות ('מידע קשה') בשילוב עם מידע נסיבתי ('מידע רך'), כאשר המידע הקשה מתקבל כמהימן ומספיק בשל יחסי האמון. כך למשל ניתן אשראי לעסקים מקומיים על סמך הצגת דוחות מע"מ. בטכניקה זו נעשה שימוש במידע קשה – דו"ח מע"מ – הנחשב כמהימן, מספיק ומשקף, דווקא בגלל יחסי האמון וההיכרות אשר נוצרו בין הבנק והפירמה.

השפעת משבר כלכלי על האשראי. במאמרם הסוקר את השפעות משבר האשראי של שנות '90 – "The 'credit crunch' and the availability of credit to small business", מאששים הנקוק ווילקוקס (1998) *Wilcox and Hancock* בצורה אמפירית את האינטואיציה בדבר קיום קשר בין שחיקת הון הבנקים להיקף ההלוואות הניתנות על ידם. ממצא נוסף שנמצא על ידם הינו כי קיטון בהון (Dollar per Dollar) בבנקים קטנים הביא להתכווצות גדולה יותר בהיקף ההלוואות הניתן על ידי הבנקים הקטנים, יחסית לקיטון הנוצר בבנקים גדולים כתוצאה מקיטון בהון הבנקים הגדולים.¹¹ אבחנה זו בין בנקים גדולים לקטנים רלוונטית לגבי מימון החקו"ב, שכן הנטיה הינה לשייך מימון חקו"ב עם בנקים קטנים דוקא (לבונין וסולר (1996) *Soller and Levonian*, פיק ורוזנגרין (1995) *and Peek and Rosengren*). כך עולה כי הפסדים הנגרמים במהלך משבר כלכלי ומביאים להתכווצות ההון במוסדות הפיננסיים, מתגלגלים להתכווצות תיקי האשראי אשר אינה הומוגנית בין צרכני האשראי השונים.

למרות ממצאים קודמים (הנקוק ווילקוקס (1994א ו-1994ב) *Wilcox and Hancock*) אשר לימדו על גידול בהלוואות מצד בנקים אחדים בעת לחצי הון על בנקים שכנים, השוואת הגידול בהלוואות הבנקים הגדולים כהיזון חוזר לקיטון בתיק האשראי של הבנקים הקטנים, מראה כי הגידול הנוצר בהלוואות מצד הבנקים הגדולים אינו מפצה במלואו על הקיטון בתיק האשראי של הבנקים הקטנים.¹² כך שבפועל, ולמרות אפקט ההיזון החוזר, קיטון בתיק האשראי של הבנקים הקטנים מביא בשורה התחתונה לקיטון אבסולוטי באשראי; דבר הפוגע בעיקר בלקוחות הבנקים הקטנים.¹³ מאחר וחלקו של אשראי החקו"ב, אשר מרוכז בבנקים קטנים, אינו ניתן להעתקה לבנקים גדולים (או אל בנקים קטנים אחרים) בשל ביסוסו על טכניקות אלטרנטיביות, יוצא כי במקרים בהם נוצר קיטון בתיק האשראי של הבנקים הקטנים, ישנן חקו"ב אשר נשארות עם מימון חסר או אף למעשה ללא מימון. כך עולה, כי משבר הון (Capital Crunch) יכול להביא ליצירת משבר אשראי (Credit Crunch), כאשר אחד הסקטורים הרגישים למשבר נלווה שכזה הינו סקטור החקו"ב בשל הצורך הגובר במימון, ואי יכולתו לגייסו ממוסדות

11. שם, בעמ' 1005-6

12. שם

13. ממצא זה מובן בחלקו לאור השימוש בטכניקות מימון אלטרנטיביות (בכללן - שימוש במידע רך) על ידי לקוחות של בנקים קטנים, שכן הלוואות אלו ניתנות בחלקן על סמך מידע אשר אינו ניתן להעתקה אל בנקים אחרים (למשל היכרות מתמשכת עם הלקוח), ומכך כי אשראי זה אינו בר שיקום במסגרת היזון חוזר בין הבנקים.

אחרים חילופיים לבנקים המתכווצים (ברגר ואודל (2002) *Udell and Berger*, ג'קסון ואחרים (1999) *Jackson et al.*).

שנות התשעים. לטענתם של פיק ורוזנגרין (1993) *Rosengren and Peek* במאמרם: "Bank Regulation and the Credit Crunch" תופעה כזו, של היווצרות משבר אשראי בסקטור תלויי-הבנקים כתוצאה ממשבר הון, אירעה בפועל בארה"ב בתחילת שנות ה'90 של המאה הקודמת. המענין הוא, כי בסמוך לאותו משבר אומצו גם כללי הרגולציה החדשה בבנקים בארה"ב (באזל-1). כך קרה שהעיסוק בספרות סובב סביב הפסדי ההון כגורם הראשוני לצמצום האשראי מצד הבנקים, והרגולציה כמחמירת הצימצום. פעולה זו של הרגולציה כמחמירת משבר, פותחת פתח לפעולה רגולטורית הפוכה, כזו אשר יכולה להקל על משבר אשראי. בהמשך אני מציג הצעה לצעדי רגולציה אשר ימנעו החמרה שכזו וינסו לצמצם התהוותו של משבר אשראי.

חלק ב - צעדים רגולטוריים שמטרתם להביא להגברת זרם האשראי לסקטור החברות הקטנות והבינוניות

בחלק זה של המאמר מוצעים צעדי רגולציה אשר מטרתם הקטנת הסיכון להתפתחות משבר אשראי בסקטור החק"ב. הקטנת הסיכון תיעשה על ידי צימצום ההשפעה של שחיקת ההון בתקופת משבר כלכלי על העמדת האשראי לחק"ב, הן במישור הכמותי והן במישור האיכותי של זמינות האשראי הבנקאי.

מישורי המשבר. בהקשר העמדת האשראי לחק"ב, משבר אשראי עלול לנבוע בשני מישורים (לכל הפחות):

1. **המישור הראשון,** הוא מישור משאבי הבנק, בו משבר אשראי יכול להתבטא באי יכולת מצד הבנק להעמיד אשראי בשל היעדר משאבים או בשל הגבלות רגולטוריות שונות.

2. **המישור השני,** הוא מישור נכונות הבנק להעמיד אשראי, כאשר קיימת יכולת בכוח להעמדת אשראי, אך אין רצון להעמיד אותו אשראי, או לחילופין נדרש מחיר גבוה בעבורו (בדמות ריבית גבוהה), והללו מביאים למשבר בזמינות האשראי לחק"ב.

צעדי הרגולציה שאני מציע לשם נטרול הגורמים בשני משוורים אלו הינם:

- (1) הקלה ברגולציית ההון.
 - (2) כפיית אשראי.
 - (3) קישור הריבית להפרשה בגין חובות מסופקים.
 - (4) חיזוק טכניקת הלוואות האמון.
- מטרת הצעד הראשון היא הקטנת לחצי ההון על הבנקים, ומכך הקלה במישור הראשון ואפשרות, לפחות פוטנציאלית, להעמדת אשראי על ידי הבנקים. מטרת הצעדים השני, השלישי והרביעי הינם הקלה במישור השני, אם על ידי 'כפייה ישירה' (המהלך השני) או 'כפייה עקיפה' (המהלך השלישי) או 'בחירה רצונית' (המהלך הרביעי) של העמדת אשראי מצד הבנקים לחק"ב.

רגולצית ההון. ככלל, קיימת רגולציה המחייבת את הבנקים לשמור על יחס הון/אשראי אשר יביא להבטחת איתנותם ומניעת קריסתם גם במקרי משבר. הרציונאל העומד מאחורי דרישת ההון המזערי הינה יצירת 'כרית ביטחון' באמצעות הון הבנק לספיגת הפסדים, כך שחיסכון המפקידים לא יפגע גם בעתות משבר.¹⁴ עמידה ביחס ההון המזערי מגבילה את מידת החשיפה שבנק יכול לקחת על עצמו כתוצאה ממתן אשראי, ובכך מותווה גבול למתן האשראי שהבנק יכול לתת ללא צורך בגיוס הון נוסף. רגולצית ההון המזערי מוסדרת בישראל בהוראות הניהול הבנקאי התקין של בנק ישראל.¹⁵

באזל-1 ובאזל-2. מטרת באזל-1 הייתה ליצור מוסכמה גלובלית לגבי יחס ההון המזערי הנדרש מבנקים. ככלל נקבע עיקרון החלוקה למשקלות סיכון שונות ע"פ הסקטורים השונים להם ניתן האשראי. היחס לסך שיקלול אשראי נקבע ל-8% (כאשר נדרש יחס של 4% לגרעין ההון¹⁶).¹⁷ העיקרון המנחה בשיקלול סיכון זה הינו, כי סוגי אשראי שונים הינם בעלי סיכון שונה, ולכן דרישת ההון בגינם שונה. המשקולות אשר נקבעו באזל-1 היו כלליות ואחידות, והיוו חלק ממקורות הביקורת שהוטחה בהנחיות אלו. בעקבות המשברים

14. עוד על הנושא ראה ב: דוד רוטנברג ניהול בנקאי בישראל - ניהול נכסים, התחייבויות וסיכונים. הוצאת כתר (2002)

15. ההוראה הרלוונטית לענין יחס ההון המינימאלי הינה נב"ת 311 - יחס הון מזערי. הוראה זו מיישמת הלכה למעשה את הנחיות ועדת באזל אשר נערכה ב-1988 (לעיל ולהלן באזל-1). כאשר בימים אלו מתבצעת החלת ישום הנחיות ועדת באזל 2003 (להלן באזל-2), אם כי המודלים המתוחכמים של באזל-2 אינם קלים ליישום גורמים לעיכובים. נב"ת 357 - ניהול טכנולוגיית המידע מהווה יישום חלקי של ההנחיות החדשות.

16. "Issued and fully paid ordinary shares/common stock and non-cumulative perpetual preferred stock (but excluding cumulative preferred stock)."

17. 'ט' 44 INTERNATIONAL CONVERGENCE OF CAPITAL MEASUREMENT AND CAPITAL STANDARDS

הפיננסים של שנות ה-90' והביקורת שהוטחה ב**באזל-1**, פורסמו ב2004 הנחיות באזל-2, המרחיבות את שיטת משקולות הסיכון ומציעות בנוסף כמה מודלים חלופיים לחישוב ההון המזערי הנדרש ולאמידת הסיכון. מעבר לכך, הוסיפו ההנחיות סיכונים נוספים הנלקחים בחשבון, ואשר משפיעים גם הם על חישוב ההון המינימאלי הנדרש בנוסף להון המוקצה כנגד סיכון האשראי. גם העיקרון הכללי בדבר הקצאת ההון בצורה משוקללת, אשר נקבע ב**באזל-1**, הורחב כך שיכלול גישות נוספות לחישוב הקצאת ההון.¹⁸

רגולציה כגורמת אשראי. לאור האימוץ המתרחב של ההנחיות במערכת הבנקאות (**באזל-1**), התעוררה השאלה האם אותה רגולציה אשר מגבילה, לפחות תאורטית, את הקיפי האשראי הניתנים על-ידי הבנקים, מביאה לפגיעה בזמינות האשראי ובכך לפגיעה בכלכלה? בכדי לבחון שאלה זו ואחרות הנוגעות לרגולציה שקמה בעקבות **באזל-1**, מונה צוות אשר סקר 130 מאמרים אשר פורסמו בעשור שלאחר פירסום ההנחיות. הסקירה פורסמה על ידי **ג'קסון ואחרים (1999) Jackson et al.** במאמר "Capital Requirements and Bank Behavior: The Impact of the Basel Accord". בנוגע לקשר בין רגולציות הון ומשבר אשראי, מסכמת הסקירה כי קיימים ממצאים שונים,¹⁹ אך בד בבד קיימת אינדקציה לכך שסקטורים מסויימים, ביניהם סקטור הנדל"ן וסקטור החברות הקטנות, הושפעו מהחלת הרגולציה; וזאת על אף קיומם של מתווכים פיננסיים אחרים אשר יכלו להתחרות בבנקים הכפופים לרגולציה.^{20 21}

בדומה למסקנה זו של **ג'קסון ואחרים (1999) Jackson et al.** גם סקירת המאמרים המובאת על ידי **פורפיין (2001) Furfine** מלמדת על היעדרה של הסכמה חד-משמעית²² בדבר הגורם העיקרי למשבר האשראי של שנות ה-90' – משבר אשר רגולציות **באזל-1** נחשדה כגורמת לו.²³

18. **גישה סטנדרטית** – המכירה במשקולות קבועות אך מורחבות יותר ממשקולות באזל-1, הכוללים גם התאמה לזירוגי חוב (AAA וכו') ומכילה גם התאמה לאשראי בנקאי. **וגישה פנימית** – המתחלקת ל **IRB בסיסי** ו **IRB מתקדם**, כאשר שניהם מאפשרים זירוג אינדיבידואלי לכל חוב וחוב ע"פ מאפייניו; בעוד השיטה הבסיסית מאפשרת פיתוח מונחה רגולציה לזירוג, השיטה המתקדמת מאפשרת פיתוח שיטת זירוג בצורה יותר עצמאית על ידי הבנקים.

19. **ג'קסון ואחרים (1999) Jackson et al.**, בעמ' 19.

20. **ג'קסון ואחרים (1999) Jackson et al.**, בעמ' 4.

21. ראה ה"ש 13 לעיל.

22. ייתכן וניתן להבין היעדר חד משמעות זו בשל הסמיכות בין אימוץ הרגולציה והמשבר המקרו-כלכלי אשר אירע בתחילת שנות ה-90', ואשר סיפק שני גורמים אלטרנטיביים לקיטון בהלוואות, מלבד הירידה בהיצע כתוצאה מרגולציה: ירידה בביקוש בשל המשבר, או לחילופין ירידה בהיצע בשל הסיכון הנוסף שהביא המשבר.

23. עובר ל**באזל-1** התקימה רגולציה אשר דרשה קיום יחס הון מזערי מסויים, אלא שבאזל-1 הכניס את מרכיב שיקלול הסיכונים כדרישה פורמאלית, ולכן נחשד כמסיט אשראי לאפיקים הנחשבים פחות מסוכנים והדורשים פחות הקצאת הון ע"פ ההנחיות.

למרות היעדר, תמימות דעים בדבר הקשר בין הרחבת רגולצית ההון המזערי ומשבר האשראי, פיק ורוזנגרין (1993) *Peek and Rosengren* מוכיחים כי מהלכים אקטיביים²⁴ שננקטו על ידי רשויות הרגולציה בניו-אינגלנד לשם שיפור יחס ההון בבנקים, גרמו לקיטון במאזן אותם הבנקים לגביהם ננקטו הצעדים במדינה זו (Bank Shrinkage). כמו"כ אפיון הקיטון אשר נגרם כתוצאה ממהלכים אקטיביים אלו, מראה כי חלק גדול מהצימצום אירע בהלוואות הניתנות בסקטור תלויי-הבנקים. מסקנה זו מתחזקת במודל אשר פותח על ידי פורפיין (2001) *Furfine* במטרה להכריע את שאלת הגורם למשבר האשראי של שנות ה-90: המודל של פורפיין מנתח את ההתאמות המבוצעות בתיק האשראי הבנקאי כתוצאה משינויים שונים, ובהם שינויי רגולציה. ע"פ המודל, אשר נבחן עם נתונים אמפיריים מבנקים מסחריים בארה"ב, ניתן לקבוע כי לרגולציה ודרך ביצועה היה תפקיד מכריע בגרימת משבר האשראי של שנות ה-90.²⁵ אולם גם מבלי להזדקק לקביעה גורפת בדבר קיומו של קשר בין רגולציה ההון והקיטון הכללי בהלוואות, נראה כי מהלכים אקטיביים אשר ננקטו במהלך המשבר הביאו להעמקתו וליצירת משבר אשראי בסקטורים מסויימים אשר הינם תלויי בנקים.

יישום הדברים. למרות היעדר תמימות דעים בניתוח קשר רגולצית ההון-קיטון אשראי, אפיון הקיטון אשר עולה מהמחקר, לצד טענת השפעת אכיפת הרגולציה על תלויי הבנקים, מטילים ספק בנכונות התפיסה המצדדת בהידוק החגורה הרגולטורית בעיתות משבר, שכן הידוק חגורה שכזה יכול ויביא להחמרתו ואף ליצירתו של משבר אשראי.

הספק בהצדקה להידוק החגורה הרגולטורית בעיתות משבר, מוביל לצעד הראשון לשם הקטנת הסיכון להתפתחות משבר אשראי בסקטור החקו"ב כתוצאה ממשבר הון, והוא: השהייה זמנית מאת הרגולאטור של פעולות אכיפת יחס ההון המזערי. אין הכוונה להתיר את החגורה הרגולטורית לגמרי, אלא רק להשהות את הידוקה עד לאחר רגיעה. לדעת המחבר, יש בכך הגיון רב שכן בעיצומו של משבר אשראי, הבנקים עצמם יבצעו בדרך כלל בדק בית ויפעלו בכדי להגביר את יציבותם. נוסף לכך הגיוני הוא כי הבנקים לא ימשיכו בהעמדת הלוואות מסוכנות, כאשר ללא יצירת לחץ הוני מאת הרגולטור צימצום זה יבוצע בהדרגה ובמתנינות תוך הקטנת הפגיעה בחקו"ב.²⁶

24. מדובר בצווי התראה וכדומה, אשר חייבו פעולה מצד הבנקים.

25. עם זאת, יש לציין כי מחקרים אחרים המאזכרים על ידי פורפיין טוענים לגורמים אחרים למשבר.

26. עם-זאת, וכפי שנרמז במחקרם של פיק ורוזנגרין (1993) *Rosengren and Peek* לעיל ייתכן וכי בכדי להביא את

טענתי היא, כי הרשות תנהג בחוכמה אם בעיתות משבר תימנע מנקיטת צעדים לשם כפיית העמידה ביחס ההון המזערי, ותאפשר חריגה זמנית מיחס זה.

הרחבת הצעד. מעבר להימנעות מצעדי אכיפת יחס הון אשר תפגע בחקו"ב, ברצוני להציע מהלך נוסף, בדמות הקלה פוזיטיבית (שתיעשה בצורה רשמית על ידי הרשות הרגולטורית) ביחס הלימות ההון המזערי בעיתות משבר. בעיתות משבר הקלה על היחס הנדרש עשויה להביא להקטנת היקף צימצום ההלוואות, שכן הקשר בין לחץ הוני (ומכך לחץ ביחס ההון המזערי) לקיטון בהלוואות הינו ברור;²⁷ ולכן ניתן לטעון כי הקלה זמנית ומוצהרת פוזיטיבית ביחס הלימות ההון המזערי הנדרש, תקל על הבנקים לארגן את ההלוואות בהתאם לשינוי בדרישה להלוואות ובמידת הסיכון הטמון בהם. צעד זה מרחיב את הצעד הקודם בכך שלא רק מתבקשת הימנעות מנקיטת צעדי אכיפה והעלמת עין מחריגות ביחס ההון המזערי, אלא אף מתבקשת הצהרה רשמית על הקטנה זמנית של היחס הנדרש. כמובן שצעד שכזה חייב להיות מלווה בבקרה אשר תבטיח כי בכך לא תיווצר פגיעה חמורה אף יותר ביציבות, בשל החמרת אי-היציבות הקיימת. לכן ההמלצה היא לאפשר הקלה זמנית בלבד ותחת בקרה אפקטיבית.

צעד זה, של הקלה ברגולצית ההון המזערי בעתות משבר, מקטין את הסיכון ליצירת משבר אשראי במישור הראשון, הלא הוא מישור משאבי הבנק. אעבור כעת לצעדים המטפלים במישור השני – הזרמתם של אותם משאבים אל החקו"ב. כאמור, העיסוק במישור זה נהיה רלוונטי מתמיד במשבר האחרון בו היינו עדים למצב בו הממשל האמריקני הזרים מיליארדים למערכת הבנקאות, במטרה להניע את גלגלי הכלכלה ולאפשר מתן אשראי, אך מרבית הכספים הללו נעצרו בבנקים ללא שיוגלגלו הלאה כאספקת אשראי לפירמות עצמן.

הבנקים להלימות הון במהירות ישנו צורך באקטיביות, שכן קיומם של כללי רגולציה בלבד אינה מספיקה. אך עדיין תתעורר השאלה אם מחיר נקיטת צעדים שכאלו, ודחיקת הבנקים לעמידה בהלימות הון, שווה את מחיר הפגיעה בחקו"ב.

27. לקשר רגולציית הון-הלוואות ישנן שתי פעולות: הראשונה – הגדלת יחס ההון הנדרש, בעיתות משבר, יכול ותביא לקיטון בהלוואות, וגם ללא שתקדם לכן שחיקה בהון הבנק. השנייה – קיטון בהון הבנק יכול ויביא לקיטון בהלוואות בשל הצורך בעמידה ביחס ההון המזערי, וזאת גם ללא גידול רגולטורי ביחס זה. טענה הרחבה מתמודדת עם קיטון כתוצאה מהפעולה השנייה (כאשר אכיפת רגולצית הון מזערי, גם ללא שינוי בה, יוצרת אפקט הדומה לפעולה הראשונה).

כפיית אשראי. מהותו של הצעד השני הינה – לכפות על הבנקים, על ידי חוק או הוראה, להעמיד אשראי לחקו"ב.²⁸ מעבר לשאלת יישומה של כפייה זו, שכן צעד זה מלווה "בשבירת כלים" כלכלית לא קטנה, ייתכן וגם אם אכן תנקט כפייה שכזו, יהיו קשיים אחרים נוסף לכלכליים אשר ימנעו הפעלתה. קשיים אלו מפורטים להלן.

פגיעה בקנין. המחסום הראשון אשר פעולה כופה מסוג זה תצטרך להתמודד איתו יהיה מחסום משפטי-חוקתי, בדמות ביקורת שיפוטית מאת ביהמ"ש העליון בשל הפגיעה בחוקי היסוד ובזכויות העל המוגנות על ידן. ביקורת שיפוטית זו תתעורר שכן כפיית אשראי תיראה בראש ובראשונה כפגיעה בקנין הבנקים, קנין אשר הינו מוגן ברמה החוקתית במדינת ישראל. ההגנה לקנין מוענקת בחוק יסוד כבוד האדם וחירותו התשנ"ב (1992) סעיף 3 – "אין פוגעים בקנינו של אדם" ועליונות הגנה זו קיבלה משנה תוקף ב ע"א 6821/93 בנק המזרחי המאוחד נ' מגדל כפר שיתופי הידוע יותר כפס"ד המזרחי אשר יש הרואים בו את ראשיתה של המהפכה החוקתית.

אציין כי ההגנה החוקתית המוענקת לקנין בישראל איננה דבר המובן מאליו, שכן אחד ממקורות ההשראה המרכזיים לחוק היסוד המדובר – הצ'רטר הקנדי – אינו מכיל הגנה שכזו לקנין. בנתינת הגנה לקנין צעדה ישראל לכיוון קפיטליסטי-ימני ביחס לאותו מקור השראה.

פסק דין המזרחי. פס"ד זה ידוע בעיקר בשל ההשלכות החוקתיות שלו, אך ברקע התאוריה החוקתית אשר פותחה בפס"ד, עומד מאבק של בנק לשם שימור קניניו. פסה"ד ניתן כהכרעה באיחוד עירעורים כנגד חוק הסדרים במגזר החקלאי המשפחתי (תיקון) תשנ"ג-1993, אשר הרחיב את הסדר שמיטת החובות בסקטור החקלאי, הסדר אשר חוקק בכדי לפתור את המשבר הקשה שפקד את המיגזר החקלאי. העירעורים בפסה"ד עסקו בתיקון וההרחבה המאוחרת לאותו הסדר שמיטת החובות.²⁹ מגמתו הכללית של ההסדר הראשוני הייתה לאפשר שיקומו של המיגזר החקלאי על דרך של מינוי "משקם" שיופקד על ריכוז הנתונים בדבר חובות החקלאים, וזאת לשם בדיקת משאבים ויצירת

28. כפיה שכזו יכולה ללוש כסות של חיוב הקצאת אחוז אשראי לסקטור מסויים וכדומה, בדומה לשאר הכללים המנחים ומגבילים את חלוקת מתן האשראי בבנקים (ע"ע מגבלת לווה יחיד).

29. ככל הנראה כנגד החוק עצמו לא היה ניתן לפעול שכן חו"י כבוד האדם וחירותו מחיל 'סעיף שמירת דינים' (ס' 10) אשר מגן על פגיעה בחוק מצד חוקים אשר קדמו לו. החוק המקורי, שהסדיר את שמיטת החובות, קדם לחו"י כבוד האדם.

הסדר לחובות, או אף מחיקתם בחלקם. התיקון לחוק, אשר נגדו נטענה הפגיעה בקנין, הביא לכך שחובות נוספים יהיו ברי העברה לטיפול על-ידי משקם, במקום שיועברו ישירות לגביה וכינוס לטובת הבנק. לצורך ההכרעה בערעורים אלו נערך דיון במעמד של חוקי היסוד בכלל וחוק יסוד כבוד האדם וחירותו בפרט, וכנגזרת – במעמד ההגנה לקנין. התוצאה אליה הגיע ביהמ"ש הינה כי הזכויות המוענקות בחוקי היסוד הינן זכויות-על חוקתיות, העומדות מעל לחקיקה רגילה של הכנסת, ומשכך פגיעה בחוק ובזכויות המוגנות על ידו, תתאפשר רק על-פי ההסדר המעוגן בחוקי היסוד. במקרה של חוק יסוד כבוד האדם – הסדר זה ידוע כפיסקת ההגבלה.

כך יוצא כי לאור הקניית מעמד על לחוק יסוד כבוד האדם וחירותו בפס"ד המזרחי, ניתן לזכות הקנין מעמד של זכות-על, ופגיעה בה תיראה כפגיעה בחוק היסוד, פגיעה אשר מביאה לביטול החוק הפוגע, אלא אם זה יעמוד במבחני פיסקת ההגבלה המאפשרת פגיעה בחוק זה.

נראה שכפיית הבנקים להעמדת אשראי לסקטור מסויים כגון חקו"ב, אכן תיפול לגדר פגיעה בקנין, ולכן יהיה מדובר בפגיעה בחוק היסוד אשר תאלץ לצלוח את מבחני פיסקת ההגבלה. אליהם אעבור כעת.

פגיעה בזכויות 8. אין פוגעים בזכויות שלפי חוק-יסוד זה אלא (תיקון מס 1) בחוק ההולם את ערכיה של מדינת ישראל, שנועד לתכלית ראויה, ובמידה שאינה עולה על הנדרש או לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת בו

פיסקת ההגבלה. מבחן פיסקת ההגבלה הינו מבחן רב שלבי. ראשית יש לדון אם מדובר בפגיעה ממשית ולא רק בפגיעה זניחה (de minimis), שכן פגיעה זניחה לא תחשב כפגיעה המתנגשת עם חוק היסוד. ואכן היו ענינים שונים אשר פגעו בפועל בקנין, אלא שהללו נראו כפגיעות זניחות ולכן לא נוצרה התנגשות עם חוק היסוד וממילא לא הייתה בעיה חוקתית. השלב הבא מתגבש לאחר שהובהר שאכן מדובר בפגיעה שאינה זניחה, ואז הפגיעה בזכויות המוגנות – ובהן הקנין – תיחשב לחוקית רק על ידי עמידה במספר תנאים מצטברים מכוח פיסקת ההגבלה: פגיעה על ידי חוק או הסמכה מפורשת בחוק, אשר תואם את ערכיה של מדינת ישראל והינו לתכלית ראויה, וכאשר הפגיעה אינה עולה על הנדרש.

על ידי חוק או הסמכה מפורשת בחוק – התפיסה הרווחת היא שכאשר מדובר בשינויים חברתיים מרכזיים הריבון (הכנסת) הוא שצריך להסדיר את הפגיעה על ידי חקיקה ראשית, ולא די בשר האחראי או הגוף המוסמך לתקן פגיעה באמצעות תקנה. מכלל הן אתה למד לאו – וכך נראה כי על אף עדיפות בהסדרה על ידי חקיקה ראשית, הרי שבמהלך לכפיית אשראי אין מדובר בשינוי חברתי כולל, אלא בענין מקצועי אשר יכול ויעשה גם על ידי תקנות ועל ידי אמצעים רגולטורים רגילים, וייתכן ואף על ידי הוראות הניהול התקין של בנק ישראל, אם כי ספק אם להוראות אלו יש את עיגון ההסמכה המפורשת הנדרש על-ידי פיסקת ההגבלה.

תואם את ערכיה של מדינת ישראל והינו לתכלית ראויה – ההתאמה לערכי מדינת ישראל הינה מושג עמום אשר כמעט ואינו משמש בפסיקה החוקתית. תכלית ראויה גם היא לא מהווה בעיה במקרה בו מדובר בכפיית הקצאת אשראי לחקו"ב, שכן הללו מהוות את רוב הפירמות במשק וקיומן הוא קיומו, ולכן מדובר במהלך אשר מטרתו קידום הכלכלה הישראלית כתכלית ראויה.

פגיעה שאינה עולה על הנדרש – מבחן זה פורש בפסיקה כמבחן משולש: א. האמצעי המתאים – תת-מבחן זה דורש כי האמצעי אשר פוגע בזכות יהיה האמצעי המתאים ביותר למימוש התכלית אשר בעבורה פוגעים בזכות. במקרה דנן נראה שלא תתעורר בעיה שכן הפגיעה בדמות כפיית האשראי משיגה את התכלית של שיפור מצב האשראי לחקו"ב. על אף הסתמיות לכאורה של מבחן זה, נעשה בו שימוש בפסיקה בכדי לאיין מצבים בהם זכות נפגעת בשל חיקוק אשר מטרתו יכולה להיות מושגת באמצעי חילופי.³⁰ ב. האמצעי שפגיעתו פחותה (אמצעי אלטרנטיבי) – תת-מבחן זה דורש כי האמצעי הפוגע יהיה זה בעל הפגיעה הפחותה ביותר בזכות – במקרה דנן, הפגיעה הפחות הביותר בקנין הבנקים. כך שאם מטרתנו היא מתן אשראי לחקו"ב, אם ישנו אמצעי אחר הפוגע פחות בקנינם של הבנקים, תהיה חובה לעשות שימוש באמצעי זה, ולא

30. דוגמה לפסילת חוק בשל אי-עמידה במבחן זה אירעה בפרשית ערוץ 7: בג"צ 1033/99 אורון נ' יו"ר הכנסת, תק-על 2002 (1) 839: בו נפסל החוק אשר הורה על הענקה אוטומטית של רשיון שידור לגוף אשר שידר בפועל 5 שנים בשל אי התאמת האמצעי למימוש התכלית. במקרה זה התכלית אשר נטענה הייתה "יצירת פלורליזם בשידורי הרדיו", ואשר לשם הגשמתה פגע החוק בחופש העיסוק, שכן בפועל התחנה היחידה לה התאימה ההוראה הייתה ערוץ 7. ביהמ"ש פסל את החוק בסוברו כי ניתן להגשים את מטרת הפלורליזם בשידורי הרדיו על ידי הענקת רשיונות שידור ישירות, ולא על ידי חוק מיוחד, אשר בהעדפתו את ערוץ 7 על פני שאר התחנות הפיראטיות, פוגע בחופש העיסוק.

תתאפשר הפגיעה. האם קיים אמצעי אלטרנטיבי? ניתן לטעון כי אם מטרתנו היא הזרמת אשראי לחקו"ב הרי שניתן לעשות זאת על ידי אמצעים אחרים אשר אינם פוגעים בקנין הבנקים – בהם מתן אשראי ישירות על ידי המדינה. בכדי לצלוח את מבחן זה, יהיה צורך לשכנע את ביהמ"ש כי הדרך היעילה היחידה למתן אשראי לחקו"ב הינה על ידי הבנקים, שכן הבנקים הם מתווכי האשראי והמלווים המקצועיים ביותר במשק. ייתכן ובמידת הצורך ביהמ"ש יקבל טיעון זה ויאפשר פגיעה שכזו בקנין הבנקים, בנימוק כי זהו האמצעי האפקטיבי ביותר להשגת המטרה. ג. האמצעי המידתי (מידתיות צרה) – אמצעי זה דורש מידתיות בין הפגיעה לתועלת המושגת על-ידיה. זהו מעין מבחן-על, המופעל על ידי ביהמ"ש בבוחנו אם הפגיעה בזכות מוצדקת לנוכח התועלת הצומחת ממנה. במקרה דנן, התועלת אשר תצמח מהזרמת האשראי הינה כללית ולכן ככל הנראה ביהמ"ש יאפשר את הפגיעה בקנין הבנקים.

כפי שעולה מסקירת מבחני פיסקת ההגבלה, נראה כי חקיקה אשר תכפה הענקת אשראי לחקו"ב על-ידי הבנקים תוכל לעמוד בביקורות שיפוטית ולא תיפסל. עם-זאת, יהיה צורך להראות מדוע זהו האמצעי המתאים ביותר לצורך העמדת אשראי זה. לדעתי, ביהמ"ש יגלה גמישות ויפסוק בפרגמטיות אשר תאפשר הפעלת תוכנית כלכלית אשר תכלול בחובה גם כפיה של הבנקים להעמיד אשראי לחקו"ב, במידה וזו תיקבע על ידי הממשלה והכנסת.

קשיים נוספים. מעבר לקושי המשפטי ישנם קשיים נוספים אשר יכולים לפגוע בנסיון כפיה שכזה – ביניהם נסיונות התחמקות מצד הבנקים. נסיונות אלו יכולים לכלול טענה עובדתית בדבר היעדר משאבים להקצאת אותו אשראי, טענה אשר יכולה להתבסס גם על הצורך לשמור על דרישת ההון המזערי. נסיון נוסף יכול להיעשות על ידי העמדת אשראי, תוך קביעת מחיר גבוה לאותו אשראי, בדמות ריבית גבוהה. נסיון שלישי, יכול להיעשות על ידי הקמה עצמית של חברות ומתן אשראי צולב בין הבנקים, או יצירת מצג של מתן פומבי כאשר בפועל האשראי יוענק לקבוצות קטנות של חברות מקורבות. ככלל, ישנן שתי דרכים לפתור קשיים אלו: הדרך הראשונה, היא העמסת רגולציה והגדלת הפיקוח. ככל שירבו הנסיונות לעוקפה כך תתרחב הרגולציה וחוזר חלילה. הדרך השנייה, הינה שילוב האמצעי הראשון אשר הובא לעיל, הקלה בדרישת ההון המזערי, בשילוב עם התנית הקלות אלו העמדת אשראי לחקו"ב. אומנם אין בכך משום פתרון לנסיונות התחמקות מצד הבנקים, אך יש בכך משום יצירת תמריץ חיובי ליישום הרגולציה. כפי שמוסבר בהמשך, שילוב הצעד השלישי והרביעי יביא גם הוא לפתירת קשיים אלו. בהמשך מוצגים צעדים אלו בפירוט.

קישור הריבית להפרשה בגין חובות מסופקים. צעד זה, כצעד הקודם, מתבקש לנוכח תופעה לה היינו עדים במשבר האחרון – הגדלת הפער בין ריבית על ההלוואות לציבור וריבית הבנק המרכזי. כך, בעוד הבנק המרכזי הוריד את הריבית בכדי להתמודד עם המשבר ההולך ומתהווה, הריבית על אשראי מהבנקים לא ירדה כמצופה, אלא נשארה גבוהה. אומנם טבעי שפער מסוג זה בין ריבית הבנק המרכזי וריבית האשראי יוצר ואף יחמיר בעיתות משבר, בשל אי-האמון והסיכון אשר פושטים בשווקים ואשר גורמים לאשראי להיות יותר מסוכן, אך הדבר חריג לו היינו עדים במשבר האחרון היה קשיחותה של הריבית על האשראי לציבור, כאשר זו התמידה בגובהה גם כאשר בוצעו הפחתות ריבית על-ידי הבנק המרכזי. מציאות של ריבית גבוהה מהווה חסם בפני הזרמת האשראי למשק בכלל ולחקו"ב בפרט. שימוש בריבית גבוהה יכול לשמש לשם עקיפת כפיית אשראי,³¹ ולכן אציע להלן צעד רגולטורי אשר מטרתו הורדת הריבית הנדרשת על-ידי הבנקים.

ריבית כמשקפת סיכון. ניתן להציג את הריבית על ההלוואות כמשקפת את הפרמיה אותה המלווה רוצה לקבל בתמורה להעמדת כספו ללוה. ככל שסיכון אי-החזר ההלוואה גבוה יותר, גדלה הפרמיה אותה המלווה ירצה לקבל בתמורה להלוואות. כך מובן כי הלוואות לגופים מסוכנים הינן בריביות גבוהות יותר מאשר הלוואות לגופים בטוחים יותר.³² במידה רבה הריבית הנדרשת בגין ההלוואות לציבור משקפת את מידת הסיכון המגולם בהן; אם ננקוט בגישה הגיונית של הגברת הסיכון בעיתות משבר המביאה להגדלת הסיכון במתן הלוואות ומכך כמהווה הצדקה לקיומה של ריבית גבוה בעת מתן ההלוואות, נראה שנכון יהיה ליישם סיכון דומה (וגבוה) גם לגבי הפרשה לחובות מסופקים, כפי שזו תבוצע על ידי הבנקים. לכך נעבור כעת.

הפרשה לחובות מסופקים. כחלק משיקול הסיכונים והניהול הבנקאי התקין נהוגה הפרשה לחובות מסופקים. הפרשה זו נהוגה הן בבנקים³³ והן בגופים פיננסיים שונים. ככלל, ניתן לאבחן שני סוגי הפרשות: א. הפרשות ספציפיות, הנעשות בהתאם לנהלים בעבור כל חוב אשר גביתו מסופקת והכל בהתאם למגודר ב"נוהל בנקאי תקין" ובנהלים

31. במידה וכפיית האשראי תתרכזו בהיקף, ללא התייחסות לגובה הריבית.

32. וכך תובן גם העליה בגובה הריבית הנדרשת על ידי ספקי האשראי בעיתות משבר, שכן בעתות אלו הסיכונים עולים וסיכון אי-החזר ההלוואות גדל.

33. ההנחיה בהקשר הבנקאי נמצאת בנב"ת 314 ו נב"ת 315.

הפנימיים. ב. הפרשה גלובלית אשר איננה תלויה חוב ספציפי, אלא מבוצעת ע"פ הנחיות רשות הרגולציה.³⁴ כאמור, ריבית גבוהה מצד הבנקים יכולה להיות מוצדקת בעיתות משבר בשל הגברת הסיכון בשווקים, ואותו הגיון ניתן ליישום גם ברגולציה השולטת על ההפרשות לחובות מסופקים, ובמיוחד במסגרת ההנחיות בדבר היקף ההפרשה הגלובלית בבנקים. ביתר פירוט, ניתן לקשר בין ההפרשה הגלובלית לריבית המונהגת על ידי הבנקים. הדבר יעשה באופן הבא: טענתי היא, כי אם הבנקים דורשים ריבית הגבוהה ב-4% מריבית הבנק המרכזי הרי שהסיכון הגלובלי הטמון במשק בעיני הבנקים הינו בסדר גודל של לפחות 4%. בצורה גסה ניתן לומר כי לדעתם בסביבות 4% מההלוואות עלולות להפוך לחובות בעיתיים ואולי אף לא יפרעו. בהתאם להנחה זו בדבר אי-פרעון של כ-4% מההלוואות ניתן לדרוש מהבנקים כי יבצעו הפרשה נוספת אשר תשלים את ההפרשה אשר בוצעה על ידם ל-4%, שכן שיעור זה הוא המשקף בצורה אמינה את סיכון ההלוואות במשק. העיקרון המנחה את הצעתי הוא כי ניתן לקשר את ההפרשה (הגלובאלית) הנדרשת מהבנקים לשיעור הריבית המבוקש על ידם בשל ההגיון ששניהם משקפים את הסיכון הטמון בכלל ההלוואות.³⁵ וכך, ליצור תמריץ להורדת ריבית על ידי הבנקים, או לכל הפחות להביא לקורלציה בין היקף ההפרשות לחובות המסופקים ולרמת הסיכון במשק.

ניהול רווחים. חיזוק לשימוש מונחה מטרה שכזה בשיעור ההפרשה, ניתן לבסס גם על הסברה כי שיעור ההפרשות משמש במקרים מסויימים לכלי בניהול הרווחים בגופים פיננסים שונים,³⁶ כך שמעבר להשגת שבירת קשיחות הריבית, ייתכן שביצירת תלות בין שיעור הריבית לגובה ההפרשה תימנע גם היכולת לנהל רווחים באמצעות ההפרשות לחובות מסופקים.

חיזוק טכניקת הלוואות האמון. צעד אחרון זה שונה מהצעדים הקודמים אשר שנסקרו לעיל, כיון שאינו צעד הנקט בעיצומו של משבר, אלא מהווה צעד אשר צריך להינקט ללא קשר למשבר. מטרתו להביא לכך שלא יהיה צורך בכפיית הבנקים לשם העמדת

34. יש לציין כי התפיסה הרווחת בחשבונאות לגבי ההפרשות הגלובאליות והספציפיות היא כי ההפרשה הגלובאלית מהווה השלמה לסיכון קיים, אך מדובר בחלק מהסיכון הקיים שטרם זוהה עם חובות מסויימים, ולכן נכלל בגדר ההפרשה הגלובאלית.

35. כלל ההלוואות במשק. גם ללא אלוקציה להלוואות ספציפיות (הפרשה ספציפית).

36. בענין ניהול רווחים ראה גם: ליפשיץ שילה, 2006. "ניהול רווחים - הגדרות ומוטיבציות", רואה החשבון 55(3) עמ' 262-265.

אשראי ובריבית סבירה לחקו"ב, אלא שהללו יעשו זאת מתוך בחירה, וימשיכו כך גם בעתות משבר. דבר זה ניתן יהיה להגשמה באמצעות רגולציה המחזקת את טכניקת 'הלוואות האמון', אשר אוזכרה לעיל בחלק הראשון של המאמר כאחת מטכניקות המימון הנקוטות בחקו"ב, חיזוק אשר יביא להמשך מימון זה גם בעיתות משבר.

הלוואות אמון. טכניקת מימון זו שונה מהותית מטכניקות המימון האחרות, והינה יחודית לאופן מימון החקו"ב. השוני העיקרי בין טכניקה זו לאחרות נעוץ באי-ההסתמכות על 'מידע קשה', כגון דוחות ונתונים פיננסיים, אלא על היכרות עם בעלי הפירמה, הסביבה בה היא פועלת, ואף מהיכרות עם גורמים הקשורים לפירמה – כגון לקוחותיה וספקיה. מכלול המידע הזה נחשב כ'מידע רך' אשר על בסיסו מוענק האשראי. השימוש במידע הרך בא לענות על בעית חוסר המידע הקיימת בחקו"ב, חוסר אשר מקשה על האפשרות לגייס מימון. בטכניקה זו המידע הפורמאלי על ביצועי הפירמה מוחלף במידע רך, "נסיבתי" אשר משמש את הבנק בהחלטתו להעניק אשראי.

בגרר ואודל (2002) *Udell and Berger* טוענים במאמרם "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure" לשלושה אלמנטים עקריים אשר מאפיינים ומבדילים את הלוואות האמון משאר טכניקות המימון המשמשות חקו"ב. האלמנט הראשון הוא ההסתמכות על 'מידע רך', בניגוד להסתמכות על 'מידע קשה' כבטכניקות האחרות. האלמנט השני הוא תפקיד פקיד ההלוואות (Loan Officer) אשר בהלוואות אמון הוא המחזיק במידע על בסיסו ניתנת ההלוואה. פקיד זה הוא אשר בא במגע עם מנהלי הפירמה ועם הסביבה הקרובה לה.³⁷ האלמנט השלישי הוא 'בעיית סוכן' (Agency Problem) אשר מתעוררת ביתר חריפות במקרים של הלוואות אמון.³⁸ שלושת אלמנטים אלו מביאים את מחברי המאמר להמליץ על מבנים מסוימים אשר הינם מתאימים יותר לשם הטיפול בהלוואות האמון. בין המלצותיהם ניתן למנות את העדפת הבנקים הקטנים, אשר בשל מיעוט שכבות הניהול בהם, אינם דורשים העברה של המידע

37. בד"כ מדובר בפקיד בסניף הבנק המקומי, אשר מחזיק במידע אשר כביכול איננו ניתן להעברה.

38. מדובר בבעיית סוכן בין פקיד ההלוואות המחזיק במידע לבין הנהלת הבנק. בעיית סוכן זו נוצרת בשל התמריץ שקיים אצל הפקיד לחלק הלוואות חדשות, שכן בדרך כלל הגדלת היקף הפעילות תביא להעלאת שכרו; בצורה זו הפקיד מרוויח והסיכון רובץ לפתחי הבנק. בנוסף, נוצר תמריץ להשקעה בהרחבת הפעילות על פני השקעה בניטור זו הקיימות. כך מחולקות הלוואות חדשות ללא פיקוח על הישנות. תמריצים אלו הינם רק משניים לתמריץ הסתרת הכשלים אשר נוצר אצל פקיד ההלוואות, שכן כישלון אחת ההלוואות יראה ככישלון.

בין שכבות רבות עד לאישור הסופי למתן האשראי.³⁹ כמו־כן נראה גם כי בעיית הסוכן תהיה מצומצמת יותר בבנקים קטנים, שכן סוכן ההלוואות יהיה נתון לפיקוח אפקטיבי יותר, בשל צימצום הפער בין שכבות הפקידים והניהול.

חיזוק הלוואות האמון. על ידי חיזוק טכניקת הלוואות האמון והרחבת מידת השימוש בה יוצר מצב בו הבנקים לא יחששו להעניק אשראי לחקו"ב גם בעיתות משבר, שכן ההיחשפות למידע הרך לגבי הפירמה תעניק לבנק את ההבנה המתאימה ואת היכולת לאמוד את הסיכון הנכון במתן אשראי לפירמה. חיזוק השימוש בטכניקה זו ושיכלולה, יקלו על בעית מציאת מקורות מימון חילופיים לחקו"ב. החיזוק הראשוני לטכניקת הלוואות האמון יהיה על ידי יצירת רגולציה מנחה אשר תסדיר את דרך מתן הלוואות אלו, וכך תקל על השגתן. מאחר והלוואות אלו מבוססות על מידע רך שהינו קשה להעברה, ישנו צורך לפתח פרוצדורות לאישורן תוך שימוש במידע הרך, זאת לצד פיתוח כלים והוראות לתיעוד האפשרי של המידע. צעד נוסף להגברת השימוש בהלוואות האמון יהיה הגדלת הסמכות של פקיד הלוואות המקומי בהענקת אשראי על בסיס טכניקה זו. כמובן שהרחבה זו חייבת להיות מלווה בהגברת הפיקוח בכדי לפתור את בעיית הסוכן המתעוררות כתוצאה מהרחבה זו. הגברת פיקוח אשר אותה יש מקום לכונן ברגולציה מתאימה, אשר תתרום גם היא לפיתוח השימוש בטכניקה זו.

חלק ג - הצעה ליישום מכלול צעדים כתוכנית שלמה, שתכליתה הגדלת האשראי לסקטור החקו"ב

בחלק זה מובאת הצעה לשילוב הצעדים אשר נסקרו לעיל. כפי שהוצגו בחלק הקודם, כל אחד מהצעדים נועד להגשים מטרת אחרת, שילוב של כולם יחדיו יאפשר הקטנה מקסימאלית של הסיכון להתרחשות משבר אשראי בסקטור החוק"ב.

שילוב הצעדים. כל אחד מצעדי הרגולציה אשר נסקרו והוצעו לעיל ניתן ליישום ללא תלות בצעדים האחרים. עם זאת, תועלת מקסימלית תצמח משילובם של כמה מהצעדים יחדיו: על־ידי הקלות ברגולצית ההון תתאפשר הקטנת הלחץ ההוני על הבנקים, תוצאה אשר תביא להקטנת התכווצותם, ותאפשר פוטנציאל אשראי גבוה יותר. אולם יש ליצור

39. ע"פ ברגר ואודל (2002) Udell and Berger (בעמ' 41F) מחקרים אמפיריים העלו שימוש נפוץ יותר בהלוואות אמון בקרב הבנקים הקטנים.

מסגרת אשר תתאים ותקל על הגעת אותו אשראי לחקו"ב. אופציה אחת הינה שימוש בכפייה, כאשר הבנקים יוכרחו להעמיד אשראי. כפי שהובא בסקירת צעד זה לעיל, צעד זה הינו בעייתי הן בישומו והן במידת פגיעתו בעקרונות זכות הקניין והשוק החופשי. לכן מוצעת כאן אפשרות אחרת, והיא חיזוק טכניקת הלוואות האמון. טכניקת זו, הגם שראשיתה בהתגברות על החוסר במידע לגבי פירמות המבקשות אשראי, יכולה לשמש כמסגרת להעברת אשראי לחקו"ב – שכן טכניקה זו מביאה ליצירת קשרים בין הבנקים לחקו"ב, ובעייתות משבר קשרים אלו יכולים לאפשר את זרימת האשראי על ידי גישור חוסר האמון הקיים ביכולת הפרעון של הפירמות בשל המשבר, כמו"כ להקל על החקו"ב במעבר לגורמי מימון חדשים.

היה ניתן לשער כי יחסי אמון ישפיעו גם על גובה הריבית הנלקחת מחקו"ב, אלא שעל-פי פטרסון וריין (1994) *Rajan and Peterson* השיפור בריבית המושג בשל יחסי אמון איננו משמעותי.⁴⁰ כך שהגברת יחסי האמון אומנם מאפשרת את נטילת המימון גם באמצעות מידע רך, ובכך מורחבת מסגרת הזרמת האשראי לחקו"ב, אלא שבכך אין משום הבטחה להורדת ריבית האשראי. בכדי לרסן בצורה יחסית את ריבית האשראי, או לפחות להוות אמצעי לאי-הפרזתה וקישורה לסיכון האמיתי הקיים בשוק, ניתן לקשור בין גובה הריבית המועמדת לצרכני האשראי וההפרשה לחובות המסופקים, שכן שני אלמנטים אלו משקפים סיכון, כך שיצירת תלות בין השנים תגרום לכך שבנקים אשר ידרשו מחיר גבוה בעבור האשראי יצטרכו לשלם על כך בדמות הגדלת ההפרשה הגלובלית לחובות מסופקים. בכך ניתנת גם לריסון היכולת לנהל רווחים באמצעות ההפרשה, כפי שנאמר לעיל.

כך נראה כי שילובם של אמצעים רגולטורים אלו, הן בזמנים רגילים והן בעתות משבר, יכול להביא להפחתת הסיכון להתפתחות משבר אשראי בסקטור החקו"ב, הן ככלל והן כפועל יוצא ממשבר הון.

40. אחד ההסברים להיעדר ירידה בריבית, למרות ההיכרות הנוספת עם הפירמה (השגת המידע הרך), הוא כי אין כוח-שוק אשר מכריח את הבנק לנצל את המידע שכבר הושג על ידו. כך שהבנק יכול להמשיך ולדרוש מחיר גבוה, שכן אין מתחרה אחר אשר יוכל לאסוף גם הוא את המידע ולהציע מחיר זול יותר (תחרות על צרכן האשראי אינה יכולה להיבנות על-בסיס מידע-רך).

סיכום

מטרת המאמר היא איתור צעדי מדיניות שמטרתם הקטנת הסיכון להתפתחות משבר אשראי בסקטור החברות הקטנות והבינוניות, כתוצאה ממשבר הון במשק. תרומתו של המאמר הינה בהצגת ארבעה צעדים רגולטורים אשר יכולים לשמש לשם הקטנת הסיכון להתפתחות של משבר אשראי. הצעדים המוצעים במאמר כוללים הקלה ברגולצית ההון, קישור הריבית על ההלוואות להפרשה בגין חובות מסופקים, כפיית הבנקים להעמיד אשראי וחיזוק טכניקת הלוואות האמון. להערכתנו, בכוח צעדים אלו להקטין את הסיכון הנובע משני מישורים: מישור משאבי הבנק ומישור זרימת האשראי. הגם שצעדים אלו מובאים במאמר בהקשר מימון סקטור החק"ב, הרי שניתן ליישם את חלקם לשם הקטנת הסיכון למשבר אשראי כולל במשק, ולא רק בהקשר האשראי לחק"ב. תמהיל נכון של כלל הצעדים, יכול להביא להקטנת הסיכון, הן ככלל והן כפועל יוצא ממשבר הון, להתפתחותו של משבר אשראי בסקטור החברות הקטנות-בינוניות, ובמשק בכלל. ■

רשימה ביבליוגרפית

מאמרים זרים:

- Altman EI Sabato G, 2005.** "Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SMEs," *Journal of Financial Services Research* 28, pp. 15–42.
- Berger AN, Udell GF, 2002.** "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure," *The Economic Journal* 477:112, pp.F32–F53.
- Berger AN, Udell GF, 2006.** "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance," *Journal of Banking & Finance* 30, pp. 2945–2966.
- Cole, R.A., Wolken, J.D., Woodburn, L., 1996.** "Bank and Nonbank Competition for Small Business Credit: Evidence from the 1987 and 1993 National Surveys of Small Business Finances," *Federal Reserve Bulletin*, November, pp. 983±995.
- Furfine C, 2002.** "Bank Portfolio Allocation: The Impact of Capital Requirement, Regulatory Monitoring, and Economic Condition," *Journal of Finance Service research* 20:1, pp. 33–56.
- Hancock, D, Wilcox, JA, 1994** "Bank capital, loan delinquencies, and real estate lending," *Journal of Housing Economics*3(2), pp. 121±146.
- Hancock, D., Wilcox, JA, 1994 .** "Bank capital and the credit crunch: The roles of risk-weighted and unweighted capital regulations," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal* 22(1), pp.59±94.
- Hancock, D., Wilcox, JA, 1998.** "The ``credit crunch'' and the availability of credit to small business," *Journal of Banking & Finance* 22, pp.983±1014.
- Jackson P, 1999.** "Capital Requirements and Bank Behavior: The Impact of the Basle Acoord," *Basle Committee on Banking Supervision Working Papers* 1.

Levonian, M., Soller, J., 1996. "Small banks, small loans, small business," Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter, 12 January.

Peek J, Rosengren E, 1993. "Bank Regulation and the Credit Crunch," Working Papers Series 93 Federal Reserve Bank of Boston.

Peek, J, Rosengren E, 1995. "Banks and the Availability of Small Business Loans," Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Boston.

Petersen M, Rajan R, 1994. "The benefits of firm-creditor relationships: evidence from small business data," Journal of Finance 49, pp. 3-37.

Robb AM, 2002. "Small business financing: Differences between young and old firms," Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures 7, pp. 45-65.

Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, 2005. "SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence" Journal of Economic Growth 10, pp.199-229.

מאמרים ישראלים:

ליפשיץ שילה, 2006. "ניהול רווחים - הגדרות ומוטיבציות", רואה החשבון 55(3) עמ' 262-265.

ספרות:

Globalisation and Small and Medium Enterprises OECD Publishing (1997)

דוד רוטנברג ניהול בנקאי בישראל - ניהול נכסים, התחייבויות וסיכונים. הוצאת כתר (2002)

מסמכים שונים:

INTERNATIONAL CONVERGENCE OF CAPITAL MEASUREMENT AND CAPITAL STANDARDS
(July 1988, UPDATED TO April 1998) <http://www.bis.org/publ/bcbssc111.pdf> זמין גם ב

SME Statistics: Towards a More Systematic Statistical Measurement of SME Behavior.

2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs) Istanbul, Turkey
3-5 June 2004