

## לקחי משברים מן העבר – "המשבר הגדול" (1929 ואילך) ומשבר קופות החסכון וההלוואה בארצות הברית

המשבר הפוקד את השווקים הפיננסיים ואת המשק העולמי הוא עובדה קיימת. יש כמובן ענין לנתח את סיבותיו של המשבר ולבחון דרכים להתמודד עמו. לא פחות חשוב הוא הנסיון לבחון מה ניתן לעשות כדי למנוע משבר מעין זה בעתיד. רקע לדיון בשאלה זו יכולה לשמש בחינת התפתחותם של משברים בשווקים הפיננסיים בעבר והצעדים שננקטו בעקבותיהם לטיפול בגורמים שתרמו לפריצת אותם משברים. מספר המשברים אותם ניתן לבחון הוא לא מבוטל. בחרתי להתייחס לשני אירועים במשק האמריקאי: הראשון הוא זה שהחל עם התמוטטות הבורסה בשנת 1929 ונמשך כמעט עשור שלם, והשני הוא זה שפקד את הבנקאות האמריקאית במחצית השניה של שנות השמונים במאה שעברה והיה חמור במיוחד במיגזר אגודות החסכון וההלוואה (Saving and Loan Associations).

אמנם אין משבר אחד דומה למשנהו אך חשוב לבדוק אם קיים מכה משותף למשברים המרוחקים זה מזה בעשרות שנים ומתרחשים בתנאים כלכליים הנבדלים זה מזה במידה רבה. כמו כן מענין לברר מה הלקחים שנלמדו בעקבות כל אחד מהם, מה האמצעים שננקטו לשם מניעת משברים בעתיד ומדוע לא הושגו התוצאות המבוקשות.

### ממשבר הבורסה למשבר הבנקאות בארצות הברית

שנות העשרים של המאה הקודמת היו שנים של גאות כלכלית בארצות הברית. לצד השגשוג במשק התפתח בשוק ניירות הערך שגשוג שלבש לקראת סוף העשור מימדים של בועה. הפדרל רזרב סייע להתפתחותה של הבועה בכך שניהל מדיניות מונטרית מרחיבה – הפחתת שער הנכיון ורכישות בשוק הפתוח – שאיפשרה לבנקים להרחיב את האשראי שניתן למטרת קניית ניירות ערך. המצב המשופר של עסקים אפשר להם להקטין את ההזדקקות לאשראי בנקאי, וכך השתחררו מקורות ששימשו למתן אשראי שמימן פעילות ספקולטיבית. השימוש הנרחב באשראי החריף את המשבר לאחר צניחת השוק בסוף אוקטובר 1929, כיון שקוני מניות באשראי נאלצו לממש מניות על מנת לכסות פערים בין סכומי ההלוואות שקיבלו לבין ערך המניות ששימשו בטחון לאשראי (margin calls).

הגאות בשוק המניות, שהתבטאה בעליות שערם ובגידול במחזורי המסחר, הביאה גם להתרחבות רבה בפעילות בשוק הראשוני של הנפקת ניירות ערך לציבור. שוק זה נשלט על ידי קבוצה לא גדולה של בנקים להשקעות, דוגמת J.P.Morgan, Dillon Read ומספר קטן של בנקים פרטיים. אף שעסקו גם בבנקאות מסחרית של קבלת פקדונות ומתן הלוואות לא היו כפופים לפיקוח שהיה מוטל על בנקים מסחריים. בעסקי הבנקאות שירתו בעיקר לקוחות עסקיים גדולים, שהקשרים עמם היו בסיס לפעילות גיוס כספים עבורם בשוקי המניות ואגרות החוב. החיבור שבין הקשרים הבנקאיים לפעילות גיוס ההון עבור אותם לקוחות היוו מקור של ניגודי ענינים קשים.

ניגודי ענינים חריפים איפיינו את מכשיר ההשקעה החדש שהתפתח בקצב מהיר בשנות העשרים - חברת הנאמנות להשקעות (Investment Trust). היו אלה חברות אחזקה שהוקמו לשם רכישת מניות חברות שהונפקו באמצעות בנקים להשקעות והיו מכשיר באמצעותו שמרו הבנקים על השפעתם בחברות שמניותיהן הוחזקו בידי חברות ההחזקה. הקלות בה ניתן היה לגייס כספים להשקעה בחברות ההחזקה הביאה לכך שבמקרים רבים נוצרו "פירמידות" של חברות החזקה, דהיינו – חברה חדשה השקיעה במניותיהן של חברות החזקה קיימות וכן הלאה. קצב ייסודן של חברות ההחזקה הואץ בשנים 1927 עד 1929. בסוף 1926 היו 179 חברות כאלה ועליהן נוספו 591 חברות בשלוש השנים הבאות. חברות ההחזקה לא פרסמו לידיעת המשקיעים את פירוט אחזקותיהן והבנקים המארגנים נהנו מעמלות ההפצה ומדמי ניהול החברות.

דוגמה אחת, שיש בה כדי להבהיר את מימדי תופעת חברות ההחזקה, היא חברת Goldman Sachs Trading Corp. שהוקמה ע"י בנק ההשקעות גולדמן סקס. החברה הנפיקה בדצמבר 1928 מיליון מניות בנות \$ 100 כל אחת, מהן לקח לעצמו הבנק מאה אלף ואת כל השאר מכר לציבור ב - \$104 (רווח של 3.6 מיליון \$). באמצעות הסכום שגוייס והון מילווה השקיעה חברת הנאמנות 201 מיליון \$ בחברות שונות, חלקן חברות החזקה, בנקים וחברות ביטוח. חודשיים לאחר מכן התמזגה החברה עם חברת החזקה אחרת - Financial and Industrial Securities Corp., פעולה שהגדילה את נכסיה ל - 235 מיליון \$. בחודש יולי 1929 הקימה חברת ההחזקות של גולדמן סקס, בשותפות עם חברת החזקות של שירותים ציבוריים (public utility holding company) בשם Central States Electric Corp., חברת החזקות נוספת. Shenandoah Corp. שהונה ההתחלתי היה 102.5 מיליון \$. חודש לאחר מכן הנפיקה החברה החדשה מניות של חברת החזקה נוספת בשם Blue Ridge Corp. זו האחרונה השקיעה את הונה במניות של מספר חברות רגילות וגם בחברת החזקה בשם Central States Electric שהשקיעה מצידה בשתי חברות פיננסיות נוספות, שאחת מהן החזיקה מניות של Chain Stores Inc., גם היא חברת החזקה. חברה זו היתה בעלת מניות ברשת חנויות בשם Metropolitan Chain Stores. כתוצאה מפירמידת חברות ההחזקה שרכבה על גבה של רשת החנויות היה על הדיבידנדים שחילקה לעבור כמה וכמה תחנות בדרכם אל החברה שבראש הפירמידה, כאשר בכל תחנה שולמו דמי ניהול או תשלומים אחרים.

לאחר ההתמוטטות של ה - 29 באוקטובר 1929 נמשכה הידרדרות הבורסה בקצב איטי יותר במשך כשנתיים וחצי. מדד המניות של הבורסה בניו-יורק ירד משיא של 173 נקודות ב - 1929 ל - 17.2 ביולי 1932. ערך המניות ירד ב - 75 מיליארד \$ וגם מחזיקי אגרות החוב נפגעו בשל חדלות פרעון של מנפיקים רבים. בתחילת 1931 נראה היה שמצב העסקים מתחיל להשתפר ואז החלה התמוטטות עסקית באירופה שפגעה קשה גם בכלכלת ארצות הברית. בין יולי 1932 למרץ 1933 היה השפל הכלכלי בשיאו. אותה תקופה היתה גם זו בה הגיע המשבר הבנקאי לשיאו עם התמוטטותם של אלפי בנקים, רובם קטנים. בשנים 1930 עד 1932 נסגרו 5096 בנקים, מהם שבו ונפתחו בשלב מאוחר יותר 723. נחזור לדון בגורמים למשבר הבנקאות לאחר שנקדיש תשומת לב נוספת לתופעות הפסולות שליוו את הגאות בשוק ניירות הערך קודם למשבר.

התמוטטות שוק המניות פגעה קשות במוניטין של מערכת הבנקאות וערערה את האיומן בבנקים המסחריים ובבנקי ההשקעות. אולם מידע מפורט על תעלולי הבנקאים והתופעות המושחתות שליוו את הפעילות בשוק הגואה נודעו רק מאוחר יותר כאשר ועדת הבנקאות של הסנט האמריקאי ניהלה חקירה ממושכת (1933-1934) שבמהלכה נקראו להעיד כל גדולי וול סטריט. מה שנחשף באותן חקירות הוא רלבנטי גם לזמננו. פרדיננד פקורה, שהיה יועץ ועדת הסנט כותב במבוא לספרו Wall Street Under Oath (פורסם בשנת 1939):

" Under the surface of the governmental regulation of the securities market, the same forces that produced the riotous speculative excesses of the "wild bull market" of 1929 still give evidences of their existence and influence. Though repressed for the present, it cannot be doubted that , given a suitable opportunity, they would spring back into pernicious activity."

כמה דוגמאות לנוהלי עסקים שהיו מקובלים אז ונודף מהם ריח חריף של ניגודי ענינים :

בנק ההשקעות של מורגן, הגדול ורב ההשפעה בקבוצת מוסדות זו, הקים גם הוא חברות החזקה. ייזום הקמתן של חברות היה מחוץ לתחום הפעילות המקובל של מורגן אך בינואר 1929 נסחף גם הוא ויסד חברת החזקה בשם United Corporation. לפני ייסודה

של החברה קנה בנק מורגן מניות של כמה חברות החזקה של שירותים ציבוריים והעביר אותן לחברת ההחזקה שלו תמורת מניות רגילות, מניות בכורה ואופציות. הון נוסף שגויס מן הציבור שימש לרכישות נוספות שהביאו את החברה, בה שלטו מורגן ושותפיו, לאחזקה בחברות שסיפקו כחמישית מן החשמל בארצות הברית כולה, בהן השקיעו סכום קטן יחסית. האופציות שנשארו בידי מורגן לרכישת מניות במחיר ההנפקה הראשונה היו פוטנציאל הרווח הגדול מן העסקה כיון שמחיר המניות בשוק יותר מאשר הוכפל. מורגן הספיק לממש רווח של 8 מיליון \$ בלבד לפני התמוטטות השוק אך גם השותפים להם הוענקו אופציות מימשו את חלקם ברווח. שבועות לאחר הקמת החברה הראשונה יזם מורגן חברת החזקה חדשה לשליטה בחברות רכבות ושמה נקרא Alleghany Corporation ובספטמבר באותה שנה יזם הקמת חברה בשם Standard brands שרכזה את השליטה בכמה מיצרניות המזון הגדולות בארצות הברית. פרט לכך שהבטיח לעצמו שליטה בנתחים חשובים של הכלכלה האמריקאית, מה שיחד את המבצע של מורגן היה דרך גיוס הון המניות מן הציבור. מורגן שהתמחה בגיוס הון באמצעות אגרות חוב לא רצה למכור לציבור הרחב מניות במישרין. המניות נמכרו, במחיר העלות למורגן, לרשימה של כ- 500 לקוחות מועדפים, שכללה את כל המי ומי בכלכלה ובפוליטיקה, כאשר מחיר המניות בשוק כבר היה גבוה בהרבה ממחיר המכירה למועדפים. היה זה תרגיל שחיזק את מעמדו והשפעתו של מורגן במשק האמריקאי, ויש בו כדי להעיד משהו על טוהר המידות של המקבלים.

הפעילות בשוק ניירות הערך לא היתה בשליטת הבנקים להשקעות וחברות הברוקרים. בנקים מסחריים, שעל פי החוק לא היו רשאים לעסוק בעסקי ניירות ערך, עקפו אותו על ידי הקמת חברות בנות שפעלו גם בשוק הראשוני וגם במשני. בנק מורגן לא עסק בהפצת ניירות ערך שהנפיק אולם נשיונל סיטי בנק, הבנק הגדול בארה"ב, באמצעות נשיונל סיטי קומפני, היה פעיל גם בהנפקה וגם בייעוץ והפצה בעשרות סניפי החברה. נשיונל סיטי בנק נוסד בשנת 1812 ועד 1911 עסק בבנקאות מסחרית, שעיקרה קבלת פקדונות ומתן הלוואות. בשנת 1911 נוסדה החברה, כאשר בתמורה לדיבידנד מיוחד ששילם הבנק הנפיקה החברה מניות לכל בעלי המניות של הבנק, כך שהבעלות בבנק ובחברה היתה זהה. לפי הסכם בין הבנק לחברה הוקמה נאמנות שנוהלה ע"י שלשה ממנהלי הבנק אשר פעלו בשם כל בעלי המניות, להם לא היתה למעשה כל השפעה על ניהולה של החברה. על פי חוות דעת של משרד המשפטים היה מבנה זה בלתי חוקי בהיותו עוקף את חוק הבנקאות, אך דבר לא נעשה כדי למנוע את השימוש בו. בחקירה הובהר כי הבנק מסר לחברה שמות לקוחות בעלי פקדונות ועובדי החברה פנו אליהם בהצעות לקנות ניירות ערך, שהיו חלקם הגדול ניירות שהונפקו באמצעות החברה. שיטות המכירה היו אגרסיביות ורבים מן הלקוחות הפסידו את כל הונם עם המשבר. התנהגותה של החברה כחתם להנפקות היתה בלתי אחראית במידה קיצונית. מדינות דרום אמריקאיות שונות ביקשו לגייס כספים בשוק האמריקאי בשנות העשרים של המאה שעברה. למרות שהיה בידי החברה מידע על התנהלות בלתי אחראית של ממשלות ( ברזיל ופרו, למשל), ועל קשיים עסקיים של חברות (בצ'ילה ובקובה) לא היססה למכור ללקוחותיה אגרות חוב בסכומים של עשרות מיליוני דולרים. בזמן שהתנהלה החקירה בסנט היה ערכן של רוב האגרות פחות מ- 10% ממחיר ההנפקה שלהן.

על מעללים אלה של נשיונל סיטי, הבנק והחברה, יש מקום להוסיף עוד שני מעשים מחפירים:

1. החברה היתה שותפה למניפולציות במחירי מניות אותן ביצעה עם שותפים באמצעות מאגרי כספים המכונים "pools". היא ביצעה בכוחות עצמה מסחר רב היקף במניות הבנק. בינואר 1928 החליט הבנק למחוק את מניותיו מן המסחר, לכאורה כדי למנוע נסיונות להשפיע על מחירן. בפועל המשיכה החברה לסחור במניות והעלתה את מחירן מ- \$785 בינואר 1928 ל- \$2,925 מספר חודשים לאחר מכן ( הערך בספרים של מניית הבנק היה \$70).
2. על מנת לפצות את בכירי הבנק על כך ששכרם הבסיסי היה נמוך בהשוואה לשכרם של השותפים בבנקים להשקעות, הם נטלו לעצמם באמצעות "קרן ניהול"

שהקימו 20% מרווחי החברה. קרן דומה הוקמה גם בבנק. ההסדר וחלוקת הכספים, שהסתכמו בשנות הגאות במיליונים, נעשו באישור דירקטוריון הבנק. מעשים דומים שנעשו גם בבנקים אחרים נחשפו בפני ועדת הסנט ואין צורך להמשיך ולפרטם. מה שעולה מן הנאמר לעיל הוא כי פעילי שוק ניירות הערך – בנקים להשקעות, בנקים מסחריים וחברות ברוקרים – תרמו לליבוי הגאות בשוק על ידי יצירת פירמידות חברות ההחזקה, על ידי גיוס הון עבור לווים לא ראויים בארצות הברית ומחוצה לה ועל ידי שכנוע לקוחותיהם לרכוש ניירות ערך אלה. על חלק מן הפעילויות לא היה כל גילוי לציבור ולא היו כללים מחייבים בדבר הגילוי הנדרש בתשקיפים. חוק הבנקאות לא חל על הבנקים להשקעות גם כאשר קבלו פקדונות ונתנו הלוואות ואילו הבנקים המסחריים עקפו את חוק הבנקאות על ידי הקמת החברות לפעילות בשוק ניירות הערך. ניתן לסכם ולאמר כי המשבר בשוק ניירות הערך היה תוצאת כשל פיקוחי וכשל אתי – המעשים שנעשו היו רחוקים מסטנדרד ההוגנות שהבנקאים התגאו בו עד שנחשף קלונם, והחוק לא היה ערוך להתמודד עם מעשים חריגים אלה. רשויות פיקוח פדרליות על שוק ניירות הערך לא היו קיימות.

עם בחירתו של הנשיא רוזבלט, ובעקבות הגילויים שנחשפו בוועדת הסנט, ננקטו צעדים לשינוי המצב. נחקקו חוק ניירות הערך וחוק הבורסה והוקמה רשות ניירות הערך (Securities and Exchange Commission). הגישה לפיקוח על גיוס הון מן הציבור היא של חובת גילוי נאות, ללא התערבות של הרשות בטיבם של ניירות הערך המונפקים. הגישה לפיקוח על הבורסה היא של מתן סמכויות פיקוח עצמי לבורסות, תוך מעקב של הרשות על הדרך בה מתמלאות חובות הפיקוח העצמי. מעשים שיש בהם כדי להשפיע על שערי ניירות הערך הם עבירות פליליות. במרוצת השנים הורחבו מסגרות החקיקה והתקינה אך ניתנו גם הקלות שונות לגיוס הון על מנת לשמור על מעמדו של שוק ההון האמריקאי במערך השווקים הגלובלי. (דוגמה אחת להקלות כאלה היא Rule 144A שמאפשר למנפיקים זרים לגייס הון ממשקיעים מתוככמים בארה"ב מבלי לעמוד בדרישות התשקיף של החוק האמריקאי).

#### המיתון ומשבר הבנקאות

מה שעשה את התמוטטות הבורסה למשבר הכלכלי החמור ביותר של המאה העשרים היה שבעקבותיו נקלע המשק האמריקאי למיתון עמוק שאחד ממרכיביו היה משבר רב היקף במערכת הבנקאות. המיתון לא היה תוצאה ישירה של התמוטטות הבורסה – סימני האטה כלכלית ניכרו כבר בשנת 1928 - אך הוא הוחרף בשל הפגיעה בערך השקעותיהם של אנשים רבים. החרפה נוספת נגרמה על ידי פשיטות הרגל של בנקים רבים וצמצום האשראי לעסקים גם ע"י בנקים שלא עמדו בסכנת סגירה. גורמים נוספים להדרדרות מצב המשק היו ירידה חריפה במחירי מוצרים חקלאיים שפגעה בהכנסתם של החקלאים וצמצום הסחר הבינלאומי עם התפשטותו של המשבר בעולם כולו. מדינות רבות נקטו צעדים פרוטקציוניסטיים להגנה על התעשייה המקומית ותרמו בכך להתכווצות הפעילות הכלכלית.

כאמור לעיל, משבר הבנקאות החרף את המיתון במשק. תהליך סגירתם של בנקים לא מעטים החל עוד לפני אוקטובר 1929. בכל אחת מן השנים 1921 עד 1928 נסגרו בארה"ב כ- 500 בנקים. הגידול החד במספר המוסדות שנסגרו חל רק בשנת 1932. ברור שהחשת תהליך המשבר הבנקאי היתה קשורה בהחמרת המיתון אך עליה נוספה תופעת ה"הידבקות" (Contagion) – סגירת בנק יצרה חששות אצל מפקידי בנקים אחרים והם מיהרו למשוך את פקדונותיהם. אין בנק שיכול לעמוד במשיכת פקדונות מסיבית ללא סיוע של הזרמת נזילות ע"י הבנק המרכזי, וזו בוששה לבוא. לדעת מילטון פרידמן הפדרל רזרב היה האחראי העיקרי להחמרת משבר הבנקאות. (יש הסבורים כי סיבה מרכזית לגידול העצום במספר פשיטות הרגל לא היתה ה"הידבקות" אלא פשוט המספר הגדול של בנקים קטנים (ב- 1925 היו למעלה מ- 28,000 בנקים) שהחלשים בהם נפלטו מן המערכת עם הרעת המצב הכלכלי).

לאחר כניסתו של הנשיא רוזבלט לבית הלבן החל תהליך חקיקה שכלל שני תיקונים מרכזיים בתחום הבנקאות. הראשון היה החוק הידוע בכינויו חוק גלס סטיגל שחייב הפרדת בנקאות הפקדונות מבנקאות ההשקעות ועמד בעינו עד לפני מספר שנים. ההפרדה נועדה לטפל בחלק מתופעות ניגודי הענינים עליהן עמדנו לעיל. אני אומר "חלק" כיון שבבנק ההשקעות נותר פוטנציאל של ניגודי ענינים בין פעילות החיתום לפעילות הייעוץ וניהול הנכסים. גם הבנקים המסחריים לא נותקו לחלוטין מעסקי ניירות ערך שבוצעו באמצעות מחלקות הנאמנות (Trust Departments) שהיו קיימות ברבים מן הבנקים הגדולים. התיקון המרכזי השני היה ייסודה של החברה הפדרלית לביטוח פקדונות (Federal Deposit Insurance Corporation). ביטוח הפקדונות נועד למנוע את תופעת ה"הידבקות" והפעלתו תרמה להפחתה דרסטית במספר פשיטות הרגל הבנקאיות עד המחצית השניה של שנות השמונים. נראה לי כי עובדה זו מעמידה בספק את הטיעון שריבוי פשיטות הרגל היה תוצאת המספר הגדול של בנקים קטנים. תרומה נוספת של החברה לביטוח פקדונות היתה פעילותה בפיקוח על הבנקים המבוטחים. רשת הפיקוח של החברה מקיפה את רובם המכריע של הבנקים כיון שרק מעטים אינם מבוטחים בעוד שגופי הפיקוח האחרים – הפדרל רזרב, הקונטרולר אופ דה קרנסי ורשויות הפיקוח המדינתיות – מפקחים רק על חלק מן הבנקים.

לסיכום פרק זה ניתן לאמר כי שלש סיבות מרכזיות למשבר הבנקאות היו :

1. ההאטה הכלכלית ומשבר הבורסה שערערו את מצבם הכלכלי של לקוחות הבנקים, לקוחות פרטיים ולקוחות עסקיים כאחד;
2. ה"הידבקות" שהיא תוצאת התופעה המכונה "ציפיות המגשימות את עצמן" – אם מספר מספיק של מפקידים מאמין שהבנק עלול לפשוט רגל הוא יקלע לחדלות פרעון אם לא יהיה גורם שיעמיד לרשותו אמצעים לעמוד בפני משיכת פקדונות המונית;
3. כשל פיקוחי – הבנק המרכזי, הוא הגורם שהיה צריך לספק אמצעים נזילים לבנקים שעמדו בפני משיכת פקדונות המונית, לא עמד במשימה זו כפי שהיה מתחייב מן המצב. לא היה פיקוח של ממש על דרך התנהלות עסקי הבנקים ועל חשיפתם לסיכון.

מן הרפורמות שננקטו עלתה יפה בעיקר זו של הקמת החברה לביטוח פקדונות, אם כי התברר שקיומו של מוסד זה לוקה בשני חסרונות פוטנציאליים :

1. כאשר בנק גדול נקלע לקשיים לא די בקיומו של ביטוח פקדונות כדי למנוע משיכת פקדונות גדולים שסכומיהם עולים על תקרת הסכום המבוטח (ראה פרשת התמוטטות בנק קונטיננטל אילינוי);
2. קיומו של ביטוח פקדונות עלול להניע בנקים ליטול על עצמם סיכונים שהיו נמנעים מהם אילו לא היה הביטוח מגן עליהם מפני בהלת מפקידים (Moral Hazard).

חלקים אחרים של הרפורמה, שהטילו הגבלות שונות על פעילות הבנקים המסחריים, התבררו במרוצת השנים כבעייתיים בכך שפגעו ביכולתם של הבנקים להתחרות בבנקים זרים, שלא היו כפופים למגבלות דומות, ובחברות פיננסיות לא בנקאיות שהציעו לציבור מכשירים פיננסיים מתחרים לאלה של הבנקים (דוגמה בולטת היו קרנות הנאמנות של שוק הכספים שהציעו תנאים עדיפים על אלה של פקדונות בנקאיים, משום שהבנקים הוכפפו לתקרה של שערי ריבית על פקדונות). ההכרה בפגיעתן של חלק ממגבלות אלה בבנקים והשינויים שחלו במבנה השווקים הפיננסיים בארצות הברית ובמדינות אחרות הביאו לתהליך של הסרת פיקוחים (Deregulation). התהליך לא היה מבוקר ואחת מתוצאותיו היתה משבר אגודות החסכון וההלוואה במחצית השניה של שנות השמונים.

## משבר אגודות החסכון וההלוואה

אגודות החסכון וההלוואה היו מוסדות חסכון שקבלו פקדונות חסכון מן הציבור ונתנו הלוואות לדיור בבטחון משכנתאות. הן היו כפופות לפיקוח סוכנות פדרלית בשם Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) ופקדונותיהן היו מבוטחים באמצעות תאגיד ממשלתי בשם Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC). הוראות הפיקוח על האגודות היו חמורות: הן הוגבלו למתן משכנתאות למימון דיור ונקבעה תקרה לריבית שהיו רשאיות לגבות. ההלוואות ניתנו לתקופות ארוכות בעוד שרוב הפקדונות היו לתקופות קצרות בהרבה. מצבן של רבות מן האגודות החל להתערער כבר בסוף שנות השבעים ותחילת שנות השמונים. גרמה לכך העליה בשערי הריבית, כתוצאה מן הלחצים האינפלציוניים ומדיניות הריסון של הבנק המרכזי. עליית מחיר הכספים שגייסו, מבלי יכולת להעלות את הריבית שגבו על ההלוואות גרמה הפסדים בלתי נמנעים.

בשנת 1980 אושרה בקונגרס חקיקה (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) שהרחיבה במקצת את היקף העיסוקים המותר לאגודות והעלתה את תקרת ביטוח הפקדונות ל-\$100,000. תקרת הריבית על הלוואות הוסרה והוחל בהליך של ביטול ההגבלות שהיו מוטלות על תשלומי ריבית למפקידים (Regulation Q). בשנת 1982 אושר בקונגרס שלב נוסף בהליך הסרת הפיקוחים (Deregulation) שהרחיב במידה רבה את מגוון הפעילויות שהותר לאגודות, במיוחד הוגדל המשקל המותר של הלוואות למימון נדל"ן מסחרי ושל הלוואות לצרכנים שלא למטרת רכישת דיור (ה-Depository Institutions Act ידוע בשמות יוזמי (Garn – St.Germain Act)).

תהליך זה של הסרת פיקוחים, שנועד, לכאורה, לרכך את קשיחויות הפיקוח על הרכב הנכסים ושיעורי הריבית, התברר בדיעבד כהימור שהביא מאות אגודות לפשיטת רגל. לצורך גיוס כספים למתן אשראי והשקעות אחרות גייסו האגודות כספים באמצעות מתווכים בחסות ביטוח הפקדונות שעלה כאמור ל-\$100,000. מחיר הכספים היה גבוה ולכן היה צורך להשקיעם בפרויקטים בעלי סיכון גבוה. אגודות רבות, שצמחו בקצב מסחרר, לא היו מיומנות בעסקים מסוג זה והסתבכו. לקראת סוף שנות השמונים היו מאות אגודות (כ-20% מן האוכלוסיה של מוסדות אלה) במצב של חדלות פרעון. קרן הביטוח של ה-FSLIC נקלעה לגרעון גדול והיה צורך בהקמת קרן נוספת שנוהלה ע"י ה-FDIC. בסופו של דבר אישר הקונגרס הקמת גוף שטפל בחיסולן של אגודות שלא היתה להן תקנה וארגון מחדש של אגודות שניתן היה להצילן (הנכסים בהם טפלה ה-Resolution Trust Corporation – הסתכמו במאות מיליארדים של דולרים אך הפסדים היו קטנים מכפי שהעריכו בתחילה כיון שהשיפור במצב הכלכלי בשנות התשעים איפשר מכירת נכסים ללא הפסד גדול).

במהלך חיסול עסקיהן של אגודות רבות התברר שבמהלך ההרחבה הפרועה של עסקיהן נעשו לא מעט מעשים לא כשרים שהתאפשרו כתוצאה מהתרת הרסן של הוראות הפיקוח המחמירות. ניצול לרעה של מנהלים ובעלי ענין היה שכיח וממצאים בדבר מעשים פליליים הביאו למאות תביעות שהוגשו נגד המעורבים במעשים אלה.

ניתן לסכם ולאמר כי פרשת הסתבכותן של אגודות ההלוואה והחסכון מלמדת על הצורך במציאת איזון נכון בין פיקוח על פעילותם של גופים בשווקים הפיננסיים לבין מתן אפשרות לגופים אלה להתאים עצמם לשינויים המתרחשים בשווקים אלה ולהתחרות ביעילות עם גופים אחרים הפועלים בהם. הפיקוח שהוטל על הבנקים המסחריים ומוסדות החסכון לאחר המשבר הגדול של שנות השלושים היה מרחיק לכת בתחומים מסוימים. הפיקוח על שערי הריבית לא היה משמעותי בתקופות של אינפלציה נמוכה ושל תחרות מועטת על פקדונות הציבור. ההשפעה המעוותת שלו התגלתה כאשר עלה שיעור האינפלציה והופיעה תחרות לבנקים באמצעות קרנות נאמנות של שוק הכספים מחד והתרחבות שוק ניירות הערך

המסחריים, מאידך. גם התרחבות שוקי הכספים הבינלאומיים ופעילותם של בנקים מחוץ לארה"ב בשוק ניירות הערך העמידו את הבנקים האמריקאיים בעמדת נחיתות.

הסתבכותן של אגודות החסכון וההלוואה היתה תוצאה משולבת של כשל פיקוחי, של שינוי בתנאי המשק ושל ניהול לא מיומן שגלש פעמים רבות למעשי שחיתות. האם ניתן לאמר אותו דבר גם על המשבר הנוכחי שמקיף את כל השווקים? דומני שהתשובה לשאלה זו היא חיובית. אמנם, אין להשוות את מימדי המשבר הנוכחי לזה שפקד מיגזר מוגבל יחסית של המשק האמריקאי, אולם השילוב הממאיר של העלמת עין פיקוחית ושל רדיפת בצע, המוליכה את המקורבים לצלחת לעשיית מעשים שלא יעשו, קיים גם במשבר הנוכחי.

הקשר שבין הכשל המוסרי להתפתחותו של המשבר הנוכחי נעוץ בהשתוללות שכר המנהלים ושיטות התגמול המבוססות על אופציות בהיקפים שלא נודעו עד לפני 10 או 15 שנים. אין לי ספק שבמקרה זה הכמות היא שיצרה את האיכות. בדרך כלל נהוג לראות בחיוב תגמול מנהלים המבוסס על הישגי המנהל. אך נראה כי כאשר התגמול הצפוי הוא גבוה מאד הוא דוחף את המנהל לנטילת סיכונים שעלולים לפגוע בחברה אם חל שינוי כלשהו בתנאי המשק. זה אכן מה שקרה הפעם.

מה על הכשל הפיקוחי? הוראות הפיקוח שנקבעו לאחר המשבר הגדול לא התאימו לשווקים הפיננסיים שהתפתחו בארצות הברית ובעולם החל בשנות הששים של המאה הקודמת. עלייתם של מתווכים פיננסיים המתחרים בבנקים והתחרות בשווקים הבינלאומיים מצד בנקים אוניברסליים הביאו להחלשתם של הבנקים האמריקאיים הגדולים ויצרו לחץ להסרת פיקוחים, לדרגולציה. שינוי מסוים במסגרות הפיקוח היה בלתי נמנע, גם בשל השינויים הטכנולוגיים שגרמו ליצירת שווקים פיננסיים גלובליים. התחרות בין מוסדות ושווקים דחפה לחידושים מועילים במגוון המכשירים הפיננסיים אך גם הגדילה מאד את נטילת הסיכונים. בנסיבות החדשות שנוצרו היה על שלטונות הפיקוח לאתר את מוקדי הסיכון ולמנוע התפתחותן של תופעות דוגמת משכנתאות ה-sub-prime והאיגוד רב המימדים של נכסים בעייתיים. גם ההסתמכות מרחיקת הלכת על הערכת הסיכונים ע"י כמה חברות דירוג, שלא היו כפופות לפיקוח כלשהו ומימנו פעילותן בתשלומי החברות שניירות הערך שלהן דורגו, התבררה כבעייתית. ההימנעות מכל התערבות בצמיחתן האדירה של קרנות הגידור תרמה גם היא לערעור היציבות בשווקים, מבלי שהיה ביכולת שלטונות הפיקוח לדעת מה הן עושות. קרנות הגידור הן דוגמה מובהקת לקשר שבין תגמול שערורייתי למנהלים לנטילת סיכונים שעלולים לפגוע ביציבות השווקים. שיתוף הפעולה הבינלאומי בין רשויות הפיקוח הלאומיות הוא טוב יותר היום משהיה לפני 30 שנה אך אינו הדוק דיו. ברור שאחד מלקחי המשבר הנוכחי הוא הצורך ליצור תיאום טוב יותר בין רשויות הפיקוח, ולקבוע כללים שימנעו תופעות של סיכון לא מחושב ויאפשרו התערבות במקרי חירום, מבלי לפגוע בפעילות השווקים בתקופות של רגיעה.

מאיר חת

נובמבר 2008

ביבליוגרפיה

- S.Estabrook Kennedy, The Banking Crisis of 1933, University Press of Kentucky, 1973;  
 F. Pecora, Wall Street Under Oath, First Edition 1939, Reprinted 1968 by Augustus M. Kelly, Publishers;  
 V.P.Carosso, Investment Banking in America – A History, Harvard University Press, 1970, Chs 14 – 18;  
 G.Thomas and M.Morgan-Witts, The Day the Bubble Burst (A Social History of the Wall Street Crash of 1929), Doubleday & co. , 1979;  
 J.K.Galbraith, The Great Crash, 3<sup>rd</sup> Ed., Houghton Mifflin, 1972;

- J.Seligman, *The Transformation of Wall Street (A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance)*, Houghton Mifflin , 1982, Chs. 1 – 3;
- R.Chernow, *The House of Morgan (An American Banking dynasty and the Rise of Modern Finance)*,Atlantic Monthly Press,1990, Ch. 16;
- C.R.Geisst, *Wall Street (A History)*,Oxford University Press, 1997, Chs. 6 – 7;
- A.H.Meltzer, *Financial Collapse*, Atlantic Economic Journal,vol.29, No. 1, March 2001;
- J.R.Walter, *Depression Era Bank Failures : The Great Contagion or the Great Shakeout?* F.R.B. of Richmond Quarterly Review, Vol.91\1, Winter 2005;
- J.R.Barth and M.G.Bradley, *The Ailing S&L's: Causes and Cures*, Challenge, March April 1989
- M.J.B.Hall, *The Savings and Loan Debacle: A Regulatory Nightmare*, National Westminster Bank Quarterly Review, November 1991;
- L.J.White, *A Cautionary Tale of Deregulation Gone Awry: the S&L Debacle*, Southern Economic Journal, Vol.59 No.3 ,1993;
- L.J.White, *Why Deregulation Failed in Banking*, Journal of Retail Banking, Vol.14,No.1, Spring 1992;
- Continental's Crash: the Implications*, International Currency Review, May 1984;