

“אנטי־ממשלתי” או “אנטי־בנקאי”: המאבק על עצמאותה של רשות ניירות ערך

רשויות אסדרה הן בעלות תפקיד חשוב במערך המוסדי שבאמצעותו המדינה מפעילה את כוחותיה כלפי שחקנים הפועלים בשווקים השונים. אחד ההיבטים המרכזיים המאפיינים רשויות אסדרה הוא מידת העצמאות של הרשות, הן ביחס לכוחות הפוליטיים המכוננים אותה ומפקחים עליה, הן ביחס לגופים המוסדרים ומפוקחים על ידה. התעמקות בתהליך יצירתה של רשות אסדרה ובעיצוב היבטי העצמאות שלה עשויה להפיק תובנות חשובות בנוגע למבני הכוח הפועלים בשדה הפוליטי ובנוגע להעדפותיהם של שחקנים מרכזיים הנוטלים חלק בתהליך זה.

הדבר ניכר היטב בתהליך שהוביל להקמתה של רשות ניירות ערך בישראל. בתהליך זה, שנמשך על פני העשור השני לקיומה של מדינת ישראל והסתיים בחקיקתו של חוק ניירות ערך בשנת 1968, פעלו שני כוחות עיקריים, שהעדפותיהם לגבי עיצוב היבטי העצמאות של הרשות החדשה היו שונים ומנוגדים. מצד אחד ניכרה נוכחות בולטת של עמדות הפקידות הכלכלית, שביקשה ליצור רשות בעלת עצמאות פחותה מול הדרג הפוליטי והממשלתי ואשר תקדם את מטרתיה הכלכליות של הממשלה; מנגד, נמצאה נוכחות דומיננטית של המגזר הבנקאי שפעל כקבוצת אינטרס מרכזית בצד הגורמים המפוקחים, וביקש להביא ליצירתה של רשות בעלת עצמאות פוליטית רבה יותר, הנתונה להשפעה מהותית של הגופים המוסדרים על ידה.

חלק ניכר מהמאבק על היבטי העצמאות של רשות ניירות ערך נסב סביב הניסיון לשנות את מאזן הכוחות שהיה קיים במערך האסדרה המדינתי של שוק ניירות הערך לפני חקיקת החוק, שבו תפסו הבנקים תפקיד מרכזי. בסופו של דבר, ההסדרים שנקבעו בחוק ניירות ערך שיקפו נקודת איזון בין העדפותיהם של הכוחות המרכזיים שפעלו בתהליך החקיקה בכך שהביאו להחלשת כוחם של הבנקים במנגנון האסדרה, ובצד זאת כוננו רשות בעלת מידת עצמאות גבוהה יחסית מול הדרג הפוליטי.

* המאמר מבוסס על חלק ממחקר שנערך לקראת קבלת תואר מוסמך, בהנחיית פרופ' רון חריס. ראו אמיר טבנקין **עיצוב היבטי עצמאותה של רשות ניירות ערך בחוק ניירות ערך – ניתוח היסטורי של תהליך החקיקה** (עבודת גמר לקראת התואר “מוסמך במשפטים”, אוניברסיטת תל אביב 2016). תודתי נתונה לפרופ' חריס על הליווי וההכוונה; לאמיר וסרמן, מיכל אלבו, ולקורא האנונימי על הערות מחכימות ומועילות לטיוטות קודמות של המאמר; ולחברי מערכת **משפט חברה ותרבות** על קריאתם המעמיקה ועל עבודת העריכה הקפדנית. הכתוב במאמר משקף את דעתו האישית של הכותב בלבד.

מבוא

עיצובה של רשות אסדרה הוא תהליך רב פנים. אחד ההיבטים המרכזיים בתהליך זה הוא קביעת מידת עצמאותה של הרשות על שני צירים מרכזיים: הראשון, ציר העצמאות הפוליטית, אי תלותה של הרשות בגורמים הפוליטיים שכוננו אותה ומפקחים על פעולתה; והשני, ציר העצמאות מן הגופים המפוקחים על ידה. מאמר זה מציג את הדרך שבה עוצבו בחקיקה היבטי העצמאות של רשות ניירות ערך כרשות האסדרה המדינתית בשוק ניירות הערך בישראל במהלך העשור השני לקיומה של מדינת ישראל, ומתמקד במאבק הכוח שליווה את תהליך הקמת הרשות החדשה בכל שלביו בין נציגי הפקידות הממשלתית, שייצגו את תפיסת הפיתוח שקודמה באותן שנים, לבין נציגי המגזר הבנקאי, שהיה קבוצת הכוח המרכזית בשוק ניירות הערך.¹

חלקו הראשון של המאמר פורש את ההקשר ההיסטורי שבו התקיים תהליך עיצובה של רשות ניירות ערך ומציג את מערך הכוחות בשוק ניירות הערך בישראל, ובמיוחד את תפקידים המרכזי של הפקידות הכלכלית ושל המגזר הבנקאי. לאחר מכן נסקרת פעילותה של "הוועדה לניירות ערך", שהייתה גוף האסדרה של שוק ניירות הערך בעשור שקדם להקמת הרשות החדשה. סקירה זאת מצביעה על מעורבות משמעותית של נציגי המגזר הבנקאי במנגנוני האסדרה המדינתיים, ועל העמידות ששררה בנוגע לסמכויות האסדרה של הוועדה. החלק השני של המאמר מציג את תהליך הגיבוש של היבטי העצמאות של רשות ניירות ערך, החל מדיוני הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (ועדת ידון), שהוקמה על מנת לגבש את ההסדר החוקי בהקשר של המסחר בניירות ערך, דרך הצעות החוק והדיון בהן, וכלה באישור החוק בשנת 1968. הממצאים מלמדים שנושאים הנוגעים לעצמאות הרשות תפסו חלק חשוב בדיונים על עיצוב החוק, וכן מלמדים על פעילותן של קבוצות הכוח המרכזיות בתהליך: מחד גיסא נציגי הפקידות הכלכלית, שביקשו להביא לידי ביטוי את העדפותיה האידאולוגיות של הממשלה באמצעות רשות בעלת עצמאות פוליטית פחותה, ומאידך גיסא נציגי המגזר הבנקאי שביקשו להביא ליצירתה של רשות בעלת עצמאות פוליטית רבה יותר, ועצמאות פחותה מול הגופים המוסדרים על ידה. כן מעלים ממצאי המחקר כי חלק ניכר ממאבק זה נסב סביב הניסיון לשנות את מאזן הכוחות שהיה קיים במערך האסדרה לפני חקיקת החוק, ובו תפסו הבנקאים תפקיד מרכזי.

1 את המתח בין שתי קבוצות אלה אפיין מרדכי זגני, אחד משחקני המפתח בהתרחשויות שהמאמר עוסק בהן, כ"אנטי בנקאי" מול "אנטי ממשלתי", אפיון שגם כותרת המאמר מתייחסת אליו. ראו בהרחבה ה"ש 57 להלן.

א. חלק ראשון – ההקשר ההיסטורי

1. ”המדינה המפתחת” ומעמדו של המגזר הבנקאי

(א) המדינה המפתחת ועליית כוחה של הפקידות הכלכלית

הכלכלה הפוליטית בישראל בעשור השני להקמת המדינה התאפיינה במודל של ”מדינה מפתחת”,² שעיקרו שליטה ריכוזית ביותר של המדינה בהכוונת המשק והתעשיות השונות בו,³ תוך קידום סדר יום כלכלי שבו אתוס הפיתוח והעצמאות הכלכלית הוצב כעיקרון המנחה של פעילות המשק.⁴ במסגרת זאת ננקטה מדיניות של פיתוח אקטיבי של תהליכי תיעוש,⁵ ועידוד היזמות הפרטית בתחום התעשייה.⁶

אחד המאפיינים המוסדיים המרכזיים של מודל המדינה המפתחת, שנחזה היטב גם במקרה הישראלי, הוא שליטתה של המדינה ורשויותיה בתנועת ההון במשק והקצאתו.⁷ הממשלה ניתבה את ההון החיצוני (שהגיע מחוץ לישראל) והפנימי (כספי החסכונות של האזרחים שנוהלו בקופת הפנסיה וקרנות הגמל) באמצעות מנגנונים שונים לטובת המגזרים התעשייתיים והחקלאיים.⁸

מאפיין נוסף של מודל המדינה המפתחת הוא תפקידה המרכזי של הבירוקרטיה המקצועית בשדה הכלכלי, והדומיננטיות של קבוצה זו בביצוע מדיניות הפיתוח.⁹ בישראל אופיין העשור השני בעליית כוחם של המשרדים הכלכליים בממשלה, ובכיסוס מעמדם של משרדים אלה כזרוע הביצועית של מדיניות הממשלה בכל הנוגע לסדר יומה הכלכלי.¹⁰ קבוצת הכוח הפנים-ממשלתית של הפקידות הכלכלית שימשה כסוכנת מרכזית של האידאולוגיה הדוגלת בפיתוח באמצעות קידום רעיונות של עידוד יוזמה חופשית ועצמאות כלכלית.¹¹ נציגי קבוצה זאת מילאו תפקיד מרכזי גם בתהליכי אסדרת שוק ניירות הערך בישראל.

2 David Levi-Faur, *The Developmental State: Israel, South Korea and Taiwan Compared*, 33 *STUD. COMP. INT. DEV.* 65, 69 (1998). (להלן: Levi-Faur).

3 רוד לוי-פאור היד הלא נעלמה: הפוליטיקה של התיעוש בישראל (2001) (להלן: לוי-פאור היד הלא נעלמה).

4 אריה קרמפף ”כינונו של מושג העצמאות הכלכלית בשיח הישראלי, 1948–1966” עיונים בתקומת ישראל 19, 1 (2009).

5 Daniel Maman & Zeev Rosenhek, *The Institutional Dynamics of a Developmental State: Change and Continuity in State-Economy Relations in Israel*, 47 *STUD. COMP. INT. DEV.* 342, 349 (2012).

6 רון חריס המשפט הישראלי – השנים המעצבות: 1948–1977 104 (2014); לוי-פאור היד הלא נעלמה, לעיל ה”ש 3, בעמ’ 260.

7 Maman & Rosenhek, לעיל ה”ש 5, בעמ’ 352.

8 שם, שם.

9 Levi-Faur, לעיל ה”ש 2, בעמ’ 71.

10 שם, שם.

11 מוקד השפעה מרכזי בהקשר זה היה המחלקה לכלכלה באוניברסיטה העברית, בראשותו של פרופסור דן פטנקין. ראו Arye Krampf, *Economic Planning of the Free Market in Israel*

(ב) המגזר הבנקאי וכוחו בשוק ניירות הערך

המגזר הבנקאי בעשור השני למדינה התאפיין בתהליך מואץ של ריכוזיות. מרבית אגודות האשראי שפעלו בארץ ישראל לפני קום המדינה ובשנים הראשונות למדינה התמזגו לתוך התאגידים הבנקאיים המרכזיים: בנק לאומי, שהיה בבעלות מוסדות ההסתדרות הציונית; בנק הפועלים, שהיה בבעלות חברת העובדים של ההסתדרות; ובנק דיסקונט, שהיה בבעלות פרטית של משפחת רקנאטי.¹²

מז השנים המוקדמות לפעילותם היו המוסדות הבנקאיים העיקריים מאוגדים במבני שיתוף פעולה קולקטיביים – לשכת החליפין ולאחריה הבורסה לניירות ערך, שבה היה למגזר הבנקאי כוח דומיננטי; ומסלקת הבנקים, שפעלה גם כארגון לקידום ענייניהם של חבריה.¹³ בשנת 1958, לאחר שמסלקת הבנקים הועברה לידי בנק ישראל, הוקם איגוד הבנקים, שאחת ממטרותיו המוצהרות הייתה לייצג את עמדת המגזר הבנקאי מול גופי המדינה בנושאים הנוגעים לפעילות המגזר.¹⁴ יחד עם זאת, כפי שיודגם בהמשך המאמר, לפחות בנוגע לתהליך הקמת רשות ניירות ערך, עמדות המגזר יוצגו גם על ידי נציגי הבורסה או על ידי נציגי הבנקים השונים.

בשוק ניירות הערך היו הבנקים שחקנים מרכזיים כבר מצעדיו הראשונים. הבנקים הגדולים הם שהקימו את לשכת החליפין, שהייתה הפלטפורמה הראשונה למסחר בניירות ערך בארץ ישראל,¹⁵ ולאחר מכן היו בעלי הכוח הדומיננטי בבורסה לניירות ערך בתל אביב שהוקמה בשנת 1953 והחליפה את לשכת החליפין כזירה המרכזית למסחר בניירות ערך.¹⁶

during the First Decade: The Influence of Don Patinkin on Israeli Policy Discourse,
23 SCI. CONTEXT 507, 524 (2010)

12 קונסטנטין קוסנקו "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" (בנק ישראל, מחלקת המחקר, 2008). בצד קבוצות בנקאיות אלה פעלו מוסדות בנקאיים קטנים יותר בבעלות פרטית, כגון בנק אלרן, בנק פויכטוונגר ובנק ארץ ישראל-בריטניה, וכן מוסדות בנקאיים ייעודיים שהוקמו על ידי המדינה או בתמיכתה לצורכי סקטורים ספציפיים, ראו דניאל ממזן "קבוצות עסקיות בכלכלה הישראלית: גורמי התגבשות והתעצמות" שלטון ההון: החברה הישראלית בעידן הגלובלי 122 (דני פילק ואורי רם עורכים 2004).

13 ישעיהו פורדר "איגוד הבנקים בישראל" רבעון לבנקאות כרך א 13 (1961). פורדר מציין כי מטרת מסלקת הבנקים הייתה, בין היתר, "קידום עניני החברים בה ושמירה על רמת הבנקאות על ידי שיתוף פעולה".

14 פורדר מציין כי "בישראל מתקיימות לעיתים קרובות התייעצויות בין השלטונות והבנקים בעניינים כלכליים וכספיים. בעבר היה להתייעצויות אלו יותר אופי אישי מאשר התייעצות עם נציגי הבנקאות בכללה. כעת קיימת כתובת למוסדות הממשלתיים ולמוסדות ציבוריים אחרים. כתובת זו היא 'איגוד הבנקים בישראל', שם.

15 NADAV HALEVI ET AL., BANKER TO AN EMERGING NATION: THE HISTORY OF BANK LEUMI
.LE-ISRAEL 91 (1981)

16 בשנת 1953 מנתה הבורסה 27 חברים, מתוכם 13 בנקים. חיים לוי, משה סמיט ומרשל סרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך 68 (1999) (להלן: לוי, סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך).

בצד ההיצע של ניירות הערך, הבנקים היו גורם מרכזי ביותר. בעוד שבשנים הראשונות למדינה היו מרבית ההנפקות הנפקות חוב של גופים מדינתיים, בשלהי שנות החמישים החל גל של הנפקות הון שהמגזר הבנקאי נטל בו חלק חשוב ביותר.¹⁷ בצד השינוי בהרכב ניירות הערך הנסחרים אופיין השוק בצמיחה מואצת בשנים אלה. בעוד שבשנת 1960 עמד ההיקף הכספי של פעולות במניות בבורסה על 38 מיליון לירות מתוך היקף פעולות כולל של 71 מיליון, הרי שבשנת 1963 כבר עמד היקף הפעולות במניות על סך של 242 מיליון לירות מתוך היקף כולל של 287 מיליון לירות. באותה תקופה נוסדו שני עיתוני בורסה, ושערי המניות בבורסה נסקרו מדי יום במהדורת החדשות ב"קול ישראל".¹⁸ חשיבותה של תקופה זו נלמדת גם מן העובדה שפריחת השוק הייתה מן הסיבות המרכזיות שהביאו להנעת תהליך החקיקה והאסדרה שהמאמר עוסק בו.¹⁹ הגורם החשוב ביותר שהתחייב של שוק הנפקות ההון באותן שנים מיוחסת לו היה שינוי המדיניות הממשלתית בשלהי שנת 1959, שנועד לעודד חברות תעשייתיות לפנות לאפיק של גיוס הון מן הציבור.²⁰ אלא שעל אף מטרה מוצהרת זאת, המגזר הבנקאי הוא שתפס את החלק הדומיננטי בשגשוג של שוק המניות. בין השנים 1959 ו-1964 תפסו בנקים וחברות אחזקות בשליטתם כ-70% מן הערך הכולל של ההנפקות בבורסה, וחברות תעשייתיות תפסו כ-15% בלבד.²¹ הדומיננטיות של המגזר הבנקאי הגיעה לשיא בשנים 1963-1964, במקביל לצמצום ניכר של הנפקות הון של חברות תעשייה.²²

תהליך עיצובו של שוק המניות בשנים 1959-1964 הותיר חותם גם שנים רבות אחר כך. בשנים שלאחר מכן אופיין המשק הישראלי במיתון שהשפיע באופן ניכר גם על הפעילות בשוק ניירות הערך, והביא לירידה מתמשכת בשערי המניות הנסחרות ולירידה במספר הנפקות הון. אפיק ההשקעה באיגרות חוב ומלוות ממשלתיות חזר להיות דומיננטי בשוק

17 MARSHAL SARNAT, THE DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET IN ISRAEL 67 (1966) (להלן: SARNAT, DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET IN ISRAEL); Marshall Sarnat, *The Emergence of Israel's Security Market: A Note*, 49 J. ECON. HIS. 693 (1989).

18 יוסף גרוס דיני ניירות ערך ובורסה 200 (1973).

19 בפרק המבוא לדו"ח ועדת ידן צוין כי "עם גידול מהיר זה של שוק ניירות הערך ועם היותו לגורם בעל משקל במשק הישראלי התעורר הצורך לבחון ולברוק את יסודותיו התחיקתיים והמינהליים". הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם דין וחשבון 7 (1963) (להלן: דו"ח ועדת ידן).

20 SARNAT, DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET IN ISRAEL, לעיל ה"ש 17, בעמ' 46.

21 חיים בן שחר ומרשל סרנט "ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות, 1959 עד 1964" סקר בנק ישראל 3 25 (1966).

22 בשנים 1963 ו-1964 הגיעו הנפקות ההון של המגזר הבנקאי וחברות האחזקות שבשליטתו לכ-72% מסך ההנפקות וכ-73% מן הערך הכולל המונפק, לעומת 51% מסך ההנפקות ו-52% מן הערך הכולל בשלוש השנים הקודמות (1959-1962). במקביל, בעוד שבמהלך השנים 1959-1962 החזיק המגזר התעשייתי בלמעלה מ-30% מסך ההנפקות וסך הערך המונפק, בשנים 1963-1964 קטן חלקו של מגזר זה לכ-12% מסך ההנפקות, שהיו רק כ-7% מכלל ההון המונפק. שם, בעמ' 8.

ההון הישראלי, ובכירותו של שוק המניות הלכה ודעכה.²³ הרכבו של שוק המניות, כפי שעוצב במחצית הראשונה של שנות השישים, נותר במידה רבה זהה לאורך זמן רב. כך למשל בשנת 1974, עשור לאחר סיומה של התקופה הנדונה, עמד מספר החברות התעשייתיות הנסחרות בבורסה על 27, שתי חברות בלבד יותר ממספר החברות התעשייתיות שנסחרו בבורסה בשנת 1964, בשיא פריחתו של שוק המניות.²⁴ בצד חלקם הדומיננטי של הבנקים בבורסה, ובצד ההיצע של ניירות הערך, סיפקו הבנקים גם שירותי חיתום וייעוץ להנפקות, והיו מעורבים גם בהנפקות של גורמים שאינם קשורים למגזר הבנקאי.²⁵ מעמדם הייחודי של הבנקים בשוק ניירות הערך היה, אפוא, ניכר, וכפי שיתואר בהמשך שימש כאחד הגורמים המרכזיים להתפתחות האסדרה בשוק זה.

2. אסדרת שוק ניירות הערך לפני חקיקת חוק ניירות ערך

(א) ראשית האסדרה המדינתית

עד לחקיקתו של חוק ניירות ערך, בשנת 1968, הוסדרה המסגרת המשפטית החלה על הצעות של ניירות ערך לציבור והמסחר בהם על ידי כמה מערכות דינים.

מבחינת תצורת התשקיף והמידע המפורט בו, פקודת החברות המנדטורית משנת 1929²⁶ חייבה פרסום תשקיף (פרוספקט) בכל הצעה של מניות או איגרות חוב לציבור,²⁷ וקבעה את הפרטים החייבים להיכלל בו.²⁸ הפקודה אף קבעה הוראה עונשית המטילה אחריות בגין הצעת ניירות ערך לציבור ללא תשקיף ובגין נזקים שנגרמו בשל "הודעה כוזבת" הכלולה בתשקיף.²⁹

סמכות הפיקוח הממשלתי על הנפקת ניירות ערך לציבור נקבעה בתקנה 8 לתקנות ההגנה (כספים), 1941, שחייבה את אישורו של שר האוצר לכל הנפקה של ניירות ערך לציבור. תקנות הכספים לא קבעו אמות מידה להפעלת שיקול הרעת של שר האוצר באישור הנפקות. המסחר בשוק המשני ורישום ניירות ערך בבורסה הוסדרו באופן בלעדי על ידי תקנון הבורסה. התקנון כלל הוראות לגבי האישורים הנדרשים לרישום נייר ערך למסחר,³⁰ חובות

23 לוי, סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך, לעיל ה"ש 16, בעמ' 54; וכן ראו הנתונים שהובאו בפני ועדת המשנה של ועדת הכספים שדנה בהצעת חוק ניירות ערך, לפיהם בשנים 1966 ו-1967 הוגשו לפרסום חמישה תשקיפים בלבד, כולם של תאגידים בנקאיים, פרוטוקול דיון ועדת המשנה של ועדת הכספים (31.12.1967) ארכיון המדינה (א"מ) כ/153/8 (להלן: פרוטוקול ועדת המשנה).

24 לוי, סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך, לעיל ה"ש 16, בעמ' 54.

25 דו"ח ועדת ידן, לעיל ה"ש 19, סעיף 217, בעמ' 44.

26 פקודת החברות, 1929, חא"י א 155 (להלן: הפקודה).

27 סעיפים 86(i)(6) ו-87 לפקודה.

28 סעיפים 85-86 לפקודה.

29 סעיף 90 לפקודה.

30 על פי התקנון, כל בקשה לרישום נייר ערך נדרשה לקבל את אישורה של הוועדה המקצועית שהוקמה מכוח התקנון, ואת אישור דירקטוריון הבורסה לרישום. לוי סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך, לעיל ה"ש 16, בעמ' 76.

דיווח שהוטלו על החברות הרשומות למסחר, הוראות הנוגעות לשיטת המסחר, ואיסור על שימוש במידע המצוי בידי החברה וטרם פורסם.³¹

עד לשנת 1959 לא היה גוף מנהלי שעסק בפיקוח על תשקיפים המוצעים לציבור בהיבט של הגנה על ציבור המשקיעים. עיקר תשומת הלב בהפעלת הסמכות על פי תקנה 8 לתקנות הכספים התמקדה בהיבטים של הכוונת ההון והמדיניות הכלכלית המשקית. היבט זה נתפס כמרכזי במערכת השיקולים הנוגעים לאישור תשקיפים. ההגנה על ציבור המשקיעים, שמוכרת כיום כמטרה המרכזית של דיני ניירות הערך, נתפסה כהיבט שמשקלו פחות.³²

בשלהי שנת 1959 חלה תמורה דרמטית בתמונת האסדרה, עם הקמתן של שתי ועדות שתפקידן היה לייעץ לשר האוצר בהפעלת סמכות האישור של התשקיפים המוצעים לציבור. ועדה אחת, שנודעה בשם ”ועדת האמיסיות”, שחבריה היו כולם פקידים השייכים למשרדי הממשלה, קבעה את קדימות ההנפקות בהתאם לסדר העדיפויות הכלל-משקי. הוועדה השנייה, שהוקמה על ידי שר האוצר, הייתה הוועדה לניירות ערך; בראשה עמד מרדכי זגני, שכהן כמשנה למנכ”ל המשרד.³³ להבדיל מוועדת האמיסיות, הוועדה לניירות ערך הוגדרה כוועדה ציבורית והורכבה מנציגי רשויות הממשלה ומנציגי ציבור. הוועדה הוסמכה לבחון את התשקיפים המוצעים לציבור ולקבוע אם יש לאשרם. שתי הוועדות קיבלו שירותים מקצועיים מיחידה מקצועית במשרד האוצר שנקראה ”לשכת ניירות ערך”.³⁴

המהלך של הקמת גוף אסדרה בשוק ניירות הערך זכה לתמיכה פומבית דווקא מן הגורם המרכזי שעליו היה אמור לפקח – המגזר הבנקאי. בנאום באספה הכללית של בנק לאומי בחודש אפריל 1958 קרא יו”ר הבנק, ד”ר ישעיהו פורדר, לצמצם את התערבות המדינה בכלכלה, אך ציין את שוק ההון דווקא כ”שדה לגיטימי להשגחה ממשלתית”, שתחייב כל ”מפעל הרוצה לגייס כספים מן הציבור לקבל רישיון מיוחד ממשרד ממשלתי שמחובתו לברוק היטב היטב את המבנה הכלכלי, הכספי, והמשפטי של המפעל”.³⁵ פורדר אף ציין כי ”הממשלה ביחד עם הבנקים עבדו בשבועות האחרונים תכנית לחזוק שוק ניירות הערך שלנו,

31 Sranat, Development, לעיל ה”ש 17, בעמ’ 64; דו”ח ועדת ידן, לעיל ה”ש 19, בעמ’ 39-41.

32 מכתב מא’ הניג, היועץ המשפטי לאוצר, למנהל מרכז ההשקעות, המפרט את עמדת משרד האוצר לגבי השיקולים שהשר רשאי לשקול בעת אישור תשקיף (31.7.1959) א”מ ג/3/3404.

33 קיומה ופעילותה של הוועדה, שייסקרו בהמשך פרק זה, זכו לאזכורים כלליים בלבד בספרות. במהדורה הראשונה של ספרו דיני ניירות ערך ובורסה מצייין פרופ’ גרוס כי: ”מעמדה המשפטי של הוועדה לא היה מעוגן בחוק, אך אין ספק כי במצב החוקי שקדם לחוק ניירות-ערך, היתה תועלת מעשית רבה בקיומה ופעולותיה תרמו להגנת הציבור מפני הנפקתם של ניירות-ערך מפוקפקים ולהבאת פרטים מלאים ומדויקים על המנפיקים בפני הציבור”. גרוס אף מצייין כי בוועדה היו חברים נציגי ציבור וגורמים ממשלתיים. גרוס דיני ניירות ערך ובורסה, לעיל ה”ש 18, בעמ’ 21; לוי, סמיט וסרנת מציינים אף הם את הקמת הוועדה ואת הרכבה הכללי. לוי סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך, לעיל ה”ש 16, בעמ’ 48; וכן: מרשל סרנת וג’ון דילבסקי התפתחות הפיקוח על שוק ההון בישראל 14 (1991).

34 דו”ח ועדת ידן, לעיל ה”ש 19, בעמ’ 9. על פי דו”ח ידן, לשכת ניירות ערך כללה בראשית שנות השישים רואה חשבון ועורך דין.

35 ישעיהו פורדר נאום באספה הכללית של בעלי הסטוק ביום 17 באפריל 1958 11 (1958).

ואני כמעט בטוח שאנו עומדים בפני שיפור ניכר בשטח זה³⁶. התייחסות דומה ניתן למצוא במאמר שפרסם שלום דורון, מנהל בנק פויכטוונגר, בעיתון "הכלכלן" ביום 10.3.1960, ובו ציין את חשיבות עבודתה של הוועדה לניירות ערך, וקבע כי הוועדה "מראה התחשבות מאקסימאלית באותם הגורמים אשר בכוחם לעודד את אימון הציבור בשוק המניות"³⁷.

(ב) הוועדה לניירות ערך – הרכבה, מעמדה וסמכויותיה

מכתב המינוי וההסמכה של חברי הוועדה לניירות ערך מיום 13.10.1959³⁸ עולה כי עם הקמתה מנתה הוועדה 12 חברים. שישה מבין החברים היו נציגי משרד האוצר, משרד התעשייה והמסחר, רשם החברות ובנק ישראל. יתר החברים היו נציגי שלושת הבנקים הגדולים ונציגים נוספים מהמגזר העסקי, ביניהם נציג חברת ההשקעות גמול, שהייתה חברת-בת של בנק הפועלים.³⁹ כתב ההסמכה קבע כי יו"ר הוועדה יהיה מרדכי זגגי, וכסגניו יכהנו נציג מרכז ההשקעות ונציג בנק לאומי. בשנת 1964, שש שנים לאחר הקמתה, נוספו לוועדה נציג חברת העובדים ונציג החברות הממשלתיות.⁴⁰

הוועדה פעלה באמצעות מכנה של מליאה וועדת משנה. ועדת המשנה בחנה את פרטי התשקיפים, והמליאה דנה בעניינים עקרוניים שהועלו אליה על ידי ועדת המשנה.⁴¹ בהרכב ועדת המשנה היה משקלם של נציגי הבנקים גדול עוד יותר. בשנת 1960 השתתפו בדיוני ועדת המשנה, בצד יו"ר הוועדה זגגי ושני פקידי ממשלה נוספים, ארבעה נציגי בנקים⁴² ומנהל חברת ההשקעות גמול, שהייתה, כאמור, בשליטת בנק הפועלים. בשנת 1964 השתתפו בדיוני ועדת המשנה שלושה פקידי ממשלה, ארבעה נציגי הבנקים ונציג ציבור נוסף.

ניתן לראות, אפוא, כי בהרכבן של הוועדה לניירות ערך וועדת המשנה שלה ניתן משקל דומיננטי ביותר לייצוג האינטרסים של המגזר הבנקאי. דומיננטיות זו באה לידי ביטוי הן במספרם הכולל של נציגי הציבור מול נציגי הממשלה, הן בעובדה שמתוך נציגי הציבור היה רוב מוחלט לנציגי המגזר הבנקאי וגופים הקשורים בהם.

כתב המינוי של הוועדה קבע כי תפקידה יהיה "לבחון ולאשר כל הצעה לציבור (פרוספקט) למכירה ו/או הפצה של נירות ערך"⁴³. מלשונו של כתב המינוי ניתן ללמוד כי למעשה

- 36 שם, בעמ' 13.
- 37 שלום פ' דורון "מגמות חדשות בבורסה לניירות-ערך" הכלכלן (10.3.1960) א"מ גל/18/6192.
- 38 כתב מינוי והסמכה של חברי הוועדה לניירות ערך (13.10.1959), א"מ גל/19/6192.
- 39 ד"ר ז' זלהיימר ייצג את בנק לאומי, ח' בורלא ייצג את בנק דיסקונט, ונ"ל ליפשיץ ייצג את בנק הפועלים. כן מונו ז' רעיף, נציג חברת גמול; יעקב גרי, מנהל חברת ההשקעות אפריקה ישראל, ויוסף גליקמן, ששימש כמנכ"ל משרד המסחר והתעשייה בשנים 1953-1958: דוד תדהר האנציקלופדיה לחלוצי היישוב ובניו כרך 15 4744 (1971).
- 40 פרוטוקול ישיבת הוועדה לניירות ערך (24.12.1964) א"מ גל/7/4642.
- 41 הסקירה להלן מבוססת על פרוטוקולי הדיונים של מליאת הוועדה וועדת המשנה בין השנים 1959-1964. א"מ גל/18/6192 עד א"מ גל/22/6192, וכן א"מ גל/1/6193 עד א"מ גל/8/6193, וכן א"מ גל/7/4642 ו-א"מ גל/8/4642.
- 42 פרט לנציגי הבנקים שהוזכרו לעיל השתתף בישיבות גם נציג בנק טפחות, שכפי הנראה צורף לוועדה לאחר מועד כתב ההסמכה המקורי.
- 43 לעיל ה"ש 38.

הואצלה לוועדה סמכות אישור התשקיפים. עם זאת, כפי הנראה, עמדת משרד האוצר הייתה כי מעמדה של הוועדה הוא מעמד מייעץ ולא מעמד מכריע.⁴⁴ סוגיה מרכזית נוספת שלא הוסדרה בכתב המינוי של הוועדה הייתה אופי השיקולים שהוועדה רשאית לשקול. מפרוטוקולים של דיוני הוועדה נראה כי חברי הוועדה סברו שהם אינם רשאים לפסול הצעה לציבור על בסיס תנאיה המהותיים.⁴⁵ במקרים לא מעטים סברה הוועדה כי ההצעה לציבור כוללת תנאים בעייתיים, אך הסתפקה בדרישה לגילוי מפורט לגביהם.⁴⁶ גם במסגרת דיונים שנערכו בוועדת המשנה של ועדת הכספים לבחינת הצעת חוק ניירות ערך הביע זגגי פעמים מספר את תפיסתו שהוועדה לא הייתה מוסמכת לפסול הצעות לציבור על בסיס תנאיהן.⁴⁷

העמימות בדבר מעמדה של הוועדה התבטאה גם בשאלת סמכותה למסור הוראות מחייבות לחברות המנפיקות בנוגע לכללי גילוי שונים. כך למשל, באחד מדיוני ועדת המשנה בשלהי שנת 1960 הביעו חברי הוועדה את מורת רוחם מכך שהחברה המנפיקה לא צירפה מאזנים מעודכנים. במסגרת הדיון בנושא עלתה הטענה כי לוועדה אין סמכות להורות לחברה להגיש מאזנים מעודכנים. זגגי חלק על עמדה זו וטען כי לוועדה יש סמכות לחייב חברות לעמוד בדרישות החוק.⁴⁸

בצד שאלת סמכויותיה הפורמליות של הוועדה, חשוב להתעכב על האופן שבו הופעלו סמכויות אלה בפועל. כתב המינוי של הוועדה קבע כי היא תקבע את נוהלי עבודתה ותיעזר במידת הצורך בעובדי משרד האוצר ומרכז ההשקעות. במהלך פעילות הוועדה לא פורסמו נוהלי העבודה שלה, ובהחלטה פנימית של הוועדה מיום 28.10.1959 נקבע שדיוני הוועדה

44 מכתב א' הניג, לעיל ה"ש 32.

45 תפיסתה של הוועדה את סמכותה בעניין זה עולה גם מהתבטאויותיו של יו"ר הוועדה זגגי בפורומים חיצוניים. כך, במכתב למערכת עיתון הארץ מיום 2.12.1964, בהתייחס לכתבה שפורסמה בו על אודות תשקיף שכלל פרטים מוטעים, כתב זגגי כי הוא מבקש להבהיר ש"הוועדה לניירות ערך שוקדת על כך שהאינפורמציה בתשקיף תהיה עד כמה שאפשר מלאה וברורה, בהנחה שהחברה ומנהליה החתומים על הפרוספקט אחראים לאינפורמציה שניתנה על ידם". תיקי מרכז ההשקעות, א"מ גל/6192/18.

46 למשל דיון ועדת המשנה מיום 25.2.1965 בעניינה של הצעת מניות של חברת השקעות מיסודה של חברת אמפא בע"מ. בדיון עלתה שאלה בדבר נכונות הצהרת החברה בנוגע לשווי המניות המוצעות. במהלך הישיבה קבע זגגי כי "אני חושב שאין אנו יכולים להתנגד לעסקא אבל הפרוספקט חייב לפרט את בסיס ההערכה". לאחר מכן, משהוצג שמאזן החברה כלל השקעות בחברות גירעוניות, החליטה הוועדה לחייב גילוי מתאים על אודות החברות המוחזקות. פרוטוקול ישיבה של ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך (25.2.1965) א"מ גל/4642/7.

47 דיון ועדת המשנה של ועדת הכספים מיום 10.7.1967, במסגרת הצגת המצב המשפטי הקיים, אמר זגגי כי ברוב המקרים הייתה הוועדה חייבת לאשר את התשקיפים שהובאו לפניה מפני שלא היה ביכולתה לסרב. פרוטוקול ועדת המשנה (10.7.1967) א"מ כ/182/6; בישיבה קודמת הביע זגגי את עמדתו כי אי-היציבות בשערי המניות בבורסה נבעה מ"אמיסיות לא טובות" שהוועדה נאלצה לאשר. פרוטוקול ועדת המשנה (14.1.1965) א"מ כ/153/8.

48 דיון ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך מיום 15.12.1960 שבו נדון תשקיף של חברת שמן תעשיות, שצורף לו מאזן נכון לתחילת שנת 1960. פרוטוקול ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך (15.12.1960) א"מ גל/6192/19.

יהיו סודיים וכי חברי הוועדה לא יודיעו על הפרטים הנדונים בוועדה ועל הדעות שהובעו בה. כן נקבע כי הוועדה לא תודיע כל הודעה בנוגע לעבודתה, פרט להודעה על אי אישור תשקיף והסיבות לאי האישור.⁴⁹

סקירת הפרוטוקולים מעלה כי הוועדה לא נקטה סגנון אסדרה בינארי שבו תשקיף המובא לאישורה מתקבל או נדחה. לא נמצאו בפרוטוקולים של דיוני הוועדה החלטות חד-משמעיות שלא לאשר תשקיפים. כאשר נמצאו פגמים הדורשים תיקון בתשקיף הועברו הערות הוועדה לחברה המנפיקה, וניתנה לה הזדמנות לתקן את ההצעה. בנוסף קיימה הוועדה שיח שוטף עם החברות המנפיקות, ובחלק מן הפעמים אף הסמיכה הוועדה חברים מספר לשאת ולתת עם החברה המנפיקה לגבי שינוי פרטים בתשקיף.⁵⁰

ממצא חשוב נוסף נוגע למעמדם ולהתנהלותם של נציגי הבנקים בישיבות הוועדה. פרוטוקולים של ישיבות הוועדה מלמדים שנציגי הבנקים בוועדה ייצגו פעמים רבות גם את עמדת הגוף המנפיק. זאת לא רק בנוגע להנפקות של הבנק או של חברות בשליטתו, אלא גם בנוגע להנפקות שהבנק שימש בהן כחתם או כרושם ההנפקה. כך, כאשר נדונו הצעות לציבור של בנק מסוים היה חבר הוועדה שייצג את אותו בנק מספק תשובות בשם הבנק, ומקיים משא ומתן בדבר פרטי התשקיף בישיבת הוועדה עצמה.⁵¹ בנוסף, גם כאשר הייתה ההנפקה הנדונה מלווה על ידי אחד הבנקים שהיו מיוצגים בוועדה, כפי שהיה המצב ברוב המוחלט של ההנפקות, היה נציג הבנק משמש כנציג המנפיק בוועדה, וסיפק תשובות לשאלות שהעלו חברי הוועדה.

המורכבות שנבעה מפעילות הוועדה שוקפה באופן חד בדיונים שעסקו בחקיקת חוק ניירות ערך. כבר בישיבתה הראשונה של ועדת ידן, לאחר סקירת המצב המשפטי הקיים, נטען כי יש צורך בהסדר תחיקתי לקביעת סמכויות הוועדה, ובפרט בשאלה אם על הוועדה לדאוג רק לעמידת התשקיף בתנאי החוק או שעליה לדון גם בתנאי ההנפקה על מנת להגן על ציבור המשקיעים.⁵² בדיוני ועדת הכספים של הכנסת ניתן למצוא עדויות נוספות למעמדה

49 פרוטוקול הוועדה לניירות ערך (28.10.1959) א"מ גל/6192/18.

50 למשל ישיבת ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך מיום 11.7.1960, שבה הוחלט על אישור תשקיף בכפוף למשא ומתן של זגיי עם החברה בנוגע לשינוי תנאים בו. פרוטוקול ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך (11.7.1960) א"מ גל/6192/18.

51 דוגמאות לכך ניתן למצוא בישיבת ועדת המשנה מיום 16.6.1960, שבה נדונה הנפקת מניות של בנק לאומי. בישיבה העלה זגיי הסתייגויות לגבי אופן הגילוי של פרטים מסוימים בתשקיף, ונציג בנק לאומי בוועדה באותה ישיבה (ד"ר פושטר) הציג הבהרות לפרטים אלה מטעם הבנק, ואף התחייב לתקן פרטים מסוימים בתשקיף. פרוטוקול ועדת המשנה של הוועדה לניירות ערך (16.6.1960) א"מ גל/6192/18; וכן בישיבת הוועדה מיום 11.2.1965 שבה נדונה הנפקת חוב של החברה להשקעות של בנק דיסקונט. בישיבה התחייב נציג בנק דיסקונט, שהיה חבר בוועדה, שבהנפקות הבאות של החברה להשקעות ישונו תנאי השעבוד בהתאם לדרישות הוועדה. פרוטוקול הוועדה לניירות ערך (11.2.1965) א"מ גל/4642/7.

52 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (21.3.1962) א"מ גל/5707/10. דההוד מאוחר לביקורת על המצב המשפטי ששרר עובר לחקיקת חוק ניירות ערך ביחס לסמכויות הוועדה נמצא גם בספרו של גרוס, המציין כי מעמדה המשפטי של הוועדה לא היה מעוגן בחוק, וכי הוועדה שהוקמה כוועדה מייעצת ולא הושתתה על בסיס חוקי כלשהו פעלה ללא הוראות תחיקתיות ברורות

העמום של הוועדה. כך טען זגגי בפני ועדת הכספים כי נגרמה פגיעה בציבור כיוון שהוועדה לא הייתה מוסמכת לפסול הנפקות ”לא טובות” שהוצעו לציבור.⁵³

גם מעמדו של המגזר הבנקאי בוועדה עלה בדיונים שנסבו על גיבוש ההסדר החקיקתי. בישיבת ועדת ידן מיום 29.5.1962⁵⁴ סיכם נציג האוצר דינשטיין את הטענות בנושא באומר כי ”היום מטפל בנק בניה הערך בתור חתם וגם יושב בוועדה המחליטה על אישור הפרוספקט. בשוק מופיע אותו בנק בתור קונה ומוכר הן ע”ח העצמי והן ע”ח לקוחות. ריכוז יתר זה של פונקציות הבנק אינו בריא וחינוי שמעגל סגור זה יישבר. יש לעודד סוכני בורסה וחתמים. ציבור החברות המוציאות⁵⁵ אינו נותן אימון גדול לוועדה במצב זה וגם מחוץ לארץ מביטים על המצב בעין קשה.”⁵⁶

ההקשר ההיסטורי ממקם, אפוא, את ראשיתו של תהליך החקיקה שביקש לכונן את האסדרה בשוק ניירות הערך בישראל בנקודה שבה קבוצת האינטרס המרכזית הכפופה לאסדרה פעלה כחלק אינהרנטי ממנגנון האסדרה המדינתי עצמו. מצב דברים זה, שניכר שלא היה רצוי בעיני הפקידות המקצועית, היה בלב העימות שליווה את תהליך החקיקה.

ב. חלק שני – המאבק על עיצוב היבטי עצמאותה של רשות ניירות ערך

”אני יודע ש[הוא] אינו כל כך אנטי-ממשלתי
כמו שאני לא אנטי-בנקאי”⁵⁷

המאבק על דמותה של רשות האסדרה בשוק ניירות הערך, עד לחקיקתו של חוק ניירות ערך והקמתה של רשות ניירות ערך, החל בדיוני ועדת ידן בשנת 1962. בצד דיוניה הפנימיים של הוועדה, שעסקו רבות בשאלת דמותה של רשות האסדרה, הפיקה הוועדה טיוטת חוק שנערכה בראשית דיוני הוועדה כמצע לדיונים, ודין וחשבון מסכם של עבודת הוועדה הכולל את המלצותיה הסופיות.

-
- ואף בלא שפורסמו כללים לדרכי עבודתה. ראו גרוס דיני ניירות ערך ובורסה, לעיל ה”ש 18, בעמ’ 21. גרוס אף מציין כי במצב דברים זה הייתה נתונה ההחלטה בדבר אישור התשקיף לשיקולם הבלעדי של אנשי האוצר. כפי שמפורט בפרק זה, הממצאים הארכיוניים מעלים תמונה מורכבת יותר נוכח משקלם הלא מבוטל של נציגי המגזר הבנקאי בוועדה.
- 53 ישיבת ועדת המשנה מיום 14.1.1965, לעיל ה”ש 47, בעמ’ 5, וכן דבריו של זגגי בישיבה מיום 10.7.1967, לעיל ה”ש 47.
- 54 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (29.5.1962) א”מ ג/ 5707/10.
- 55 הכוונה לחברות המנפיקות.
- 56 ועדת ידן ייחדה פרק בדו”ח המסכם שהוציאה למעמדם המיוחד של הבנקים בשוק ניירות הערך בישראל, וציינה כי מעמד זה הוא חריג בהשוואה למדינות אחרות, אך נמנעה מלהביע כל עמדה ביחס למצב דברים זה. דו”ח ועדת ידן, לעיל ה”ש 19, בעמ’ 44.
- 57 דברי זגגי בישיבת ועדת המשנה של ועדת הכספים מיום 20.11.1967, בעמ’ 20, לעיל ה”ש 44. בנק לאומי בישיבה, שלפיה יש להקים רשות עצמאית שלא תהיה כפופה לשיקולים ממשלתיים של הכוונה הון. פרוטוקול ועדת המשנה א”מ כ/182/6.

עם פרסום דו"ח ועדת ידין עבר הדיון בניסוח חוק ניירות ערך לידי פקידות משרד האוצר ומשרד המשפטים. בשלב זה נערכה טיוטה ראשונה של החוק על ידי משרד האוצר, זו נותרה כמסמך עבודה פנים-ממשלתי, ובשלב מאוחר יותר גובשה על ידי משרד המשפטים הצעת החוק הממשלתית שפורסמה לציבור בשנת 1964.⁵⁸

החלק האחרון של תהליך העיצוב של חוק ניירות ערך התרחש בדיוני מליאת הכנסת ובדיוני ועדת הכספים וועדת המשנה שהוקמה בה לצורך בחינת הסדרי הצעת חוק התשכ"ה. סופו של תהליך זה היה באישורה של הצעת חוק מעודכנת בקיץ 1968, כארבע שנים לאחר פרסומה של הצעת חוק התשכ"ה.

חלק ניכר מן הדיון המקצועי והפוליטי סביב חקיקת חוק ניירות ערך עסק במאפייני העצמאות של הרשות העתידה לקום על פני שני צירים מרכזיים. מצד אחד עצמאותה ה"פוליטית", קרי מידת אי-התלות של הרשות בגורמים הפוליטיים האחראים על הקמתה ומפקחים עליה,⁵⁹ ומצד שני עצמאותה של הרשות כלפי הגופים המוסדרים על ידה. מעניין לראות כי בכל התחנות שבהן לוכנו הסוגיות הנוגעות להקמת רשות ניירות ערך בישראל של שנות השישים עסק הדיון בהיבטים שזוהו במחקרים מאוחרים כמרכזיים בבחינת עצמאותן של רשויות אסדרה:⁶⁰ היבטים מבניים, ובעיקר מעמדו של ראש הרשות או המליאה העומדת בראשה וסמכות הדרג הפוליטי למנות או לפטר את הנהלת הרשות; ההיבט הפורמלי, קרי העיגון של עצמאות הרשות בחקיקה המכוננת; עצמאותה הכספית והארגונית של הרשות,⁶¹ וההיקף של סמכויות קביעת הכללים (rulemaking).

58 הצעת חוק ניירות ערך, התשכ"ה-1964, ה"ח הממשלה 625 (להלן: הצעת חוק התשכ"ה).

59 ההגדרה הרלוונטית למאמר היא עצמאות פוליטית-פורמלית. העצמאות היא "פוליטית" כיוון שהיא מתייחסת לאי התלות של הרשות בדרג הפוליטי, והיא "פורמלית" כיוון שהיא מתייחסת לאופן שבו אי תלות זו מובנית בכלים המשפטיים המכוננים ומכוונים את פעולת הרשות. ראו Chris Hanretty & Christel Koop, *Shall the Law Set Them Free? The Formal and Actual Independence of Regulatory Agencies*, 7 REGUL. GOV. 195 (2012). המונח "עצמאות פורמלית" נועד להבחין בין עצמאות הנקבעת בחקיקה המכוננת או במנגנונים חוקיים אחרים, לבין "עצמאות דה פקטו" הנבחנת באמצעות אמות מידה הנוגעות להשפעה בפועל של כוחות שונים על התנהלות רשות האסדרה.

60 למחקרים העוסקים במדידת העצמאות של רשויות אסדרה באמצעות סולמות הערכה כמותיים ראו: Fabrizio Gilardi, *Policy Credibility and Delegation to Independent Regulatory Agencies: A Comparative Empirical Analysis*, 9 J. EUR. PUBLIC POLICY 873 (2002); Fabrizio Gilardi, *The Formal Independence of Regulators: A Comparison of 17 Countries and 7 Sectors*, 11 SWISS POL. SCI. REV. 139 (2005).

61 הערכת היבט זה תלויה בשאלה אם תקציב הרשות מגיע מן הממשלה או ממקורות אחרים (למשל אגרות הנגבות מן הגופים המבוקרים); אם הגורם המאשר את תקציב הרשות הוא גורם ממשלתי או גורם פרלמנטרי (כאשר הנחת היסוד היא שהצורך לקבל את אישור השר הממונה על התחום הרלוונטי מגביל את עצמאותה של הרשות בקביעת יעדים נפרדים ובלתי תלויים במדיניות המשרד). ראו Marshall J. Breger and Gary J. Edles, *Established by Practice: The Theory and Operation of Independent Federal Agencies*, 52 ADMIN. L. REV. 1111, 1138 (2000). על הציר של עצמאות מן הגופים המפוקחים, מחקרים הצביעו על כך שאופן המימון של פעילות הרשות יכול להשפיע על מידת התלות של הרשות בגופים המוסדרים.

1. ועדת ידין

(א) דיוני הוועדה

כאמור, כבר בראשית ישיבותיה של ועדת ידין הוצגה הביקורת על מצב האסדרה הקיים. קביעת המבנה והסמכויות של רשות האסדרה שאמורה לקום מכוח החוק נקבעה כאחד היעדים המרכזיים של הוועדה.⁶² בהקשר זה הרכבה של ועדת ידין הוא בעל חשיבות, שכן הוא כלל ייצוג זעום של המגזר הבנקאי ביחס לכוחו של מגזר זה בשוק ובמנגנון האסדרה הקיים. בראש הוועדה עמד ד”ר אורי ידין,⁶³ שהיה המשנה ליועץ המשפטי לממשלה והממונה על תכנון החקיקה.⁶⁴ הוועדה מנתה שני נציגים של משרד האוצר, וביניהם מרדכי זגגי; נציגי משרד המסחר והתעשייה ורשות ההשקעות; נציגי בנק ישראל; ושלווה נציגי ציבור, כאשר ביניהם היה נציג אחד בלבד למגזר הבנקאי: ד”ר אשר פושטר מטעם בנק לאומי.⁶⁵ כפי הנראה עוד קודם לתחילת דיוני הוועדה, וכמצע לדיונים אלה, הוכנה טיוטה של הצעת חוק שהתייחסה להיבטים מרכזיים של עבודתה הצפויה של הוועדה.⁶⁶ המודל שהוצג בטיוטת הצעת החוק לגבי מבנה רשות האסדרה היה של רשות (שנקראה בטיוטה ”מועצת ניירות הערך”) שתפקידיה הוגדרו כיעוץ לשר האוצר בכל עניין הנוגע לגיוסי הון מן הציבור; פיקוח על הנפקות לציבור; וקביעת עקרונות הדרושים להגנה על זכויותיהם של רוכשי ניירות ערך. הרכב המועצה המוצעת כלל 11 חברים שיתמנו על ידי שר האוצר, חמישה מהם מקרב הציבור, חמישה עובדי מדינה ונציג בנק ישראל. בצד המועצה הציעה טיוטת החוק להקים גוף סטטוטורי שייקרא לשכת ניירות ערך ושיהיה בעל מעמד מסייע למועצה. כפי שיתואר להלן, התמורות הרבות במסגרת דיוניה הפנימיים של הוועדה לא הותירו את המבנה המוצע בטיוטה על כנו.

במצבים שבהם גופים מוסדרים יכולים ”לבחור” ברגולטור המפקח עליהם, מנגנוני מימון חוץ-ממשלתיים עלולים להביא לתוצאות שליליות מבחינת תלותן של הרשויות בגופים המוסדרים ובנכונותם לשלם, באופן המגדיל את סיכון הלכידה של הרגולטור ואת הסיכון לתחרות בין רגולטורים על ליבם וכיסם של הגופים המוסדרים. מצב זה עלול להתרחש למשל במערכת פדרלית שבה ניתן להכפיף גופים מוסדרים לרגולציה מדינתית או לרגולציה פדרלית, או במצבים שבהם קיימים גופי אסדרה בעלי סמכויות אסדרה חופפות. ראו, Steven A. Ramirez, *Depoliticizing Financial Regulation*, 41 Wm.&Mary L. Rev. 503, 534 (2000).

62 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידין (21.3.1962) א”מ ג/5707/10.

63 דו”ח ועדת ידין, לעיל ה”ש 19, בעמ’ 5.

64 לסקירה על מעמדו המרכזי של ידין בתהליכי החקיקה בשנים המעצבות של המשפט הישראלי ראו יורם שחר ”יומנו של אורי ידין” עיוני משפט טז 537 (1991).

65 דו”ח ועדת ידין, לעיל ה”ש 19, בעמ’ 5. נציגי הממשלה הנוספים בוועדה היו: ישראל גלי-עד (משרד המסחר והתעשייה), צבי דינשטיין (רשות ההשקעות), א’ לנראו (משרד האוצר) ויוסף מלביצקי (בנק ישראל). פרט לפושטר, שני הנציגים הנוספים בוועדה שלא השתייכו למשרד ממשלתי היו רואה החשבון ד”ר פ”ל מצגר ועו”ד מיכאל פירון.

66 טיוטת הצעת החוק נחתמה בחודש מרץ 1962, שהוא מועד תחילת ישיבות הוועדה. טיוטת הצעת חוק הנפקת ניירות ערך, התשכ”ב-1962 א”מ ג/5707/6.

באחת משיבות הוועדה בחודש מאי 1962⁶⁷ עלתה לדיון נרחב שאלת המבנה של גופי האסדרה שיוקמו בחוק החדש. בישיבה התחדדו פערי העמדות בין נציגי הבנקים פושטר לבין נציגי הפקידות הכלכלית בוועדה. פושטר ביטא את העמדה כי יש להותיר את מצב האסדרה דומה למצב הקיים, וליצור מנגנון של בחינה טכנית של תשקיפים על ידי פקידי האוצר ואישורם בוועדה הציבורית. פושטר התנגד להצעות שעלו במהלך הדיון לאמץ את מודל האסדרה האמריקני, המקנה את סמכויות האסדרה לגוף בירוקרטי פנים-ממשלתי. הוא נימק התנגדות זאת בכך שאמון הציבור ברשות ייפגע בשל העובדה שלמדינה יש אינטרס בשוק גם כמנפיקת ניירות ערך, ובנימוק שלגורמי השוק, שיהיו חברים בגוף הציבורי, יש ידע רב בתחום.

עמדת פושטר זכתה להתנגדות עזה מצד נציגי הממשלה, בתמיכת נציגי הציבור. נציגי האוצר ובנק ישראל, דינשטיין ומילוא, הציעו מפורשות "לשנות את הנוהג הקיים" ולהקים לשכה של פקידים שתטפל בבחינת ההצעות ובאישורן, ובצידה "מועצה מייעצת" לטיפול בהנחיות ובעקרונות, וכן ועדת עררים. גם נציגי הציבור מצגר ציין כי לטעמו הגוף צריך להיות "ממשלתי בהחלט", שכן "מפעלים לא ירצו לתת אינפורמציה סודית לגוף ציבורי שיהיה מורכב מאינטרסנטים". נציגי האוצר טענו כי הבעיות הנובעות מניגוד העניינים של הבנקים גוברות על הצורך במומחיותם, וציינו תלונות על כך שבעבר קיבלו תשקיפים של בנקים שהיו מיוצגים בוועדה יחס שונה מתשקיפים אחרים.⁶⁸

סיכומה של ישיבה זו היה כי תוקם נציבות מצומצמת של שלושה חברים, שלא יהיו בהכרח פקידי ממשלה, אך לא יהיו "אנשים מעוניינים", שתחזיק בסמכות של בחינת התשקיפים ואישורם. בצד הנציבות תוקם מועצה שתורכב מנציגי גופים שונים ותדון בעקרונות ובקביעת כללים, ותייעץ לנציבות בעניין התקנת תקנות.⁶⁹ סיכום ביניים ראשוני זה הדגים את עדיפות כוחם של נציגי האוצר על פני המגזר הבנקאי בוועדה. העברת סמכות האישור לידי נציבות שמקומם של הבנקים נפקד ממנה סימן סטייה מן המצב הקיים והסתת סמכויות חזרה לידי הפקידות הממשלתית.

הדיון על מאפייני הרשות המשיך בדיוניה הבאים של הוועדה. ביום 4.7.1962⁷⁰ התקיים דיון נוסף בשאלת "אופי הגוף המאשר (יחידה ממשלתית או לא)". הדעות בדיון זה נטו לעמדה

67 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (29.5.1962) א"מ ג/10/5707.

68 זגגי יצא גם הוא נגד הצעת פושטר, אך הציע מודל אחר של מועצה שיהיה בה רוב לפקידי ממשלה. זגגי ציין יחד עם זאת כי ניסיון הוועדה הראה שחבריה "שוקלים לפי שיקולים אובייקטיביים". גם מדבריו עלה תפקידה החשוב של הוועדה לניירות ערך במערך האסדרה הקיים. זגגי ציין כי אף שהוועדה לא אמורה הייתה לטפל בסוגיות שגרתיות או טכניות, כמעט בכל תשקיף התעוררה סוגיה שדרשה את התייחסותה.

69 הסתייגות לסיכום ביניים זה הועלתה על ידי נציגי משרד המסחר והתעשייה י' גל-עד בישיבת הוועדה מיום 13.6.1962. גל-עד, שלא נכח בישיבה הקודמת, ביקש לציין את עמדתו כי הנציבות המצומצמת צריכה לכלול גם נציגי ציבור, שכן פקידי האוצר חסרים את הניסיון המסחרי הנדרש לבחינה ולאישור של תשקיפים, וכן כיוון שייצוג נציגי ציבור בגוף המאשר תגביר את אמון הציבור. עם זאת, גל-עד אף הוא ציין כי רצוי שנציגי הציבור לא יהיו "אינטרסנטיים".

פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (13.6.1962) א"מ ג/10/5707.

70 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (4.7.1962) א"מ ג/10/5707.

שיש לתת לרשות סמכות לדרוש גילוי בתשקיף למידת הסיכון של ניירות הערך המוצעים, וסמכות לבטל את התשקיף כאשר מתגלה בו פגם מהותי. בשאלת סמכויות האכיפה שתינתנה לרשות הסכימו כל חברי הוועדה כי אין לתת לרשות סמכויות חקירה “משטרטיות”, אלא סמכויות בדיקה מצומצמות שתכלולנה זימון של עורכי התשקיף.

בחודש דצמבר 1962 ערכה הוועדה טיוטה ראשונה של סיכום מסקנותיה.⁷¹ סיכום המסקנות הציג נקודות מרכזיות הנוגעות למבנה ולסמכות הרשות שתוקם. ראשית, על פי הסיכום, הפיקוח על הנפקת ניירות ערך יופרד מהסמכויות הממשלתיות המשמשות מטרות אחרות, ושר האוצר יפעיל סמכויות אלה “ללא קשר פורמלי עם הגופים המוצעים על ידי הוועדה”. שנית, בהתאם לסיכום בישיבות הוועדה הקודמות, הסיכום הציג מודל דו-גופי של ועדה מצומצמת בת שלושה חברים ומועצה מייעצת בת 11 חברים. הוועדה המצומצמת תתמנה על ידי הממשלה בהמלצת שר האוצר, יושב הראש שלה יהיה עובד מדינה, ושני חבריה הנוספים לא יעסקו במסחר בניירות ערך. הסיכום קבע כי הוועדה תהיה “רשות מוסמכת” עצמאית בהפעלת סמכויותיה, אך תפעל במסגרת של אחד המשרדים הממשלתיים, וכי תהיינה לה סמכויות חקירה מצומצמות. המועצה המייעצת, על פי סיכום הביניים, תתמנה אף היא על ידי הממשלה בהמלצת שר האוצר ותהיה מורכבת מנציגי ציבור, ובהם נציגי הבנקים והבורסה, סוחרי ניירות ערך ואנשי מקצוע נוספים. ככל שיהיו בה עובדי מדינה, לא יעלה מספרם על מחצית.

גם לאחר סיכום הביניים נמשכו הדיונים בוועדה על מבנה הרשות. ביום 30.1.1963⁷² נערך דיון במבנה המועצה העתידית ובשיוכה המוסדי. זגגי טען שיו”ר המועצה חייב להיות עובד מדינה, ומרבית חברי הוועדה סברו שרצוי שתפקיד יושב הראש יהיה תפקיד שימולא במשרה מלאה. בסופו של דבר התקבלה הצעתו של נציג בנק ישראל מילוא שחבר מועצה אחד יועסק במשרה מלאה, חבר נוסף יהיה עובד מדינה או נציג בנק ישראל, והחבר השלישי יהיה נציג ציבור. בנוסף קבעה הוועדה כי יש לנסח באופן רחב את המגבלה המונעת ממי שעוסק בניירות ערך להיות חבר במועצה. כן נקבע כי כהונת החברים במועצה תהיה בת שלוש שנים, במדורג, כך שכל שנה יתחלף אחד החברים. גם שמה של הרשות החדשה, “רשות ניירות הערך”, הוסכם בישיבה זו. בצד מבנה זה של רשות אסדרה המצויה בתוך המנגנון הממשלתי ומסונפת אליו קבעו חברי הוועדה כי המועצה המייעצת, שאמורה הייתה לקום בהתאם למודל הדו-גופי שעליו דובר באותו שלב, תורכב לפחות במחציתה מנציגי ציבור. המגמה שאפיינה את החלטות הביניים של הוועדה, ושיקפה את הדומיננטיות של נציגי המנגנון הממשלתי בה, נמשכה ואף גברה. בישיבה מיום 13.2.1963 הציג נציג האוצר דינשטיין כי חברי הרשות יהיו עובדי מדינה, וכי יושב הראש יהיה איש משרד האוצר. דינשטיין אף הציג לבטל כליל את המועצה הציבורית. לאור הצעת דינשטיין החליטה הוועדה לדחות את גיבוש מסקנותיה בנושא עד להחלטה עקרונית בעניין מבנה הרשות. נושא נוסף, שבו ניכר היה שאף אנשי האוצר חלוקים ביניהם, היה שאלת אופי השיקולים שתוסמך הרשות לשקול. בעוד שאחדים מאנשי האוצר, בהובלת דינשטיין, סברו שאין להגביל את הרשות

71 טיוטה לסיכום – חלק ראשון (16.12.1962) א”מ ג/7/5707. מטרת הטיוטה הוצגה בפתח ישיבת הוועדה מיום 30.1.1963. פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (30.1.1963) א”מ ג/10/5707.

72 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידן (30.1.1963) א”מ ג/10/5707.

לשיקולים של גילוי בלבד, זגגי סבר כי יש להגביל את הסמכויות בחוק להבטחת גילוי מלא למשקיעים בלבד.

הישיבה המסכמת שעסקה במבנה הרשות וסמכויותיה נערכה ביום 18.3.1963.⁷³ יו"ר הוועדה ידין ביקש להציע מודל המסכם את הדעות שהושמעו בוועדה ולפיו תוקם רשות שתמנה חמישה חברים, בכללם שלושה עובדי מדינה או נציגי בנק ישראל ושני נציגי ציבור. יושב ראש הרשות יהיה מתוך עובדי המדינה. הצעת ידין לא התקבלה במלואה על ידי חברי הוועדה. זגגי סבר שהרשות צריכה למנות יותר מחמישה חברים, וכי יש לקבוע ששר האוצר הוא שימנה את חברי הרשות. ביחס להרכב הרשות סבר זגגי שלפחות מחצית מחברי הרשות צריכים להיות עובדי מדינה. גם בנושא הצורך במועצה ציבורית לא הייתה תמימות דעים. נציג הבנקים פושטר סבר שאין למנוע אפשרות להקים מועצה ציבורית. פקידי האוצר טענו שיש להסתפק בייצוג הציבורי ברשות עצמה, ואין צורך בגוף נוסף.

בסופו של דיון סיכמה הוועדה כי יומלץ להקים רשות שתהיה מורכבת מחמישה חברים שימונו על ידי שר האוצר, ושרוב חבריה יהיו עובדי מדינה. כן הומלץ למנוע מבעלי עניין העוסקים בניירות ערך לכהן ברשות, ולמנוע מחברי הרשות שהם עובדי מדינה לכהן כחברי הנהלה בחברות. לעניין המועצה, נקבע שאין צורך בשלב זה במועצה אך אין לשלול את הקמתה בשלב מאוחר יותר.

מבנה האסדרה שהוצע בשלב זה על ידי הוועדה היה של גוף ממשלתי בעל סמכויות אישור שממונו יהיו נציגי הבנקים מודרים, ומועצה ציבורית בעלת כוח מייעץ בלבד שעצם קיומה הושם בסימן שאלה. ניכר כי מודל זה ביקש להתרחק ממבנה האסדרה שהיה קיים באותה עת, ולהחליש במידה ניכרת את כוחו של המגזר הבנקאי במערך האסדרה.

(ב) דו"ח ועדת ידין

ההמלצות שהקנו את מרב השליטה ברשות החדשה לפקידות האוצר מצאו מקומן, כשינויים מסוימים, גם בדו"ח הסופי של הוועדה שפורסם לציבור. בדו"ח הומלץ שמבנה הרשות יהיה של מליאה בת שבעה חברים שימונו על ידי שר האוצר, רובם יהיו עובדי מדינה (ועובדי בנק ישראל) ומיעוטם נציגי ציבור. כן המליצה הוועדה להקים מנגנון של עובדי מדינה מומחים שישפיק שירותים לחברי הרשות. תקופת הכהונה ברשות, על פי המלצת הדו"ח, תעמוד על שלוש שנים.⁷⁴

אף על פי שנושא העצמאות של הרשות מן הגופים המוסדרים תפס מקום מכובד בדיוני הוועדה, דו"ח ועדת ידין התייחס אליו בצמצום. בדו"ח הוקדש אומנם פרק למעמדם של הבנקים בשוק ניירות הערך בישראל, אולם התייחסות זו לא עסקה במפורש בכוחם של הבנקים מול מוסדות האסדרה המדינתיים, ולא ציינה את חלקם של הבנקים בוועדה לניירות ערך. יחד עם זאת, בפרק העוסק בהרכב הרשות המליצה הוועדה במפורש שנציגי הציבור ברשות לא יהיו מי שעיסוקם בניירות ערך "בצורה כל שהיא". המלצה זו מייצגת שינוי

73 פרוטוקול ישיבה של ועדת ידין (18.3.1963) א"מ ג/5707/10.

74 הוועדה המליצה שהמינוי הראשון של חברי הרשות יהיה לתקופה של בין שנה לשלוש שנים כדי לאפשר המשכיות עבודת הוועדה לניירות ערך בתקופת פעולתה הראשונה של הרשות.

מהותי בהרכב נציגי הציבור ברשות האסדרה החדשה לעומת ההשתתפות הרומיננטית של נציגי הבנקים בוועדה לניירות ערך.

הדו"ח כלל גם המלצה להקים את הרשות במעמד של “רשות ממשלתית”, כלומר רשות הממוקמת מחוץ להיררכיה הבירוקרטית של משרדי הממשלה, ולא תחת אחריותו הישירה של משרד האוצר. בנוסף המליץ הדו"ח לעגן את עצמאותה של הרשות במפורש בחקיקה ולהקנות לה מעמד של “רשות מוסמכת” שתפעיל את סמכויותיה באופן עצמאי במסגרת הוראות החוק ומדיניות הממשלה. הרשות תרווח על פעולותיה לשר האוצר, ושר האוצר יהיה אחראי בפני הכנסת לפעולות הרשות.

ניכר כי בדו"ח הושם דגש על ההפרדה הנדרשת בין הרשות למשרד האוצר. הדו"ח הצביע על הצורך להגדיר את מטרת הרשות כהגנה על ציבור המשקיעים בלבד, והמליץ על תיאום מנהלי בלבד בין הרשות ושר האוצר בכל הנוגע להפעלת סמכויות הרשות וסמכויות הכוננת ההון של האוצר. מבחינה מבנית, הוועדה התייחסה במפורש לצורך ליצור את הרשות החדשה בנפרד ממנגנון האוצר. בדו"ח הוסבר שנוכח מעמדה המרכזי של המדינה בצד ההיצע של שוק ניירות הערך נדרשת הפרדה מבנית וארגונית של הרשות ממשרד האוצר, שתיצור “גוף בעל משקל, נסיון וידע שיגן הגנה אפקטיבית על המשקיע וידע לרכוש את אמון הציבור”. הוועדה אף המליצה שלא תהיה זכות ערר לשר האוצר על החלטות מנהליות של הרשות, ובכך חיזקה עוד יותר את הפרדתה של הרשות מן המנגנון הממשלתי.

גם בהיבט של הכוחות והסמכויות המוקנות לרשות שיקף הדו"ח גישה המקנה יתר עצמאות פוליטית לרשות. הדו"ח כלל המלצה להקנות לרשות סמכות התקנת תקנות שתהיינה כפופות לאישורו של שר האוצר.⁷⁵ כמו כן דן הדו"ח בהרחבה בהיקף הסמכויות העצמאיות שתינתנה לרשות לאישור תשקיפים, ונקבע בו שהרשות תהא רשאית לתת היתר באופן עצמאי לתשקיפים, וכן תהיה מוסמכת לדרוש מן המנפיק לכצע שינויים בפרטי התשקיף, אך תהיה מוגבלת בהפעלת סמכויותיה אלה רק לשקילת שיקולים הנוגעים לגילוי הנאות הניתן בתשקיף, ולא לשיקולים מהותיים של כדאיות ההנפקה והסיכון הטמון בה.⁷⁶ לעומת זאת, הוועדה נמנעה מלהמליץ בנושא של הקניית סמכויות פיקוח ובדיקה לרשות, והמליצה שלא להקנות לרשות סמכויות חקירה פלילית שתקננה לרשות אופי “משטרת” מדי.

ריכוז הממצאים ביחס לתהליך גיבוש המלצות ועדת ידין מלמד כי במסגרת דינוי הוועדה פעלו פקידי האוצר ויתר נציגי הממשלה באופן נמרץ על מנת להביא לכך שהמלצות הוועדה תשננה מן המצב הקיים בכל הנוגע למבנה האסדרה המדינתית בשוק ההון, ותחלשנה את מעמדו של המגזר הבנקאי במנגנון זה. לעומתם, נציגי המגזר הבנקאי ביקשו למנוע שינוי במבנה גוף האסדרה, ובהמשך תמכו במבנה שבו תתקיים מועצה ציבורית בעלת סמכות ממשית אשר בה יוכל להיות ייצוג גם לבנקים. גם כיוון זה נבלם על ידי הכוחות הפקידותיים שיוצגו בוועדה, ובסופו של התהליך לא כללו המלצות הוועדה הקמה של מועצה ציבורית כלל.

75 סעיף 250 לדו"ח ועדת ידין, לעיל ה"ש 19, בעמ' 50.

76 סעיפים 87-92 לדו"ח ועדת ידין, לעיל ה"ש 19, בעמ' 22-23. המלצה זו ניתנה על ידי הוועדה ברוב דעות, כאשר בדו"ח הוועדה צוין כי אחד מחבריה התנגד להמלצה וסבר שיש מקום להסמיך את הרשות לפסול תשקיפים גם על פי תנאיהם המהותיים.

ניכר, אפוא, שנעשה ניסיון לאזן בדו"ח המסכם בין העדפות פקידי האוצר ובין עמדותיהם של הנציגים האחרים, ולהתרחק מדרישת האוצר ליצור רשות שתהיה יחידה מסונפת למשרד. בהקשר זה יש לציין כי הממצאים מצביעים על כך שלמגזר הבנקאי היה ייצוג רחב יותר בדיוני הוועדה מעבר לתיעוד שהוצג לעיל. בצד נוכחותו של ד"ר פושטר כנציג בנק לאומי הופיעו בפני הוועדה, לקראת עריכת הדו"ח הסופי, נציג איגוד הבנקים וכן נציגי הבורסה.⁷⁷ הופעותיהם של שני ארגונים אלה, ששימשו כפלטפורמות לייצוג האינטרסים של המגזר הבנקאי, לא תועדו בפרוטוקולים של ישיבות הוועדה. ניתן לשער כי נציגי המגזר הבנקאי הציגו ביתר שאת את עמדתם ביחס לניתוק הרשות מהמנגנון הבירוקרטי של משרד האוצר. מסקנה זו יכולה להילמד הן מן העמדות שהציג נציג הבנקים בוועדה במהלך הדיונים, הן מתיעוד הופעת נציגי הבנקים במועדים מאוחרים יותר, במסגרת דיוני ועדת הכספים של הכנסת.

המלצות ועדת ידין ביחס למבנה הרשות היו הנדבך הראשון בתהליך של עיצוב האסדרה בשוק ניירות הערך. המאבק עבר הלאה לאתרים השונים שבהם התגבשה החקיקה, החל מן התהליכים הפנימיים במשרדי הממשלה לקראת גיבוש הצעת החוק, עבור בדיונים שנוהלו בוועדת המשנה של ועדת הכספים בכנסת, וכלה בדיוני המליאה בהצעות החוק השונות.

(ג) תזכיר האוצר

מעט לאחר פרסום דו"ח ועדת ידין הופץ על ידי משרד האוצר מסמך שכותרתו "תזכיר הצעת חוק ניירות ערך"⁷⁸. כפי הנראה הופץ תזכיר זה למעגל פנימי בלבד של נוגעים בדבר, שכן לא נמצא אזכור שלו בדברי החקיקה שפורסמו אחריו. מדובר בנוסח ראשוני של תזכיר הצעת חוק שעבר לעיונם של פקידי משרד המשפטים לקראת עריכת תזכיר חוק שיופץ בפומבי. מבחינות רבות שיקף תזכיר האוצר את המלצות ועדת ידין,⁷⁹ ולא כלל הסדרים מפורטים בנושאים שהוועדה השאירה להשלמה בחקיקה. אכן, אנשי משרד המשפטים שהגיבו לתזכיר

77 הופעתם של נציגי גורמים אלה תועדה בדברי הפתיחה של דו"ח ידין. דו"ח ועדת ידין, לעיל ה"ש 19, בעמ' 5. הממצאים מצביעים כי כבר מחודש ספטמבר 1962 פעל ידין להזמנת נציגי הבורסה ואיגוד הבנקים להופיע בפני הוועדה, אולם במשך חודשים מספר המתין לתשובת הגופים. רק ביום 18.4.1963 נמסרה תשובת הגופים הבנקאיים כי הם מבקשים להופיע בפני הוועדה, ומועד להופעתם נקבע לחודש מאי 1963, כאשר דו"ח הוועדה פורסם בחודש יוני של אותה שנה. ראו את המכתבים הבאים, אשר תועדו בתיקי ועדת ידין א"מ ג/5707: מכתב מיו"ר הבורסה, ד"ר ז' זאלהיימר, לאורי ידין, יו"ר ועדת ידין (28.10.1962); מכתב מידין ליו"ר איגוד הבנקים ד"ר ארנסט להמן (8.11.1962); מכתב מידין לזאלהיימר (4.4.1963); מזכר מידין לחברי הוועדה (18.4.1963); מכתב מידין ללהמן (28.4.1963).

78 תזכיר מיום 14.8.1963. א"מ ג/5707.

79 בתזכיר האוצר אומץ חלק ניכר מהמלצות ועדת ידין ביחס להרכב הרשות, וביחס למעמדה של הרשות כרשות מוסמכת. בצד זאת נקבעה בתזכיר האוצר הוראת עליונות לסמכות שר האוצר, ולפיה כל הצעה לציבור תהיה חייבת גם באישורו של השר, והוא יהיה רשאי לאסור על פרסום תשקיף או לאסור על פרסומו במועד מסוים אם יהיה סבור "שטובת המשק דורשת זאת".

האוצר ציינו כי לא ניתן להסתפק בניסוח הכללי והעמום שהוצע בתזכיר האוצר,⁸⁰ וכי נדרש למלא בתוכן את האמירות הכלליות בנוגע למעמדה של הרשות.⁸¹

2. הצעת חוק התשכ"ה והדיונים בוועדת הכספים

(א) הצעת חוק התשכ"ה

תהליך החקיקה נמשך בעבודה פנימית של משרד המשפטים ומשרד האוצר וזו הולידה, כשנה לאחר פרסום דו"ח ידין, הצעת חוק ממשלתית שהונחה על שולחן הכנסת (הצעת חוק התשכ"ה), והייתה המסמך החקיקתי הראשון שפורסם לציבור.

הסדרים בהצעת חוק התשכ"ה הוצגו על ידי הממשלה כאימוץ של המלצות ועדת ידין.⁸² עם זאת, קיימים הבדלים משמעותיים בין הצעת החוק והמלצות הוועדה. הרכב הרשות המוצע בהצעת חוק התשכ"ה תאם את המלצות ועדת ידין הן מבחינת מספר החברים, הן מבחינת הרוב שניתן לנציגי המדינה ברשות. בצד זאת נקבע הסדר שסטה מהמלצות הוועדה בכל הנוגע לתקופת הכהונה של חברי הרשות שהם עובדי מדינה או עובדי בנק ישראל (קרי רוב חברי הרשות). על פי הצעת החוק, משך הכהונה של חברי רשות אלה ייקבע על ידי שר האוצר, ואילו משך כהונת נציגי הציבור נקבע לתקופה קבועה של שלוש שנים. משמעות השינוי היא שלשר האוצר ניתנה סמכות להחליט על תקופת הכהונה של רוב חברי הרשות, באופן שמפחית במידה ניכרת את מידת העצמאות הפוליטית של הרשות בהיבט זה.

הצעת חוק התשכ"ה סטתה מהמלצות ועדת ידין בהיבטים נוספים הנוגעים לציור העצמאות הפוליטית. בניגוד להמלצתה המפורשת של הוועדה, הצעת חוק התשכ"ה לא עיגנה באופן פורמלי את מעמדה של רשות ניירות ערך כרשות מוסמכת ועצמאית. בנוסף, בהצעת החוק נקבעה עדיפות היררכית, עד כדי זכות וטו, לשר האוצר ולשיקולי המדיניות הכלכלית, על פני השיקולים של הגנת המשקיעים ועל פני סמכויות הרשות. לשר האוצר ניתנה סמכות לאסור הנפקה של ניירות ערך אם לדעתו ההצעה היא בניגוד למדיניות הכלכלית של הממשלה,⁸³ והובהר שסמכות זו נתונה לשר ולא לרשות שכן היא חורגת מסמכויות הרשות.⁸⁴ בהיבט הסמכויות, בעוד שהצעת חוק התשכ"ה אימצה את המלצות ועדת ידין בנוגע להקניית סמכויות עצמאיות לרשות למתן היתר לפרסום תשקיף, ההצעה סטתה מהמלצות הוועדה בנקודה המשמעותית של סמכות התקנת תקנות, וקבעה כי סמכות זאת תינתן לשר

80 מכתב מזאב שר, הממונה על החקיקה הפיסקלית במשרד המשפטים, ליועץ המשפטי לאוצר (מתאריך לא ידוע) א"מ ג/5707.

81 שר סבר כי יש מקום להוסיף הוראות שתבהרנה כי קיימת אי תלות של הרשות בשיקוליה; שתפרטנה את תנאי הכשירות של חבריה, שכרם וסמכויותיהם; שתסדרנה את "זרוע הביצוע" של הרשות ואת נהליה הפנימיים ותקבענה את סמכותה לגבות אגרות. שם, בעמ' 2.

82 דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך, התשכ"ה-1964, 11 (להלן: דברי הסבר להצעת חוק התשכ"ה); דברי שר האוצר פנחס ספיר עם הבאת הצעת החוק לקריאה ראשונה. ד"כ 13.10.1964, 40.

83 סעיף 51(א) להצעת חוק התשכ"ה קבע כי כל הצעת ניירות ערך לציבור טעונה אישור שר האוצר או מי שנתמנה על ידיו, אולם סעיף 51(ג) קבע כי השר חייב לאשר הנפקה זולת אם היא אינה תואמת את המדיניות הכלכלית של הממשלה מבחינת תנאיה או זמנה.

84 דברי הסבר להצעת חוק התשכ"ה, 12.

האוצר ולא לרשות.⁸⁵ יתרה מזאת, פרט לתקנות הנוגעות לפרטים הנדרשים בתשקיף, שלגביהן נקבעה בהצעת החוק חובת התייעצות של השר עם הרשות, ביתר העניינים הנוגעים לכיצוע החוק ניתנה הסמכות להתקין תקנות באופן בלעדי לשר.

בציר העצמאות מגופים מפוקחים קבעה הצעת חוק התשכ"ה איסור על חברי רשות ועובדים הממלאים תפקיד אחראי בעבודתה לסחור במישרין או בעקיפין בניירות ערך לחשבונם.⁸⁶ משמעות הדבר היא שבניגוד להמלצות ועדת ידן לא הוטלה מגבלה גורפת על השתתפות של נציגי בנקים כנציגי ציבור בוועדה.

הצעת חוק התשכ"ה הובאה לקריאה ראשונה במושב הכנסת החמישית וספגה ביקורת רבה בעת הדיונים במליאה, בעיקר מצד סיעות האופוזיציה. עיקר הדיון נסב על סוגיית עיצובה של הרשות החדשה ועצמאותה,⁸⁷ ובסיום הדיונים במליאה ציין שר האוצר ספיר כי "הציר המרכזי סביבו נסב הויכוח על הצעת חוק ניירות־הערך היה בעיקר: הרכבה של הרשות לניירות־ערך, סמכויותיה ותפקידיה".

(ב) הדיונים בוועדת הכספים

חרף התנגדויות האופוזיציה במליאה אושרה הצעת חוק התשכ"ה בקריאה ראשונה והועברה לדיון בוועדת הכספים, שם נדונה בוועדת משנה מיוחדת שהוקמה לצורך כך במהלך כהונת הכנסת החמישית והשישית.⁸⁸ ועדת המשנה הייתה מורכבת מרוב של נציגי הקואליציה.⁸⁹

85 עיף 57 להצעת חוק התשכ"ה.

86 עיף 12 להצעת חוק התשכ"ה.

87 כך, בישיבה מיום 26.10.1964 אמר חה"כ יוחנן בדר: "...לא הרכב הרשות ולא סמכויותיה יש להם קשר כל־שהו עם מטרה מוצהרת זו, משום שסמכויות הרשות הן בעצם פורמליות; הרכבה הוא כזה שקודם כל ישמור על האינטרסים של שני אינטרסנטים גדולים – הבנקים והממשלה". חה"כ שלמה פרלשטיין, אף הוא חבר גח"ל, עמד על כך שהרכב הרשות מקנה לשר האוצר שליטה מוחלטת ברשות והציע שיושב הראש יהיה אדם ניטרלי, או שמינוי חברי הרשות יהיה כפוף לאישור ועדת הכספים של הכנסת. חה"כ פרלשטיין אף ציין שכל סמכויותיה של הרשות כפופות לזכות וטו של שר האוצר, ושהצעת החוק הופכת את הרשות למעשה ל"זרוע מבצעת של האוצר". חה"כ חיים צדוק העלה את השאלה אם ההגבלה על מסחר בניירות ערך המוטלת על חברי הרשות צריכה להיקרא גם כמגבילה מכהונה את נציגי הבנקים. בהקשר זה ציין צדוק כי "איני יכול להתעלם מהקושי שאם יאסרו איסור זה, כפי שצריך לאסור אותו בכל חומרת הדין, יהיה קשה למצוא אנשים שיהיה להם הידע הדרוש והניסיון הדרוש ושהיו מוכנים להיות חברי הרשות". ד"כ 26.10.1964, 142-148.

88 דיוניה של ועדת המשנה החלו בכנסת החמישית, אך עיקרם התקיים בכנסת השישית לאחר שהוחל על הצעת החוק דין רציפות. למעשה החלה ועדת הכספים במושב הכנסת השישית לדון בהצעת החוק מההתחלה, ועברה גם על סעיפים שכבר נדונו בוועדה בכנסת החמישית, בהתאם להחלטת יו"ר הוועדה בדיון מיום 10.7.1967. פרוטוקול ועדת המשנה, לעיל ה"ש 47.

89 נציגי הקואליציה בוועדה במהלך דיוני הכנסת החמישית היו ישראל גורי, שכיחן גם כראש ועדת הכספים, מרדכי בנטוב ורחל צברי מטעם מפא"י; שלמה ישראל בן מאיר (מפד"ל); ומשה כרמל (אחדות העבודה). את האופוזיציה ייצגו שני חברי הכנסת מגח"ל, שהיו גורמים פעילים ביותר גם בדיונים לקראת ההצבעה בקריאה ראשונה על הצעת החוק, יוחנן בדר ושמעון פרלשטיין;

בצד אלה בלט בנוכחותו בדיוני הוועדה חבר הכנסת יוחנן בדר מגח⁹⁰, שקידם עמדות ייחודיות שתיווכו במידת־מה בין האינטרסים הנוגדים של נציגי האוצר ונציגי המגזר הבנקאי. אירוע חשוב בתהליך היה הופעתם של נציגי המגזר הבנקאי בפני הוועדה, בכובעם כנציגי הבורסה לניירות ערך.⁹⁰ נציגים אלה כללו את ד”ר ארנסט להמן, מנכ”ל בנק לאומי, חיים בורלא, מנכ”ל בנק דיסקונט, וישראל קרוא, מנהל הבורסה. העמדות שביטאו בישיבה הן העדות הישירה החזקה ביותר להעדפות של הבנקים כקבוצת אינטרס מרכזית ביחס למבנה האסדרה המדינתי של השוק.

עם פתח דבריו בוועדה ביקר להמן את הצעת חוק התשכ”ה מבחינת אופייה המוצע של הרשות. להמן טען כי הצעת חוק התשכ”ה יוצרת רשות שהיא ”מעין מחלקה של משרד האוצר” וציין כי ”בניגוד להצעת החוק חשבנו כי רצוי להקים את הרשות לניירות ערך כרשות ממלכתית שהיא יותר אוטונומית מזו שמציע החוק”. להמן הבהיר כי לעמדת הבנקים צריכה להיות הפרדה ברורה בין האינטרס המשקי שמוביל משרד האוצר לבין האינטרסים שהרשות מגינה עליהם, כדי להבטיח ”שהרשות לא תטפל בשום שאלה, הנובעת מהפוליטיקה הכלכלית של האוצר”. להמן הצביע על כך שהצעת החוק סוטה מהמלצות ועדת ידן באופן מהותי, ומייצגת את עמדת האוצר באופן מוחלט.⁹¹

בהמשך הדיון הציג קרוא את השינויים שביקשו הבנקים להכניס במבנה הרשות.⁹² שינויים אלה התייחסו להיבטים המרכזיים של עצמאותה הפוליטית של הרשות: מתן סמכות התקנת תקנות; הכפפת הבורסה לפיקוח הרשות; אישור מינוי יו”ר הרשות על ידי ועדה ציבורית; איזון בין נציגי הממשלה ונציגי הציבור; וניהול עצמאי של תקציב הרשות.

תיעוד ישיבות הוועדה מעלה כי חבריה קיימו בינם לבין עצמם דיון ער ומעמיק בהיבטים השונים של עצמאות הרשות במהלך כל עבודת הוועדה, וכי לעמדות הבנקים המצדדות ביצירת רשות עצמאית מבחינה פוליטית נמצאו שותפים גם מקרב כוחות פוליטיים שונים.

הרכב הרשות

היבט מרכזי בדיוני ועדת המשנה היה הרכבה של הרשות. ההסדר שהוצע בהצעת חוק התשכ”ה, שהקנה רוב לעובדי מדינה, עורר התנגדות עזה בקרב חלק מחברי הוועדה.

ועדת המשנה בכנסת השישית כללה את חבר הכנסת ישראל קרגמן, שכיהן כיו”ר הוועדה, ולצידו חברי הכנסת משה ברעם, ויקטור שם־טוב וזאב צור (שהוחלף על ידי עמוס דגני לאחר התפטרותו מן הכנסת), מטעם הקואליציה, ויוחנן בדר וש”ז אברמוב (גח”ל) מן האופוזיציה.

90 פרוטוקול ועדת המשנה, לעיל ה”ש 57.

91 ”יש פה אפוא שתי קונצפציות העומדות אחת כנגד השניה: האחת – של האוצר, והיא באה לידי ביטוי במבנה טיוטת החוק; השניה – זו שהסברתי”. להמן אף טען שהערוב בין האינטרסים המשקיים של האוצר וסמכויות האסדרה שלו בשוק ניירות הערך הובילו לכך שהבורסה רשמה ניירות ערך על פי דרישת האוצר, אף שידעה כי ”לא רצוי לרשמן”. לטענת להמן, ”אילו עמדה רשות בינינו ובין האוצר, לא היה הרישום מתבצע”. זגגי התנגד לדברים אלה וטען כי מעולם לא כפה האוצר על הבורסה לרשום ניירות ערך למסחר, וכי לבורסה הייתה יכולת לסרב לבקשות האוצר.

92 מדברי קרוא עולה כי טרם הדיון הגישו נציגי הבנקים לוועדה מסמך המרכז את הסתייגויותיהם. מסמך זה לא נמצא במסגרת החומר הארכיוני שנאסף.

ישיבתה הראשונה של ועדת המשנה, בינואר 1965, נפתחה בדיון על אודות מבנה הרשות כפי שהוצג בהצעת החוק.⁹³ בדר, שהוביל את ההתנגדות בנושא זה, טען שהרכב הרשות המוצע הפך אותה הלכה למעשה לגוף שעצמאותו מוגבלת, שלא יוכל להגן על אינטרס המשקיעים נוכח ניגודי העניינים של חבריו.⁹⁴

החשש מפני מעורבות המגזר הבנקאי ברשות, והמסקנה שיש לשנות את ההסדר הנוגע להרכב הרשות, אפיינו את עמדות כל חברי הוועדה. עם זאת, הדעות נחלקו בשאלה אם יש להקנות לשר האוצר סמכות שיקול דעת רחבה ביחס להרכב הרשות, או להגביל את השתתפות הבנקאים בחקיקה.⁹⁵ דווקא זגני, שהשתתף בדיונים, הביע עמדה מתונה לגבי אפשרות השתתפותם של נציגי הבנקים ברשות, בנימוק שמומחיותם בתחום נדרשת לצורך ביצוע סמכויות הרשות. עם זאת, לעמדתו ייצוג זה צריך להיות מצומצם בהרכב לעומת המצב הקיים.⁹⁶

לאחר הדיונים הראשונים על הרכב הרשות הונח בשלהי שנת 1967⁹⁷ נוסח פנימי מעודכן של הצעת חוק שבו בוטל הרוכב לעובדי המדינה בהרכב הרשות, ונקבע כי חברי הרשות יהיו "קצתם מקרב הציבור וקצתם מקרב עובדי המדינה לרבות עובדי בנק ישראל". נוסח זה, שמצא דרכו גם להצעת החוק שהוגשה לקריאה שנייה ושלישית, העלה שוב הסתייגויות של חלק מחברי הוועדה, מחשש שהניסוח המוצע יביא לכך ששר האוצר ימנה רוב לעובדי המדינה ואז תהיה הרשות שוב "מחלקה ממשלתית".⁹⁸

93 ישיבת ועדת המשנה מיום 14.1.1965, לעיל ה"ש 47.

94 בדר הסביר כי הוא "חבר בוועדת משנה של בנק ישראל בה לא צריכים לשבת בנקאים וככל זאת הם יושבים. אין צורך בחוש מיוחד כדי לראות שבנקאי אחד רגיש לאינטרסים של הבנק שלו". בהמשך הדיון ציין בדר כי הוא "יודע שבנקים מתנגדים לאמיסיה מסוימת, לא משום שהם רוכשים או אינם רוכשים אותה אלא משום שהיא עלולה להתחרות באמיסיה אחרת, ובוזה הם שרירותיים לגמרי". מנגד ציין בדר כי "אינני חושב שההרכב המוצע של הרשות מבטיח שהיא תראה בתפקידה היחיד לשמור על האינטרסים של ציבור המשקיעים. חזקה על שר האוצר שהוא רגיש לאינטרסים של ציבור המשקיעים. אבל שר האוצר, מתוקף תפקידו, רגיש גם לאינטרסים אחרים".

95 בנטוב סבר שיש לקבוע בחוק את המגבלה על נציגי הבנקים מלכהן ברשות. בנטוב נימק עמדה זו בכך שאינו יודע אם שר האוצר יוכל לעמוד בלחצים השונים, וסבר כי "אנו, כוועדה פרלמנטרית, נוכל לעמוד בכך יותר מאשר שר האוצר, שמוכרח להיפגש יום יום עם אנשים אלה". בדומה סבר בנטוב שיש לעגן בחוק רוב לעובדי המדינה בין חברי הוועדה על מנת לצמצם את שיקול דעתו של שר האוצר.

96 זגני תיאר בוועדה את הביקורת שהביע יו"ר ה-SEC (Securities and Exchange Commission) – הוועדה לניירות ערך ולבורסות של ארצות הברית) לגבי מעורבות הבנקים בישראל במסחר בניירות ערך. בצד זאת אמר זגני כי "אף על פי שכוונת החוק היא שלא לשתף ברשות אנשים שיש להם אינטרסים צרים, איני רואה כיצד אפשר שלא לשתף ברשות אנשים בעלי ידיעה בעניינים אלה".

97 הנוסח המתוקן לא נמצא במקורות הארכיוניים, אך תוכנו נלמד מדברי החברים בוועדה, בפרוטוקול ועדת המשנה מיום 31.12.1967, לעיל ה"ש 23.

98 שם, בעמ' 3.

משך הכהונה

דיון מרכזי נוסף בוועדת המשנה נגע למשך כהונת חברי הרשות וסמכות שר האוצר למנותם ולהחליפם. ההסדר שהוצג בהצעת חוק התשכ”ה, שבו ניתנה לשר האוצר אפשרות לקבוע את משך כהונתם של חברי הרשות מטעם המדינה, זכה לביקורת מצד חברי הוועדה. הביקורת החריפה על ההצעה הגיעה שוב מכיוונו של בדר, שהביא לקדמת הבימה את המשמעויות הגלומות במתן יתר כוח לנציגי הממשלה בהשפעה על התנהלות הרשות. בדר הצביע על כך שההסדר המוצע נותן לשר האוצר כוח לשלוט למעשה ברשות.⁹⁹ ברוח דומה התנגד בדר גם להסדר שלפיו כהונת עובד מדינה ברשות תפקע אם יחדל להיות עובד מדינה. בתגובה לדברי בדר אמר זגני כי יהיה מוכן לקציבת כהונתם של כל חברי הרשות בכפוף למתן סמכות לשר האוצר להעביר חבר מכהונתו, אם יראה צורך בכך. מדברים אלה עולה בבירור כי למתנגדים ולמצדדים הייתה ברורה היטב משמעות מתן סמכות לשר האוצר לקבוע את תקופת מינוי חברי הרשות מבחינת יכולת השליטה של משרד האוצר על פעילותה של הרשות.

עצמאות מבנית וניהולית

היבט העצמאות הניהולית של הרשות והסתמכותה על שירותים מקצועיים ממשלתיים עלה אף הוא פעמים מספר לדיון בוועדה. בדיון הראשון של מושב הוועדה בכנסת השישית נדונה שאלת השכר של חברי הרשות.¹⁰⁰ בתגובה לשאלת חברי כנסת מדוע שכרם של חברי הרשות אינו מוסדר בחוק, הסבירו נציגי האוצר שחברי הרשות לא יקבלו שכר עבור עבודתם ברשות שכן הם מקבלים משכורת ממקורות אחרים, וכיוון שלא צפויה כמות גדולה של תשקיפים לאישור באופן שוטף.¹⁰¹ בניגוד לעמדת האוצר סברו מרבית חברי הוועדה שיש לקבוע כי לפחות יושב ראש הרשות יקדיש את כל זמנו לעבודה ברשות בתמורה לשכר. חבר הכנסת אברמוב אף הסתייג מן העובדה שהרשות אמורה להסתמך על כוח האדם של משרד האוצר, והציע כי תהיה לרשות סמכות להחליט על העסקת עובדים אם תראה צורך בכך. היבט חשוב נוסף שפותח בדיוני הוועדה נגע למבנה המשפטי והתקציבי של הרשות החדשה. באחד מדיוני הוועדה¹⁰² הוצגו על ידי נציג משרד המשפטים, ד”ר ידין, הסדרים שלא נכללו בהצעת חוק התשכ”ה. על פי הצעת ידין הרשות תהיה תאגיד כשר לכל חובה, זכות ופעולה משפטית; תנהל תקציב שיובא לאישור שר האוצר וועדת הכספים ותבוקר על ידי מפקח המדינה.¹⁰³ ידין ציין כי לאור העובדה שהרשות תעסיק עובדים משלה, היא תצטרך “לקבל את האביזרים של גוף העומד ברשות עצמו”.

99 שם, בעמ’ 6: “לשר האוצר יש לא רק השפעה על מינוי חברי הרשות, אלא יש לו שליטה על הרשות כל זמן שהיא קיימת; כי הוא יכול בכל רגע להחליף את חברי הרשות. דבר זה יש לו הצדקה במינהל מקרקעי ישראל, כי הוא ממונה על ביצוע המדיניות הקרקעית של המדינה, אבל רשות ניירות ערך אינה ממונה על ביצוע מדיניות של הממשלה; אלא על שמירת האינטרסים של צבור המשקיעים...”

100 ישיבת ועדת המשנה מיום 10.7.1967, לעיל ה”ש 47.

101 שם, בעמ’ 2.

102 ישיבת ועדת המשנה מיום 31.12.1967, לעיל ה”ש 23.

103 שם, בעמ’ 6. הסדרים אלה מצאו את מקומם בהצעת החוק שהובאה לקריאה שנייה ושלישית ובחוק שהתקבל בסעיפים 8 עד 11.

הצעתו של ידין ספגה ביקורת מכמה כיוונים בוועדה. חבר הכנסת בדר גרס כי הרשות אינה צריכה להיות תאגיד אלא רשות במסגרת האוצר על מנת שלא ליצור גוף מרובה הוצאות, שלא תהיינה מוצדקות נוכח היקף העבודה הצפוי של הרשות. יושב ראש הוועדה קרגמן גרס לעומתו שאם מטרת החוק היא ליצור רשות עצמאית, יש לבנות אותה ככזו גם מבחינה מבנית. בדומה טען חבר הכנסת אברמוב כי הענקת מעמד של תאגיד לרשות היא "אחת הצורות של שכנוע הקהל והמשקיעים, אפילו אם יהיו שנים-שלושה פקידים מיותרים".

ההגבלות על חברי רשות

גם שאלת ההגבלות שתוטלנה על חברי הרשות עלתה במלוא תוקפה בישיבות הוועדה. בישיבה שבה עלתה הסוגיה לראשונה¹⁰⁴ הציעו חברי כנסת אחדים להרחיב את המגבלה המוצעת לא רק למסחר בניירות ערך לחשבון חבר הרשות, אלא למסחר באופן כללי. מטרתה המוצהרת של ההרחבה הייתה למנוע מבנקאים "לטפל בענייני ניירות ערך". אף שבמהלך הדיונים הוצע גם מודל מתון יותר שייגביל חברי רשות המשקיעים בניירות ערך מלהשתתף בדיונים על אודות ניירות ערך שיש להם בהם אינטרס, בתום הדיון התקבלה ההחלטה למנוע באופן גורף נציגות של גורמים העוסקים במסחר בניירות ערך. מדובר בשינוי מהותי ביותר מלשונה המקורית של הצעת חוק התשכ"ה, שהדיר באופן מוחלט את נציגי המגזר הבנקאי מחברות בגוף האסדרה המדינתי החדש.

סמכות התקנת תקנות

בישיבות הוועדה נדונה גם סוגיית סמכותה של הרשות להתקין תקנות לצורך ביצועו של החוק.¹⁰⁵ בדיון גרס חבר הכנסת אברמוב כי יש לשנות את המנגנון המוצע בהצעת החוק ולקבוע כי הרשות תהיה מוסמכת לקבוע את התקנות באישור השר. עמדה זו זכתה לתמיכה של יו"ר הוועדה קרגמן. דווקא בדר, שעמדתי שיקפו בדרך כלל נטייה ליתר עצמאות פוליטית של הרשות, התנגד להענקת סמכויות תקינה עצמאיות לרשות, בנימוק שהסמכות להתקין תקנות צריכה להישאר בידי הגורמים המחוקקים. נוכח דברים אלה הציע קרגמן נוסחת פשרה שלפיה ייקבע כי שר האוצר יתקין את התקנות בהתייעצות עם הרשות.

דיון נוסף בשאלת סמכותה של הרשות להתקין תקנות התקיים בישיבה מיום 1.1.1968.¹⁰⁶ בישיבה זו תמך נציג משרד המשפטים ידין בהענקת סמכות התקנת תקנות לרשות. כזכור, גם נציגי הבנקים שהופיעו בפני הוועדה תמכו בעמדה זאת. בסופו של הדיון הציע ידין חלופת ביניים שלפיה יתקין השר תקנות על פי הצעת הרשות או בהתייעצות עימה, והתקנות תהיינה כפופות לאישור ועדת הכספים. הצעה זאת לא זכתה לתמיכה מצד חברי הוועדה, ונוכח העמדות השונות הוחלט להעביר את הדיון בסוגיה לקריאה שנייה במליאה.

סדר קדימות האישורים ביחס לסמכויות שר האוצר

ועדת המשנה דנה בסוגיה מרכזית נוספת הנוגעת לעצמאות הרשות, והיא היחס בין סמכות שר האוצר לאשר פרסומה של הצעה לציבור וסמכויות הרשות לאשר את התשיקף של אותה

104 ישיבת ועדת המשנה מיום 10.7.1967, לעיל ה"ש 47.

105 ישיבת ועדת המשנה מיום 26.11.1967. פרוטוקול ועדת המשנה (26.11.1967) א"מ כ/182/6.

106 פרוטוקול דיון ועדת המשנה (1.1.1968) א"מ כ/182/6.

הצעה.¹⁰⁷ מרב חברי הוועדה, ובראשם נציגי הקואליציה, עמדו בתוקף על כך שיש לתת לממשלה סמכות להכווין את סדר ההצעות לציבור בהתאם למדיניות הכלכלית. מולם טענו אברמוב וברד כי תנאי ההצעה עצמם אינם צריכים להיות כפופים לאישורו של שר האוצר באופן שיאפשר לו לצמצם את התחרות למדינה בצד ההיצע של ניירות הערך.¹⁰⁸ בדר הצביע על כך שלמנפיק אין דרך לדעת אם עליו לפנות קודם לאישור השר ואחר כך לאישור הרשות או להפך, וטען כי תיאום, ולו מנהלי, של הרשות עם האוצר יפגום בשיקול הדעת העצמאי של הרשות.¹⁰⁹

בהתייחס לביקורת הבהיר זגני שליטתו אישור שר האוצר צריך להינתן קודם לאישור הרשות, על בסיס המדיניות הממשלתית, וכי לרשות ממילא לא תינתן סמכות לפסול הצעה לציבור על בסיס תנאיה. זגני אף חשף שגם הוועדה לניירות ערך בראשותו נוהגת לתאם עם שר האוצר את הטיפול בתשקיפים ובסדרם.¹¹⁰

עמדת האוצר לא התקבלה על דעת חברי הוועדה. חבר הכנסת בן מאיר הציע ששר האוצר ימסור לרשות את עיקרי המדיניות הכלכלית, והיא תקבע כללים לאישור בהתאם למדיניות הממשלה. גם חבר הכנסת דגני התנגד לעמדה שהביע זגני והעמיד את דבריו על הנימוק שמתן סמכויות אישור רחבות לאוצר עלול לרוקן מתוכן את תכלית החקיקה החדשה, של עידוד הבורסה כאפיק יעיל לגיוס הון, שכן מתן סמכות רחבה לאוצר לפסול תשקיפים יעורר חשד אצל מנפיקים פרטיים פוטנציאליים וירחיק אותם משוק ניירות הערך. עמדת משרד המשפטים בסוגיה הייתה שיש לעגן בחוק גם את סמכות שר האוצר לאשר הצעות לציבור בהתאם לשיקולי מדיניות כלכלית. נטען כי ניתן לבטל את החשש מפני הפעלה רחבה או מגמתית של סמכות זו באמצעות הביקורת השיפוטית על החלטות שר האוצר, ובאמצעות סעיף הקובע כי שר האוצר רשאי לסרב לפרסום תשקיף רק אם התשקיף מנוגד למדיניות הכלכלית.¹¹¹

107 ישיבת ועדת המשנה מיום 18.6.1968. פרוטוקול ועדת המשנה (18.6.1968) א”מ כ/182/6.

108 שם, שם: ”מה ששייך לתנאי האמיסיה, זה איננו שייך למדיניות כלכלית. מותר להתחרות בממשלה. לא יתכן שהממשלה תאמר שאמיסיה זאת מתחרה בה. זה לא ניגוד למדיניות הכלכלית... המושג של ’מדיניות כלכלית’ מוגבל לדעתי. אם בתקופה מסוימת יש אקספנציה כלכלית, יש מחסור בעובדים והממשלה סבורה שצריך להקטין זאת – זה נכנס לתחום המדיניות הכלכלית. בכל מקום שאמיסיה מסוימת מהווה תחרות לממשלה, זה לא מדיניות כלכלית.”

109 שם, שם: ”משא ומתן בין השר לבין הרשות בשלב זה של בדיקת ההצעה ואישורה הוא דבר פסול. הם לא יכולים לשאול את השר אם הוא יאשר או לא. זה משנה לגמרי את מבנה הרשות.” גם חובת ההנמקה שנקבעה בסעיף המוצע לא סיפקה את בדר שכן ”כל הנמקה במקרה זה חשודה בכך ששר האוצר הוא אינטרסנט, לא מבחינה כללית של טובת המדינה והמשק, אלא בתור מוציא ניירות ערך בעצמו. זה אינטרס מתחרה.”

110 שם, שם. על החשיבות שראו פקידי האוצר למתן עדיפות לאישור שר האוצר להצעה ניתן ללמוד גם מתגובתו של נציג נוסף של האוצר בוועדה, קטרון, להצעת חבר הכנסת שם-טוב כי סירוב של השר להצעה יהיה טעון אישור ועדת הכספים. קטרון פסל הצעה זו באמירה ”בשום פנים ואופן” (שם, בעמ’ 7).

3. הצעת חוק התשכ"ח

ועדת המשנה של ועדת הכספים סיימה את דיוניה על נוסח הצעת חוק ניירות ערך בחודש יוני 1968. ביום 14.8.1968, כארבע שנים לאחר שפורסמה הצעת חוק התשכ"ה, הובא נוסח החוק לקריאה שנייה ושלישית במליאת הכנסת.¹¹² בפתח הדיון במליאה, שהיה קצר ותמציתי, הציג יושב ראש ועדת הכספים קרגמן את עיקרי השינויים בהצעה, תוך שהוא מציין כי הצעת חוק התשכ"ח מבוססת במידה רבה על המלצות ועדת דיון, ובחלק מן הנקודות אף תואמת המלצות אלה יותר מהצעת חוק התשכ"ה.¹¹³ לאחר דיון קצר התקבלה הצעת החוק במלואה ונחקק חוק ניירות ערך. כך נוצר המצע החוקי להקמתה של רשות ניירות ערך כרשות האסדרה המדינתית של שוק ניירות הערך בישראל.

שינוי מרכזי בהצעת חוק התשכ"ח לעומת המלצות ועדת דיון והצעת חוק התשכ"ה נגע להרכב הרשות. בהצעת חוק התשכ"ח אומץ הנוסח שהוצע על ידי משרד המשפטים במהלך דיוני ועדת הכספים, ובוטלה דרישת הרוב של עובדי המדינה מבין חברי הרשות. בנוסף, חזרה הצעת חוק התשכ"ח לנוסח המוצע של ועדת דיון שלפיו תקופת הכהונה של חברי הרשות תהא קבועה למשך שלוש שנים, וביטלה את ההסדר ששר האוצר יוכל לקבוע את תקופת כהונתם של החברים עובדי המדינה.¹¹⁴

על אף הדיונים הערים בוועדת הכספים בנושא סמכות התקנת התקנות, לא סתתה הצעת חוק התשכ"ח מן ההסדר שנקבע בהצעת חוק התשכ"ה, והותירה את סמכות התקינה בידי שר האוצר. יחד עם זאת, ההצעה קבעה כי השר יהיה חייב בהתייעצות עם הרשות בהתקנת תקנות לפי החוק, וכי התקנות תהיינה כפופות לאישור ועדת הכספים של הכנסת.¹¹⁵ בנוסף, הצעת חוק התשכ"ח הקנתה אפשרות לרשות לפנות לשר בבקשה להתקנת תקנות הנוגעות לפרטי תשקיף ולפרטי דו"חות,¹¹⁶ וסמכות לפרסם כללים בדבר סדרי טיפול בבקשות להתיר פרסום תשקיפים, באישור שר האוצר.

היבט נוסף שנותר על כנו מהצעת חוק התשכ"ה הוא קדימות סמכות האישור של שר האוצר להצעות לציבור על פני סמכויות הרשות. הצעת חוק התשכ"ח חידדה את סדר הקדימות, וקבעה כי הרשות לא תיתן היתר לתשקיף לפני שהתקבל אישור שר האוצר לפרסומו.¹¹⁷ בצד אלה, כפי שהוצג במסגרת דיוני ועדת הכספים, נוספו להצעת החוק התשכ"ח הסדרים שלא פורטו בהצעות חוק קודמות, ועיגנו את מעמדה המשפטי והארגוני של הרשות. נוסח החוק המעודכן קבע כי הרשות תהא רשאית להעסיק סגל של עובדים על פי תקן שיאושר על ידי שר האוצר, וכי תנאי העבודה של עובדים אלה יהיה כשל עובדי מדינה. בנוסף נקבע כי הרשות תגיש הצעת תקציב שנתי שתהא טעונה אישור של שר האוצר ושל ועדת הכספים של הכנסת. כן ניתנה אפשרות להתקין תקנות גם ביחס לאגרות שהרשות תהא רשאית לגבות

112 הצעת חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ד"כ 14.8.1968, 3370 (להלן: הצעת חוק התשכ"ח).

113 שם.

114 סעיף 4 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: החוק).

115 סעיף 56 לחוק.

116 סעיפים 16(א) ו-36 לחוק.

117 סעיף 39 לחוק.

מן הגופים המוסדרים על ידה. עם זאת, החוק לא קבע אם אגרות אלה תשמנה לצרכיה הפנימיים של הרשות או תופנה לאוצר המדינה.

בהיבט של עצמאות מגופים מפוקחים, הצעת חוק התשכ”ח חסמה הלכה למעשה את יכולתם של נציגי המגזר הבנקאי לכהן כחברים ברשות, לעומת הנוסח שהוצע בהצעת חוק התשכ”ה. הצעת חוק התשכ”ח קבעה איסור כהונה כחבר הרשות על מי שהוא חבר בבורסה לניירות ערך, עוסק במסחר בניירות ערך אם על חשבונו ואם על חשבון אחרים, או מועסק בגוף העונה על אחד התנאים האמורים.

מאמציהם של הבנקים להנכיח את עמדותיהם בתהליך החקיקה לא פסקו גם בהקשר של הצעת חוק התשכ”ח והבאתה למליאת הכנסת. ממש בסמוך לדיון במליאת הכנסת שלח ד”ר להמן, מנכ”ל בנק לאומי ויו”ר הבורסה ואיגוד הבנקים באותה עת, מברק דחוף לראש הממשלה לוי אשכול.¹¹⁸ במברק טען להמן שנודע לו שוועדת הכספים הכניסה שינויים רבים ומרחיקי לכת” להצעת החוק שאושרה בקריאה ראשונה, וקבל על כך שלבורסה ולאגוד הבנקים לא ניתנה הזדמנות לעיין בתיקונים ולהעיר על השינויים. להמן אף התריע כי התיקונים שהוכנסו ”עלולים לגרום לקשיים בהמשך העבודה התקינה של גיוס כספים מן הציבור ולמנוע ממפעלים רבים גישה נאותה למקורות המימון המתאימים”. להמן ביקש כי ראש הממשלה יביא לדחיית הדיון במליאה עד לשמיעת הסתייגויות הבנקים בוועדת הכספים.¹¹⁹

ניכר כי נוסח החוק שהתקבל לא היה לרוחם של הבנקים. כבר בחודש אוקטובר 1968, עוד לפני מועד התחולה של החוק החדש, שלח איגוד הבנקים לשר האוצר זאב שרף מכתב שבו קבל שוב על כך שלא ניתנה לו הזדמנות להגיב לנוסח המתוקן של ההצעה לפני אישורה בכנסת.¹²⁰ בהמשך ביקש איגוד הבנקים כי טיוטת התקנות שאמורות היו להיות מותקנות לפני כניסת החוק לתוקף תימסר לעיון האיגוד לפני פרסומן. מחאתו של איגוד הבנקים נענתה במכתב תקיף מהשר.¹²¹ ”הצעת החוק לא הוגשה לכנסת ע”י אגוד הבנקים אלא ע”י הממשלה”, כתב שרף. ”לא מובן לנו מדוע אתם סבורים שהכנסת היתה צריכה לפני אישורו של המחוקק לתת לכם הזדמנות להביע דעתכם”. עם זאת כתב שרף לאיגוד כי לגופו של עניין יסכים להעביר לבנקים את טיוטת התקנות להערותיהם. בחודש דצמבר 1968 שלח איגוד הבנקים מכתב נוסף לשר האוצר ובו פירוט הצעות האיגוד לתיקונים

118 העתק המברק לראש הממשלה הועבר במברק לזאב שרף, שר האוצר. התאריך לא צוין במברק, אולם ברור מתוכנו שהוא נשלח לאחר תום הדיונים בוועדת הכספים. מברק מד”ר להמן, מנכ”ל בנק לאומי; יו”ר הבורסה ואיגוד הבנקים, לזאב שרף, שר האוצר (תאריך לא ידוע) א”מ/גל/4642/1.

119 מכתבו של להמן נענה על ידי זגגי רק לאחר אישור החוק במליאת הכנסת. ”לדעתי טוב שסוף סוף נתקבל [החוק] ללא דחוי נוסף” כתב זגגי, והוסיף שאם יתברר שיש צורך, ניתן יהיה לתקן את החוק. מכתב ממרדכי זגגי, המשנה למנהל הכללי במשרד האוצר, לד”ר להמן, מנכ”ל בנק לאומי; יו”ר הבורסה ואיגוד הבנקים (תאריך לא ידוע) א”מ/גל/4642/1.

120 מכתב מד’ רקנאטי, מ”מ יו”ר הוועד הפועל באיגוד הבנקים, לזאב שרף, שר האוצר ושר המסחר והתעשייה (16.10.1968) א”מ/גל/4642/1.

121 מכתב מזאב שרף, שר האוצר ושר המסחר והתעשייה, לד’ רקנאטי, מ”מ יו”ר הוועד הפועל באיגוד הבנקים (22.10.1968) א”מ/גל/4642/1.

נדרשים בחוק.¹²² הצעות איגוד הבנקים נגעו כמעט לכל היבטיו של החוק החדש, ובין היתר הוצע לחייב את שר האוצר להתייעץ גם עם הבורסה בעת התקנת תקנות לגבי פרטי תשקיף ולגבי פרטי הדו"חות.¹²³ עם זאת, ניסיונות השפעה אלה לא צלחו, והחוק נכנס לתוקפו כפי שנוסח בהצעת חוק התשכ"ח.

ג. סיכום

ניתוח תהליך ההקמה של רשות ניירות ערך במהלך שנות השישים של המאה הקודמת מלמד כי ההיבטים המרכזיים של עצמאות הרשות החדשה היו במוקד השיח בכל האתרים שבהם התקיים הדיון החקיקתי. התמורות במאפייני העצמאות בין הצעות החקיקה השונות מלמדות על הכוחות שהופעלו על ידי קבוצות הכוח העיקריות בתהליך החקיקה – הפקידות הכלכלית, שביקשה ליצור זרוע ממשלתית שתקדם את מדיניות הפיתוח של הממשלה, והמגזר הבנקאי, שפעל כקבוצת אינטרס דומיננטית בצד הגורמים המפוקחים, ופעל ליצירתה של רשות בעלת עצמאות פוליטית ובעלת זיקה קרובה לגופים המפוקחים על ידה.¹²⁴ אף שקשה להצביע על הכרעה מוחלטת בכל אחד מהיבטי העצמאות של הרשות, ברור שתוצר החקיקה הסופי שינה את האיזון שהיה קיים בין כוחות מרכזיים אלה לפני חקיקת החוק. הבנקים הוצאו מתוך מנגנון האסדרה המדינתי, ובמובן זה איבדו מכוחם. בצד זאת, עמדותיו העקרוניות של המגזר הבנקאי בכל הנוגע למידת עצמאותה הפוליטית של הרשות התקבלו בעיקרן, וכתוצאה מכך הוקמה רשות אסדרה שאינה כפופה ישירות למשרד האוצר ולשיקולים המשקיים המנחים אותו.

בתיאור הכוחות שפעלו בתהליך עיצובה של האסדרה המדינתית בשוק ניירות הערך יש לעמוד לא רק על נוכחותן הדומיננטית של קבוצות מסוימות, אלא גם על היעדרן של קבוצות אחרות, שוודאי היו בעלות אינטרס בתוצאותיו. המרכזיות שבהן היא קבוצת האינטרס של מגזר החברות התעשייתיות. כפי שתואר, מגזר זה היה קהל היעד העיקרי של המהלכים הממשלתיים לחיזוקו של שוק ניירות הערך כאפיק גיוס הון ממשי במשק הישראלי. הממצאים מלמדים שמעמדו הדומיננטי של המגזר הבנקאי, ובין היתר נוכחות מגזר זה במנגנון האסדרה המדינתי, היה אחד מחסמי הכניסה בפני חברות תעשייתיות

122 מכתב מד"ר א' להמן, יו"ר הוועד הפועל באיגוד הבנקים, לזאב שרף, שר האוצר ושר המסחר והתעשייה (23.12.1968) א"מ גל/4642/1.

123 שם, בעמ' 6.

124 ממצאים אלה מהדהדים תוכנות תאורטיות ביחס לצורך של שחקנים קיימים בשוק באסדרה המדינתית כחסם כניסה מפני תחרות אפשרית. כך, מחקרים הצביעו על השימוש שעשו שחקנים בשוק ניירות הערך האמריקני במנגנוני האסדרה המדינתיים שנוצרו בראשית שנות השלושים לצורך יצירת חסמי כניסה מפני מתחרים חדשים בשוק. ראו: Paul G. Mahoney, *The Political Economy of the Securities Act of 1933*, 30 J. LEG. STUD. 1 (2001). להרחבה בניית תהליך ההקמה של רשות ניירות ערך בישראל באמצעות תוכנות מהשדה התאורטי של החשיבה הפוליטית פוזיטיבית ראו: אמיר טבנקין עיצוב היבטי עצמאותה של רשות ניירות ערך בחוק ניירות ערך – ניתוח היסטורי של תהליך החקיקה (עבודת גמר לקראת התואר "מוסמך במשפטים", אוניברסיטת תל אביב, 2016).

שביקשו להנפיק ניירות ערך לציבור. לפיכך, ניתן היה לצפות שהמגזר התעשייתי יפעל על מנת שעמדותיו תישמענה בתהליך של שינוי מערך האסדרה. אלא שלא אותר כל ממצא המצביע על מעורבות אקטיבית של מגזר התעשיינים בתהליך החקיקה של חוק ניירות ערך. הארגון המייצג של מגזר זה, התאחדות בעלי התעשייה, לא יוצג בפני ועדת ידין¹²⁵ או במסגרת דיוני ועדת הכספים בכנסת.

הסבר אפשרי לתופעה זו יכול להימצא בממצאי מחקרים שטענו כי מנגנוני שיתוף הפעולה של קבוצת האינטרס התעשייתית בישראל באותן שנים היו כושלים וחלשים.¹²⁶ הסבר אפשרי אחר לתופעה הנצפית הוא שעל אף מאמציה של הממשלה לפתוח את שוק ניירות הערך כאפיק גיוס הון אטרקטיבי עבור המגזר התעשייתי, אפיק זה נתפס בעיני התעשייה כלא רלוונטי או כלא כדאי, בין אם נוכח חסמי הכניסה המוכנים בו, בין אם נוכח היעילות העודפת של אפיקים מתחרים.

*

מידת ההשפעה של מאפייני העצמאות של רשות ניירות ערך, באופן שבו הוקמה, על יחסי הכוחות בשוק ההון הישראלי היא שאלה הדורשת בחינה מורכבת. בשנים הראשונות שלאחר חקיקת חוק ניירות ערך והקמת הרשות לא נצפה שינוי דרמטי ביחסי הכוחות בצד ההיצע של ניירות הערך בישראל. התאגידים הבנקאיים המשיכו להחזיק בככורה במספר ההנפקות ובהיקפן,¹²⁷ וזאת חרף צעדים נוספים שננקטו על ידי הממשלה לעידוד חברות לפנייה לשוק ניירות הערך כאפיק מימון.¹²⁸ במבט רחב יותר, ניתן למקם את התהליך ההיסטורי המתואר במאמר על פני שני צירים מרכזיים.

125 מעניין לציין כי בתיקי ועדת ידין נמצא פרוטוקול בכתב יד המתעד ישיבה פנימית של הוועדה מיום 31.10.1962 ובו מנויים הגופים שהוועדה מתכוונת לפנות אליהם לקבלת עמדה, וביניהם איגוד הבנקים והבורסה. בצד אלה נרשם ”לא לפנות להתאחדות בעלי התעשייה או לחברת העובדים או לשכות המסחר” (ההדגשה במקור). עורך המסמך אינו ידוע. פרוטוקול ישיבה פנימית של ועדת ידין (31.10.1962) א”מ ג/5707/6.

126 לוי־פאור היד הלא נעלמה, לעיל ה”ש 3, בעמ’ 88–105; 229–237. לוי־פאור מתאר את הגורמים שהביאו לחולשתם של מנגנוני שיתוף הפעולה של התעשיינים, ואת מאמציהם של פקידי משרד המסחר והתעשייה לפעול לחיזוק כוחה של התאחדות בעלי התעשייה והפיכתה לארגון עצמאי המייצג את העדפות המגזר. מעניין במיוחד בהקשר זה הציטוט המובא אצל לוי־פאור מפיו של מנכ”ל משרד המסחר והתעשייה מיכאל צור, בשנת 1961, בנאום בפני הוועד הפועל של התאחדות בעלי התעשייה: ”הדמוקרטיה שלנו היא משחק של כוחות, ואנו עומדים מול תעשייה בלתי מאורגנת במידה מספקת לעומת ארגונים חזקים מאוד בשטח הכלכלי והשירותים. כל השטחים הכלכליים האחרים הם הרבה יותר מאורגנים ובאים לידי ביטוי יותר מאשר הסקטור התעשייתי – הוא בגלל זה מקופח מחוץ לכל פרופורציה לחשיבותו המשקית”.

127 לוי, סמיט וסרנת הבורסה וההשקעה בניירות ערך, לעיל ה”ש 16, בעמ’ 210. בשנת 1977 החזיקו הנפקות של המגזר הפיננסי כ־75% מנפח ההנפקות של הון מניות בבורסה, לעומת כ־8% בלבד ששוויון לסקטור התעשייתי.

128 בשנת 1969, לאחר חקיקת חוק ניירות ערך, הוקמה ועדה ציבורית שנועדה לבחון את המצב בבורסה. הוועדה קבעה כי מבחינת גיוס הון וחלוקתו מחדש מנגנון השוק אינו מנוצל כראוי,

ציר אחד שההתרחשויות המתוארות במאמר משתלכות בו הוא הציר הנוגע למערכת היחסים המסועפת של הכוחות הממשלתיים בישראל עם המגזר הבנקאי לאורך שנות קיומה של המדינה. ציר זה התקיים לפני שהחל תהליך ההקמה של רשות ניירות ערך (למשל בעת הקמתו של הבנק המרכזי בישראל¹²⁹), והמשיך לייצר התרחשויות פוליטיות ומוסדיות גם שנים רבות לאחר מכן.¹³⁰ במובן זה, סיפור הקמתה של רשות ניירות ערך מעבה את הידע המחקרי על אודות התהליכים שעיצבו את מאזן הכוחות בין המדינה והבנקים בישראל.

ציר שני שההתרחשויות המתוארות כאן ממוקמות עליו הוא ציר ההתפתחות של רשות ניירות ערך וסמכויותיה על פני השנים. מאמר זה מגביל את עצמו לנקודת הזמן של יצירת החקיקה שמכוחה הוקמה הרשות, ואינו עוסק באופן פעולתה לאחר הקמתה. רמז למידת העצמאות שהפקטו שאפיינה את הרשות בשנות קיומה הראשונות, למצער כלפי המגזר הבנקאי שפוקח על ידה, ניתן למצוא בהתייחסותה של ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים בראשות השופט בייסקי, שקבעה כי הרשות "גילתה רפיון כלפי גורמים אינטרסנטים בתוכה ומחוצה לה, ונכנעה לנוכח כל סימן של התנגדות. ציבור המשקיעים נותר, אפוא, לאורך כל התקופה, ללא מגן".¹³¹ בעשורים שלאחר משבר מניות הבנקים חלו תמורות חשובות בסמכויות הרשות ובעצמאותה, בין היתר בכל הנוגע לסמכויות האכיפה ואופן הפעלתן, והיא נחשבת כיום כאחת הרשויות המובילות בישראל ברמת עצמאותה.¹³²

והמליצה כי הממשלה תנקוט צעדים לתמרוץ חברות המחפשות מימון להזדקק לשוק ניירות הערך, במיוחד לשם הנפקת מניות. ראו שם, בעמ' 56.

129 לסקירה של תהליך הקמתו של בנק ישראל: Arye Krampf, *Central Banking in a Developmental State: The Case of the Bank of Israel in the Postwar Period*, Jerusalem Papers in Regulation & Governance, Working Paper No. 23, 31 (2010). קרמפף מציג טיעון כי הקמת בנק ישראל הייתה תהליך של השתלטת מוסד בירוקרטי על מנת לקדם את מטרותיה הכלכליות של הממשלה. בנק ישראל, לפי הטענה, שימש כמכשיר מנהלי לקידום העדפות הממשלה לגבי מימון המגזרים השונים במשק.

130 נקודת השבר הדרמטית ביותר ביחסי המגזר הבנקאי והמדינה הייתה כמובן משבר מניות הבנקים בראשית שנות השמונים, שהביאה להעברת השליטה בתאגידים הבנקאיים הגדולים לידי המדינה. במהלך השנים, ובעיקר החל משנות התשעים, בוצעו מהלכים מבניים במשק הישראלי שנועדו להחליש את כוחם הריכוזי של הבנקים. כך למשל הוועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות הבנקים בתאגידים ריאליים דו"ח הוועדה (1995) (דו"ח ועדת ברודט), שהביאה להגבלת יכולתם של תאגידים בנקאיים להחזיק בתאגידים ריאליים; הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון דו"ח מסכם (2004) (דו"ח ועדת בכר), שהביאה להעברת השליטה בקופות גמל וקרנות נאמנות מן הבנקים; הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים דו"ח מסכם (2016) (דו"ח ועדת שטרומ), שהמליצה על הפרדת הבעלות בחברות כרטיסי אשראי מן הבנקים; חוק ניירות ערך (תיקון מס' 63), התשע"ז-2017, ס"ח 2633, שהביא לשינוי מבנה הבעלות בבורסה לניירות ערך, והעברת השליטה בבורסה מידי חבריה.

131 ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים דו"ח הוועדה 319 (1986).

132 שנים מספר לאחר משבר מניות הבנקים נחקק חוק ניירות ערך (תיקון מס' 9), התשמ"ח-1988, ס"ח 1261, שהרחיב במידה רבה את סמכויות החקירה והאכיפה של הרשות, וכן הסדיר את סמכויות הפיקוח של הרשות על הבורסה לניירות ערך. כיום רשות ניירות ערך מאופיינת ברמת עצמאות גבוהה, גם בהשוואה לרשויות אסדרה אחרות בשוק ההון בישראל. ראו: אבי בן בסט

האירוע הפוליטי־היסטורי של כינון רשות אסדרה בשוק ניירות הערך הישראלי הוא, אפוא, אירוע רב פנים ומשמעות ויש בו כדי לספק תובנות בדבר ההתפתחות של מוסדות ומבנים בכלכלה ובמשפט בישראל בעשור השני לקיומה של המדינה.

המהפכה בשוק ההון: ישראל 1985–2018 344 (2020). לסקירה מקיפה של מנגנוני האסדרה העדכניים של רשות ניירות ערך ראו: אסף אקשטיין ”מי מפקח על המפקחת? ואת מי היא משתפת? רשות ניירות־ערך הישראלית במבט השוואתי” משפט ועסקים יט 195 (2015).
