

ההפרטה וגבולותיה

אריה ארנון\* ורון עמיחי\*\*

סדרת מאמרים לדיון 91.11  
יוני 1991

הדעות המובעות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל.

(\* המחלקה לכלכלה באוניברסיטת בן-גוריון בנגב ומחלקת המחקר של בנק ישראל.

(\*\* מחלקת המחקר של בנק ישראל.

ברצוננו להודות למשתתפי הסמינר במחלקת המחקר בבנק ישראל ובמיוחד לדניאל גוטליב ולזלמן שיפר על עצות מועילות. כמובן אין בכך כדי לחייבם באחריות כלשהי לנכתב כאן.

### תמצית העבודה

עבודה זו מתמקדת בטלושה נושאים. האחד, דיון כללי בהפרטה שמתבסס על התיאוריה הכלכלית; השני, סקירת הנסיון שנצבר באנגליה בעשור האחרון; והשלישי, דיון בהפרטה במשק הישראלי ובמבנה הבעלות אליו כדאי לחתור.

מטרת הפרטת החברות היא להגביר את היעילות הפנימית וההקצאתית במשק. מטרה זו תושג בצורה שלמה יותר ככל שתנאי השוק תחרותיים יותר. מהדיון הכללי עולה כי ניתוח פרטני של החברות הגדולות היא הדרך הנכונה להסקת מסקנות על מבנה הבעלות הרצוי בהן. זאת משום שתנאי השוק בהם פועלת כל חברה ותהליכי הייצור הספציפיים לה, הם הגורמים העיקריים הקובעים מהו מבנה הבעלות העדיף. במלים אחרות, בנושא מורכב זה אין מסקנה אחידה, התקיפה תמיד, לכל משק וחברה הפועלת בו.

בהמשך נסקרים שיקולים הנוגעים להחלטה להפריט ונבדקות שיטות הפרטה השונות, למשל, מכירה פרטית מול מכירה בבורסה, מכירה במחיר קבוע מול מכירה במכרז וכיו"ב. מהעבודה עולה כי בתנאי שוק ההון הישראלי והיקף הפרטות בו מדובר, מכירה הדרגתית בבורסה בתל-אביב עדיפה על החלופות האחרות.

1. הקדמה:

ההפרטה (privatization) הייתה לנושא מרכזי במדיניות הכלכלית ועמדה במוקד ויכוחים רבים בשנות ה-80. דיונים על הפרטה ונסיונות בישום מבני בעלות שונים התקיימו ומתקיימים בכל רחבי העולם, בארצות העולם הראשון והשלישי ועתה, בקצב גובר, בשני. באנגליה, למשל, בה הסקטור הציבורי מאז תום מלחמת העולם ה-II היה גדול יחסית, הייתה ההפרטה לדגל השינוי המבני שיזמה ראש ממשלת בריטניה הגב' תאצ'ר. בהונגריה מ-1968, בסין, בסקטור החקלאי, מ-1978, ובארצות מזרח אירופה עתה, צורת הבעלות עומדת במוקד סדר היום המדיני.

ההפרטה מוגדרת כהעברת נכסים מבעלות ציבורית לבעלות פרטית. תומכי ההפרטה טוענים כי להפרטה יתרונות רבים, בראש ובראשונה בהגברת היעילות הכלכלית, אך גם בהשגת יעדים נוספים בתחומי החוב הפנימי, הקטנת מעורבות הממשלה בקבלת החלטות כלכליות, הרחבת מספר הבעלים על נכסים כלכליים, שלכולם השלכות על צמיחה וחלוקת העושר. מחנדי ההפרטה העלו נימוקים שניתן למינם לאידיאולוגיים ולכלכליים. הנימוק האידיאולוגי יונק מהמסורת הסוציאליסטית המציבה כדגם לחברה האידיאלית בעלות חברתית על אמצעי היצור. ההנחה של התומכים בבעלות חברתית הייתה כי הדרך להשיגה היא הלאמה שמשמעותה, לדעתם, לא רק שליטה חברתית בחיים הכלכליים אלא הן יעילות ביצור והן צדק חברתי. העמקת ההכרה כי קיימת סתירה בין הלאמה ובין יעילות כלכלית היא שהולידה את תנועת הרפורמות בעולם השני. לא נדון כאן בנימוק "האידיאולוגי" ואף לא בהפרטה במזרח אירופה ונתמקד במשקים מעורבים (Mixed Economies) ובאותן ביקורות על הבעלות הפרטית הנשענות על נימוקים "כלכליים". ביקורות אלה מועלות ע"י התומכים בבעלות פרטית, בדרך-כלל, אך מעלים ספקות באם בתנאים הקיימים בענפים מסוימים אכן חביא בעלות פרטית ליחר יעילות כלכלית. כפי שנראה מסקנתם של מבקרים אלה היא כי לא בכל תנאי הפרטה רצויה ומועילה. הנסיון שנרכש בהפרטות שכבר בוצעו, וכן שיקולים תיאורטיים, מבהירים כי המבנה התעשייתי

האופיני לענפים בהם מבוצעת הפרטה קובע, במידה רבה, את השגת מטרות ההפרטה. בענפים תחרותיים ההפרטה בדרך-כלל משיגה את יעדיה, בענפים לא-תחרותיים ההפרטה צפויה להיות, ואכן היתה, הרבה פחות מוצלחת.

מהדיון הכללי עולה כי ניתוח פרטני של החברות הגדולות היא הדרך הנכונה להסקת מסקנות על מבנה הבעלות הרצוי בהן. זאת משום שתנאי השוק בהם פועלת כל חברה ותהליכי הייצור הספציפיים לה, הם הגורמים העיקריים הקובעים מהו מבנה הבעלות העדיף. במלים אחרות, בנושא מורכב זה אין מסקנה אחידה, התקיפה תמיד, לכל משק וחברה הפועלת בו. קביעה זו נראית, אולי, מובנת מאליה לרבים אך יש לחזור עליה, שכן לעתים נשמעים קולות המגינים בלהט על מבנה בעלות מסויים (הפרטה, הלאמה) מבלי להתייחס לתנאים הקיימים במשק המסויים ובחברה המיוחדת בה דנים.

כאמור, מטרת הפרטת החברות היא להגביר את היעילות, הן הפנימית והן ההקצאתית במשק (ראה אבחנה בהמשך). מטרה זו תושג בצורה שלמה יותר ככל שתנאי השוק תחרותיים יותר. כפי שנראה קיימות מספר אמות מידה לבחינת התועלת בהפרטת חברה:

- מידת התחרותיות שתתקיים לאחר ההפרטה בענף אליו משתייכת החברה.

- מידת הזדהות בין שיקולים כלכליים פרטיים וחברתיים בענף, הן מצד התועלת

והן מצד ההוצאות (יתרונות וחסרונות חיצוניים ושאלות טווח קצר וטווח ארוך).

- עצמת השיקולים הלא כלכליים בענף הנידון (שיקולי ביטחון, צדק חברתי

וכיו"ב).

במקרים בהם בחינת שלושת אמות המידה מורות חד משמעית בכיוון של תשובה

"חיובית" - יש להפריט. במקרים בהם אחת, או יותר, מאמות המידה אינה מצביעה על

קיום תנאים להפרטה, יתכן בהחלט שניתן להפריט תוך נקיטת אמצעים מתקנים (פיקוח על

מונופולים, סובסידיות ומסים במקרים בהם קיימים יתרונות וחסרונות חיצוניים

וכיו"ב). באותם מקרים בהם האמצעים המתקנים מחייבים התערבות רבה ונמשכת, מעבר

לקיים היום, יש לשקול בזהירות את ההפרטה ואת הבטחת היכולת של הממשלה להתערב.

כלומר, לפחות בחברות הגדולות המועמדות להפרטה יש לדון באופן פרטני בכל חברה,

בתנאי השוק בהם היא פועלת ובאפשרויות להפעיל אמצעים מתקנים בתנאים שיווצרו לאחר הפרטה.

ברור כי בישראל חלק מהחברות הגדולות המועמדות להפרטה תמשכנה לפעול בתנאים לא תחרותיים גם לאחר הפרטה (חשמל, בזק). חלקן תפעלנה בתנאים תחרותיים, בשוק הפנימי או הבינ"ל בהן הן פעילות (שקם בשוק הפנימי; אל על וצים בשוק הבינ"ל). מהנאמר לעיל ברור כי רצוי להפריט את השקם וכן כי אל-על וצים הן מועמדות טבעיות יותר להפרטה מהחברות הגדולות האחרות (בזק, חשמל כי"ל) ביחס לאחרונות שיקולי הגברת היעילות מתנגשים בשיקולים אחרים: הצורך בהגברת ובהעמקת הפיקוח לאחר הפרטה ועלות הפיקוח; התנגשות אפשרית בין אנטרסים פרטיים וציבוריים; סתירה בין שיקולי טווח קצר וטווח ארוך וכיו"ב. בכל תכנית הפרטה ספציפית יהיה הכרח להתייחס לשיקולים סותרים אלה.

בדיון שלהלן הגבלנו עצמינו לחברות הממשלתיות העיקריות. לא עסקנו בחברות המעורבות בנושא המו"פ (הן הצבאי, דוגמת רפא"ל, והן האזרחי) הראויות להתייחסות נפרדת. כמו כן לא עסקנו בפעילויות שמחוץ לאילו המבוקרות על-ידי רשות החברות הממשלתיות, הן ממשלתיות והן הסתדרותיות או אחרות.

בתנאי המשק הישראלי הפרטת החברות עשויה לשרת מטרה נוספת על הגברת היעילות והיא העמקת והרחבת שוק ההון. בהקשר זה דרך המכירה ושיטותיה חשובות ביותר. דרך המכירה ושיטותיה חשובות גם בקביעת המחיר הנכון והקונה/ים המתאימים שהן סוגיות מפתח בכל תהליך של הפרטה. לדעתנו הצעד הראשון בהפרטה, במקרים בהם יוחלט להפריט, הוא מכירה בבורסה, בשיטה של מכרז (ולא Fixed price), של חבילות מניות בנות 5%-10%. דרך זו תביא, מצד אחד, לחשיפת המחיר הנכון ותאפשר להמשיך בתהליך המכירה כשאלה קשה זו - קביעת המחיר - נענתה בחלקה. מצד שני תעודד המכירה בבורסה את שוק ההון ותאפשר לגורמים מקומיים לגוון את השקעותיהם. יש לשקול בזהירות את הצורך להעזר בשירותי חתמים המייקרים את המכירה בלי שיש לכך הצדקה כלכלית ממשית.

בכל מקרה, ראוי לדעתנו להקים מוסד ציבורי ניטרלי ולא פוליטי, למינוי דירקטורים מטעם הממשלה. צעד זה, אנו מדגישים, אינו קשור לאימוץ אסטרטגיה זו או אחרת בתהליך ההפרטה.

במאמר זה נתמקד בשלושה נושאים. האחד - דיון כללי בהפרטה שיתבסס על התיאוריה הכלכלית, השני - הנסיון שנצבר באנגליה, והשלישי - דיון בהפרטה במשק הישראלי ומבנה הבעלות אליו כדאי לחתור בהתחשב בתנאים המיוחדים למשק כולו ולענפים השונים בתוכו.

## 2. הפרטה - ניתוח כלכלי

### 2.1 צורת הבעלות וטיב הניהול

צורת הבעלות על אירגונים כלכליים משפיעה על התנהגותם של מקבלי ההחלטות באירגונים אלה ועל תיפקוד הארגונים. קביעה זו עומדת בבסיסה של המגמה להפרטה. מאחוריה מסתתר מבנה מסובך למדי של טענות. ראשית, לבעלים של חברות פרטיות מטרות שונות מאשר ל"בעלי" החברות הציבוריות. שנית, מקבלי ההחלטות בארגונים הכלכליים - המנהלים, מתנהגים בצורה אחת כאשר הם חיבים בנאמנות לבעלים פרטיים ובצורה אחרת כאשר הבעלים ציבוריים. בעוד שבפני הבעלים הפרטיים נבחנים המנהלים בעיקר על פי רמת הרווחים אותם מראים הדו"חות הכספיים, אין קריטריון זה חשוב ומרכזי להערכתם של הבעלים הציבוריים את המנהלים בחברותיהם. בעקבות כך אין המשמעת הפיננסית הנכפית על-ידי השוק, בה נדון להלן, מדריך מרכזי בהחלטותיהם של המנהלים בחברות בבעלות ציבורית. (סקירת ספרות טובה ראה ב-Vickers and Yarrow (1988)).

הדרך בה המשמעת הפיננסית של השוק נכפית על המנהלים בחברות בבעלות פרטית היא באמצעות "שוק השליטה בחברות" ("market for corporate control"). קיים איום

על הבעלים בחברות פרטיות, ובעקיפין על המנהלים, מצד בעלים בכח אשר עלולים להשתלט על החברות ולהחליף את המנהלים. איום זה ימומש במידה ותיפקוד החברות, המחבטא ברווחיהן, יהיה לקוי; קרי, הרווחים נמוכים מהאפשריים. כדי למנוע השתלטות כזו פועלים המנהלים להשאת רווחי הפירמות ולכן התנהגותם זהה לזו של בעלים-מנהלים. בחברות ציבוריות לא קיים איום של השתלטות והמנהלים, מסיבה זו ומסיבות נוספות, אינם מציינים לכללי המשמעת הפיננסית של השוק.

היחסים בין בעלים ומנהלים להם מטרות שונות נידונה בספרות הכלכלית תחת הכותרת בעית "בעל הבית וסוכנו" ("The principal-agent problem") ראה סקירה ממצה בהקשר להפרטה (Vickers & Yarrow (1988) בפרק 2). הצורך לנחח את היחסים שבין הבעלים למנהלים מתעורר בשל שני יסודות שהם מרכזיים לכל ארגון כלכלי - בעית האינפורמציה ושאלת התמריצים. ברור כי לבעלים אין כל האינפורמציה הנמצאת בידי המנהלים, המצויים בעיסקי החברה, וכי עליהם להסתפק באינפורמציה חלקית. כמו כן ברור מהתיאוריה הכלכלית המקובלת כי התמריצים למקבלי ההחלטות, למנהלים, צריכים להיות כאלה שיבטיחו, במידת האפשר, את מימוש מטרות הבעלים. הספרות רחבת ההיקף העוסקת בנושאים אלה מתמקדת בתנאים שונים של בעלות (בעלים רבים וקטנים, בעלים בודדים וגדולים, בעל יחיד וכד') ומסקנותיה הן כי, בדרך כלל, במבנה תמריצים מתאים, ובמשטר בעלות פרטי, המנהלים אמנם יפעלו על-פי מטרות הבעלים.

המסקנה העיקרית של דיון זה היא כי במשטר של בעלות לא-פרטית התנהגות המנהלים שונה, והמשמעת הפיננסית הנכפית על-ידי השוק אינה מחקימת בחברות ציבוריות. התוצאה של אי-קיום המשמעת הפיננסית היא הופעת צמד אי היעילויות: הפנימית (internal) וההקצאתית (allocative). בחוסר יעילות פנימית מתכוונים לייצור שלא על-פי מינימום ההוצאות. בחוסר יעילות הקצאתית מתכוונים להשפעת חוסר האופטימליות בכמות ו/או במחיר על המשק כולו. הטענה כי מפעלים ציבוריים, תהא הסיבה לקיומם אשר תהא, הם "בלתי יעילים" מקובלת מאוד ומכוונת לחוסר היעילות הפנימית, טענה זו נסמכת על תפקודו של המנהל "הציבורי" המתואר כנחות יחסית למנהל

"הפרטי". הראשון נתפס כמנהל לא מקצועי אשר שיקולים ביורוקרטיים ו/או פוליטיים מעיבים על שיקול דעתו הענייני (ראה Hemming & Mansoor (1988)). כתוצאה מכך המפעל הפרטי, בו למנהל שיקולים כלכליים טהורים, מתפקד טוב יותר ולכך יש ביטוי בדו"חות הכספיים. טענה זו מועלית בהקשר למפעלים בענפים תחרותיים ולא תחרותיים כאחת. הופעתה של חוסר היעילות הפנימית, לדעת מבקרי הבעלות הציבורית, ניכרת במדדים שונים. כך נמצא במפעלים ציבוריים שכר גבוה מדי, עובדים רבים מדי, הון בכמות לא אופטימלית, ובמיוחד איטיות רבה בהבנת כוחות כלכליים חיצוניים למפעל והתאמה אליהם (שווקים בינ"ל, טעמי צרכנים וכד'). חוסר יעילות פנימי אינו מתגלה תמיד בדו"חות הכספיים של חברות ציבוריות שכן הוא מסתתר לעתים מאחרי סובסידיות ציבוריות שונות ומשונות.

בנוסף לכך מופיעה אי יעילות הקצאתית. כתוצאה ישירה מהבעלות הציבורית נפגמת בצורה קשה הקצאת המקורות היעילה במשק. מופרעת פעילותם היעילה של כוחות השוק ונוצרים עיוותים בתחומים שונים. עיוותים אלה מוסתרים אף הם לעתים קרובות על ידי ההתערבות הממשלתית הנמשכת. מפעלים בבעלות ציבורית לא רק משתמשים במקורות רבים מדי, אלא קובעים כמויות ומחירים לא אופטימליים ומשפיעים לרעה על שאר המשק. כדאי להדגיש כי המחקרים האמפיריים המשווים שנעשו על יעילות בסקטור הפרטי מול הציבורי אינם חד משמעיים, בראש ובראשונה משום שקשה כל כך להשוות תופעות המתרחשות בתחומים שונים כל כך.<sup>1</sup>

## 2.2 ההצדקות המסורתיות לבעלות ציבורית

באופן מסורתי הבעלות הציבורית הוצדקה בנימוק אידיאולוגי אחד ובמספר נימוקים פחות אידיאולוגיים ויותר כלכליים. הנימוק האידיאולוגי, ששימש את המפלגות הקומוניסטיות, אך גם את מפלגת העבודה הבריטית לאחר מלחמת העולם ה-II, תמך בשליטה חברתית בתהליך הכלכלי באמצעות העברת הבעלות. בנימוק זה כאמור לא נעסוק כאן. לנימוק אידיאולוגי זה נוסף נימוק כלכלי מרכזי שהצדיק הפנית פעילויות כלכליות רבות לתחום הממשלה והבעלות הציבורית הישירה: הגדרתם של המוצרים כ"מוצרים ציבוריים". המוצר הציבורי למהדרין, כגון בטחון, והמוצרים הציבוריים למחצה, כחינוך ואולי בריאות, לא יעסיקו אותנו כאן<sup>2</sup>.

בייצור מוצרים "לא ציבוריים" ניתן למיין את הנימוקים המשמשים רבים להצדקת בעלות ציבורית ל-4 קבוצות (ראה (Yarrow (1989):

- מונופולים טבעיים. בתהליכי ייצור של מוצרים רבים קימים תנאים שאינם מאפשרים להינות מיתרונות התחרות. בפרט, אם בשל תנאים טכנולוגיים מיוחדים, מתקיים במוצרים חשובים מונופול טבעי. זהו מצב אופיני לרשתות למיניהן: חשמל, טלקומוניקציה, מים וביוב, תחבורה.

- בטחון לאומי זהו נימוק רווח להצדקת שליטה בייצור מוצרים חיוניים (מטוסים וכיו"ב).

- אסטרטגיה תעשייתית בארצות רבות השתמשו בנימוק זה להצדקת בעלות ושליטה בסקטורים מסוימים. (תחבורה, אנרגיה וכיו"ב).

- ענפים שוקעים בנימוק זה השתמשו כדי להצדיק בעלות ציבורית בענפים כושלים שהמדינה אמורה להצילם.

## 2.3 היתרונות והחסרונות שבהפרטה

בדרך כלל אין ויכוח על היתרונות שבהפרטת אותן חברות המספקות מוצרים שאינם ציבוריים ואשר נמצאות בבעלות ציבורית בשל סיבות שונות מארבעת הנימוקים לעיל.

הצדקת הפרטה במקרים הנופלים בסעיף האחרון מבין ה-4 היא הפחות קשה מבחינה תאורטית, למרות שפוליטית ומעשית הפרטה מפעלים הנמצאים בבעלות ציבורית בשל סיבה זו בעיתית מאד. בתהליך ההפרטה של מפעלים שעסקו במוצרים השיכים ל-"בטחון לאומי" או ל"אסטרטגיה התעשייתית" מוחלפת הבעלות הציבורית בהגדרת האמצעים המתאימים לשמירת האנטרסים הלאומיים-הבטחוניים או הכלכליים, שלא בדרך הבעלות הישירה. (ראה באנגליה British Aerospace, Cable and Wireless).

ההפרטה במקרים הרבים השיכים לסעיף הראשון היא הבעיתית ביותר. במידה ויצרן ציבורי בעל מעמד של מונופול יהפוך ליצרן פרטי תצטרך הממשלה ללוות את ההפרטה בתיקון תקנות ובהטלת פיקוח הדוק, על המחירים, הכמויות, רמת השירות וכיו"ב. במלים אחרות הממשלה תצטרך להחליף את הבעלות בפיקוח. המנגנונים הרגילים הפועלים באמצעות "שוק השליטה בחברות" לא יבטיחו במקרים חשובים אלה יעילות פנימית ו/או הקצאתית (ראה דיון בפיקוח (1988) Vickers & Yarrow בפרק 4). בסעיף הבא, בדיון על ההפרטה באנגליה, נרחיב בנושא זה.

כדאי לזכור כי גם בענפים תחרותיים עלולים להתקיים תנאים בהם מעורבות ממשלה, לאו דווקא בצורת פעילות ישירה, תשפר את התיפקוד הכלכלי. קיומם של יתרונות וחסרונות היצונוניים, ובמיוחד פערים בין העדפות זמן פרטיות וחברתיות עלולים להביא להקצאת מקורות תת-אופטימלית.

בין הנימוקים הנוספים של התומכים בהפרטה מוזכרת לעתים קרובות השפעת ההפרטה על החוב הפנימי והחיצוני. מכירת נכסים ציבוריים לפרטים מקומיים משפיעה על הלוואות הממשלה מהציבור וכן, במידה ונכסים ימכרו לזרים, על מצבת חובות החוץ. נכון כי מכירה לפרטים מקומיים מורידה את סך התחייבויות הממשלה (אם אמנם הפדיון מהמכירה מנוצל להורדת "החוב הפנימי"), אך בה בעת פוחת היקף נכסיה של הממשלה. לכן אין לצפות כי ציבור "רציונלי" יגדיל את אמונו בקיום התחייבויות הממשלה רק משום שהממשלה תמירה הפחתת התחייבויות בהורדת מצבת הנכסים. מאידך ידוע כי היקף החוב הפנימי הוא מדד מקובל לבהינת חוסנו של משק ואמינות הממשלה.

העובדה כי מכירה לזרים מקטינה את מצבת החובות אינה, כשלעצמה, נימוק מספיק למכירת נכסים. ראשית, צריך להשוות את הריבית על החוב החיצוני עם זרמי הדיוידנדים שישולמו לחו"ל (במטבע זר). שנית, כמו שנאמר לעיל על החוב הפנימי, יש במכירת נכסים לזרים הפחתה במצבת החובות החיצוניים, אך יחד עם כך תפחת, כמובן, מצבת הנכסים המקומיים. גם כאן נכונה הקביעה כי בבנית מדדי "סיכון המדינה" מצבת החובות היא בעלת המשקל המכריע ולא מצבת החובות מול נכסי הממשלה. כשמחשבים את החסכון בריבית מול הפסד הדיבידנד, כתוצאה ממכירת חברות ממשלתיות, יש לשים לב לכך שבאותם מקרים בהם הניהול הממשלתי לא יעיל יהיה מוכן הקונה לשלם יותר מהזרם הנוכחי של הרווחים העתידיים, וזאת כיוון שידע כי ביכולתו להגדיל זרם זה. מכאן שבחישוב התועלת הכספית לממשלה מהורדת החוב הפנימי או החיצוני יש לקחת בחשבון מחיר שוק זה.

#### 2.4 שיטות הפרטה

כפי שנאמר לעיל היעדים העיקריים של ההפרטה הם: שיפור היעילות, הן בתוך המפעלים והן במשק, והקטנת מעורבות הממשלה בתהליכים כלכליים. יעד נוסף המיוחד לישראל הוא פיתוח שוק ההון. קיים קשר הדוק בין מימוש יעד זה ושיטת המכירה שתיבחר. מבחינים בין כמה שיטות מכירה:

(1) מכירה פרטית - כלומר, מכירה ישירה שלא דרך הבורסה. בדרך זו יש להחליט שלוש החלטות עיקריות:

(א) מכירה למשקיע בודד או לקבוצת משקיעים. לעיתים מכירה לקונה בודד תאפשר מחיר גבוה וניצול יתרונות שיש לקונה בשווקים. במפעל שלו רגישות בטחונת, עדיף, אולי, למכור למשקיע בודד אמין. במקרים אחרים קבוצת משקיעים עשויה להיות הקונה המועדף.

(ב) מכירה למשקיע זר או למשקיע מקומי. במכירה למשקיע זר משיגים הקטנת חוב חיצוני. בנוסף יוצרים שיתוף עם מומחים זרים, ומשיגים נגישות לשווקים חדשים.

נקודה אחרונה זו נראית חשובה במיוחד לאור תהליכי המיזוגים והרכישות בחברות בעולם וכן לאור איחוד אירופה ב-1992. מכירה לזרים עשויה ליצור דינמיקה חיובית במשיכת השקעות לארץ. החסרונות במכירה למשקיע זר מודגמות היטב בניתוח שנעשה לגבי כ"ל (נספח ג') ועיקרו סיכון בהכפפת חברות מקומיות לאינטרסים זרים.

(ג) מכירה למשקיע אסטרטגי או למשקיע פיננסי. ניתן למכור למשקיע שמטרתו היא שליטה או שילוב ידע של מפעליו הקיימים עם המפעל החדש - זהו המשקיע האסטרטגי. מאידך תיתכן מכירה למשקיע שתחומי עיסוקו אחרים ושכל מטרתו היא ההשקעה עצמה ופירותיה הכספיים - זהו המשקיע הפיננסי. בדרך כלל, מבחינת האינטרסים של המשקיע, המשקיע האסטרטגי נחשב כעדיף.

(2) מכירה דרך הבורסה (המקומית ו/או בחו"ל).

שתי שיטות עיקריות אפשריות:

א. במחיר קבוע (Fixed Price Offers).

ב. במכרז על המחיר מרמח מינימום מסויימת (Tender Offers).

בשיטה הראשונה המחיר קבוע והכמות מוקצית על פי גודל ההחלמה. במקרה של החתמות חסר הכמות הנוותרת נמכרת לחתמים. השיטה השניה אמורה לשקף טוב יותר את ערך החברה על פי השוק. באנגליה השתמשו בעיקר בשיטת המחיר הקבוע, בידיעה שהוא נקבע נמוך מדי, וזאת כצעד שיווקי. מכיון שהמניות נמכרו במחיר נמוך, הרי עם תחילת המסחר היתה בהן פעילות ערה תוך עליות שערים. עובדה זו יצרה בהמשך ביקושים להנפקות ובכך עודדה את המשך תהליך ההפרטה.

בהקשר למשק הישראלי וגודל החוב הפנימי בו, כדאי לשקול דרכי מכירה שיבטיחו כי, במידת האפשר, העברת הבעלות תלווה בהורדת החוב הפנימי. דרך אחת כזו יכולה להיות תשלום עבור המניות באמצעות אג"ח - כך יומר חלק מחוב המדינה בהעברת הבעלויות. בכל מקרה, יש להסדיר מניעת שימוש בתקבולים ע"י הממשלה, ללא שיקול דעת נוסף, להגדלת הוצאותיה השוטפות, במסגרת התקציב או מחוצה לו.

3. ההפרטה באנגליה

תהליך ההפרטה באנגליה שהחל בסוף שנות ה-70 היה מקיף ומהיר למדי. נמכרו נכסים בערך ב-25 ביליון ליש"ט וערך השוק של החברות שנוצרו גדל והיה בסוף 1987 כ-48 ביליון ליש"ט (התוצר ב-1987 כ-400 ביליון ליש"ט). כמיליון משרות הועברו מהסקטור הציבורי לסקטור הפרטי. בטבלה 1 ניתן למצוא את מצבת החברות הציבוריות העיקריות ב-1979, ממוינות על פי הקטיגוריה לפיה הוצדקה הבעלות הציבורית. בטבלה 2 מופיעות החברות העיקריות שהופרטו בבורסה, תאריכי ההפרטה, פדיון ההפרטה וההוצאות להפרטה<sup>3</sup>. ההוצאות הישירות בהפרטה, לתשקיפים, לחתמים, לפרסומות וכיו"ב, היו כ-3% מהפדיון. ההוצאות העקיפות, מניות הטבה, הנחות למחזיקי מניות בקבלת מוצרי חברות וכיו"ב, היו כ-3% נוספים מהפדיון. כמו כן ניתן למצוא בטבלה 2 את חלק בעלות הממשלה שנותר לאחר ההפרטה וכן, במקרים בהם החברה במעמד מונופולי, את המוסד המפקח ואת דרך הפיקוח.

עד 1984 ההפרטה החרכה בחברות קטנות יחסית. התמורה ממכירות היתה כ-4 ביליון ליש"ט. מ-1984 נמכרו חברות גדולות, בהן בעיתיות מבחינת השאריתן לפעול ללא פיקוח והתמורה היתה כ-21 ביליון ליש"ט.

הרוב המכריע של החברות נמכר בבורסה המקומית במחיר קבוע (Fixed Price) וברוב המקרים המחיר שנקבע בהנפקה היה נמוך ממחיר השוק לאחר פתיחת המסחר. כלומר, ההפרטה הביאה להעברת הכנסות ועושר לקוני המניות. המסקנה מתופעה זו, שחזרה במקומות אחרים, היא כי יש להיזהר מהערכת חסר בקביעת הערך של חברות ציבוריות. ייתכן והמפריטים, אשר חששו מביקוש חסר וכשלון לתכניות ההפרטה העתידיות, קבעו מחירים נמוכים על מנת ליצור רווחי הון לקונים, שיבטיחו ביקוש למניות של חברות שיופרטו בעתיד. החשש שלהם היה כי לא יספיקו להשלים את צמצום הסקטור הציבורי אם ההפרטות לא תהיינה מושכות בעיני הקונים. יעד נוסף שיתכן ורצו להשיג הוא פיזור

רב יחסית של המניות, דבר שלא היה מושג אם המחיר היה קרוב יותר לערך "האמיתי" ולכן היה דורש מומחיות יותר גדולה בקביעת כדאיות ההשקעה מצד הקונים.

בחלק ניכר מההפרטות הוכנסו מגבלות שונות על הקונים וזכויותיהם. חלק מהמגבלות החיסו לבעלות (רק 15% בעלות למחזיק יחיד, הגבלות על קונים זרים, השאת דירקטורים ציבוריים וכיו"ב). חלק מההגבלות נגעו לחופש הניהול לאחר ההפרטה. סיכום המיגבלות בהפרטות העיקריות, כפי שנוסחו ב"מנית תזהב" של הממשלה, מופיע בטבלה 3. הגבלות נוספות על הבעלים החדשים הוטלו במקרים בהם יש לחברות מעמד מונופולי. כך הוקמו משרדים מיוחדים לפיקוח על טלקומוניקציה (oftel) על גז (ofgas), על רשת הכבלים (cable Authority) ועוד. הרשויות המפקחות אחראיות על תנאי הרישוי, הן אמורות לקדם תחרותיות ולהלחם בנוהגים לא-תחרותיים, הן כתובת לתלונות צרכנים והן אחראיות ליטום כללי התמחיר. כללים אלה הוגדרו, ברוב המקרים במונחי הרשאה להעלות מחירים כל שנה, על-פי ההוצאות ובהתאם למדד המחירים הסיטוניים מינוס x אחוזים. כללים אילו ידועים כ-RPI-X.

המפקחים באנגליה סובלים מבעיה אופינית לכל פיקוח - חוסר אינפורמציה על החברות. יכולתם להתמודד עם קביעת רמת השירות מוגבלת למדי, אך קשיים נוספים, כגון השקעות חסר בענפים אילו בעתיד, אינן חשובות פחות. מאד ייתכן ששיעורי הנכיון הפרטיים גבוהים יחסית לשיעורים החברתיים, עובדה שעלולה להוליך לעתים להשקעות חסר בענפים אלה. מבנה הפיקוח (RPI-X) ואי הוודאות ביחס לעתיד הפוליטי של ההפרטה, רק מחזקים את הנטייה להימנע מתכניות השקעה יקרות וארוכות טווח.

הנסיונות להעריך את השינוי בחיפוקודן של החברות המופרטות נשענים כמובן על מידע מועט יחסית. מידע זה לקוי גם בשל כך שההכנות להפרטה הביאו לשינוי בהתנהגות המנהלים בחברות הציבוריות לפני תאריך ההפרטה בפועל וכך ההשוואה קשה עוד יותר. אך המסקנות הראשוניות של רוב החוקרים אינן מצביעות על מפנה דרמטי ביעילות הפנימית או ההקצאתית כתוצאה מההפרטה (Vickers & Yarrow (1988), Yarrow (1989)).

(Clarkson (1989)). הסיבה המשוערת היא סביבתן הכלכלית הלא תחרותית של חברות הענק המופרטות. החלפת הבעלות הציבורית בפרטית בתנאים אלה יצרה צורך בהחלפת מנגנון השליטה, מניהול ישיר לפיקוח עקיף. מנגנוני הפיקוח אינם תחליף לתחרות בשוק ולכן השינויים ביעילות אינם דרמטיים.

בספרם המקיף על ההפרטה מסכמים ויקרס וירו:

"Theoretical analysis and empirical evidence support the view that private ownership is most efficient - and hence privatizations is most suitable - in markets where effective (actual or potential) competition prevails... Where monopoly exists - that "great enemy to good management" in Adam Smith's words - the case for preferring private ownership to public ownership weakens considerably: privately efficient profit seeking can no longer be expected to lead to socially efficient results." (Vickers & Yarrow (1988) P.426).

באבחנה זו בין תנאים תחרותיים ולא-תחרותיים יש משום מתן הסבר להצלחה היחסית של ההפרטה בחברות החשופות לתחרות<sup>4</sup>. הנסיון בחברות הפחות חשופות לתחרות פחות מוצלח. אך גם כאן בתחומי התקשורת הסיכויים להגברת היעילות טובים יותר בשל שינויים טכנולוגיים העוברים על הענף אשר הופכים תחרות לאפשרית הרבה יותר. שיקולים אלה ואחרים הולידו אצל רבים מהתומכים העקרוניים בהפרטה את הביקורת בנוסח: "יותר מדי ומהר מדי" ("too far too fast"). ביקורת אילו משותפות לרבים מאלה שסקרו תכניות הפרטה נוספות שבוצעו בארצות מערב אירופה. בצרפת, למשל, תהליך ההפרטה עצמו הביא לריכוז כוח עצום בידי המפריטים שהחליטו למי למכור ובאילו מחירים. (ראה דיון תיאורטי בהיקף הרצוי של ההפרטה אצל Shapiro & Willig (1990) סקירות על נסיונות נוספים ב- (Vickers and Wright, 1989)).

#### 4. הפרטה בישראל

##### 4.1 רקע וצעדים עד כה

לא נדון כאן בפעילויות הכלכליות המבוצעות על-ידי הממשלה (חינוך, בריאות, רשות הדואר וכיו"ב) במסגרת משרדי הממשלה. כמו כן לא נעסוק בחברות לא ממשלתיות שאינן פרטיות כמו אלה שבבעלות ההסתדרות. הדיון יתרכז בחברות המפוקחות על-ידי רשות החברות הממשלתיות.

רשימת החברות הנכללות ברשות החברות הממשלתיות מנתה בסוף 1989<sup>5</sup> 159 חברות, בבעלות מלאה או חלקית, אשר בהן עבדו כ-62,300 עובדים (ראה רשימה חלקית בטבלה 4). מדובר בחברות מהגדולות במשק דוגמת "התעשייה האווירית", אך גם בחברות קטנות מאוד דוגמת "אולם נחמני" בתל-אביב, ואף חברות שבאופיין צריכות היו להיות חלק ממשרדי הממשלה או הרשויות המקומיות, דוגמת "חלמיש" (העוסקת בשיקום הדיור בתל-אביב, יפו). הסיבות לבעלות הממשלתית הן בחלקן הסטוריות אידיאולוגיות, אך בחלקן מוצדקות בנימוקים אחרים כקיטומו של מונופול טבעי, אסטרטגיה תעשייתית או ביטחון לאומי, (ראה טבלה 5).

תכניות ההפרטה בישראל עומדות במוקד סדר היום הציבורי. רבים מטילים ספק ביעילות של המפעלים שבבעלות ציבורית, והשפעתו השלילית של הסקטור הציבורי הגדול על תיפקודי המשק אינה שנויה במחלוקת. ככל הנראה ישנן תופעות של הוצאות עודפות, השקעות יתר, עודף עובדים ומערכת תיגמול עובדים ומנהלים לקויה. קיימת קשיחות בקבלת החלטות עקב הצורך בהחלטות של שרים ופקידים שלהם עיסוקים רבים נוספים. הידיעה הרופפת של האחראים את הנעשה בחברות מובילה לא אחת לתקבולי חסר של דיבידנדים ולמחירים לא נכונים של המוצרים והשירותים המיוצרים. לכך יש להוסיף תופעות הולכות ומתרבות של פוליטיזציה במינויים לתפקידים בכירים במפעלים אלו. הממשלה באמצעות רשות החברות הממשלתיות החלה בשנים האחרונות, במקביל לרפורמה בשוק ההון ונסיונות לרפורמה בתחומים אחרים, בצעדים ראשונים להפרטה (ראה פירוט

הצעדים שנעשו בנספח ב'). במסגרת המאמצים בכיוון זה נתבקשה חברת פירסט בוסטון (First Boston Corporation, להלן FBC) על ידי הממשלה להכין דו"ח שיציע דרך מועדפת להפרטת חברות. כתוצאה מבדיקתה הגיעה FBC למסקנות על דרך ההפרטה המתאימה לכל חברה, כמו כן איתרה אילו בעיות דורשות פתרון לפני התחלת התהליך. מתוך עיון בדו"ח שהוגש לממשלה ע"י FBC עולה כי החברה התרכזה ברשימה חלקית של החברות הממשלתיות שנבחרו על ידה כמתאימות להפרטה. רשימה זו מכילה את החברות הגדולות יותר, ואשר על כן דורשות התייחסות ספציפית. החברה בחנה את החברות בכמה תחומים: המיבנה הפיננסי, כח העבודה, הנהלה, בעיות מיוחדות והתפתחות השווקים הרלוונטיים בארץ ובעולם. כפועל יוצא של בדיקות אלה המליצה החברה המלצות בשלושה מישורים:

- מתן מענה לשאלה האם להפריט.

- המועד המתאים להפרטה ודרך ההפרטה.

- בדיקת הצורך בשינויים בחברה לפני מכירתה, וניסוח המלצות לשינויים בחברות הזקוקות לכך.

מתוך הנימוקים על צורת ההפרטה ומועדה עולה שמטרת FBC היתה השאת רווחי הממשלה מתמכירה וקיצור זמן התהליך. אם לתרגם זאת למונחי היתרונות בהפרטה למשק, אותם ציינו לפני כן, הרי FBC התמקדה, מעבר לייעילות, בנסיון להביא לתוצאות טובות ביותר בכל הקשור לחוב הממשלתי - פנימי או חיצוני. ברוב המקרים המלצה היא על מכירה ישירה, לא בבורסה, אלא למשקיע או לקבוצת משקיעים מהארץ ומהעולם. יעד נוסף של ההפרטה, הרחבת גוון שוק ההון, לא בא כמעט לידי מימוש בדרך זו.

#### 4.2 שיקולים בהפרטה:

מהדיון לעיל עולה כי קימות מספר אמות מידה לבחינת היתרונות בהפרטת חברה ממשלתית, חלקן כלכליות וחלקן לא:

(א) אמות מידה כלכליות -

(1) מידת התחרותיות שתתקיים לאחר הפרטה בענף אליו שייכת החברה. במידה והסביבה שתתקיים לא תהיה תחרותית מכח קיומו של מונופול טבעי או בשל תנאים אחרים, יהיה צורך בגוף מפקח. בדרך כלל בתנאים אלה גם כשהחברות בבעלות ממשלתית מלאה יש צורך בגוף מפקח הקובע את מדיניות המחירים ואת טיב השרות שיש לספק. במקרה של הפרטה יוטלו על הגוף המפקח משימות נוספות, כמו בחינת רמת ההשקעות הנדרשת ואולי גם עידוד התחרותיות. יש לשקול בזהירות אם הפרטה כדאית במקרים אלה. חברת החשמל ובזק, באותם מגזרי פעילות שבהם לא ניתן לפתח שוק תחרותי, נופלים בקטגוריה זו.

קיימות חברות שהן מונופוליסטיות בשוק הפנימי אך בשווקיהן הבינלאומיים קיימים תנאים תחרותיים. במקרים כאלה יש מקום לעידוד התחרות ויש מקום להפרטה. ניתן לראות באל-על ובצים וכן אולי בחלק מפעילותה של החעשיה האוירית, מונופולים כאלה. אל-על פועלת בסביבה תחרותית בינ"ל, והחעשיה האוירית אינה, כנראה, מונופול טבעי בקנה מידה בינ"ל.

קיימות חברות הפועלות בסביבה בין לאומית לא תחרותית - ככל הנראה מכל החברות הממשלתיות הבינוניות והגדולות מדובר רק על כי"ל. פירוט הבעיות בחברות כאלו מופיע בנספח על כי"ל.

ביחס לחברות הפועלות בסביבה תחרותית, ברור מטענותינו הקודמות ומהנסיון האנגלי, שההפרטה רצויה. דוגמאות לחברות כאלו הן רשת בתי הכלבו של השק"ם ומל"מ.

(2) מידת הזהות בין שיקולים כלכליים פרטיים וחברתיים - בדרך כלל ניתן לחקן עיוותים אלה, במידה ומצליחים למדוד את השפעתם, על ידי סובסידיות ומיסים. התחום בו הקושי גדול במיוחד הוא בשוני בהערכת הזמן הפרטית והחברתית ובאופק הראיה. (ראה דוגמת כי"ל בנספח ג').

(ב) אמות מידה שאינן כלכליות -

(1) טיקולי בטחון - ישנן חברות העוסקות בתחומים שלהם נגיעה לבטחון המדינה. כך למשל אל-על אמורה לשמש כקשר אירי עיקרי בעיתות משבר; התעשייה האוירית מפתחת כלי נשק חדשים אשר דבר קיומם ושיטת פעולתם אמורים להשמר בסודיות; בזק היא הבעלים של רשת הקוים הצבאית ויתכן שאין אפשרות להפריד בין הרשת האזרחית לצבאית. גם כאן הבעיות מיוחדות לכל חברה וחברה ובמקום שניתן לנטרל מהחברה את החלק הרגיש הרי מבחינה זו הן מועמדות להפרטה.

(2) בעיות בטיחותיות או פליליות - חברת ממ"ן הינה מונופול בשטח ניטול ואיחסון מטענים אויריים ומשום כך יש סכנה של ניצול הבעלות להברחות. במקרה זה יש חשיבות למכירת החברה לקונה יציב וידוע ויש להגביל את אפשרותו להעברת השליטה, שתתבצע רק באישור הממשלה.

בחברות בהן בחינת אמות המידה מורות חד משמעית בכיוון של תשובה חיובית יש להפריט. במקרים בהם אחת, או יותר, מאמות המידה אינה מצביעה על קיום תנאים להפרטה, יתכן בהחלט שניתן להפריט תוך נקיטת אמצעים מתקנים (פיקוח על מונופולים, סובסידיות במקרים בהם קיימים חטרונות חיצוניים וכיו"ב). באותם מקרים בהם האמצעים המתקנים מחייבים התערבות רבה ונמשכת, מעבר לקיים היום, יש לשקול בזהירות את ההפרטה ואת הבטחת היכולת של הממשלה להתערב. כלומר, לפחות בחברות הגדולות המועמדות להפרטה יש לדון באופן פרטני בכל חברה, בתנאי השוק בהן היא פועלת ובאפשרויות להפעיל אמצעים מתקנים בתנאים שיווצרו לאחר ההפרטה. ברוב החברות הממשלתיות הגדולות אמות המידה אינן מצביעות על המלצות חד משמעיות ולכן אין אפשרות לבצע הפרטה גורפת.

### 4.3 ביצוע הפרטה בישראל

כפי שכבר צויין בהרחבה לפני כן, ישנן מספר שיטות הפרטה כשהבדל המרכזי ביניהן הוא בין מכירה פרטית לבין מכירה דרך הבורסה. מכירה בבורסה אינה נותנת פתרון מלא ומיידי לבעיות יעילות החברה, שכן יש לחכות להתגבשות גרעיני שליטה, אך יש לצפות כי תהליך כזה יתרחש בתוך פרק זמן סביר. היבטים אחרים המשפיעים על היעילות, כגון דיווח טוב יותר על פעולות החברה, באמצעות דוחות לבעלי המניות והרשות לני"ע, יקרו מיד. יחד עם זאת למכירה חלקית התחלתית בבורסה כמה יתרונות בולטים. בראש ובראשונה חשיפת מחיר שוק לחברות יוכל לשמש בעתיד כאומדן ערך החברות במכירה למשקיעים פרטיים של נתחים נוספים. ההליכה בסדר הפוך, ראשית מכירה ישירה למשקיעים ורק אחר כך הנפקה, לא תחשוף מחיר זה ואף תגרום לכך שלצורך רישום והנפקת מניות בהמשך יהיה צורך באישור המחזיקים הפרטיים האחרים (כך קורה בצים, שם לממשלה פחות מ-50 אחוזים)<sup>6</sup>. יתרון נוסף במכירה דרך הבורסה הוא בגיוון המלאי, דבר שיכול להביא להמשך ההתעניינות בשוק ההון ולחיזוקו.

בתחומים שונים אין מנוס ממעורבות ממשלתית והיא אף רצויה, אך לצד תחומים אלה קיימים רבים אחרים שבהם המעורבות אינה רצויה וכוחות השוק צרכים לפעול באין מפריע. כוחות אלה באים לידי ביטוי מרכזי בבורסה, שחשיבותה רבה בהקצאת ההון בצורה יעילה. על כן, מכירת חברות בדרך הבורסה תהווה איתות לציבור כי גם הממשלה מכירה בחשיבות הבורסה. יתכן וכך תצטבר אותה מסה קריטית הדרושה לשם ניתוק מעגל הקסמים של ביקוש קטן הגורם להיצע קטן, אשר בתורו גורם לביקוש קטן וחוזר חלילה. אחת הבעיות במכירה דרך הבורסה נובעת מקיום גלים של שפל וגאות. כשהבורסה בשפל קשה מאוד להנפיק בשוק הראשוני, אף אם החברה אותה רוצים להנפיק מבוססת. במקביל בזמן גאות גם חברות פחות מבוססות זוכות להצלחה בהנפקות. הדו"ח של FBC פורסם באפריל 1988 כאשר הבורסה היתה בשנת שפל עמוק, ויתכן שאילו פורסם באפריל 1989,

למשל, היו ההמלצות שונות. נראה שהבורסה בתל-אביב אינה מסוגלת לקלוט בנת אחת היצעים כבדים בשוק הראשוני גם אם המגמה חיובית. תוכיח זאת תופעת הירידה במחירי המניות בתחילת שנת 1990, עם פרסום היקף ההנפקות הצפוי. מאידך הצלחת ההנפקה הגדולה של מניות בזק בספטמבר 1990 מעודדת, בעיקר אם נזכור שהנפקה זו יצאה לדרכה על רקע המשבר במפרץ הפרסי.

מכירה בדרך הבורסה תביא, קרוב לוודאי, ליתר מעורבות של קופות הגמל בשוקי המניות. יתכן ובתקופות מסוימות יהיו קופות הגמל בעלי השליטה העקריים בחלק מהחברות. בכך יהיה משום הגברת הריכוזיות במשק: קופות הגמל הן בעלות זיקה לבנקים, והמגמה הרצויה היתה דוקא לפרק מהבנקים חלק מהעיסוקים הקיימים ולא לתת להם עיסוקים נוספים. בחברות מופרטות בהן יוגבלו המחזיקים לאחוז מסויים הבעיה פחות בולטת. צריך יהיה לשקול הגבלת הבעלות של קופות השייכות לגוף אחד וזאת בנוסף להגבלת אחוז ההשקעה של קופה בודדת בחברה מסויימת, הגבלה הקיימת כבר כיום. ככלל, באותן חברות בהן יוחלט על הפרטה, הדרך העדיפה היא מכירה בבורסה בתל-אביב.

שאלה נוספת הקשורה בשיטת ההפרטה היא האם למכור תחילה חלק קטן מחברות רבות, או אולי למכור מספר מועט של חברות בשלמותן. אם מחליטים על שיטה אחרונה זו, האפשרות היחידה היא מכירה פרטית שלא דרך הבורסה. אם מחליטים על השיטה הראשונה אזי הבורסה היא המקום המתאים. נראה לנו שעדיפה סדרת הנפקות קטנות על פני כל מגוון החברות הרלוונטי. בהנפקה ראשונית זו כדאי להגביל כליל אפשרות רכישה על ידי זרים, והיה והמחיר שנקבע, יתברר לאחר זמן כנמוך, יהנו מההפרש אזרחי המדינה, אשר לה היו שייכות החברות. גם בהמשך יש לשאוף לכך, שהמניות ימשיכו להמכר בדרך הבורסה לפחות עד למכירת 15-20% מהשליטה, תוך שחרור ההגבלה הכללית על משקיעים זרים והחלפתה בהגבלות פרטניות לכל חברה.

תנאי הכרחי להצלחתה של מכירה בשלבים בבורסה הוא קביעת היעד הסופי ערב המכירה ההתחלתית בכל חברה וחברה, הן ביחס למגבלות על פעילות החברה והן למגבלות על

חלוקת המניות בין המחזיקים (האחוז המותר להחזקה בידי משקיע בודד), אפשרויות שיתוף משקיעים זרים והאחוז הסופי שיטאר בידי הממשלה. כמובן שיעדים אלו לא יכולים להיות סטטיים לחלוטין, אך שינויים בחידרות גבוהה או שינוי מהותי עלולים לפגוע בהליך, ולכן שינויים כאלה מחייבים שיתוף פעולה עם בעלי המניות האחרים תוך הסדרת זכות הבעלים הפרטיים גם כאשר רוב המניות עדין בידי הממשלה. על הממשלה להצהיר מראש על מידת מעורבותה בניהול בשלבי הביניים, מעורבות שצריכה להיות מצומצמת ביותר. כדאי לשקול את הוצאת החברות שיוחלט להפריט מתחום חוק החברות הממשלתיות ואולי לנסח להן חוק חלופי שלא יאפשר מרחב תמרון רב מדי לשרים ולועדת הכספים, כך שלא ייווצר מצב של שינוי עמדות עם כל שר או חבר ועדה שמתחלפים. כמובן שיש לקבל אישור מראש ליעדים ולדרך המוצעת מכל הגופים שיוותרו על מעורבות בהמשך.

לפני הנפקת כל חברה וחברה יהיה צורך לבצע בדיקה על השינויים הצפויים בענף בו פועלת החברה והמידה בו היא תושפע מרפורמה אחרת מתוכננת, אשר תשנה את ערך החברה מהותית. במקרים אלו יש לבצע את הרפורמה האחרת תחילה (דלק, למשל) ורק לאחר מכן לבצע את תהליך מכירת החברה.

חשוב שהדירקטורים משעם הממשלה יבחרו על ידי גוף ציבורי, המורכב מנציגים של גופים שונים כמו הרשות לניירות ערך, תבורסה ואחרים, בדומה למינוי דירקטורים מקרב הציבור או שופטים וזאת בין אם תבצע הפרטה ובין אם לאו; בכך תקטן בעיית הפוליטיזציה של התפקידים.

כדאי להוסיף כי מכירה על-ידי הממשלה אינה מחייבת הסתייעות בחתמים. אין בכך צורך תיאורטי והלקחים מהפרטות באנגליה ובצרפת מצביעים על הוצאות גדולות אותן ניתן לחסוך. את הפונקציה השווקית הקיימת במנגנון החתמות ניתן לקבל על ידי שכירת שרותים של משרדי פרסום ושוק. עלויות ההנפקה בדרך זו יהיו נמוכות בהרבה משמוש בחתמים, אשר עיקר התשלום, הנגבה על ידם אינו אלא פרמית סיכון על החתמת חטר.

סיכום:

החלטה על הפרטת חברות שבבעלות לא פרטית מחייבת לשקול היטב את מצבה של החברה לאחר ההפרטה. מגוון השיקולים רחב ביותר ובחברות בהן אין לצפות לקיומה של תחרות לאחר הפרטה יש לעצב את הסדרי הפיקוח ולשקול את היתרונות והחסרונות בטרם ההחלטה. בתנאי המשק הישראלי, באותן חברות בהן השיקולים בעד הפרטה כבדים משיקולי הנגד, הדרך העדיפה, בדרך כלל, היא מכירה בבורסה הישראלית.

הערות

(1) ראה סקירות הספרות אצל Hemming & Mansoor (1988); Yarrow (1986, 1989); Kay & Thompson (1986); וכן פלוג וקסיר (1989) ו-Griliches & Regev (1991) על (ישראל).

(2) נעיר רק שבמסגרת הדיונים בהפרטה הוצע לא אחת לספק מוצרים ציבוריים המיוצרים על-ידי הממשלה באמצעות חברות פרטיות, כשמימון הפעילות נעשה ע"י הממשלה.

(3) כאמור, מלבד מכירה בבורסה נמכרו חברות שלא דרך הבורסה לגורמים מעוניינים מסחריים או להנהלות ו/או עובדים. מכירות אילו חשובות פחות כמותית וסכום הפדיון עבורן כ-1,330 מליון ליש"ט.

(4) Amersham, British Aerospace, Cable & Wireless, Enterprise Oil and Jaguar.

(5) הדו"ח האחרון שהוצא על ידי רשות החברות הממשלתיות הוא לשנה זו.

(6) נקודה נוספת לטובת מכירה חלקית בבורסה היא ביצירת היצע בשוק ההון ובכך בין השאר מתן מענה חלקי לקופות הגמל אשר לחצו בעבר על הממשלה להנפיק אג"ח מעבר לנדרש למימון הגרעון בתקציב. כניסת קופות הגמל לבורסה בצורה מסיבית תביא, אולי, להקטנת התנודות בה, וביחד עם כך, כהיזון חוזר, יתכן ותתמוך בגידול וביסוס שוק ההון.

טבלה 1

חברות ותעסיות מולאמות 1979

---

תעסיות כושלות	אסטרטגיה תעסיתית	בסחון לאומי	מונופול טבעי	
British Coal	British National Oil Corp.	British Petroleum	Electricity Boards British Gas	אנרגיה
		Cables and Wireless	Postal Services Telecom	תקשורת
	National Freight Corp.		British Rail National Bus	תחבורה
	British Airways		Airports	
			Water authorities	מים
British Leyland	National Enterprise Board	British Sugar		אחרים
British Shipbuilder	British Aerospace			
Rolls-Royce	British Steel			

---

מבנה - 2

תרות ציבוריות שהומצרו בבורסה - בריטניה 1979-1987

מסד מספר	שנת המכירה	החברה	מחיר המכירה	מספר תרות	מחיר התמורה	מחיר התמורה	מחיר התמורה	מחיר התמורה	מחיר התמורה	מחיר התמורה	מחיר התמורה
08	1982	Asarbas Int.	71	3 (4.2)	1982	מכרוא	פיתוח ויצור של תרות דיוראקטיביים				
08	1983-1984	Associated British Ports (ABP)	22 52	2 (9.1) 1 (1.9)	מכרוא מכרוא	מכרוא	ניהול נמלים ונכסי דלאגרי				
08	1987	British Airports Authority (BAA)	1,281	43 (3.4)	1987	יולי	תפעול 7 פדות תעופה מדכזיים (כולל היהודי)				
08	1981-1985	British Aerospace	150 551	6 (4) 18 (3.3)	מכרוא מאי	מכרוא	יצור מטוסים אזרחי וצנעי ומערכות נשק				
08	1987	British Airways	900	30 (3.3)	מכרוא	מכרוא	תרות תעופה מרבילה				
38	1986	British Gas	5,434	175 (3.2)	1986	דצמבר	אספקת גז				
	1977-1987	British Petroleum (BP)	1,420 7,240	114 (2.0)	1977-1987	אוקטובר	תרות יצור דלק				
49.88	1984	British Telecom	3,966	152 (3.9)	1984	נובמבר	תקשורת				
14	1982-1985	Britoil	549 449	15 (3.3)	1982 1985	נובמבר אוגוסט	מחוח אוצרות דלק בים הצפוני				
08	1985-1981	Cable & Wireless	1,432	7	1985-1981		שירותי תקשורת				
	1984	Enterprise Oil	392		1984	יוני					
	1984	Jaguar	294	6 (2.0)	1984	יולי					
08	1987	Rolls-Royce	1,363		1987	מאי					

Hyman, H. (1989). Privatization: the Facts, in Veljanovski (1989) pp. 192, 213, מקורות:

## טבלה 3

מגבלות עיקריות הכרוכות ב"מניות הזהב"

	15% 15% voting restrictions	15% restriction on foreign ownership	Restriction on issue of new voting shares	British chief executive	Government appointed directors	Disposal of assets	Restric. on wind- ing up of dissoluti
Amersham Intl.	✓		✓			✓	✓
British Gas	✓		✓				
British Telecom	✓		✓	✓	✓		
Rolls Royce	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Britoil	(1)		✓				✓
BAA(2)	✓						✓
British Aerospace		✓		✓	✓		✓
Jaguar	✓					✓	✓
Cable & Wireless	✓		✓	✓		✓	✓
Enterprise Oil	(1)		✓				✓

**Special Clauses**

- (1) Temporary majority of votes where person seeks to obtain control.
- (2) Provision concerning the ownership or control of the designated airports (Heathrow, Gatwick and Stansted).
- \* For two years
  - \* All Directors

Source: Veljanovski (1989), p. 216.



לוח המשך המציג נתונים על חברות משלחות

מועסקים	מאזן	רווח לאחד מ-100 (מיליוני ש"ח מחוברים)	מתזר (מיליוני ש"ח מחוברים)	ממוצע בשוק (ממונופול)	הרכב בעלות		מסלחי המזרחי	מסלחי המערבי
					גופים ציבוריים	גופים פרטיים		
1584	1135.0	47.9	1210.1	+	-	26	74	5
29	135.3	2.9	17.1	-	-	-	100	5
אין	18.7	0.5	1.5	-	-	-	כל המניות בידו הרכה הנפט לאומית	5
72	11.9	(3.8)	7.1	-	-	-	98.6 - ח.נ.ל. - 1.4 - משקיעים פרטיים	5
2	45.1	1.7	11.2	-	-	-	רוב המניות בידו חברות הנפט האזרחיות	5
98	8.0	(0.3)	11.1	?	-	-	אין מניות. בעלות משלחות ומכרות תמנע	5
88	440.1	41.9	61.7	?	-	-	100	5
52	29.0	(0.2)	-	?	-	-	ש ו נ י ס	5
16,630	2979.6	23.2	2511.1	?	-	-	100	6
2059	407.0	25.7	325.0	?	-	-	הוצעיה האזרחיות	6
431	40.6	(1.2)	40.1	?	-	40	60	6
3918	338.6	1.2	651.4	-	-	-	100	6
596	77.5	1.4	89.2	?	-	-	100	6
90	750.9	(4.5)	-	?	-	22.58	77.42	7
72	11.2	0.9	11.5	?	-	-	אין הון מניות. החברים: מדינת ישראל, חברת המשמל וק"ל	7
23	5.5	0.4	7.5	?	-	-	100	7
10	2.2	0.0	0.6	?	-	33	33	7
140	-	-	-	-	-	-	100	8
859	990.0	(8.9)	60.2	-	-	-	100	8
61	199.9	(0.3)	5.7	?	-	50	50	8
33	-	-	-	?	-	28.6	71.4	8
30	107.8	0.5	0.6	?	-	33.3	66.7	8
5	9.5	0.3	0.4	?	-	33.3	66.7	8
32	-	-	-	?	-	45.0	55.0	8
20	13.6	0.1	2.3	?	-	18.3	81.7	8
9	47.7	(76.4)	23.4	?	-	26.0	74.0	8
55	213.0	0.0	9.1	+	-	-	100	8
8	201.0	2.4	7.0	+	-	-	100	8
27	5.9	0.1	3.5	?	-	-	חברים שונים. למדינה 51 קולות	8
11	19.8	1.3	2.7	?	-	0.8	17.4	8

5. מערכת הדלק הגז וחילושי נפט

בתי הזיקוק  
חברת הנפט הלאומית לישראל  
מ.ג.ל. - משאבי גז ונפט  
מפידות  
נפטא  
המכון למחקרי נפט וגיאופיזיקה  
שרותי נפט בע"מ  
פ.מ.א.

6. מפעלים ושרותים למערכת הבחור

התעשייה האזרחית  
אלותא  
מנועי בית שמש  
שק"ם  
עשות אשקלון

7. מפעלי פיתוח בתקלוא

בנק התקלוא לישראל  
חברה להדברה עשבי בר  
אגרידב  
קרן למשקי עזר ופחוח הנוף הירוק (3)

8. בניין פיתוח מקרקעין ושיכון

שיכון ופיתוח  
עמיד  
אלמש  
פרוח  
שקמונה  
ח.ל.ד.  
חברה לפחוח אזור לוד-רמלה  
אפריד  
קדמא  
עדים  
החברה לשיקום ולפחוח תרובע היהודי (3)  
מרכז הבניה הישראלי  
אוצר מפעלי ים

לוח המספר המצייח נחוננים על חברות הממשלחיות

מועסקים	מאזן	רווח לאטר	מחזור (מיליוני ש"ח מחוזמים)	מקדם בשוק (אמנופול)	הרכב בעלות		ממשלחי המחדותי אטר	החזום פעולה ומפעל
					גופים ציבוריים אדום	אדום		
13	1.0	(0.1)	12.8	?	1.0	-	99.0	9. פיתוח מפעלי חיירות
25	331.4	(3.9)	6.7	?	31	-	69	החברה הממשלחית לחיירות
27	2.3	0.1	2.1	?	29.2	22.2	48.6	תורה לפתוח מפעלי חיירות
67	1.4	0.0	-	?	34.2	31.6	34.2	בית המסד לחיירות בישראל
16	42.2	6.7	54.2	?	33.3	0.1	66.6	תורה בית המסד המרכזי למלונאות - הדמור הש"ח
13	3.4	0.2	0.6	+	50	-	50	פתוח מזרח ירושלים
20	9.2	0.4	1.4	+	0.1	-	99.9	אדום
2	9.6	(0.3)	3.9	+	1.2	-	97.6	החברה לפתוח חוף אילח
26	27.3	0.0	1.6	+	1.0	1.2	99.0	פתוח חוף ים המלח תבל סדום יערד
15	16.7	0.0	0.5	+	50.2	-	49.7	החברה לפתוח עכו העתיקה
6	4.6	(0.3)	1.1	+	-	-	-	החברה לפיתוח יפו העתיקה
224	6.3	0.0	27	-	-	-	100	10. תרבות ואמנות
1	0.6	0.3	0.5	-	50	-	50	החברה למרכזי תרבות ומפורט (מתגס"ים)
אי	0.0	0.0	0.0	-	50	-	50	החברה בית הבימה
								אולם נתמני
73	27.5	0.9	18.3	+	-	-	100	11. שירותים אדום
39	19.1	0.9	9.4	-	-	-	100	החברה הממשלחית למדליות ולמטבעות
258	37.0	3.8	36.0	-	-	-	100	ענבל
22	410.0	2.4	4.6	?	-	-	שונים	מלמ מערכות
364	29.5	(3.2)	47.9	-	-	-	שונים	אוצר השלטון המקומי
65	-	-	-	-	12.4	73	14.6	החברה לאוטומציה במנהל השלטון המקומי
								מגדל שלום מאיר
1	21.5	(0.5)	7.0	+	השאיר בידוי עובדי המדינה	49.9	49.9	החברה למפעלי (3) כלכלה ותרבות לעובדי המדינה בע"מ

(1) הנחוננים לקוחים מדו"ח השנתי של רשות החברות הממשלחיות לשנת 1989, רשימה חלקית. יתכנו חברות המופיעות ברשימה אך נמכרו מאז.  
 (2) כולל אדום.  
 (3) נחוננים לשנת 1988 (החברה סדרם הגישה דוחות לשנת 1989).

טבלה 5  
סיבות לבעלות ממשלתית

החברה	מונפול טבעי	אסטרטגיה תעשייתית	בטחון לאומי	אחר
כי"ל		+		
בזק	+		+	
חברת החשמל	+		+	
אל-על			(+)	
ממן				+
תמ"מ				+
התעשייה האווירית			+	
אלתא			+	
בתי הזיקוק			(+)	
פי גלילות			(+)	
שרותי נפט			(+)	
צים			(+)	
שק"ם				+
בנק ישראלי לחקלאות				+
פיתוח מפעלי תיירות				+
חברת השקעות לפיתוח				
התעשייה בישראל		+		+
החברה לביטוח סיכונאי				
סחר חוץ		+		+
ערים		(+)		+
קרתא				+
עשות אשקלון			+	
החברה הממשלתית				
למטבעות ומדליות				+
מל"מ				+
תה"ל		+		

טבלה 6

הדרך המוצעת על ידי FBC להפרטה

<u>שיטה מומלצת</u>	<u>החברה</u>
מכירה ישירה, לא בבורסה; 50% תחילה.	כי"ל
מכירה מיידית של חוב, מלווה בהצעה לציבור (Public Offering) להלוך (PO) של מניות בזמן הארוך יותר, הן בבורסה המקומית והן בעולם. (כמו בבזק).	בזק חברת החשמל
לבטל את הפרוק לאלתר; לבצע שינוי הוני (recapitalization), לאחר מכן לצאת ב-PO בארץ ובחו"ל בשלבים, תחילה 15-20%, וזאת לכל הפחות שנתיים מחילת התהליך.	אל-על
מכירה ישירה מיידית של 100%. אפשרות אחרת - הצעה לציבור בארץ.	ממן
מכירה ישירה של 77% שבידי הממשלה או רכישה תחילה של 23% הנותרים ומכירת 100% המניות אחר כך.	תמ"מ
מכירה ישירה של אלתא (חברת-בת בבעלות מלאה) - 26% תחילה, ו/או מכירת אג"ח. יש אפשרות ל-PO בבורסות בעולם ובמקומית או לחפש שותף אסטרטגי.	התעשייה האווירית
מכירה ישירה של לפחות 26%.	אלתא
מכירה ישירה של כל 74% שבידי הממשלה מיד.	בתי הזיקוק
PO בבורסה המקומית בשלבים לאחר איחוד.	פי גלילות ושרותי נפט
PO בבורסות הבינ"ל והמקומית לאחר שלוש שנים לערך.	צים
PO של חברות בנות בארץ ובעולם לאחר שינוי מבני, שיהפוך את החברה לחברת אחזקות.	שק"ם
בניה מחדש של תיק האשראי, ולאחר מכן PO בבורסה המקומית.	בנק לחקלאות
מכירה ישירה של 50% מניות והממשלה לאלתר.	חברת השקעות לפתוח התעשייה בישראל

מכירה מיידית ישירה של 100% המניות או מכירה ישירה של 51% מלווה במכירה הדרגתית בבורסה המקומית של שאר המניות.	החברה הישראלית לבטוח סיכוני סחר חוץ
מכירה ישירה של 100% המניות לאלתר.	ערים
מכירה ישירה של כל החברה או מיזם משותף עם יזם שלו יהיה הרוב במיזם.	קרתא
שיפור המצב הכספי ושינוי היחסים עם התעשייה הצבאית לפני כל הפרטה.	עשות אשקלון
מכירה ישירה מיידית של 51% כצעד ראשון.	החברה הממשלתית למטבעות ומדליות
PO בשוק המקומי בשלבים (30% בשלב ראשון), אך לא מיד.	מל"מ
מכירה ישירה של 51% לפחות, אבל לא מיד.	תה"ל
הפיכה לחלק ממשרדי הממשלה או כסוכנות של הממשלה.	החברה לפתוח מפעלי תיירות

---

(1) המקור: דו"ח FBC.

טבלה 7

שינויים מבניים מומלצים על ידי FBC בכדי לעזור בהפרטה

<u>המלצה</u>	<u>חברה</u>	<u>סוג השיקום</u>
שינוי הוני מכירת חברת בת שינוי מבני בתיק האשראי הקטנת חוב הרחבת הערבות הממשלתית	אל-על התעשייה האוירית בנק לחקלאות בזק בטוח סיכוני סחר חוץ	א. פיננסי
איחוד אירגון החטיבות כחברות בנות	פי-גלילות ושרותי נפט שקם	ב. תפעולי
שינוי המצב המשפטי	אל-על	ג. חוקי
שינוי מצב המועסקים	מל"מ	ד. עובדים
שינוי זכיון ו/או פיקוח	בזק חברת החשמל כי"ל מטבעות ומדליות ממן	ה. פיקוח

(1) המקור: דו"ח FBC.

### Public Ownership in OECD Countries

Privately-owned  
 ○ More than 75%  
 Publicly-owned  
 ● 25% ◐ 50%  
 ◑ 75%  
 ◒ More than 75%

	Posts	Telecommunications	Electricity	Gas	Oil production	Coal	Railways	Airlines	Motor industry	Steel	Shipbuilding	1985
Australia	◑	◑	◑	◑	○	○	◑	◐	○	○	na	Australia
Austria	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	na	Austria
Belgium	◑	◑	◐	◐	na	○	◑	○	◑	○	○	Belgium
Britain	◑	○	◑	◑	○	◑	◑	◑	◑	◑	◑	Britain
Canada	◑	◐	◑	○	○	◑	◑	○	○	○	○	Canada
France	◑	◑	◑	◑	na	◑	◑	◑	◑	◑	○	France
West Germany	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	◑	○	◑	◑	West Germany
Holland	◑	◑	◑	◑	na	na	◑	◑	◑	○	○	Holland
Italy	◑	◑	◑	◑	na	na	◑	◑	◑	◑	◑	Italy
Japan	◑	◐	○	○	na	○	◑	○	○	○	○	Japan
Spain	◑	◐	○	◑	na	◑	◑	○	◑	◑	◑	Spain
Sweden	◑	◑	◑	◑	na	na	◑	◑	◑	◑	◑	Sweden
Switzerland	◑	◑	◑	◑	na	na	◑	◑	○	○	na	Switzerland
United States	◑	○	◑	○	○	○	◑	○	○	○	○	United States

Source: OECD based on "Crown Corporations in Canada" J. R. S. Prichard

SOURCE: THE AMEX BANK REVIEW (DECEMBER 1st 1986).

נספח ב:

רשימת הפעולות שכבר נעשו בתחום ההפרטה

החברה הכלכלית: במרץ 1987 הונפקו מניות המהוות 9.2% מהון החברה ועוד כתבי אופציה המהווים 8.3% מההון. באוקטובר 1989 נמכרו מניות המהוות בין 82.36% ל-90.71% מהון החברה (בהתאם לכמות האופציות שימושו מההנפקה הקודמת) לקבוצת משקיעים זרים ומשקיע מקומי.

פריקלס ים המלח: באוקטובר 1986 הונפקו מניות וכתבי אופציה בחברה: 14% ו-11% בהתאמה.

חיפה כימיקלים: בספטמבר 1986 נמכרו מניות החברה, אשר היו בידי בתי הזיקוק, למשקיעים זרים.

מבני תעשייה: במרץ 1988 נמכרו מניות, אג"ח להמרה ואופציות המהוות 20.16% מהון החברה. בחודש נובמבר 1989 הוצעו מניות, זכויות ואופציות, כך שבאם ימוש הכל, הרי אחוז ההון בידי המדינה יהיה 52%.

כבלי ציון: בינואר 1988 נמכרו 32.5% מניות החברה לקבוצת משקיעים זרים ומקומיים, וזאת בתוספת אופציה על 32.5% נוספים ל-3 שנים.

פז: ביולי 1988 נמכרו 75% ממניות פז למשקיע חוץ.

נפטא: ביולי 1989 הוצעו כתבי אופציה לבעלי מניות קיימים ולציבור, אשר מהווים 28.81% מהון החברה.

ממ"ן: בחודש נובמבר 1989 הוצעה הצעת מכר לציבור של מניות וכתבי אופציה, שבידי המדינה ובידי חברת בת של אל-על בחברת ממ"ן, כך שאם ימושו כל האופציות יחזיק הציבור ב-48% מהון החברה. בנוסף התחייבה הממשלה, שבתום 8 חודשים, ימכרו בדרך של מכרז עם מחיר מינימום מניות נוספות, כך שלבסוף ישארו בידי חברת הבת של אל-על 26% מהון המניות ושאר 74 האחוזים יהיו בידי הציבור. בדין וחשבון על החברות הממשלתיות לשנת 1989 לא מוזכר סעיף זה ולכן לא ברור האם נמכרו עוד מניות או שהתחייבות בוטלה.

בזק: בחודש ספטמבר 1990 הונפקו על ידי החברה איגרות חוב ניתנות להמרה והוצעו למכירה על ידי הממשלה מניות בחברה. בדילול מלא ירד חלקה של המדינה בחברה ל-90.98%.

כתש3; הפרטה-3; ארנון 1

נספח ג'

הפרטת כי"ל

כי"ל מעסיקה כ-6000 עובדים במפעלים המרוכזים בדרום הארץ ועוסקים בעיקר במחצבים ובתעשייה כימית. כי"ל היא חברה יוצאת דופן בין החברות הממשלתיות. ברשותה זכיונות ההופכים אותה למונופול בתחומי ניצול חלק מאוצרות הטבע של ישראל. החברה היא גורם מוביל בשוק העולמי בכמה ממוצריה (ברום) ובמוצרים אחרים היא מהווה גורם חשוב. משקלה בכלכלת הדרום רב ביותר. בשווקים בהם כי"ל פעילה קימים סיכונים רבים, שכן תנודות המחירים רבות וחריפות. בתהליכי היצור הכימיים בהם כי"ל מעורבת יש צורך במו"פ משמעותי ובהשקעות רבות לאורך זמן רב כדי לעמוד בתחרות.

בשל סיבות היסטוריות שונות ובשל היקף ההשקעות וגודל הסיכונים בשווקי המוצרים, פותח המפעל על-ידי ממשלת ישראל ולא על-ידי יזם פרטי. שיקולי הרווח של יזמים פרטיים יתכן ולא היו מביאים לפיתוח המפעלים. המחשבה כי כיוון שהפיתוח הסתיים לפנינו מפעל שמצבו ימשיך להיות טוב יחסית, גם ללא מו"פ רב והשקעות ניכרות, וכן התפיסה כי המפעל התגבר על בעית הסיכונים בשווקי המוצרים הינו מוטעות.

המאזן המאוחד של כי"ל מראה על רווח ממוצע של כ-45 מיליון דולר לשנה בין השנים 1983 ל-1990. סך הרווח משתנה משנה לשנה, הרווח בחברות הבנות נתון לתנודות גדולות ובחלק מהחברות התגלו קשיים מעת לעת. את הרווחיות קובעים במידה רבה המחיר הבינ"ל של המוצרים, שאינו יציב, וההוצאות ביצור ובשיווק.

התמלוגים שמעבירה כי"ל לממשלה מחושבים כ-4.5 אחוזים מערך המכירות בשער המפעל. מתוך הרווח מופרש סכום מסוים ומועבר כדיודנדים למדינה. כל זמן שהחברה הינה בבעלות ציבורית לא עורר נושא זה בעיות עקרוניות, אך הפרטה צריכה להיות

מלווה בהבהרת עקרונות קביעת "דמי הזכיון" והיקף זכויות הזכיון אשר נוחנת המדינה לחברה. זו אינה שאלה פשוטה כלל וכלל ולא ברור אם ניתנה לה תשומת הלב הראויה.

כדאי לציין כי על פי הדו"ח שהגישה First Boston על כ"ל, עולה תמונה של חברה מצליחה ומנוהלת היטב. על פי הדו"ח המאמצים שנעשו בחברה בעבר בתחומי הייצור, התובלה, השיווק והמו"פ הניבו תוצאות טובות, והסיכויים של החברה להתמודד בעתיד בשווקים בהם היא פעילה מבטיחים ביותר. הערכת היכולת המקצועית והניהולית של העובדים היא חיובית ביותר.

האפשרות הראשונה להפרטה היא מכירת כ"ל, או חלק ממניותיה, למשקיע זר. זו האפשרות שנידונה בסוף 1989, ושבה ועלתה מעת לעת. הערכת מחירה הנכון של כ"ל מסובכת ביותר. הגישה הנכונה מחשבת את ערך החברה על-פי הרווחים העתידיים במונחי מזומנים מהווננים, אך בתנאי אי ודאות יש מחלוקת על הערכות הרווח העתידי כמו גם על גורם ההיוון. חישוב מקורב של ערך החברה המסתמך על הרווח הממוצע בעבר ועל שער ריבית שרירותי, מביא להערכות של כ-800-600 מליון דולר. במקרה שלפנינו ההערכה סבוכה עוד יותר שכן לא ברור אם בדוחו"ת החשבונאיים בעבר נעשתה התאמה נכונה לתשלומים עבור "דמי הזכיון" ולמלאים של מוצרים מוגמרים.

כדאי לציין כי הרווח ב-1989 היה כ-90 מליון דולר, וב-1990 כ-80 מליון דולר, הרבה יותר מהממוצע בשנים האחרונות. ייתכן ורווחים אלו הם תוצאה של תנאים מיוחדים בשווקים או של ההשקעות הנרחבות שבוצעו בשנים האחרונות. אם נוסיף על כך את חוסר הוודאות ביחס למחירי המוצרים בעתיד, את חוסר המידע על היקף ההוצאות הלא הכרחיות (אבטלה סמויה וכיו"ב), את מספרם הקטן של הקונים הפוטנציאליים ואת השיקולים הזרים של קונים בעלי עניין בשווקים השונים בהם כ"ל פועלת, נראה כי קשה מאד לבחון את ההצעות הכספיות שיעלו משקיעים זרים.

קיימת סכנה טל ממש כי משקיע\* אשר שיקוליו יהיו שיקולי הזמן הקצר, בעת שבמפעל מסוג זה יש לשקול שיקולי טווח ארוך, עלול לפגוע באיתנות החברה. המשקיע עלול להתעמק מכניסה להשקעות מסוכנות אך הכרחיות. הן הצורך במו"פ בהיקף נרחב והן מחזוריות המחירים העולמיים מחייבים "אורך נשימה" שאינו קיים תמיד אצל יזם פרטי. בנוסף, משקיע זר עלול להיות בעל אינטרסים נוספים, בחברות מתחרות, אשר יכתיבו לו דרך פעולה שלא תמיד תעלה בקנה אחד עם טובת כ"ל. כלומר, קיימת סכנה שתיושם אסטרטגיה שחשבת חברות המתחרות בכ"ל. משיקולים מונופוליסטיים) למשל הוא עלול לצמצם תפוקה ובחוך כך להעדיף קוי יצור בחו"ל על קוים בישראל (משקולי מס, עלויות עבודה או כבלם לזעזועים מחזוריים) לפגוע בתוכנית ההשקעות ו/או המו"פ וכיו"ב. בהקשר זה סכנת דליפת המידע מכ"ל למתחרותיה היא איום משמעותי, במיוחד ביצור הברום אך גם באשלג. כדאי לציין כי קיימים בחברה נכסים נזילים רבים שנצברו לשם ביצוע השקעות והם עלולים להיות מנוצלים לצרכים אחרים של היזם הפרטי.

העובדה שכ"ל מרכזית כל-כך בכלכלת הנגב מעניקה מישנה חשיבות להעברת השליטה בה לזרים. השפעת הממשלה על החלטות עתידיות שתשפיענה על פיתוח האיזור תפחת במידה ניכרת.

מול טענות אלה מעלים תומכי המכירה למשקיע זר את רעיון "מנית הזהב". זו אמורה להגן על אינטרסים חיוניים של הציבור ע"י שלילת יכולתו של הקונה הפוטנציאלי לפעול בדרך מזיקה למפעל או לאיזור. יש בכך הגנה מסויימת אך חלקית בלבד. למשל, היזם הזר עלול לטעון שיש להוריד את היקף היצור בעתיד משיקולים עסקיים. התערבות בעל "מנית הזהב" - הממשלה - תראה אז כ"מיני-הלאמה" ומחייבי הפרטה בדרך זו, יש להניח, יתנגדו לה. גם המידע שיהיה בידי בעל "מנית הזהב" יהיה בהכרח חלקי מאוד.

-----  
\* הטענות כאן נכונות במידה מסויימת לכל משקיע פרטי, אך חריפים יותר כאשר מדובר במשקיע זר שלגביו נראה שהסיכון הסובייקטיבי שיראה בהשקעות בישראל גבוה משל משקיע מקומי.

דרך שניה להפרטת כ"ל, שנשקלה בעבר, היא מכירת מניותיה בבורסה בארה"ב. במובנים עקרוניים רבים דומה דרך זו לראשונה. היא עשויה להסתיים בהעברת השליטה למשקיע זר אחד או לרבים. כדאי לציין כי על פי הנסיון הבריטי, בדרך זו סך הפדיון יהיה נמוך מערכה "האמיתית" של החברה (ראה למשל (Veljanovski (1987)).

האפשרות השלישית להפרטה הנשקלת במקרה כ"ל והנראית לנו כמומלצת ביותר היא מכירה בבורסה בתל-אביב. אין משקיע מקומי יחיד שיקנה את כ"ל כולה ונסיון למוכרה לציבור הרחב, בבת אחת, יסתיים, יש להניח, בהשגת מחיר נמוך יחסית. דרך אחת היא למכור כמות מוגבלת ממניות חלק מהחברות הבנות, באופן הדרגתי ובמשך זמן ארוך יחסית. מניות אלה תצטרפנה למניות ים המלח, פריקלס ודשנים הנסחרות כבר בבורסה. דרך שניה היא למכור מניות של חברת האם, כ"ל, עצמה.

חשוב לציין כי התנאים הנוחים להנפקות חדשות משתנים במהירות, אך בכל מקרה, בדרך זו תידחה ההפרטה בפועל, שכן בתנאי הבורסה בישראל יקח זמן רב עד שהביקושים יוכלו לספוג היצע כה גדול של הנפקות חדשות הנחוצות כדי להעביר את השליטה לידיים פרטיות. חשוב לציין כי גם מכירה בבורסה המקומית עלולה להסתיים בהעברת הבעלות לגורמים זרים. הגבלות על בעלות זרים הוטלו במקרים מסוימים בתהליך ההפרטה באנגליה ובצרפת ובמקומות אחרים.

בתנאים המוזכרים - כשכ"ל וחברות הבנות שלה הן ברובן יצרנים יחידים בתחומיהן בארץ, השולטים בפלח שוק משמעותי במוצריהן בעולם, וכשישום "המשמעת של השוק" בעיתית כל כך - רעיון ההפרטה צריך להיבחן בזהירות רבה. מהנסיון האנגלי ברור כי ההפרטה מוצלחת יותר ככל שהמוצר בו מדובר חשוב יותר לתחרות. בשל כך, ובשל חשיבות כ"ל לאיזור הדרום נראה כי מכירה למשקיעים זרים היא רעיון שלא נבחן דיו, כמו גם הנפקתה בבורסה בארה"ב. המחשבה כי התחרות הבינ"ל במקרה זה מספיקה כדי ליצור תנאים "כמו - תחרותיים" אינה נכונה.

מסקנות כאלה מחיבות את המתנגדים להפרטה בשלב אחד (ע"י מכירה לזרים) להציע דרכים אחרות על מנת להעמיק את היעילות בכי"ל בחקופת הביניים. ייתכן ודרך טובה תהיה להגדיר מחדש את חובת כי"ל והחברות הבנות למשק במונחי "דמי הזכיון" שעליהם לשלם. כך ימנע מצב בו כי"ל והחברות הבנות בהיותן בעלות הזכיון בתחומיהן בארץ ינצלוהו להפקת רווחי-על אשר יחולקו בתוכן, בין אם בהטבות שכר או בהיווצרות אבטלה סמויה או בהפנייתם להשקעות יתר. בנוסף לטיפול בנושא זה יש לתת את הדעת לדרך מינוי הדירקטורים בכי"ל. בעיה זו אפיינית לחברות הממשלתיות כולן ומראה כי הגיעה העת לשקול הקמתו של גוף מקצועי ניטרלי וא-פוליטי שידאג למינוי דירקטורים בדרך דומה למינוים של שופטים.

ביבליוגרפיה

- Aharoni, Y. (1986) The Evolution and Management of State Owned Enterprises, Ballinger.
- Clarkson, K.W. (1989). "Privatization and Economic Performance in Britain: A Comment," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 31, pp. 345-352.
- Cook, P. and Kirkpatrick, C. eds. (1988). Privatization in Less Developed Countries, St. Martin's Press.
- El-Naggar, S. (ed.) (1989). Privatization and Structural Adjustment in the Arab Countries, I.M.F.
- First Boston Corporation (April 1988). Master Privatization Plan Recommendations For Selected Government Owned Companies.
- Griliches, Z , & Regev, H, (1991) "Firm Turnover and Productivity Growth in Israeli Industry: 1979-1988 Mimeo
- Hemming, R. and Mansoor, A.M. (1988). Privatization and Public Enterprises, I.M.F. (Occasional Paper No. 56).
- Kay, J.A. and Thompson, D.J. (1986). "Privatization: A Policy in Search of A Rationale," The Economic Journal, Volume 96, pp. 18-32.
- Kay, J. , Mayer, C. and Thompson, D. (eds.) (1986). Privatization and Regulation: The UK Experience, Clarendon Press.
- Kent, C.A. (ed.) (1987). Entrepreneurship and the Privatizing of Government, Quorum Press.
- Millward, R. (1988). "Measured Sources of Inefficiency in the Performance of Private and Public Enterprises in LDC's" in Cook and Kirkpatrick (1988), Chapter 6.
- Report of the President's Commission on Privatization (1988).
- Shapiro, C. and Willig, R.D. (1990). "Economic Rationales for the Scope of Privatization" in Suleiman, E.N. and Waterbury J. (eds.) The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization, Westview Press.
- Veljanovski, C. (1987). Selling the State: Privatization in Britain, Weidenfeld and Nicolson.
- \_\_\_\_\_ (1989). Privatization and Competition: A Market Prospectus  
Institute of Economic Affairs.
- Vickers, J. and Yarrow, G. (1988). Privatization: An Economic Analysis, Cambridge: MIT Press.
- Vickers, J. and Wright, V(1989) The Politics of Privatisation in Western Europe, Cass.
- Yarrow, G. (1989). "Privatization and Economic Performance in Britain,"

Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 31, pp. 303-344.

\_\_\_\_\_ (1986). "Privatization in Theory and Practice," Economic Policy  
Volume 2, pp. 323-377.

רב שיח:- "הפרטה - כורח או אופנה" - רבעון לכלכלה 135/6 עמ' 16-32.

מדינת ישראל, האוצר, רשות החברות הממשלתיות (1989). דין וחשבון על החברות  
הממשלתיות. דו"ח מספר 29.

פלוג, ג. וקסיר, נ. (1989) "עלות העבודה בתעשייה הישראלית" (תזכיר).

סדרות מאמרים לדיון

1987

- M. Bar-Nathan, J. Baruh, - Determinants of the Tariff Structure of the Israeli Industrial Sector 1965-1977. 87.01
- R. Melnick, - Inflationary Expectation Formation in Israel: A Specification Test. 87.02
- L. (Rubin) Meridor, Trying to Cope With Large Government Deficits :The Israeli Experience. 87.03
- ל. (רובין) מרידור, - מימון גירעון הממשלה: חוב חיצוני מול אינפלציה. 87.04
- M. Bruno, S. Piterman - Israel's Stabilization, a Two-year Review. 87.05

1988

- R. Ablin - The Logic of "Ricardian Equivalence" and the Deficit-Inflation Debate. 88.01
- ע. לויתן, - הגורמים המשפיעים על הרכב תקציב הממשלה. 88.02
- ש. פסח, - מדדים לרווחיות היצוא. 88.03
- ד. יריב, - פרסום מדד המחירים לצרכן ובחינת יעילות שוק ניירות הערך בישראל. 88.04
- A, Cukierman. Meir, Sokoler, - Monetary Policy and Institutions in Israel - Past, Present and Future. 88.05
- ש. אמיר, ר. קלינוב, - השפעת שינויים במבנה הוחק של כוח העבודה על השכר, 1972-1983: גישת הקבועים והזמניים. 88.06
- Y. Artstein, Z. Sussman, - Wage Policy During Disinflation: The Israeli Stabilization Program of 1985 88.07
- M. Beenstock, M. Ben-Gad - The Fiscal And Monetary Dynamics Of Israeli Inflation: A Cointegrated Analysis 1970-1987 88.08
- R. Melnick, - The Demand for Liquid Assets in Israel, 1970 - 1985 88.09
- M. Beenstock, Mishel Kahanaman - The Trade Balance Ratio and the Real Exchange Rate in Israel 1955 - 1986 88.10
- A. Offenbacher, - Short-Run Monetary Control in Israel 88.11
- M. Beenstock, - A Democratic Model of the "Rent-Sought" Benefit Cycle 88.12

1989

- 89.01      צ. אורבך, ס. פיטרמן, - הריבית הריאלית והנומינלית על החוב הפנימי והחצוני.
- 89.02      M. Beenstock, - The Factorial Distribution of Income in the Union Bargaining Model
- 89.03      R. Ablin, - Erosion of the Real Exchange Rate; Demand and Growth A Diagrammatic Clarification
- 89.04      A. Bregman, M. Fuss, and Haim Regev - High-Tech Firms in Israeli Industry.
- 89.05      ד. גבע, י. פישר, - סקר החברות של בנק ישראל - בחינה מחודשת.
- 89.06      R. Melnick, - Forecasting Short Run Inflation in Israel 1983-1987 An Evaluation
- 89.07      י. בן-דוה, - נטל הריבית על האשראי הבנקאי לזמן קצר בענפי המשק, 1983 עד 1988.
- 89.08      י. לביא, - השפעת שיערי הריבית על ההשקעה בענפי משק של הסקטור העסקי, במשק הישראלי - 1962 - 1987.
- 89.09      א. בן-בסט, - הרפורמה בשוק ההון - יעדים וחוצאות ראשונות.
- 89.10      A. Bregman, - Technological Progress, Structural Change, and Productivity in Industry: The Case of Israel.
- 89.11      ע. בן-בסט, - מדדים למחירי מוצרים סחירים ובלתי סחירים.
- 89.12      Leora (Rubin) Meridor and Shula Pessach, - The Balance-of-Payments Offset to Monetary Policy: An Examination of The Israeli Case.

1990

Michael Bruno & Leora (Rubin) Meridor, - The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case.	90.01
David Elkayam and Yitzhak Tal, - Monetary Aggregates and the Balance of Payments: Israel, 1970-1988	90.02
Richard Ablin - High Interest Rates, Spreads and Margins in Israel - An Analytical Review	90.03
Shula Pessach and Assaf Razin, - Targeting the Exchange Rate: An Empirical Investigation	90.04
Avi Ben-Bassat and Daniel Gottlieb - Optimal International Reserves and Sovereign Risk	90.05
Avraham Ben-Bassant and Daniel Gottlieb - A Note on the Effect of Opportunity Cost on International Reserve Holdings	90.06
מלכה ברון, "קשרי גומלין בין התפתחות הרכב הגילים, ההתפתחות הכלכלית ושיעורי הנישואין והילודה בשני העשורים האחרונים"	90.07
יעקב לביא, "השפעת הריבית על הצריכה הפרטית, במודל מסורתי ובמודל עם צפיות רציונאליות; מימצאים אמפיריים, 1988-1962"	90.08
סיגל ריבון, "הגורמים המשפיעים על משך האבטלה של פרטים הזכאים לדמי אבטלה"	90.09

1991

- R. Melnick and Y. Golan - Measurement of Business  
Fluctuations in Israel. 91.01
- י. ארטשטיין, צ. זוסמן, - "דינאמיקה של עליות שכר בישראל: כוחות שוק  
והשוואת בינענפיות" 91.02
- M. Sokoler - Seigniorage and Real Rates of Return in a Banking  
Economy 91.03
- E.K. Offenbacher - Tax Smoothing and Tests of Ricardian  
Equivalence: Israel 1961-1988 91.04
- ג. עופר, ק. פלוג, נ. (קלינר) קסיר, - "קליטה בתעסוקה של עולי בריה"מ  
בשנת 1990 והלאה: היבטים של שמירה והחלפת משלחי יד". 91.05
- צ. זוסמן, ד. זכאי, - "פערים בין בכירים וזוטרים ומשברים במערכת  
ציבורית: שכר הרופאים בשנים 1974 עד 1990". 91.06
- M. Beenstock, Yaakov Lavi and Sigal Ribon - The Supply and  
Demand for Exports in Israel. 91.07
- R. Ablin - The Current Recession and Steps Required for  
Sustained Recovery and Growth. 91.08
- צ. הרקוביץ, ל. (רובין) מרידור - "ההשלכות המקרו-כלכליות של עלייה  
המונית לישראל". 91.09
- Michael Beenstock - Business Sector Production in the Short and Long  
Run in Israel: A Cointegrated Analysis. 91.10
- א. ארנון, ד. עמיחי, - "ההפרטה וגבולותיה". 91.11