



הקשר בין מערכת משפט עצמאית לבין הישגים כלכליים



משה צבירן

ארי אחיעז

ד"ר ארי אחיעז הוא מרצה למימון ולפינטק בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. בעל תואר ראשון בניהול וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים ותואר דוקטור למימון, כולם מהפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. מחקריו עוסקים בתחומים שונים בשוק ההון העולמי והישראלי, וכן בחידושים טכנולוגיים הקשורים לשווקים אלה. כמו כן, ארי מייעץ למספר חברות פינטק (טכנולוגיה פיננסית) והשקעות, מנהל את מחלקת המוצרים בחברה לשיווק השקעות אלטרנטיביות, ומייסד הבלוג הפינטק דוקטור שוק (www.DoctorShuk.com)

פרופ' משה צבירן הוא חבר סגל בכיר בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. מכהן כראש מערך היזמות והחדשנות של אוניברסיטת תל אביב, ראש מכון אלי הורוביץ לניהול אסטרטגי בפקולטה לניהול ומופקד על קתדרת יצחק גילינסקי ליזמות, טכנולוגיה, חדשנות וניהול. פרופ' צבירן מחזיק בתואר ראשון במתמטיקה ומדעי המחשב, ובתואר שני ושלישי במדעי הניהול – כולם מאוניברסיטת תל אביב. הוא פרסם שני ספרים ועשרות רבות של מאמרים מדעיים בכתבי עת אקדמיים מובילים. פעיל גם בסביבה העסקית בישראל, ובין היתר כיהן ומכהן בדירקטוריונים של חברות ציבוריות ופרטיות ומשמש כיועץ בכיר לארגונים מובילים בארץ ובחו"ל.

תקציר

בתקופה האחרונה נשמעות דעות ופרשנויות רבות נגד ובעד הרפורמה המתוכננת במערכת המשפט הישראלית. התומכים ברפורמה טוענים כי נדרש שיפור משמעותי במערכת המשפט המרסנת לעיתים את היכולת הביצועית של הרשות המבצעת, ואילו המתנגדים טוענים שהרפורמה במתכונת המוצעת תביא לפניעה חמורה בעקרון הפרדת הרשויות, בעצמאות הרשות השופטת, וביכולתה לבקר את הרשות המבצעת.

אחד הנושאים המרכזיים בדיון הציבורי סביב ההשלכות של הרפורמה המשפטית עוסק בפגיעה הצפויה בכלכלה. לנושא הכלכלי יש חשיבות גדולה, והדיון הציבורי עוסק בהשפעה על היקף ההשקעות בישראל בכלל ובתחומי ההיי-טק בפרט, ביציבות המערכת הבנקאית, בחוזק המטבע והאינפלציה, ועוד. במאמר סקירה זה אנו פורסים את הספרות האקדמית שדנה בקשר בין טיב המערכת המשפטית במדינה לבין היבטים כלכליים ומימוניים המשפיעים על חוסן הכלכלי של מדינות ועל יכולתן לצמוח ולשגשג.

חשוב להדגיש כי אין לראות במאמר זה חוות דעת אודות הרפורמה המשפטית המתוכננת, ומטרתו היא רק לפרוס בפני הקוראים דוגמאות למחקרים אקדמיים שבחנו היבטים כלכליים ומימוניים בהקשר המערכת המשפטית. כמו כן, אין לראות בסקירה קצרה זו את הצגת כל המחקר הרלוונטי בנושא.

המערכת המשפטית ודירוגי אשראי וחוב לאומי

הקשר בין חוזק החוב המדינתי לבין שיטת המשטר מתבסס בחלקו הגדול על תפיסת "היתרון הדמוקרטי" בניסוח גלובלי, כפי שהגדירו Schultz & Weingast במאמר מרכזי משנת 2003 (בהתבסס על רעיון קודם של North & Weingast 1989) על ההפכה השלטונית באנגליה במאה ה-17. על פי תפיסה זו, מדינות דמוקרטיות נתפסות כאמינות יותר מבחינת תשלומי החוב דווקא מפני שהשליטה של קברניטי המדינה מוגבלת, בשל הצורך שלהם לעמוד מול הבוחרים ומול גופי ביקורת שונים כמו מערכת המשפט.

מגבלות כוח אלו אומנם מחלישות את יכולת המשטר לפעול, אולם בראייה גלובלית מובילות למוסר תשלומי חוב טוב יותר. ניתן לדמות זאת לחברה עסקית שבה דירקטוריון החברה וגופי הפיקוח הפנימיים והחיצוניים נותנים גם לבעלי החוב את האמון והשקט הנפשי שהחברה תעמוד בהתחייבויותיה. החוקרים מציינים כי גיוס חוב גלובלי מאפשר למדינות לממן מלחמות ולהחליק דרישות מס מקומיות, ולכן מייחסים ליתרון זה את אחד הגורמים המרכזיים שהוביל להצלחה של מדינות דמוקרטיות לאורך זמן על פני מדינות אוטוריטריות.

במחקר נוסף שסקר את הנושא (Tomz & Wright, 2013), החוקרים מציגים עוד דוגמאות היסטוריות ואקדמיות לכך שהן שיטת האיזונים והבלמים והן קיומם של גופים בעלי זכות וטו עשויים לחזק את אמינות האשראי של מדינה. אולם החוקרים מציינים כי השפעה זו תלויה גם בגורמים מקומיים נוספים, כגון תרבות מקומית בהסכמה על עמידה בחובות, וכן במצבי ברירות המוזל אם מגיעים לאי הסכמות.

בבדיקות היסטוריות נמצא כי מדינות ורשויות דמוקרטיות או חוקתיות אכן קיבלו ריביות עדיפות על פני סוגי ממשל אחרים (דוגמה: North & Weingast 1989; Stasavage 2007, 2011). אולם לא היה ברור האם ניתן לייחס זאת ישירות למשתנה הדמוקרטיה או למשתנים מסבירים אחרים. מעבר לכך, לא ברור האם דירוגי אשראי גבוהים יותר שמקבלות מדינות דמוקרטיות אכן מוצדקים ברמת הסיכון וכיסוי החוב בפועל, או שמא מדובר בהטיות של חברות הדירוג.

הקשר בין מערכת משפט עצמאית נפרדת ונבדלת מהרשות המחוקקת והמבצעת, שבסמכותה לפרש ולאכוף את החוק ללא השפעה או התערבות מצד רשויות שלטון אחרות, לבין מעמדה של מדינה בכלכלה העולמית, הוא קשר מורכב ורב־פנים.

ככלל, מערכת משפט עצמאית מסייעת לקידום שלטון החוק, החיוני לכלכלת שוק מתפקדת. שלטון החוק מבטיח כי כולם, לרבות עסקים ואנשים פרטיים, כפופים לאותם עקרונות משפטיים, וכי החלטות הממשלה ובתי המשפט מבוססות על תהליכים משפטיים חסרי פניות ושקופים ובכך להגביר את אמון המשקיעים ולתרום ליציבות כלכלית ולצמיחה.

על פניו מערכת משפט עצמאית אינה קשורה ישירות לדירוג האשראי של מדינה ולחוב הלאומי, אך היא יכולה למלא תפקיד בהבטחה שהממשלה תנהל את החוב הלאומי באופן שקוף ואחראי, ואם מתעוררות טענות לשחיתות או לשימוש לרעה בכספים הקשורים לניהול החוב הלאומי, יכולה מערכת המשפט להבטיח שהטענות הללו ייבדקו וככל הנדרש גם יינקטו פעולות מתאימות. במובן הזה, מערכת משפט עצמאית יכולה לסייע בשמירה על יציבותה ושלמותה של המערכת הפיננסית, דבר שיכול להיות בעל השפעה עקיפה על דירוג האשראי המדינתי ויכולת המדינה לגייס חוב (Schultz & Weingast, 2003; North & Weingast 1989; Stasavage 2007, 2011; Butler & Fauver, 2006; Biglaiser & Staats, 2012).

בנוסף, מערכת משפט עצמאית היא גורם חשוב למשיכת השקעות זרות בכלל (Staats & Biglaiser, 2011, 2012; Beazer & Blake, 2018) והשקעות הון־סיכון בפרט (Cumming, et al., 2010; Ippoliti, et al., 2015; Khoury, et al., 2015), שכן משקיעים נוטים יותר להשקיע במדינות עם מסגרת משפטית יציבה וצפויה. באופן דומה, מערכת משפט עצמאית יכולה לסייע בהפחתת הסיכונים הכרוכים בהשקעה במדינה זרה. כשגופי השקעה יודעים שיש להם גישה למנגנון יישוב סכסוכים נטול פניות והוגן, סביר יותר שהם יחפשו ויממשו הזדמנויות השקעה ובכך יתרמו לכלכלה יעילה יותר, ליצירת מקומות עבודה, לצמיחה כלכלית ולהגדלת ההכנסות ממסים.

חשבונות הסחר וצמיחה), ולסוג הממשל ולהיבטים פוליטיים שונים כמעט לא הייתה השפעה על הדירוג.

לעומת מחקרים אלו, במחקר מאוחר יותר (Beaulieu et al., 2012), נטען כי הנתונים שנבדקו בעבר היו מוטעים מכיוון שאוטוקרטיות אינן מקבלות נגישות מספקת לשוק החוב, ואם הן היו מנסות לגייס הן היו מקבלות דירוגים שהיו הופכים את ניוס החוב ללא כדאי. החוקרים גורסים כי דמוקרטיה נהנות מיתרון דרשילבי. ראשית, יש להן נגישות גבוהה יותר לשוק החוב הגלובלי, ושנית, בהינתן כניסה לשוק החוב הן מקבלות דירוג גבוה יותר. החוקרים בחנו זאת על כל המדינות שלגביהן היה מידע בין השנים 1963 ל-2008 והראו כי דמוקרטיה מקבלות דירוג גבוה לעומת אוטוקרטיות, כמשתקף באיור מס' 1.

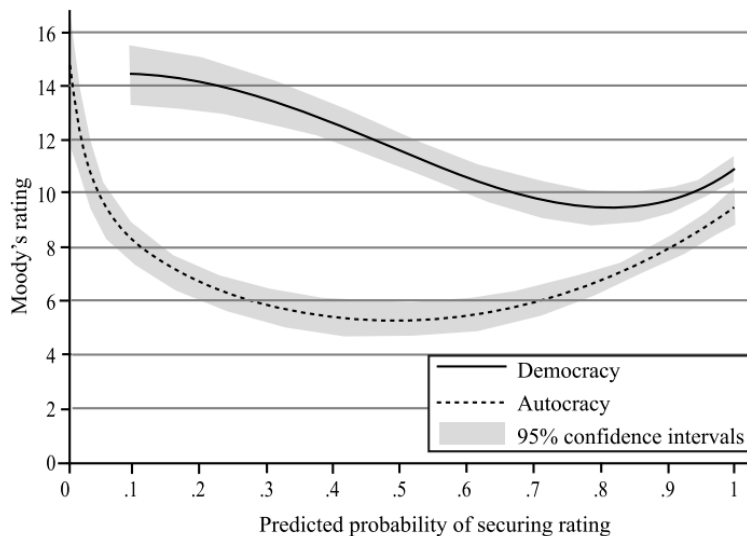
במחקר מוביל (Biglaiser & Staats, 2012), מציינים החוקרים שחברות דירוג האשראי מפרסמות כי יש חשיבות למוסדות הציבוריים במדינה בדירוג, אולם עמימות המודל אינה מאפשרת לדעת האם וכמה יש חשיבות בפועל. במחקר זה החוקרים התמקדו בחשיבות מוסדות המשפט בדירוגי האשראי בשלושה תחומים שונים: (1) חוקק מערכת המשפט, (2) דבקות בשלטון החוק, (3) שמירה על זכויות הקניין. החוקרים אספו משלוש חברות הדירוג הראשיות (S&P, Moody's, Fitch) את נתוני הדירוג של 36 מדינות מפותחות בין השנים 1996 לבין 2006, ואספו מארגוני דירוג בין-לאומיים את נתוני חוקק מוסדות

במחקרים מוקדמים שבחנו את החשיבות של מאפיינים דמוקרטיים שונים על היבטי התשלום של חוב מדינתי, לא נמצאו עדויות מובהקות לחשיבות של המאפיינים הללו כאשר לוקחים בחשבון גם משתנים מסבירים אחרים. לדוגמה, Saiegh (2005) בחן 91 מדינות מתפתחות בין השנים 1971 ל-1997, ומצא שדווקא מדינות דיקטטוריות משלמות חוב באופן מדויק יותר להתחייבויותיהן, ושההבדל בגובה הריביות אינו גדול. לטענתו הגורם המשמעותי המסביר את שיעורי הריבית הנמוכים שדמוקרטיה משלמות הוא דווקא היחס המועדף של סוכנויות הלוואה הרב-צדדיות (Multilateral Lending Agencies) לדמוקרטיה.

במחקר שנערך בקרב 16 מדינות באמריקה הדרומית בין השנים 1992 עד 2003 (Biglaiser & DeRouen, 2007), נמצא שרק רפורמות ליברליות בנושאי מסחר היו גורם משפיע על דירוגי חוב מדינתי, ואילו לרפורמות ניאוליברליות אחרות (כגון הפרטות, ייעול שיטת מס, פתיחות המערכת הבנקאית וכו') והיבטים פוליטיים (כגון סוג המשטר, אידיאולוגיית השליט, מחזוריות הבחירות, וכו') לא הייתה השפעה מובהקת.

במחקר נוסף (Archer et al., 2007), החוקרים בחנו נתונים מ-50 מדינות במהלך השנים 1987 עד 2003 וקיימו ראיונות מול נציגי חברות הדירוג. המחקר מצא כי הסבר הדירוג נבע בעיקר מפרמטרים כלכליים (כגון סך החוב, שיעורי אינפלציה,

איור מס' 1: דירוג המדינות בפועל כפונקציה של ההסתברות החזויה שלהן להיות מדורגת לפי אופי המשטר הפוליטי (מקור: Beaulieu et al. 2012)



המשפט המכילים עשרות פרמטרים. הממצאים מראים כי שלושת התחומים הנ"ל משפיעים באופן חיובי ומובהק על רמת הדירוג, גם כאשר לוקחים בחשבון משתנים מסבירים אחרים. אם כך, הם מציינים כי היתרון הדמוקרטי בדירוגי האשראי נובע בעיקר מחוזק מוסדות המשפט, ולא מדובר רק בהטיה של האנליסטים בחברות הדירוג.

במחקר נוסף (Butler & Fauver, 2006) שהתמקד בדירוג אשראי של הגוף Institutional Investor, נמצאו תוצאות דומות. החוקרים ציינו כי שלטון החוק, יעילות הממשל ומדדי השחיתות הם המשתנים המובהקים יותר. הם גם רואים שמשתני המשפט רלוונטיים רק למדינות שאינן בעלות היקף חוב גבוה מדי, ולכן מסיקים שמשתני המשפט מצביעים על נכונות המדינה לשלם את חובותיה.

לסיכום, מהספרות האקדמית בתחום עולה שדמוקרטיה אכן משלמות ריבית נמוכה יותר על החוב, אולם לא בהכרח נמצא כי הן משלמות במן יותר מאחרות או נטו פחות להגיע לפשיטת רגל לעומת אוטוקרטיה. במחקרים שנסקרו נמצאו ממצאים סותרים לגבי מקור ההשפעה, וחלק מהמחקרים הראו שישנם גורמים נוספים התורמים לכיסוי החוב מאשר שיטת הממשל בלבד.

גם אם ממצאי העבר סותרים לגבי הסוגיה האם דירוג אשראי גבוה יותר מוצדק לדמוקרטיה, לא ניתן להתעלם מהתפיסה של חברות הדירוג ומוסדות בין-לאומיים המייצרת מציאות שבה למדינות דמוקרטיות יש גישה מהירה וזולה יותר לשוק החוב הגלובלי.

המערכת המשפטית והשקעות זרות במדינה

הבסיס התיאורטי הבוחן את השפעת שיטת הממשל ועצמאות המוסדות על השקעות זרות במדינה (ה-Foreign Direct Investment, או בקיצור FDI) מתבסס על שתי דעות מנוגדות. מצד אחד, יכול להיות שחברות זרות דווקא יעדיפו שלטון אוטוריטרי (O'Donnell, 1978), שכן שלטון זה מייצר עבורן ודאות מוחלטת ללא התנגדויות ולעיתים גם הקלה על תמריצים כלכליים משותפים בין החברה הזרה לבין הגוף השולט במעין גישת "יד רוחצת יד". מצד שני, דווקא השיטה הדמוקרטית של איזונים ובלמים יכולה להגן באופן טוב יותר (Olson, 1993),

שכן האחראיות (accountability) לבוחרים וקיומם של גופים מבקרים מחזק את זכויות הקניין ומונע את שרירות השלטון. במחקר הייתה גם התייחסות ממוקדת להשפעה החיובית הצפויה של שלטון החוק ואיכות בתי המשפט על משיכת השקעות זרות (North, 1990; Levine, 1998).

במחקר מרכזי נוסף (Levy & Spiller, 1994), טענו החוקרים כי גופי השקעות זרים מודאגים מהחלטות שרירותיות של פקידי המדינה. לכן כדי לתמוך בתשתית רגולטורית אפקטיבית ואמינה המונעת החלטות שרירותיות שכאלו, נדרשים שלושה תנאים: הראשון, מנגלות על שיקול דעתו של הרגולטור. השני, מנגלות פורמלית או אפורמלית לגבי שינוי המערכת הרגולטורית. והאחרון, מוסדות שאוכפים את שני התנאים הקודמים.

מחקרם של לי ורסניק (Li & Resnick, 2003), מצא שלדמוקרטיה, ובעיקר למנגלות על השלטון, עשויה להיות השפעה מנוגדת על היקף ה-FDI מכיוון חברות זרות. מצד אחד, מנגלות שלטונית אלו עשויות להחליש את הכוח האוליגופוליטי הפוטנציאלי של החברה הזרה, למנוע ממנה לקבל מענקים פיננסיים נדיבים, ולאפשר לחברות המקומיות גישה למחוקקים שיצרו את צעדי החברות הזרות. מצד שני, מנגלות על השלטון עשויות דווקא לחזק את רצון החברות הזרות להשקיע, מפני שלחץ ציבורי ופיקוחי על הפוליטיקאים עשוי למנוע העדפת רווחים קצרי טווח על פני רווחים ארוכי טווח, ואכיפה חוזית חזקה שמונעת הפקעה או הלאמה תייצר סביבה ודאית יותר. שאלה זו חשובה במיוחד מכיוון שאחוז המדינות הדמוקרטיות והדמוקרטיה למחצה עלה מכ-31% בשנת 1975 לכ-73% בשנת 1995.

במחקרים הראשונים שבדקו אמפירית את הנושא (O'neal, 1994), נבדקו היקפי ההשקעות מחברות אמריקאיות לכ-48 מדינות מפותחות ומתפתחות בין השנים 1950 עד 1985, וכן נבדקה הרווחיות של חברות זרות שקיבלו השקעות אלו. ממצאי המחקר מראים קשר חיובי בין היקפי ההשקעות לבין רמת הדמוקרטיה, כלומר מדינות מתפתחות יותר המוגדרות כיותר דמוקרטיות זכו להשקעות גדולות יותר (תחת מספר משתני בקרה), אולם הקשר שנמצא לא היה מובהק מאוד. בהיבט התשואה, השקעה במדינות דמוקרטיות הניבה בממוצע תשואה גבוהה יותר באופן מובהק, אולם במדינות מתפתחות שנמצאות בפרפריה של ארה"ב, דווקא נמצא שהתשואה במדינות אוטוקרטיות הייתה גבוהה מהמוצע. כלומר, יצאו

הקניין וגם של חוזה המוסדות הדמוקרטיים, רק מידת השמירה על זכויות הקניין נמצאה כמובהקת.

במחקר עדכני יותר (Beazer & Blake, 2018), ניסו החוקרים להסביר איך ייתכן שלמרות שמרבית הממצאים הקודמים מראים עדיפות של מדינות דמוקרטיות ל-FDI, עדיין ישנן השקעות רבות ומוצלחות במדינות אוטוקרטיות. הם בדקו שוב את היקף ההשקעות הזרות וניסו לבחון האם חוזה המוסדות הדמוקרטיים במדינת המוצא של החברה הזרה הוא מאפיין בהחלטה היכן להשקיע. בדומה לממצאי עבר, נמצא כי בחברות שמגיעות ממדינות עם מוסדות דמוקרטיים חזקים יש נטייה לבצע FDI במדינות עם מוסדות דמוקרטיים חזקים. ולהיפך, לחברות ממדינות אוטוקרטיות או ממדינות בעלות מוסדות דמוקרטיים חלשים, יש נטייה להשקיע במדינות אוטוקרטיות אחרות. החוקרים סבורים שהדבר נובע מהבדלי תרבות עסקית ומהיכולת לפעול בתרבות עסקית זרה ומוכרת (איור מס' 2 מציג ממצאי מחקר אמפירי שנערך בקרב 33 אלף חברות לגבי פרקטיקות עסקיות בפילוח לפי מידת עצמאות מערכת המשפט).

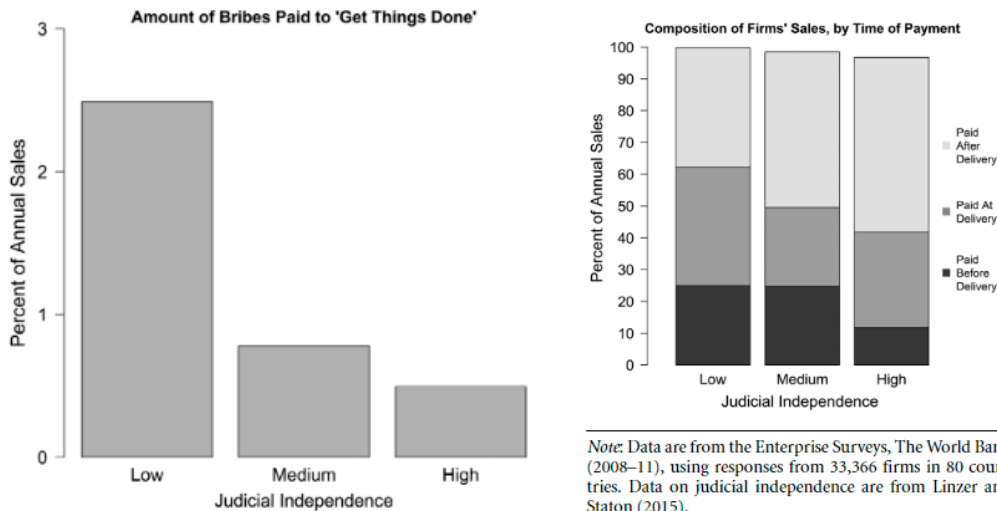
מחקר נוסף (Staats & Biglaiser, 2012), התמקד בהשפעת עצמאות מערכת המשפט ושלטון החוק על השקעות זרות במדינות אמריקה הלטינית. נבדקו 17 מדינות במהלך השנים 1996 עד 2007, ונמצא כי למשתנים המעידים על חוזה בתי

תוצאות מעורבות לגבי חשיבות הדמוקרטיה "על תנועות ורווחיות השקעות זרות.

ספר שלם שהתמקד בנושא (Jensen, 2008), בחן מהן ההשפעות של מוסדות שונים כגון מוסדות הדמוקרטיה, גופים בעלי זכות וטו, וקרן המטבע הבינלאומית על ה-FDI. החוקר טען כי דמוקרטיה מספקת יותר וזאת ארוכת טווח הנדרשת להשקעות FDI בשל שלוש סיבות עיקריות. סיבה ראשונה היא שהמידע והשקיפות אודות מדיניות ממשלתית טובים יותר במדינות דמוקרטיה. סיבה שנייה היא שבמדינה דמוקרטית ניתן להשיג ייצוג והשפעה על מחוקקים בדרך של לוביסטים. סיבה שלישית היא שהשיטה הדמוקרטית של איזונים ובלמים מספקת אמינות גבוהה יותר להתחייבויות המדינה בשמירה על זכויות החברות הזרות. בבדיקה של 114 מדינות בין השנים 1970 לבין 1997, גינסן מוצא שמדינות בעלות מוסדות דמוקרטיים חזקים יותר מושכות עד 78% יותר FDI (כאחוז מהתוצר) מאשר מדינות אוטוקרטיות.

במחקר שהוזכר לעיל (Li & Resnick, 2003), בוצעה בדיקה של היקף ה-FDI ל-53 מדינות מפותחות משנת 1982 עד 1995, כאשר החוקרים ניסו להפריד בין חשיבות המוסדות הדמוקרטיים לבין חשיבות ההגנה על זכויות הקניין. באופן כללי נמצא שזכויות הקניין הן ככל הנראה המקור להשפעה החיובית, ובמודל אמפירי שבו נבדקו גם משתנים של זכויות

איור מס' 2: פרקטיקות עסקיות בפילוח לפי מידת עצמאות מערכת המשפט (מקור: Beazer & Blake, 2018)



המשפט (כגון עצמאות משפטית, בתי משפטי אובייקטיביים, והגנה על זכויות קניין, כולם נלקחו מהדוחות של ה-Freedom של מכון Fraser) הייתה השפעה חיובית וחזקה על היקף ה-FDI.

המחקרים שהוזכרו לעיל בפרק זה בחנו את השפעת חוזק המוסדות הדמוקרטיים על ה-FDI, השקעות המאופיינות כהשקעות גדולות ולטווח רחוק, ומצאו כי קיים קשר ניטרלי עד חיובי בין היקף ההשקעות הזרות לבין חוזק ועצמאות המוסדות הדמוקרטיים. אולם לא ברור מראש האם תהיה השפעה דומה גם על השקעות סחירות המאופיינות באופק זמן קצר יותר, בפסיביות בהשפעה על הנכסים, אולם בעלות נזילות המאפשרת מכירה מהירה יחסית.

באחד מהמחקרים הבוודים שחקר זאת (Staats & Biglaiser, 2011), נבדקו 79 מדינות מתפתחות בשנים 1996 עד 2005 לגבי הקשר בין כניסת השקעות זרות לשווקים הפיננסיים (כולל מניות ואג"ח) לבין חוזק מוסדות המשפט ועצמאות. הקשר נמצא כחיובי חזק ומובהק, כאשר עלייה של סטיית תקן אחת בחוזק מוסדות המשפט מובילה לעלייה של כ-50% בהיקף ההשקעות הפיננסיות במדינה.

לסיכום הפרק, הבסיס התיאורטי שהוביל את הבדיקה אודות הקשר בין מוסדות הדמוקרטיה לבין היקף ה-FDI כלל שתי תזות שצפויות להוביל לתוצאות מנוגדות. במספר מחקרים אמפיריים ראשונים נמצאו תוצאות מעורבות, כלומר לא היה ברור האם לדמוקרטיה יש או אין השפעה חיובית על ה-FDI.

מחקרים מאוחרים יותר שבחנו את הנושא הסבירו כי חלק מהתוצאות המוקדמות נבעו מהטיית הבחירה של החברות הזרות בהתאם לתרבות העסקית במקום מוצאן. בבדיקות ממוקדות יותר של חוזק מוסדות המשפט ועצמאותם, נמצא כי יש להם קשר חיובי ומובהק הן להשקעות זרות בפרויקטים והן להשקעות זרות בשוקי ההון הסחירים.

מערכת המשפט והשקעות קרנות הון סיכון בתעשיית ההייטק

לאור חשיבותה של התעשייה עתירת הידע לכלכלת ישראל, בחרנו לבחון גם את הקשר בין חוזקה ועצמאותה של מערכת

המשפט לבין נכונותן של חברות הזנק להקים מיזמים טכנולוגיים ושל קרנות הון סיכון להשקיע באקוסיסטם היזמי במדינה.

הבסיס המתודולוגי לבחינת הקשר בין חוזקה של המערכת המשפטית לבין יציבותו של האקוסיסטם היזמי במדינה והשקעות הון סיכון, ויכולתן של חברות הזנק לקום ולפרוח, הוא מודל "הסליל המשולש" (Triple Helix) שהוצע לראשונה על ידי הכלכלן והסוציולוג ההולנדי פרופ' הנרי אצקוביץ, ומתאר את האינטראקציה ההכרחית בין האקדמיה, התעשייה והממשלה בהנעת חדשנות, יצירה ופיתוח של טכנולוגיה חדשה וצמיחה כלכלית (Etzkowitz, 1998). המודל מדגיש את תפקידה של האקדמיה ביצירת ההון האנושי והרעיונות המהווים בסיס להתפתחותה של תעשייה עתירת ידע, את תפקידה של התעשייה במימון הון סיכון לחברות המתהוות ובתרגום הידע התיאורטי הנלמד באקדמיה לכדי פרקטיקה יוצרת, ואת תפקידה של הממשלה ביצירת סביבה רגולטורית ומשפטית המטפחת יזמות וחדשנות ומעודדת שיתוף פעולה בין כל הגורמים.

המערכת המשפטית מהווה נדבך חשוב במודל הסליל המשולש, שכן היא משפיעה ישירות על יזמות הן ביצירת ההגנה על קניין רוחני והן בקלות הקמת עסקים ותפעולם ובנישתם של יזמים למימון ומשאבים נוספים. כך למשל, מערכת משפטית המספקת הגנה חזקה על זכויות קניין רוחני מעודדת חדשנות ויזמות על ידי מתן תמריץ לאנשים וחברות להשקיע במחקר ופיתוח, ומערכת משפטית המקלה על הקמת עסק ומסדירה את תפעולו יכולה לעזור ליזמים לקבל את המימון הנדרש וליישם במהירות את הרעיונות שלהם.

למערכת המשפטית יכולה להיות השפעה גם על הדרך שבה קרנות הון סיכון משקיעות. לדוגמה, חוקים ותקנות יכולים להשפיע על היקף הסיכון שקרנות הון סיכון מוכנות לקחת על עצמן, כמו גם על סוגי החברות שהן מוכנות להשקיע בהן. בנוסף, המערכת המשפטית יכולה למלא תפקיד ביישוב סכסוכים העלולים להיווצר בין קרנות הון סיכון לבין החברות שבהן הן משקיעות.

מחקרים רבים הראו שמערכת משפטית מתפקדת היטב תורמת במישרין לקידום יזמות וחדשנות על ידי טיפוח סביבה יציבה וצפויה לעסקים. פרופ' רפאל לה-פורטה חקר לאורך שנים רבות את הקשר בין מערכות משפטיות לבין מימון חברות, לרבות הקשר בין קרנות הון סיכון לבין מערכות משפטיות. במאמרו

משנת 1997 בשיתוף עם עמיתים, הוא מראה שמערכת משפטית עצמאית המספקת הגנה משפטית על משקיעים, ובמיוחד על בעלי מניות, היא אחד הגורמים החשובים ביותר לכמות ההשקעות הזרות שמדינה מקבלת (LaPorta et al., 1997).

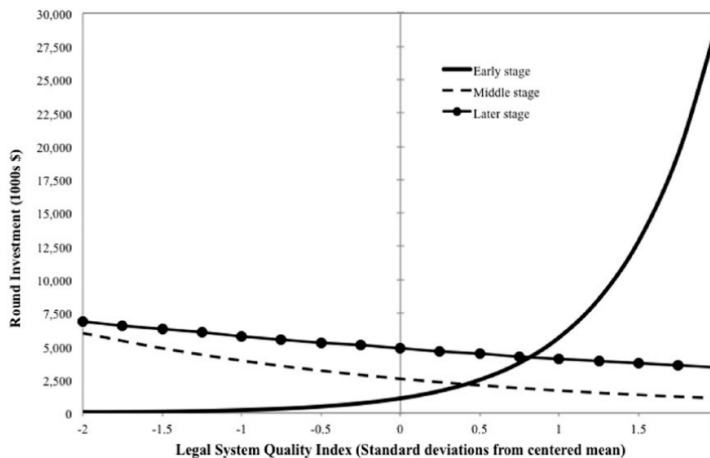
במחקר מכוון מ-2008, לה פורטה ועמיתיו התמקדו בקשר בין מערכות משפטיות להשקעות ושווקים פיננסיים, ונמצא כי למערכת המשפטית יש תפקיד מכריע בעיצוב היחסים בין חברות הון-סיכון לחברות שבהן הן משקיעות, מכיוון שהיא משפיעה על המידה שבה ניתן לכתוב ולאכף חוזים יעילים בין משקיעי הון-סיכון לבין יזמים. על פי מסקנותיהם, מדינות עם מערכות משפטיות המבוססות על הפרדת רשויות ועל המשפט המקובל, נוטות לרמות גבוהות יותר של יזמות וחדשנות ומושכות יותר השקעות של קרנות הון-סיכון (LaPorta et al., 2008).

חורי ועמיתיו (Khoury et al., 2015), בחנו 433 השקעות של קרנות הון-סיכון ב-13 מדינות בדרום אמריקה, ובדקו כיצד איכות המערכת המשפטית של המדינה ורמת הסיכונים הפוליטיים משפיעות על אסטרטגיות ההשקעה של קרנות הון-סיכון במדינות אלו. ממצאיהם מראים שקיים קשר מובהק בין נכונותן של קרנות הון-סיכון להשקיע לבין איכות ועצמאות המערכת המשפטית. כלומר, קרנות הון-סיכון נוטות להשקיע סכומים גדולים יותר במיזמים בשלבים מוקדמים במדינות שבהן קיימות מערכות משפטיות משופרות, ואילו כאשר איכות מערכת המשפט נמוכה מהממוצע, השקעות במהלך השלב המוקדם

של הפיתוח נוטות להיות קטנות מאוד, כמשתקף באיור מס' 3. מאידך, נמצאה אינטראקציה שלילית בין השקעות קרנות הון-סיכון בחברות הזנק בשלבים מתקדמים יותר לבין איכותה של מערכת המשפט, וממצאי המחקר מראים שהסכומים שהושקעו בסבבי גיוס מתקדמים דווקא יורדים ככל שאיכות המערכת המשפטית עולה. עוד מראה האיור שכאשר איכות מערכת המשפט נמוכה, אין הבדל משמעותי בסכומים שהושקעו בסבבים המתקדמים.

במחקר שהתפרסם בשנת 2015, התמקדו איפוליטי ועמיתיו במדינות אירופיות ובחנו כיצד שינויים בסביבה החוקית והרגולטורית יכולים להשפיע על הדרך שבה חברות הון-סיכון משקיעות, כיצד שינויים אלה יכולים להשפיע על הביצועים של חברות מגובות הון-סיכון, כיצד שינויים במערכת המשפטית יכולים להשפיע על היחסים בין חברות הון-סיכון לחברות שבהן הן משקיעות, וכיצד שינויים אלו יכולים להשפיע על תעשיית ההון-סיכון הכוללת. בהינתן ששיעור הצלחתם של מיזמים מגובי השקעות הון-סיכון הוא באחוזים בודדים בלבד, הממצאים מלמדים שאחת הדרכים העיקריות שבהן המערכת המשפטית משפיעה על נכונותן של קרנות הון-סיכון להשקיע במדינות מסיימות היא באמצעות חוקי פשיטת רגל והיכולת לאוכפם. חוקים אלה משפיעים על האופן שבו חברות הון-סיכון בונות את תיק ההשקעות שלהן, וכן על הדרך שבה הן מנהלות משא ומתן עם חברות פורטפוליו. כך לדוגמה, מערכת משפטית שאינה מבטיחה הגנה אובייקטיבית ועלולה להעדיף צד אחד על פני האחר, או מערכת שנותנת עדיפות לנושים

איור מס' 3: הקשר בין השקעות הון-סיכון בשלבים שונים של התפתחות חברות הזנק לאיכות מערכת המשפט (מקור: Khoury et al., 2015)



האשראי של מדינה יכולתה לגייס חוב, ועל מידת האטרקטיביות למשיכת השקעות זרות בכלל והשקעות הון-סיכון בפרט.

לאור הדיון הציבורי המתנהל לאחרונה, בחרנו להציג את הממצאים והתובנות הקיימים בספרות האקדמית שדנה בקשר בין המערכת המשפטית לבין היבטים כלכליים ומימוניים המשפיעים על חוסנן הכלכלי של מדינות ועל יכולתן לצמוח. בהתאם, נבחנו מחקרים הדנים בקשר בין מערכת המשפט לדירוגי האשראי של החוב המדינתי, מחקרים הדנים בהשפעת חוזק המערכת המשפטית על אטרקטיביות המשק המקומי להשקעות זרות, ובהמשך – לאור חשיבותה של התעשייה עתירת הידע לכלכלת ישראל – נבחנו גם הקשר בין חוזקה של מערכת המשפט לבין נכונותן של קרנות הון-סיכון לבצע השקעות.

המציאות המשתקפת במחקרים שהוצגו לעיל אינה חד-ממדית. חלק גדול מהמחקרים קושרים את קיומה של מערכת משפטית עצמאית עם דירוג האשראי ומידת האטרקטיביות למשיכת השקעות זרות בכלל והשקעות הון-סיכון בפרט. מאידך, חלקם משקפים ממצאים פחות מובהקים, חלקם מוצאים דעות הפוכות, ויש גם מחקרים שמייחסים את הערך המוסף ממוסדות דמוקרטיים למשתנים מתווכים אחרים.

לסיכום, מרבית הממצאים בספרות המחקרית מראים שמערכת משפט עצמאית ואפקטיבית יכולה להגביר את רמת אמון המשקיעים במדינה, להפחית סיכוני השקעה, למנוע שחיתות, לקדם ממשל תקין, וליצור סביבה עסקית יציבה וודאית שתמלא תפקיד קריטי במשיכת השקעות זרות.

ari.achiaz@gmail.com

ד"ר ארי אחיעז

מובטחים או נושים מקומיים, יכולות להקשות על חברות הון-סיכון להגן על השקעותיהן במקרה של פשיטת רגל, ולסוגיה זו יש השפעה מכרעת על האופן שבו חברות הון-סיכון בונות את ההשקעות שלהן (Ippoliti et al., 2015)

מחקר אמפירי של קאמינג ועמיתיו בחן מדגם של 3,848 השקעות הון-סיכון ב-39 מדינות, ומצא שסביבה משפטית עצמאית וחזקה יותר מובילה לסינון עסקאות מהיר יותר. תהליך סינון עסקאות על ידי קרנות הון-סיכון מואט בסביבה משפטית חלשה, שכן עריכת חוזים הניתנים לאכיפה קשה יותר וההתמודדות עם בירוקרטיית איטיות לוקחת זמן. כמו כן, ממצאיהם מראים שסביבה משפטית עצמאית ובלתי תלויה קשורה באופן חיובי לביצועים של חברות הזנק מגובות הון-סיכון (Cumming, et al., 2010).

עדות נוספת לכך שהסביבה המשפטית משפיעה על מורכבות החוזים ניתנת במחקרם של לרנר ושואר, שבחנו 210 השקעות של קרנות הון פרטיות שנעשו במדינות מתפתחות. מהמחקר עלה שהשקעות של קרנות הון-סיכון בחברות הפועלות בסביבות משפטיות חלשות נטו לקבל תשואות והערכות שוויו נמוכות יותר. ממצא זה, שלפיו הסביבה המשפטית יכולה להשפיע על הצלחת ההשקעות, מתועד ונתמך גם בתוצאות מחקרים נוספים בתחום, כגון המחקר האמפירי של טיקוובה משנת 2018 שחקר 8,270 השקעות של קרנות הון-סיכון ב-41 מדינות (Lerner & Schoar, 2005; Tykvova, 2018)

סקירת הספרות לעיל מצבעיה על קשר חיובי בין מערכת משפטית עצמאית ויציבה לבין נכונותן של קרנות הון-סיכון לבצע השקעות באקוסיסטם היומי. בהתאם לכך, מדינות עם מערכות משפטיות עצמאיות המבוססות על עקרון הפרדת הרשויות ועל המשפט המקובל, ימשכו יותר השקעות של קרנות הון-סיכון ויחזקו את האקוסיסטם היומי ובהתאם גם את כלכלתן.

סיכום

מערכת משפט עצמאית יכולה למלא תפקיד מכריע במעמדה של מדינה בכלכלה העולמית על ידי משיכת השקעות זרות, קידום שלטון החוק, מניעת שחיתות והגברת המוניטין של המדינה. גורמים אלו יכולים להשפיע, בין היתר, על דירוג

- Archer, C. C., Biglaiser, G., & DeRouen, K. (2007). Sovereign bonds and the "democratic advantage": Does regime type affect credit rating agency ratings in the developing world?. *International organization*, 61(2), 341-365.
- Beaulieu, E., Cox, G. W., & Saiegh, S. (2012). Sovereign debt and regime type: Reconsidering the democratic advantage. *International organization*, 66(4), 709-738.
- Beazer, Q. H., & Blake, D. J. (2018). The conditional nature of political risk: How home institutions influence the location of foreign direct investment. *American Journal of Political Science*, 62(2), 470-485.
- Biglaiser, G., & DeRouen Jr, K. (2007). Sovereign bond ratings and neoliberalism in Latin America. *International Studies Quarterly*, 51(1), 121-138.
- Biglaiser, G., & Staats, J. L. (2012). Finding the "democratic advantage" in sovereign bond ratings: The importance of strong courts, property rights protection, and the rule of law. *International Organization*, 66(3), 515-535.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T., (2009). What is the Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence, *Journal of Financial Intermediation*, 18(4), 554-598.
- Butler, A. W., & Fauver, L. (2006). Institutional environment and sovereign credit ratings. *Financial Management*, 35(3), 53-79.
- Cumming, D.J., Schmidt D. & Walz U., (2010). Legality and venture capital governance around the world. *Journal of Business Venturing*, 24(4), 348-359.
- Etzkowitz, H. (1998). The triple helix: university-industry-government innovation in action. London: Routledge.
- Jensen, N. M. (2008). Nation-states and the multinational corporation. In *Nation-States and the Multinational Corporation*. Princeton University Press.
- Ippoliti, R., Melcarne, A. & Ramello, G.B. (2015). Judicial efficiency and entrepreneurs' expectations on the reliability of European legal systems. *European Journal of Law and Economics*, 40, 75-94.
- Khoury, T. A., Junkunc, M., & Mingo, S. (2015). Navigating Political Hazard Risks and Legal System Quality: Venture Capital Investments in Latin America. *Journal of Management*, 41(3), 808-840.
- LaPorta R.L, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. & Vishny R.W., (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 53(2), 1131-1150.
- LaPorta R.L, Lopez-De-Silanes F & Shleifer A.. (2008) "The Economic Consequences of Legal Origins" *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332.
- Lerner, J, & Schoar A. (2005) . Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions?: The Contractual Channel in Private Equity." *Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Lerner, J. & Tag J., (2013), Institutions and venture capital, *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153-182.
- Levine, R. (1998). The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of money, credit and banking*, 596-613.

- Levy, B., & Spiller, P. T. (1994). The institutional foundations of regulatory commitment: a comparative analysis of telecommunications regulation. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(2), 201-246.
- Li, Q., & Resnick, A. (2003). Reversal of fortunes: Democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries. *International organization*, 57(1), 175-211.
- North, D. C., & Weingast, B. R. (1989). Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England. *The journal of economic history*, 49(4), 803-832.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance (Political Economy of Institutions and Decisions)*. Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511808678.
- O'donnell, G. (1978). Reflections on the patterns of change in the bureaucratic-authoritarian state. *Latin American Research Review*, 13(1), 3-38. .
- Olson, M. (1993). Dictatorship, democracy, and development. *American political science review*, 87(3), 567-576. .
- ONeal, J. R. (1994). The affinity of foreign investors for authoritarian regimes. *Political Research Quarterly*, 47(3), 565-588. .
- Saiegh, S. M. (2005). Do countries have a "democratic advantage"? Political institutions, multilateral agencies, and sovereign borrowing. *Comparative Political Studies*, 38(4), 366-387.
- Schultz, K. A., & Weingast, B. R. (2003). The democratic advantage: institutional foundations of financial power in international competition. *International organization*, 57(1), 3-42. .
- Staats, J. L., & Biglaiser, G. (2011). The effects of judicial strength and rule of law on portfolio investment in the developing world. *Social Science Quarterly*, 92(3), 609-630. .
- Staats, J. L., & Biglaiser, G. (2012). Foreign direct investment in Latin America: The importance of judicial strength and rule of law. *International Studies Quarterly*, 56(1), 193-202. .
- Stasavage, D. (2007). Cities, constitutions, and sovereign borrowing in Europe, 1274–1785. *International Organization*, 61(3), 489-525. .
- Stasavage, D. (2011). *States of credit*. In *States of Credit*. Princeton University Press.
- Tykvova T., (2018), Legal framework quality and success of venture capital Investments, *Journal of Banking & Finance*, 87, 333-350.
- Tomz, M., & Wright, M. L. (2013). Empirical research on sovereign debt and default. *Annu. Rev. Econ.*, 5(1), 247-272.