

נובמבר 2015 | מחקר מספר 99

ערבויות מדינה בישראל

דניאל מלצר

עמית מרכז מילקן לחדשנות במכון ירושלים לחקר ישראל



Jerusalem Institute for Israel Studies **מכון ירושלים לחקר ישראל**
Milken Innovation Center **מרכז מילקן לחדשנות**

תודות

ברצוני להודות לכל מי שתרמו וסייעו לי בכתיבת המחקר ועריכתו, ובראש ובראשונה לפרופ' צבי וינר, שהנחה אותי לאורך כתיבת המחקר ותרם לי מניסיונו ומזמנו. אני מודה לאנשי צוות מחלקת ערביות המדינה בחשב הכללי במשרד האוצר – לטל רביב, לחברי לצוות עמית מרזאי, ולראש חטיבת המימון יהלי רוטנברג – שליוו והדריכו אותי לאורך כל הדרך. אני רוצה להודות לצוות תוכנית העמיתים של מרכז מילקן לחדשנות – פרופ' גלן יאגו, מר סטיבן זכר וגב' אורלי מובשוביץ-לנדסקרונו – על הרחבת האופקים וההזדמנות שניתנה לי לקחת חלק בתוכנית, שפתחה לי צוהר לשירות הציבורי. תודה מיוחדת לבת זוגתי דנה בובליל, שיעצה תמכה והאמינה בי לאורך כל הדרך. את המחקר בחרתי להקדיש בהוקרה לסבותי שרה מלצר ואסתר נרקיס, המהוות עבורי מקור השראה ומודל לחיקוי.

על אודות תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתיבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותנו פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים[™] במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.milkeninnovationcenter.org

תוכן עניינים

1 תקציר מנהלים.....

1.....רקע.

1.....הגדרת הבעיה.

1.....שימוש בערבויות מדינה בישראל.

1.....ישראל לעומת העולם.

2.....המלצות.

2.1 מבוא.....

2.....1.1 רקע.

3.....1.2 הצגת מהלך העבודה.

2.2 התחייבויות מותנות.....

3.....2.1 צורך ושימושים בהתחייבויות מותנות.

4.....2.2 הסיכון בהתחייבויות מותנות.

5.....2.3 סוגי התחייבויות מותנות.

3.3 ערבויות מדינה.....

6.....3.1 שימושים בערבויות מדינה.

9.....3.2 ערבויות מול התערבות ממשלתית ישירה.

10.....3.3 שיערוך ותמחור ערבויות.

10.....3.4 כיסוי הפסדים הנובעים ממימוש ערבויות.

11.....3.5 ניהול סיכוני ערבויות.

12.....3.6 ערבויות מדינה בישראל.

4.4 הגבלות המוטלות על היקף הערבויות.....

15.....4.1 חוק ערבויות מדינה בישראל.

16.....4.2 סקירה בינלאומית - הגבלת ערבויות בעולם.

6.6 סיכום.....

25 ביבליוגרפיה.....

תקציר מנהלים

רקע

ערבות מדינה היא כלי פיננסי, מסוג התחייבות מותנית, שבהינתנו המדינה מבטיחה למלווה כי היא תיכנס לנעליו של הלווה ותשלם את החוב אם הלווה יגיע למצב של חדלות פירעון ולא יוכל לעמוד בהתחייבויותיו. מצד אחד מדובר באמצעי ללא עלות עכשווית (ועם אפשרות שגם לא תהיה עלות עתידית), הנותן מענה לכשלי שוק בתחומי אינטרס ממשלתיים, כמו הוזלת מימון לעסקים קטנים ובינוניים ותמיכה ביצואנים מקומיים (שני מנועי צמיחה משמעותיים); מצד שני, בשל חוסר הוודאות בנוגע למועד ולהיקף התשלום (כאשר זה יידרש), שימוש נרחב בערבות מדינה – במכוון או בשל כורח המציאות – עלול לגרום להכבדה פיסקלית, להורדת דירוג האשראי ולפגיעה ביכולת הגיוס, כפי שקרה במדינות שונות באירופה לאחר המשבר הפיננסי של 2008.

הגדרת הבעיה

לאור האמור לעיל יש היגיון ביצירת מנגנון הגבלה שיהווה חסם בפני שימוש חסר אחריות בערבויות, וישמש לניהול סיכונים ומזעור נזקים פוטנציאליים. כיום אגף החשב הכללי, האמון על מתן ערבויות מדינה וניהול סיכונים הפורטפוליו, מוגבל במתן ערבויות לפי סעיף 3(ב) של "חוק ערבויות מטעם המדינה" (תשי"ח-1958). הגבלה זו עומדת על סף של 10% מתקציב המדינה ללא תקציב פיתוח. מגבלה זו טרם נבחנה בצורה מקצועית ומעמיקה על ידי גורמים רלוונטיים, ומחקר זה הוא ניסיון לבחינה כזו. המחקר בוחן אספקטים שונים של המגבלה – למשל גובהה והבחירה להצמידה לגודל התקציב – על מנת לוודא שהיא אינה פוגעת ביכולתה של המדינה להוציא לפועל את מדיניותה ולתמוך באוכלוסיות הנקלעות לכשלי שוק; ומאידך גיסא שהיא מונעת פגיעה ביציבות הפיננסית של המדינה בשל נטילת יתר של התחייבויות מותנות והגדלת אי-הוודאות בנוגע לקיימות החוב הממשלתי (Government debt sustainability).

שימוש בערבויות מדינה בישראל

ערבויות מדינה בישראל ניתנות בשנים האחרונות לשלוש מטרות עיקריות: א. לביטוח סיכונים סחר חוץ ליצואנים ישראלים; ב. כנגד חוב של חברת החשמל לישראל; ג. לקרן הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים. היקף הערבויות גדל בשנים שלאחר המשבר הפיננסי, וכיום – נכון למאי 2015 – עומד על כ-16 מיליארד ש"ח. בבחינת היקף הערבויות לאורך השנים מתברר שבחמש השנים האחרונות ישנו פער ממוצע של כ-8 מיליארד ש"ח בין סך הערבויות הניתנות בפועל ובין הרף שמאפשרת מגבלת הערבויות. עם זאת, על פי החלטת אגף החשב הכללי נשמרת רזרבה למקרה של קריסת גוף חיוני בישראל, ורזרבה זו אינה מובאת בחשבון בדוחות הכספיים אף שהיא מהווה נתח משמעותי ש"יוצא מהמשחק". בהתחשב ברזרבה זו מתקרב הסכום הניתן לערבויות אל המגבלה. בנוסף ישנן כמה יוזמות שעתידות לצאת אל הפועל ולגרום להרחבה נוספת של הערבויות.

ישראל לעומת העולם

לביסוס המלצותי ביצעתי סקירה בינלאומית, בראייה השוואתית, של היקף השימוש בערבויות מדינה ושל מנגנוני ההגבלות הנמצאים בשימוש במדינות שונות. חשוב לציין שהיכולת לבצע השוואה תקפה של היקפי השימוש בערבויות היא

חלקית בלבד, משום שיש פערים גדולים בין המדינות בתחומי ההגדרות, חובות הדיווח והרישום החשבונאי. נוסף על כך יש קושי בהשוואת מדיניות השימוש בערבויות בישראל ובמדינות אירופה, משום שחלק ממדינות האיחוד האירופי נקלעו בשנים האחרונות למצב שבו נאלצו לנפק ערבויות להצלת בנקים ולסיוע למדינות אחרות באיחוד. בבחינה שבוצעה למרות קשיים אלה, עלה שמדינת ישראל עושה שימוש מועט בערבויות לעומת מרבית מדינות אירופה, ושנגנון ההגבלה הקיים בישראל הוא שמרני ומחמיר. מרבית המדינות אימצו מדיניות המצמצמת את מתן הערבויות, אולם הן אינן מטילות מגבלות על ההיקף הכולל אלא קובעות מכסות מקסימליות לתוכניות ספציפיות.

המלצות

מחקר זה מציע שלוש מסקנות עיקריות, היכולות לשמש בסיס לעבודת המשך שתקבע את מגבלת הערבויות הנכונה עבור מאפייני הכלכלה הישראלים:

1. **הגדלת המכסה למתן ערבויות מדינה** – מדינת ישראל עושה שימוש שמרני בערבויות ביחס למדינות אירופה, ומגבלת הערבויות אינה אפקטיבית כרגע. גם אם נביא בחשבון את הרזרבה הנחוצה לטיפול בקריסת גוף חיוני ואת היוזמות לתוכניות העומדות על הפרק, יש בסיס להאמין שאפשר להרחיב את השימוש בערבויות מדינה. נדבך חשוב בהמלצה זו הוא בחינה מול חברות דירוג האשראי, כדי לוודא שצעד זה לא יביא להורדת הדירוג ולפגיעה ביכולת גיוס החוב של המדינה.
2. **ביטול קביעת המכסה כאחוז מהתקציב** – אין היגיון כלכלי בקביעת מכסת ערבויות המדינה כאחוז מהתקציב. תוכניות הערבות מתחלקות למחזוריות ואנטי-מחזוריות, ולכן גודל התקציב אינו משקף את היקף הערבויות הנדרשות. להמלצתי, יש למצוא פרמטר כלכלי אמין שישקף בצורה טובה יותר את הצורך הדינמי בערבויות בצורה מקרו-כלכלית.
3. **קביעת מכסה לערבויות מסוג חשיפה ללווה יחיד** – מהסקירה הבינלאומית עולה שמקובל בעולם להטיל מכסות על תוכניות או סוגי ערבויות מסוימים. בראייתי, ערבויות המייצרות חשיפה אל מול לווה יחיד מהוות סכנה בגלל ריכוז הסיכון ויצירת "סיכונים מוסריים", ועל כן יש לקבוע מכסה שתצמצם חשיפות מסוג זה.

1. מבוא

1.1 רקע

המשבר הפיננסי העולמי, ששורשיו בשלהי שנת 2007, גרר שינוי מהותי בתפיסת ההתחייבויות המותנות בכלל וערבויות מדינה בפרט. מדינות רבות, בדגש על אירופה וארצות הברית, נאלצו לחלץ גופים פיננסיים מפני קריסה, ובאירופה קמו תוכניות סיוע שנועדו למנוע קריסת מדינות בגוש האירופי. אחד האמצעים המובילים במהלכים אלה היה מתן ערבויות מדינה.

בשנים שלאחר המשבר חלחלה במדינות רבות ההבנה שהערבויות יוצרות השלכות חשיפה, ונוצר חשש לפגיעה פוסט-משברית בקיימות החוב הארצי (Debt sustainability). בדוח שסקר את התנהלותה של אירלנד במשבר, נטען שהערבויות

באירלנד ניתנו בצורה "נדיבה מדי"; וההתנהלות המקלה שבה הוענקו הערבויות בשאר מדינות אירופה הפכה את המשבר הפיננסי למשבר של חובות סוברניים.¹

לעומת זאת צעדים כגון שימוש בערבויות כמענה לכשלי שוק מבניים בתחומי האשראי לעסקים קטנים ובינוניים, תמיכה ביצואנים מקומיים, הלוואות לסטודנטים ועוד, הוכחו כאפקטיביים, יעילים ונפוצים במרבית העולם המערבי. מתן ערבויות מדינה כדרך לגישור על פערי ביקוש לאשראי והוזלת מימון עבור אוכלוסיית מטרה (ללא עלות עכשווית) הם כלים אטרקטיביים בעיני ממשלות ומקבלי החלטות. מגמות אלה יוצרות הבנה שיש לאמץ מנגנון הגבלה כלשהו שימנע שימוש מופרז בערבויות, העלולות להוות בעתיד הכבדה פיסקלית על המדינה, ויאפשר ליהנות ממעלותיו של כלי פיננסי זה.

1.2 הצגת מהלך העבודה

העיסוק האקדמי בתחום ההתחייבויות המותנות הוא ראשוני ודל, ולכן האתגר הראשון של מחקר זה היה לאתר ולאגד את החומר התאורטי לכדי סקירת ספרות, שתניח תשתית להמשך הדיון במתודולוגיות השימוש בערבויות מדינה בכלל ובמנגנוני הגבלה בפרט. פרקים 2 ו-3 להלן מספקים את הסקירה הנדרשת בליווי תיאור מצב של השימוש בערבויות מדינה בישראל. פרק 4 מפרט את מנגנון ההגבלה הקיים בארץ – מכסה בגובה 10% מתקציב המדינה ללא תקציב פיתוח – ומציג סקירה בינלאומית של שבע מדינות נבחרות והגבלת הערבויות הקיימת בהן. פרק 5 מסכם את עיקרי הממצאים ואת ההמלצות בנוגע למדיניות ההגבלה.

2. התחייבויות מותנות

ההגדרה של התחייבות מותנית (contingent liability) על פי תקן הדיווח הכספי הבינלאומי (IFRS) היא:² אופציה להתחייבות הנובעת מאירועי עבר, שקיומה יתממש אך ורק בעקבות התרחשות אירוע (או היעדר התרחשות) שאינו בשליטתה המוחלטת של הישות בעלת ההתחייבות המותנית.³ כלומר, מדובר בהתחייבות שהיקפה וזמן מימושה אינם ידועים בהווה ותלויים באירועים עתידיים המאופיינים בחוסר ודאות. ישנם סוגים רבים ומגוונים של התחייבויות מותנות של מדינות, כמו תוכניות ביטוח נגד אסונות טבע, תוכניות לחילוץ מוסדות ציבוריים מפני פשיטת רגל, כריות ביטחון פיננסי בפרויקטי PPP, קרנות רזרבה למקרה של תביעות נגד המדינה, והנפוץ ביותר מבחינת שכיחות – ערבויות מדינה.⁴

2.1 צורך ושימושים בהתחייבויות מותנות

התחייבויות מותנות הן כלי המשמש את הממשלה לשנות את התמריצים העומדים בפני המגזר הפרטי ובפני ישויות במגזר הציבורי.⁵ הרציונל העומד מאחורי השימוש בהן הוא הצורך לתת מענה לכשלי שוק, כלומר למצבים בהם השוק, בהתנהלותו החופשית, אינו מצליח להגיע למצב יעיל פארטו של חלוקת המשאבים (מצב רצוי, שבו אף פרט אינו יכול לשפר את תועלתו בלי לפגוע בתועלתם של פרטים אחרים). כשלים אלה חלים פעמים רבות כתוצאה מאחת התופעות הבאות:

¹ European Commission, 2015.

² הגדרה זו מקובלת גם על התקינה הציבורית המשמשת מדינות בדוחותיהן הכספיים – IPSAS.

³ IAS 37 Provisions.

⁴ Cebotari, 2008.

⁵ שם.

- א. מידע א-סימטרי (Asymmetric information) –** מצב בו מידע רלוונטי על אודות ההסכם אינו חשוף לכל הגורמים המעורבים בקשירת החוזה. מצבים אלה מתרחשים בתחום ההלוואות והביטוח כאשר המבוטח אינו מעוניין לחשוף לעיני המבוטח את מלוא המידע, על מנת להקטין את עלות הביטוח, וכתגובה המבוטח מוסיף פרמיית סיכון שאינה בהכרח מייצגת את סיכון המבוטח. במקרים קיצוניים זה עלול להביא להיעלמות השירות, כפי שקורה במשברים פיננסיים בהם האשראי נעשה יקר במיוחד לאור היעדר המוטיבציה של המלווים לבצע עסקאות. התערבות ממשלתית בדמות ערבות יכולה לגשר על הפער הזה על ידי נטילת הסיכון מהמלווה ותמרוצו לספק האשראי.
- ב. השפעות חיצוניות (Externalities) –** מצב בו פעילות כלכלית כלשהי מייצרת עלות או תועלת חברתית המשפיעה על גורמים שאינם מעורבים ישירות בפעילות. בשל היעדר יכולת לתמחר פעילויות אלה כהלכה, צריכתן נעשית בצורה לא יעילה (ללא שיווי המשקל של ביקוש והיצע). הממשלה יכולה לעכב פעילויות בעלות השפעות חיצוניות שליליות על ידי מיסוי, ולעודד פעילויות בעלות השפעות חיצוניות חיוביות על ידי מתן סובסידיות וערבויות. טיעונים נוספים המצדיקים נטילת סיכון על ידי הממשלה ביצירת התחייבויות מותנות הם שימוש בהתחייבויות ככלי להשגת חלוקת משאבים שוויונית יותר, והתמודדות עם התחרות הבינלאומית. הממשלה יכולה, בעזרת התחייבות מותנית דוגמת ערבויות, להזיל את עלויות המימון ובכך לאפשר ליצואנים להיות תחרותיים יותר בשוק העולמי. כמו כן ערבויות יכולות לתמוך בעסקים מתחומים או אזורים גיאוגרפיים ספציפיים, ובכך למגר מצבי אבטלה.⁶

2.2 הסיכון בהתחייבויות מותנות

לצד המעלות של ההתחייבויות המותנות, הן טומנות בחובן גם סיכונים ומגרעות. כאמור, כאשר המדינה מספקת התחייבות מותנית היא לוקחת על עצמה סיכון הנובע מפעילות כלכלית כלשהי. כפי שיובהר בהמשך, לא תמיד ניתן לדעת מה היקף התשלום, אם יתממש, ומה מועדו. בעתות משבר פיננסי, כשגוברות אי-הוודאות והתנודתיות, יש עלייה במימוש ההתחייבויות המותנות, ואז מתייקרת עלות המימון ונפגעת יכולתן של המדינות למחזר חובות במטרה לצאת מהמיתון. מדינות רבות – כמו צ'כיה, תאילנד ואינדונזיה – צברו לאורך השנים התחייבויות מותנות רבות שהיוו הכבדה פיסקלית משמעותית עם בוא מימושן.⁷

התחייבויות מותנות עלולות אף להוביל למצבי "סיכון מוסרי" (Moral Hazard), בהם ישות אינה נושאת באחריות לסיכון שאליו היא חשופה, ולכן היא חסרת תמריץ להקטנת חשיפתה לסיכון. קבלת הערבות עלולה לעודד את מקבל הערבות לנהוג בצורה מסוכנת, כך גובר הסיכוי להתממשות הערבות ומתייקרת העלות בתוחלת. דוגמה למצב כזה היא בנק שהלוואותיו או חלקן מבוטחות על ידי המדינה: הבנק יחסר תמריצים לביצוע בדיקת נאותות מעמיקה של הלווים ויכולת ההחזר שלהם. אפקט זה יכול לחול גם טרם קבלת הערבות, כאשר בשל ניסיון העבר או בשל לחץ ציבורי צפוי, לישות ציבורית או פרטית יש בסיס להאמין שבעת משבר המדינה תיחלץ לעזרתה. במצב כזה, הישות תהיה מתמרצת לקחת סיכונים מיותרים ולהפחית את ניהול ופיקוח הסיכונים שלה.⁸

⁶ שם, עמ' 9-12.

⁷ Polackova & Schick, 2002.

⁸ Dembe & Boden, 2000.

אחת הסוגיות השנויות במחלוקת בתחום ההתחייבויות המותנות היא רישומן החשבונאי. לעומת התחייבויות רגילות, אותן ניתן למצוא במאזנים החשבונאיים שמפרסמות מרבית המדינות, על פי רוב התחייבויות מותנות אינן מקבלות ביטוי בדוחות הפיסקליים עד שחל מימושן, ואז הן נרשמות בספרים בצד ההוצאה. גם במדינות שמתייחסות לסוגיית ההתחייבויות המותנות לא קיים תקן מוסדר המפרט את אופן ההצגה ואת הפרטים שיש לציין (היקף הערבויות, תוחלת הסיכון, סיכויי התממשות ועוד), וכתוצאה מכך לרשות המחוקקת ולציבור אין מידע מספק על הסיכון הנלווה.⁹

התחייבויות מותנות הן אפוא כלי פיננסי המאפשר לממשלות להשיג יעדים כלכליים רצויים ללא עלות משמעותית בהווה, תוך עקיפת הביקורת והפיקוח התקציבי ההדוק השורר היום במדינות בעולם. עובדה זו הופכת את ההתחייבויות המותנות לכלי נחשק על ידי מקבלי ההחלטות נבחרי הציבור, שלעתים שואפים להשגת יעדים וביסוס מעמדם בעיקר בטווח הקצר.

2.3 סוגי התחייבויות מותנות

נהוג להבחין בין שני סוגים של התחייבויות מותנות של מדינות:¹⁰

- א. **התחייבויות משתמעות (Implicit)** – התחייבויות אלו נובעות ממחויבות פוליטית או מוסרית של המדינה, אך אינן מעוגנות בהסכם כלשהו. ההבנה שישנן מחויבויות כאלו יוצרת בציבור ציפייה, שבעת משבר או אסון הממשלה תתערב ותיצור לעצמה התחייבויות בין אם היא רוצה ובין אם לאו. דוגמאות לסוג זה של התחייבויות הן ביטוח פיקדונות הציבור בבנקים, חילוץ בנקים במקרה של משבר פיננסי ואבדן נזילות, חילוץ מפשיטת רגל של חברות ממשלתיות ורשויות מקומיות, כיסוי הפסדים לא מבוטחים הנובעים מאסונות טבע או מלחמות ופעולות איבה ועוד.
- ב. **התחייבויות מפורשות (Explicit)** – התחייבויות אלה הן פועל יוצא של הסכם חוזי בין המדינה ולבין מקבלי ההתחייבויות. הן מאפשרות לגוף המקצועי המנהל את חובותיה של המדינה להעריך טוב יותר את היקף ומועד התשלום, במקרה שזה יתממש. דוגמאות להתחייבויות כאלה הן ערבויות מדינה, ביטוחים ממשלתיים, כריות ביטחון במסגרת פרויקטי PPP (Private Public Partnerships) ועוד.

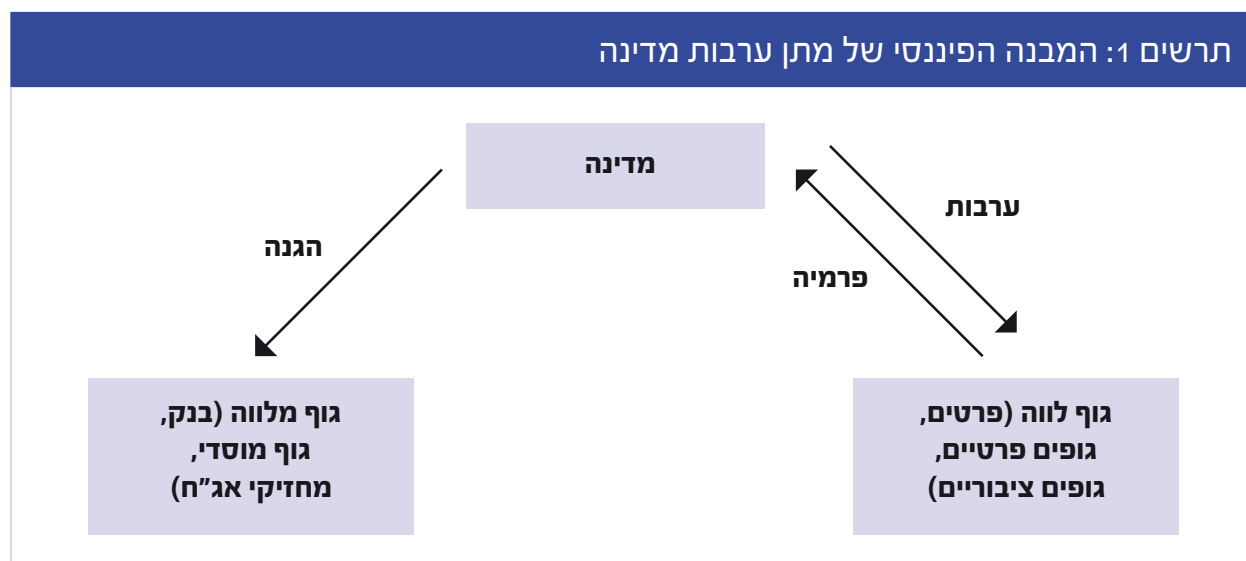
מחקר זה מתמקד בהתחייבויות מותנות מפורשות בכלל, ובערבויות מדינה בפרט, משום שאת הערבויות המותנות המשתמעות קשה לאמוד בצורה מהימנה, והן אף שונות מאוד באופיין במדינות השונות, מה שמקשה על ביצוע השוואות. לעומת זאת הערבויות המפורשות מאופיינות ביכולת אמידה טובה יותר, ועצם היותן מחוץ למעגל הפיסקלי הראשוני מהווה סיבה לבחינת ניהולן והגבלתן.

⁹ Polackova & Schick, 2002.

¹⁰ Currie & Velandia, 2002.

3. ערבויות מדינה

ערבות מדינה היא סוג של התחייבות מותנית מפורשת, שבהינתנה הממשלה מתחייבת לשפות את המלווה בחלק או כלל סכום ההלוואה, אם הלווה אינו פורע את התחייבותו במועד שנקבע.¹¹



מקור: מרכז מילקן לחדשנות, 2015.

3.1 שימושים בערבויות מדינה

ישנו מגוון רחב של יעדים שניתן להשיגם באמצעות ערבויות מדינה: פתרון כשלי שוק תוך העברת הסיכון מהמלווים למדינה, עידוד היצוא על ידי מתן ביטוח סיכונים סחר חוץ ליצואנים, תמיכה באוכלוסיות מטרה, התמודדות עם קריסה של גופים פיננסיים גדולים או גופים שקריסתם תהווה פגיעה מקרו-כלכלית נרחבת. את ערבויות המדינה ניתן לחלק לשתי קטגוריות:

- א. **ערבויות בעלות חשיפה ללווים רבים** – ערבויות אלה קשורות בדרך כלל בתוכניות שנועדו לפתור כשלי שוק הפוגעים באוכלוסיות שהוגדרו על ידי הממשלה כאוכלוסיות מטרה: עסקים קטנים, יצואנים, אוכלוסיות מוחלשות ועוד. ברוב המקרים התוכנית מגדירה תנאי סף לקבלת הערבות, וגופים או פרטים רבים מקבלים את השירות. החשיפה והסיכון מתפזרים בין הזכאים הרבים, ובדרך כלל ניתן לשערך את רמת הסיכון על ידי שימוש בנתוני עבר המאפיינים את האוכלוסייה אליה פונים.
- ב. **ערבויות בעלות חשיפה ללווה יחיד** – ערבויות אלה קשורות בגופים מסוימים שהמדינה סבורה כי נפילתם תהווה נזק רוחבי גדול מדי, והיא אינה מוכנה לאפשר להם לפשוט רגל. גופים אלה מכונים TBTF – Too Big to Fail. לרוב מדובר בגופי תשתיות כמו חברות חשמל, מים, גז ועוד, או לחלופין גופים פיננסיים גדולים מאוד. ערבויות מסוג זה מאופיינות בריכוז הסיכון ובסיכוי מימוש בינארי ("הכול או לא כלום"), וכן בקושי בשיערוך הסיכון למימוש הערבות.

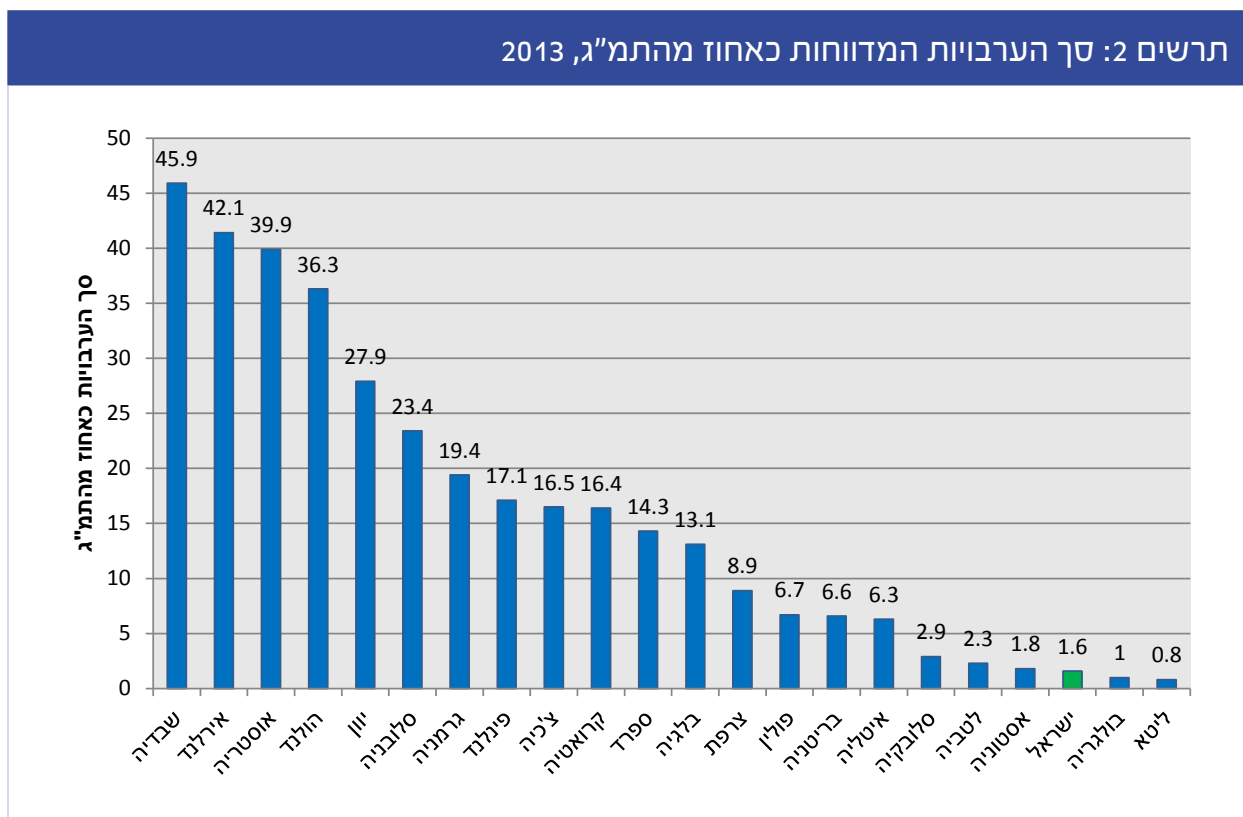
¹¹ The Fiscal Affairs Department of IMF, 2005.

טבלה 1 להלן מתארת את השימושים השונים בערבויות מדינה במדינות העולם, בחלוקה לשתי הקטגוריות הנ"ל:

טבלה 1: שימושים בערבויות מדינה				
קטגוריה	תיאור	מטרת הערבות	כלפי מי החשיפה	מדינות בהן נעשה שימוש בסוג זה
חשיפה ללווים רבים	תוכניות לביטוח סיכוני סחר חוץ (ECA's)	עידוד פעילות היצואנים על ידי הנפקת ערבויות (בדרך כלל בתיווך חברת ביטוח פרטית או ממשלתית) אל מול סיכונים פוליטיים ומסחריים	כמה מדינות וחברות מסחריות בארצות זרות	מרבית מדינות העולם המפותח
	תוכנית ערביות לעסקים קטנים ובינוניים (SME's)	הנגשת והוזלת האשראי עבור עסקים קטנים ובינוניים	פורטפוליו רחב של עסקים קטנים ובינוניים	ישנן תוכניות כאלו ביותר מ-100 מדינות בעולם (נכון לשנת 2003) ¹²
	תוכניות ערבות להלוואות סטודנטים	תמיכה באוכלוסיית סטודנטים, המאופיינת בהיעדר נכסים בהווה וצפי ליכולת החזר בעתיד	מספר רב של סטודנטים	ארצות הברית, צ'ילה, קוריאה, קנדה
	תוכניות ערביות בתחום הדיור והמשכנתאות	עידוד דיור בר השגה	מספר רב של בעלי בתים	אנגליה, ארצות הברית, הולנד, שבדיה
חשיפה ללווה יחיד	חילוץ חברה פרטית/ ציבורית שקריסתה עלולה להביא להשלכות מקרו-כלכליות חמורות (תשתיות, מפעלים, בתי חולים)	חילוץ תאגידיים מפשיטת רגל שעלולה להוביל להשפעות רוחביות גדולות מאוד	התאגיד שקיבל את הערבות	אוסטרליה, ישראל, שבדיה
	חילוץ מוסדות פיננסיים בעת משבר פיננסי נרחב	תמיכה בבנק שנקלע לקשיי נזילות, בדרך כלל על ידי מתן ערבויות כנגד גיוסי חוב	הגוף הפיננסי שקיבל את הערבות	אירלנד, אנגליה, ארצות הברית, בלגיה, גרמניה, פורטוגל, צרפת ועוד
	ערבויות אל מול קרנות פנסיה של עובדים	מתן ערבויות להבטחת תשואה לחברות המנהלות קרנות פנסיה	חברות ביטוח וניהול קרנות פנסיה	יפן, ישראל

¹² Green, 2003.

ישנו קושי בביצוע סקירה בינלאומית של היקפי השימוש בערבויות מדינה, משום שבמרבית מדינות העולם אין חובת דיווח על ערבויות אלה, ובין המדינות שיש בהן דיווח קיימים הבדלים מהותיים בהגדרות, מה שמקשה על יכולת ההשוואה. תרשים 2 להלן מציג את סך הערבויות כאחוז מהתמ"ג, כפי שמופיע בדוחות של חלק מהמדינות החתומות על ה-Stability and Growth Pact, נכון לשנת 2013, בתוספת ישראל.



מקור: The 2013 Stability and Convergence programmes, 2013.

מבט קצר בתרשים 2 מעלה כי מרבית מדינות אירופה מספקות ערבויות בהיקפים גבוהים בהרבה מהיקפי הערבויות בישראל. אולם יש לזכור שהשפעות המשבר הפיננסי של 2008 עדיין ניכרות, ומדינות אירופיות שנאלצו לחלץ בנקים מקריסה – כמו אירלנד, שבדיה ואוסטריה – עדיין חשופות לערבויות אלה. כמו כן יש תוכניות כלל-אירופיות רבות המסייעות למדינות אירופה החלשות, וגם הן מהוות נתח בסל הערבויות של המדינות המופיעות בתרשים (אך לא בסל הערבויות של ישראל). לכן יש להביא בחשבון, שהסטטוס הנוכחי אינו תוצר בלעדי של מדיניות מוגדרת בנוגע להיקף הערבויות הרצוי אלא גם של כורח המציאות.

אך גם אם נביא בחשבון הבדלי הגדרות ודיווח, בתוספת מתן ערבויות כפויות להצלת בנקים על ידי מדינות רבות באירופה, עדיין נראה שמדינת ישראל נוקטת מדיניות שמרנית בנוגע למתן ערבויות מדינה.

3.2 ערבויות מול התערבות ממשלתית ישירה

יצירת התחייבויות, כלומר הוצאה ציבורית, היא דרכה של הממשלה להוציא אל הפועל את מדיניותה. לעתים, כאשר הממשלה מעוניינת להוציא כספים למטרה מסוימת, היא ניצבת בפני שני אפיקים: הוצאה ישירה מתוך התקציב (מענקים, סובסידיות והלוואות ישירות הן דוגמאות להתחייבויות ממשלתיות ישירות ותקציביות), או יצירת התחייבות מותנית חוץ-תקציבית.

בשנת 2005 ראה אור ספר של ארגון ה-OECD הבוחן ניהול חוב של ממשלות. בספר ניתן למצוא דיון בשני אפיקי הפעולה:¹³ מצד אחד ערבויות נחותות (ביחס להלוואות ישירות) בשל עלויות מימון וחוסר ודאות המקשים על יכולת ניהול תזרימי; ומצד אחר ערבויות המאפשרות חלוקת סיכון עם הגורם המלווה, המכילות גם יתרונות אדמיניסטרטיביים כגון ניצול מומחיות של גופים פרטיים בתחום ניהול פורטפוליו האשראי. כאשר ישנה התלבטות בין התערבות ממשלתית ישירה למתן ערבות, יש לבחון אם היתרונות עולים על החסרונות.

טבלה 2 להלן עורכת השוואה בין התחייבויות ישירות פנים-תקציביות לבין ערבויות חוץ-תקציביות, ומונה את היתרונות והחסרונות של כל אפיק:

טבלה 2: ערבות מדינה מול התערבות ישירה – יתרונות וחסרונות		
ערבות מדינה	סובסידיה/ הלוואה ישירה	
יתרונות	<ul style="list-style-type: none"> ✓ עלות עכשווית אפסית ✓ קיימת אפשרות שלא יתבצע תשלום, אם ההלוואה תיפדה כמתוכנן ✓ מתן הטבה המאפשרת עקיפת מגבלות תקציביות ✓ הישענות על מנגנון החיתום היעיל של הגוף הלווה, בעל המומחיות בתחום 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ מאפשרות מעקב וניהול קלים, בשל קיומן של הוראות רישום חשבונאי בינלאומי ✓ מאפשרות "הזרקת הון" ממוקדת, המביאה לתוצאות בטווח זמן קצר
חסרונות	<ul style="list-style-type: none"> ✗ קשה לשערך את ערכן של הערבויות ✗ המדינה, נותנת הערבות, לוקחת על עצמה סיכון ✗ סיכון מוסרי (Moral Hazard) 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ עלות מידית ודאית ✗ הגבלה אינהרנטית על ידי התקציב ✗ עלולות לייצר תמריץ שלילי ✗ עלות אדמיניסטרטיבית גבוהה לניהול הקשר אל מול מקבלי ההטבה

¹³ OECD, 2005: 92–99.

3.3 שיערוך ותמחור ערביות

מדינה המעניקה ערביות נדרשת לבצע שיערוך לשוויון כדי שתוכל לחשב את כמות ההון שעליה להקצות לכיסוי תוחלת ההפסד – באמצעות תקצוב או על ידי גביית עמלות ממקבל ההטבה. שיערוך זה גם נותן למדינה תמונת מצב על גודל הנטל הפיסקלי שמהווה עבורה פורטפוליו הערביות.

בהקשר זה נשאלת השאלה: האם השיערוך צריך לגלם את הערך הצפוי (Expected value), או שמא את מחיר השוק (Market Value)? הערך הצפוי של ערבות המדינה הוא למעשה היוון של התשלומים הצפויים כפול ההסתברות למימושה בהתאמה. אולם למעשה ערך השוק גבוה יותר, שכן אם הערבות הייתה ניתנת על ידי גוף פרטי, הייתה נגבית נוסף על הערך הצפוי גם פרמיה בתמורה לנטילת הסיכון.

אם כן, בהינתן פורטפוליו ערביות מפורז כהלכה, שיערוך על פי ערך צפוי אמור לספק את כיסוי תוחלת ההפסד הכוללת. ברם כל עמלה שתגלם מחיר נמוך יותר ממחיר השוק תהווה למעשה סובסידיה, ועל כן המדינה נדרשת להחליט לגבי נכונותה לסבסד פעילויות שונות בהתאם לנהלי התמיכה הממשלתית ואופי הערבות. מבחינה כלכלית גרידא ישנה כמובן עדיפות לתמחור וגבייה על פי מחיר שוק. כך רואה זאת גם האיחוד האירופי, המנחה את המדינות לגבות עמלה המשקפת מחיר שוק, כדי למנוע עיוות של התחרות והעדפה של גוף ספציפי על פני מתחריו. אולם מהטעמים שצוינו קודם לכן, מרבית הממשלות מעדיפות לספק סובסידיה כזאת על פני העברת כספים ישירה.

תמחור הערבות דורש הערכה של יכולת מקבל הערבות לעמוד בהתחייבויות שהוגדרה. ישנם אפוא גורמים שיש להביאם בחשבון, כמו הסיכון הספציפי של מקבל הערבות, גורמים משקיים מקרו-כלכליים, היחס הראשוני של הון לחוב ופעולות ההנהלה. לעתים חלק מהאינפורמציה הוא נגיש ומהימן, אך במקרים אחרים יש לבצע תחזיות עבור גורמי הסיכון.¹⁴

3.4 כיסוי הפסדים הנובעים ממימוש ערביות

ערבות היא למעשה התחייבות ועל כן יש להעמיד מולה נכס שישמש את המדינה לכיסוי ההוצאה, או חלקה לפחות, במקרה שהערבות אכן תמומש. נכסים כאלה הם בדרך כלל קרנות רזרבה הנשמרות למטרת כיסוי הפסדים. מכיוון שמדובר בהתחייבות מותנית שאין ודאות לגבי מימושה, המדינות שואפות שקרנות הרזרבה יוכלו לממן את תוחלת ההפסד הצפוי גם ללא כיסוי כלל החשיפה, בשל פיזור הסיכון על פני לוויים רבים.

שתי סוגיות דורשות את החלטת המדינה בנוגע לקרנות אלה, כפי שיפורט להלן:

א. מקור – כיסוי תוחלת ההפסד הצפוי יכול לבוא משני מקורות: תקצוב ממשלתי או גביית עמלות ממקבל הערבות (או שילוב של השניים). תקצוב תוחלת ההפסד מקטין את ההטיה להעדפת הערבות על פני התערבות ממשלתית ישירה, אולם הוא מגביל את גמישות ניהול המזומנים של הממשלה. לעומת זאת, כפי שנעשה באופן מסורתי בתחום הביטוח, הגוף שנוטל את הסיכון (במקרה הזה המדינה) זכאי לפיצוי על השירות והסיכון. פיצוי זה בא לידי ביטוי בתשלום עמלות על ידי המבוטח, האמורות לכסות את תוחלת ההפסד הצפויה למדינה. ישנה חשיבות לאופן קביעת העמלות, שכן אם הן גבוהות מדי או לחלופין אינן מגלמות את הסיכון המתאים עבור מקבל הערבות, ישנה אפשרות

¹⁴ OECD, 2005: 104–108.

שהשימוש בערבות יהפוך ללא אטרקטיבי עבור אוכלוסיית המטרה; ואם הן נמוכות מדי יש חשש שבעת חדלות פירעון המדינה תיאלץ להשתמש גם במקורות שלא הועמדו למטרת כיסוי הפסדים אלה, דהיינו פגיעה בתקציב.

ב. מאפיינים מימוניים של הקרן – שאלות תפעוליות מסוימות, הנוגעות למאפייני הקרן, נובעות מפרקטיקות הניהול הפיננסי של המדינה. השאלה הראשונה היא אם לנהל מספר קרנות ייעודיות שישמשו רזרבה למספר ערבויות ספציפיות על פי חלוקה כלשהי, כפי שנעשה בקולומביה, כאשר כל תשלום פרמיה מכל ערבות מסומן ונצבע ככזה המיועד להפסדיה שלה, וכך (לטענת קולומביה) הוא מתמרץ ומאפשר בדיקה קפדנית יותר של תמחור כל אחת מהערבויות. לחלופין ניתן להקים קרן מרכזית לכיסוי כלל ההפסדים, שתיצור סבסוד צולב בין ערבויות שונות. שאלה נוספת היא אם הקרן תהיה ממשית או שמא רישומית בלבד. קרן ממשית, כמו זו שמנוהלת בצ'ילה או בקולומביה, משקיעה ומנהלת את כספיה בנכסים פיננסיים בדגש על אגרות חוב ממשלתיות וניירות ערך בעלי סיכון נמוך. לעומת זאת קרנות רישומיות, כגון אלה שקיימות בארצות הברית, שבדיה וישראל, הן למעשה חשבונות ממשלתיים שבהם נרשמות הכנסות מעמלות או תקצוב הנובע מהערבויות, אך למעשה הן מהוות חלק מחשבון שוטף ממשלתי ואינן מושקעות בצורה נפרדת.¹⁵

3.5 ניהול סיכונים ערבויות

כפי שכבר תואר קודם לכן, ערבויות מדינה כרוכות בנטילת סיכון פיננסי, ואף בסיכון שהן מייצרות תמריצים שליליים לגופים המלווים והלווים, ומעודדות אותם לפעול בצורה שתגדיל את הסיכונים עוד יותר. לכן על המדינה לנהל בצורה נבונה את פורטפוליו הערבויות שלה, ולבצע פעולות שיקטינו ויפזרו את רמת הסיכון. להלן מפורטים כמה צעדים שיכולים לעשות זאת:

- א. אישור פרלמנטרי –** ניתן להתנות את אישור מתן ערבות המדינה באישור הפרלמנט. צעד זה נובע מההבנה שהתחייבות מותנית, כמו התחייבות רגילה, היא הוצאת כספים של משלמי המיסים, ועל כן יש לבחון אותה בכובד ראש. חוקים כאלו יושמו במדינות רבות, ובמחצית המדינות החברות ב-OECD ערבות דורשת אישור פרלמנטרי.¹⁶
- ב. הגבלת סכום הערבויות –** ניתן להגדיר תקרה עבור סכום המסגרות האפקטיביות של ערבויות המדינה. מגבלה כזו אינה מאפשרת לנפק ערבויות רבות ללא גבול, ומקטינה את הסיכון. היא גם גורמת לשקלולי תמורות בין ערבויות שונות ומגבירה את הפיקוח על מכלול ההתחייבויות המותנות. תקרה הקובעת גבול מקסימלי לערבויות ניתן להטיל על מלאי הערבויות הקיימות, או לחלופין על זרם הערבויות החדשות שיונפקו כל שנה. מכיוון שהגבלת מלאי הערבויות עלולה להיות משימה קשה אם אין מידע מקיף על הערבויות שניתנו בעבר, מרבית המדינות הגדירו מגבלה על זרם הערבויות הניתנות במשך השנה.¹⁷
- ג. הגבלת חלקה של ההלוואה המבוטחת –** ניתן להפחית את אפקט ה"סיכון המוסרי" באמצעות העברת הסיכון מהמדינה אל יתר המעורבים. כלומר, להגביל את החלק של ההלוואה לו המדינה ערבה. ברוב תוכניות הערבות מוגבלת ערבות המדינה ל-70%–85% מהסכום, ואת יתר הסיכון נושאים המלווה, הלווה (באמצעות בטוחות שיעמיד) או שניהם יחד.¹⁸

¹⁵ Cebotari, 2008: 28–29.

¹⁶ שם, עמ' 19.

¹⁷ שם, עמ' 20.

¹⁸ Beck, Thorsten & Honohan, 2008.

- ד. **תנאי הערבות** – ניתן לקבוע הגבלות תפעוליות על הערבויות, כגון הגבלות זמן עבור תוקף הערבות, קביעת תנאים בהם המדינה רשאית לבטל את הערבות, דרישת ביטחונות מהלווים (שישמשו כרית פיננסית נחותה מהערבות) והגדרת המצבים בהם ניתן לחלט את הערבות.
- ה. **עמלות** – המדינה יכולה לגבות תשלום עבור הערבות על ידי יצירת מנגנון, שבעזרתו היא תגבה את תוחלת התשלום הצפויה מהערבות בתוספת פרמיית סיכון. יצוין שישנם מודלים שונים בעולם לחישוב גובה הערבות ודרך גבייתה.¹⁹

3.6 ערבויות מדינה בישראל

ערבויות מדינה בישראל כפופות לחוק ערבויות מטעם המדינה משנת 1958 (עליו ארחיב בהמשך). הגוף המקצועי המנהל את פורטפוליו הערבויות הוא מחלקת ערבויות מדינה באגף החשב הכללי שבמשרד האוצר. מאז שנת 2005 מדינת ישראל מפרסמת כל שנה בדוחותיה הכספיים השנתיים ביאור, המציג פירוט של סוגי והיקפי הערבויות בתוקף. חשוב להבחין בין שני הסעיפים המופיעים בביאור:

א. מסגרת אפקטיבית – מסגרת הערבות כפי שנקבעה בכתב הערבות או יתרת הערבות בתוקף מתוך מסגרת הערבות, נכון למועד הדוח הכספי.

ב. חשיפה בפועל – סכום הערבות המנוצל מתוך המסגרת האפקטיבית נכון למועד הדוח הכספי.

המסגרת האפקטיבית היא הרף העליון שאישרה ועדת הכספים, כפי שדורש החוק, ואילו החשיפה בפועל מתארת את החשיפה הפיננסית הנוכחית בשל מתן הערבות.

בטבלה 3 ניתן לראות פירוט של ערבויות המדינה בישראל מהדוח הכספי המסכם, נכון ל-31 בדצמבר 2013:

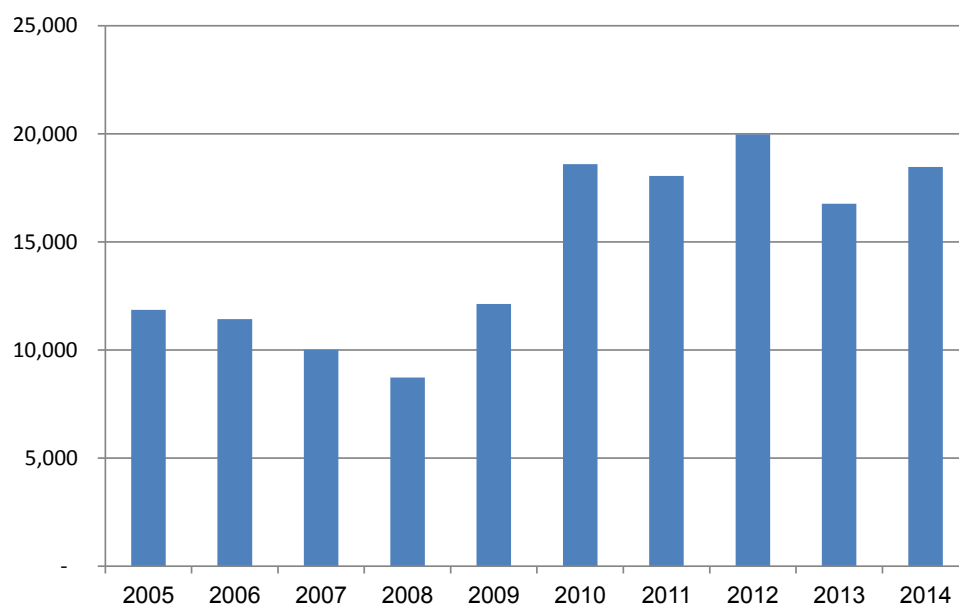
טבלה 3: ערבויות מדינה בישראל (במיליוני ש"ח)				
קטגוריה	מסגרת אפקטיבית	ערבות	חשיפה בפועל	פירוט
סחר חוץ	7,979	אשרא – החברה הישראלית לביטוח יצוא	6,116	הממשלה מנפיקה ערבות ליצואנים (בתיאור חברת אשרא) כנגד סיכונים פוליטיים ומסחריים.
		החברות כלל ביטוח אשראי ובסס"ח	213	הממשלה מעניקה ערבות חלקית לחברת הביטוח הפרטיות במטרה להגדיל את מכסות ביטוח האשראי ליצואנים.
		התעשייה הצבאית לישראל	17	ערבויות שהועמדו לתע"ש במטרה לסייע לחברה להשתתף בפרויקט עם חשיבות אסטרטגית.
סך הכול			6,346	

¹⁹ Cebotari, 2008: 15–19.

טבלה 3: ערבויות מדינה בישראל (במיליוני ש"ח) (המשך)				
קטגוריה	מסגרת אפקטיבית	ערבות	חשיפה בפועל	פירוט
ערבות בגין הסכמי פרישה לפנסיה	27	אל על נתיבי אוויר	11	ערבות לעובדי אל על להבטחת הפנסיה.
		התעשייה הצבאית לישראל	16	ערבות לעובדי התעשייה האווירית להבטחת הפנסיה.
סך הכול			27	
קרנות למתן הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים	540	---	334	מתן ערבויות לבנקים המשתתפים בקרן בגין הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים.
חברת החשמל לישראל	8,158	---	8,158	ערבות לחוב של חברת החשמל.
סך הכול	16,704	---	14,865	

טבלה 3 לעיל מתארת תמונת מצב נכון לסוף שנת 2013, אך מהי המגמה העתידית של חשיפת מדינת ישראל לערבויות? בתרשים 3 להלן ניתן לראות את ההתפתחות על ציר הזמן. לאחר שנת 2008, אף שמדינת ישראל לא נדרשה לחלץ בנקים, החשיפה לערבויות צמחה בשל הקשחת תנאים מצד נותני הלוואות – שחייבה התמודדות ותמיכה ממשלתית על ידי מתן ערבויות.

תרשים 3: התפתחות החשיפה של מדינת ישראל לערבויות כפי שדווח בדוחותיה הכספיים (במיליוני ש"ח)



מקור: דוחות כספיים של מדינת ישראל 2005–2014.

במבט לעתיד ניתן לצפות להמשך מגמת הגידול בחשיפה לערבויות. חלק מהערבויות הקיימות מתוכננות לגדול, כמו למשל הערבויות הניתנות ליצואנים הצפויים להתרחב בכ-25%, וישנן תוכניות נוספות המצויות בשלבי פיתוח, כגון קרנות נוספות לתמיכה בעסקים קטנים ובינוניים, וקרנות נסחרות להשקעה בחברות מו"פ. בנוסף, קיימת פעילות מצד גורמים שונים במטרה להוציא לפועל תוכניות הכוללות מתן ערבויות, כמו ערבויות למשכנתאות לרוכשי דירה ראשונה, ערבויות למימון בניית ממו"דים, ערבות לקרנות המממנות פרויקטי התייעלות אנרגטית ועוד.

עובדה נוספת שיש להביא בחשבון, כאשר בוחנים את מנגנון ההגבלה של ערבויות בישראל, היא שנוסף על מצבת הערבויות לעיל ישנו נתח נכבד הנשמר למקרה של משבר שידרוש חילוץ בנקים או גופים חיוניים אחרים מפני קריסה (אירוע שהתמודדות אתו תיעשה גם באמצעות ערבויות). רזרבה זו אינה מופיעה בדוחות הכספיים תחת סעיף הערבויות משום שלא מדובר בערבות שניתנה, אולם אגף החשב הכללי מביא אותה בחשבון בחישוביו.

4. הגבלות המוטלות על היקף הערבויות

4.1. חוק ערבויות מדינה בישראל

ערבויות מדינה בישראל ניתנות ברובן המכריע מתוקף חוק ערבויות מטעם המדינה, תשי"ח – 1958. בשנת 2005 (תשס"ו) תוקן החוק.²⁰ החוק מגדיר את התנהלותה של המדינה עם ערבויות ומעצב את מנגנון ההגבלות המוטלות עליהן. להלן עיקרי הסעיפים בחוק:

סעיף 2: אישור ועדת הכספים

- א. ערבות טעונה אישור ועדת הכספים של הכנסת (להלן: הוועדה), שיכול להינתן לערבות מסוימת או לסוג מסוים של ערבויות.
- ב. תוקפו של אישור שנתנה הוועדה לפי הוראות סעיף קטן (א) יהיה לשנתיים, אלא אם כן קבעה הוועדה כי תוקפו יהיה לתקופה קצרה יותר.

סעיף 3: הגבלת סכום הערבויות

- א. בסעיף זה "סכום הערבויות התקפות" הוא סכום מצטבר של שני אלה:
 - א.1. יתרת סכומי הערבויות שניתנו לפי הוראות חוק זה (שלא מומשה ושתוקפה טרם פג), כשהיא משוערכת לפי כתיב הערבויות.
 - א.2. הסכום הכולל של ערבויות שאושרו לפי הוראות סעיף 2 וטרם ניתנו, ובלבד שהאישור עומד בתוקפו.
- ב. סכום הערבויות התקפות לא יעלה בכל עת על 10 אחוזים מסכום תקציב המדינה לאותה שנת כספים למעט תקציב הפיתוח.
- ג. הממשלה רשאית, בנסיבות חריגות ומטעמים מיוחדים, להעלות את השיעור האמור בסעיף קטן (ב) עד לשיעור של 25 אחוזים, לתקופה שלא תעלה על 18 חודשים.

סעיף 4: תנאי הערבויות

- ב. ערבות לפי הוראות חוק זה, למעט ערבות לעסק יצוא, לא תינתן למלוא סכום החיוב, אלא במקרים מיוחדים ומנימוקים שיירשמו. לעניין סעיף קטן זה, "חיוב" – כמשמעותו בסעיף 1 לחוק הערבות, התשכ"ז–1967.

סעיף 4א: עמלות

המדינה רשאית לגבות עמלה בעד מתן ערבות לפי הוראות חוק זה בשיעורים ובתנאים שעליהם יורה שר האוצר, בדרך כלל לערבות מסוימת או לסוג מסוים של ערבויות. שיעור העמלה ותנאיה, שעליהם יורה שר האוצר, ישקפו את הסיכון הכרוך במתן הערבות.

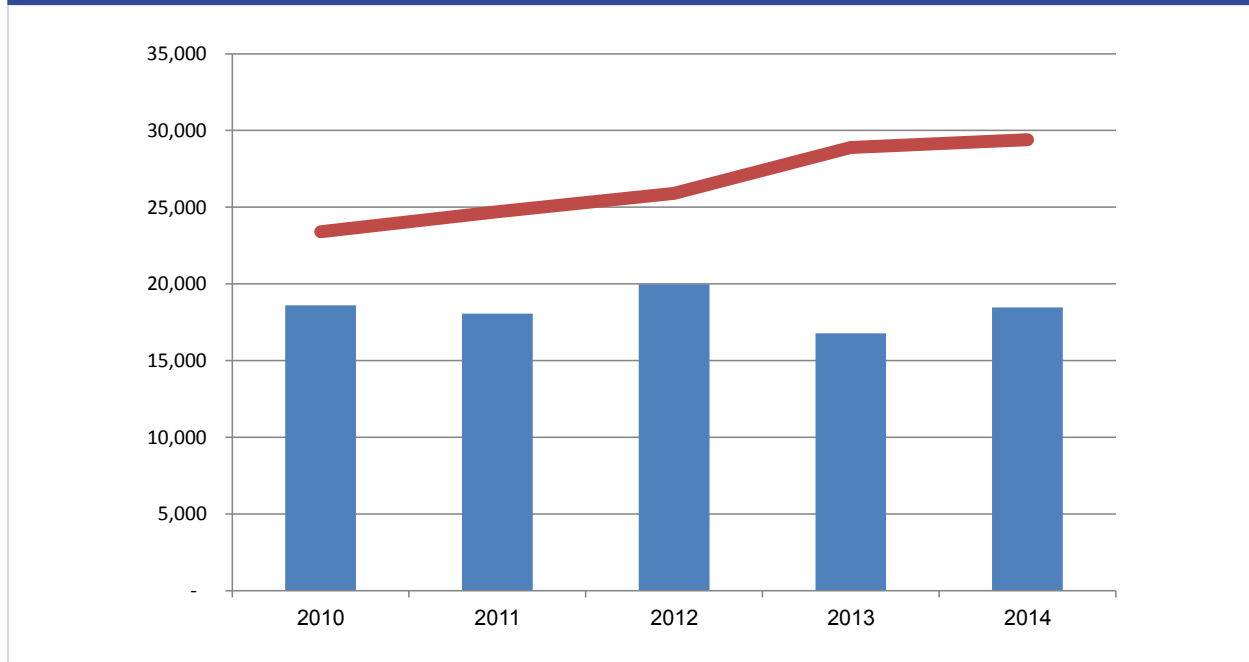
²⁰ חוק ערבויות מטעם המדינה (תיקון), התשס"ו–2005, ס"ח 102. ישנן גם ערבויות הניתנות מכוח חוק הנכים (תגמולים ושיקום), התשי"ט–1959, תקנות הנכים (תגמולים ושיקום) (ערבויות למלוות נכים).

סעיף 5: פרסום

א. שר האוצר יפרסם ברשומות, בתוך 11 חודש לאחר תום כל שנת כספים, דין וחשבון על סכומי הערבויות שניתנו לפי חוק זה באותה שנה על יתרת סכומי הערבויות שניתנו לפני תחילת אותה שנה, שלא מומשו ושתוקפן טרם פג עד תום השנה, וכן על הסכום הכולל של ערבויות שאושרו לפי הוראות סעיף 2 באותה שנה ושטרם ניתנו. כזכור, מחקר זה שם לו כמטרה לבחון את סעיף 3 (ב), שלפיו סך כל הערבויות התקפות לא יעלה על 10% מהתקציב השנתי לאותה שנה, למעט תקציב פיתוח. לפי גורמים במשרד האוצר, נראה שעד כה לא נעשתה עבודה כלכלית מעמיקה, הכוללת סקירה בינלאומית, שנועדה לבחון את סעיף ההגבלה הזה, ונושא זה נמצא בתוכנית העבודה השנתית של אגף החשב הכללי לשנת 2015.

תרשים 4 להלן מציג את בחינת המגבלה הקיימת אל מול השימוש בפועל בערבויות. יש לזכור שהמרחק האמתי קטן יותר, בגלל שמירת הרזרבות שהוזכרו קודם לכן.

תרשים 4: היקף השימוש בערבויות אל מול המגבלה, בין השנים 2010–2014 (במיליוני ש"ח)



מקור: דוחות כספיים של מדינת ישראל 2010–2014.

4.2 סקירה בינלאומית – הגבלת ערבויות בעולם

נדבך חשוב בבחינת מנגנון ההגבלה הקיים בארץ הוא הניסיון להתחקות על מנגנוני ההגבלה השונים הקיימים בעולם. חיפושי העלו כי מספר המדינות שביצעו מהלכים חקיקתיים או יצרו מנגנוני מגבלה פורמליים לערבויות מדינה הוא כמעט אפסי. נראה שמקובל יותר למנות צוותים ייעודיים פנים-משרדיים, בגופים האחראיים על ניהול הערבויות, שתפקידם

למזער סיכונים ולנהל את פורטפוליו הערבויות ואת ההגבלות הנקודתיות של תוכניות הערבויות הספציפיות. באף אחת מהמדינות שנבחנו לא נמצאה מגבלה כוללת המעוגנת בחוק, כפי שקיים במדינת ישראל.

להעמקת הסקירה הבינלאומית בחרתי שבע מדינות ובחנתי לעומק את התייחסותן להגבלת היקף הערבויות. למדגם זה נבחרו מדינות בעלות ערבויות רבות – אירלנד, קנדה והולנד – מדינות עם היקפי ערבויות נמוכים יחסית – בריטניה, אוסטרליה וצ'ילה – ומדינה בעלת יכולות ניהול סיכונים מוכחות – גרמניה. בחירותי הושפעו גם מאלמנטים של נגישות המידע והשפה.

טבלה 4: סיכום ממצאי הסקירה הבינלאומית על פי סדר אלפביתי

מדינה	נתוני מקרו (נכון ל-2014) ²¹	מהתמ"ג, (כאחוז ערבויות) (2013)	תוכניות ערבות מרכזיות	מנגנון הגבלת ערבויות (אם קיים) הערות
אוסטרליה	תמ"ג: \$1,525B אחוז צמיחה: 2.8% יחס חוב-תוצר: 34.5% תקציב: \$521.3B אוכלוסייה: 22,507,617 שיטת ממשל: מונרכיה חוקתית פדרלית	20.82% ²²	הממשלה לא יזמה תוכניות למתן ערבויות מדינה בעבור הסקטור הפרטי, אלא נותנת ערבויות בעיקר לגופים מהסקטור הציבורי.	המגבלות היחידות שנמצאו לאישור מתן ערבות הן שהסבירות לאי פירעון נדרשת להיות נמוכה מ-5% וכן שההוצאה במקרה של אי פירעון תהיה נמוכה מ-\$30M. ²³

²¹ CIA Factbook

²² Haile, Jacques & Shaw, 2015: 20

²³ Commonwealth of Australia, 2015

טבלה 4: סיכום ממצאי הסקירה הבינלאומית על פי סדר אלפביתי (המשך)

מדינה	נתוני מקרו (נכון ל-2014) ²¹	סך ערבויות (כאחוז מהתמ"ג, 2013)	תוכניות ערבות מרכזיות	מנגנון הגבלת ערבויות (אם קיים)	הערות
אירלנד	תמ"ג: \$224.7B אחוז צמיחה: 4.31% יחס חוב-תוצר: 118.9% תקציב: \$91.87B אוכלוסייה: 4,832,765 שיטת ממשל: רפובליקה, דמוקרטית פרלמנטרית	24 42.1%	1. The Deposit Guarantee Scheme (DGS) 2. Eligible Liabilities Guarantee Scheme (ELG) 3. Credit Guarantee Scheme for SME's	לא נמצאו עדויות לקיום מגבלה	ממשלת אירלנד עומלת רבות, מאז המשבר הפיננסי של 2008, לצמצם את החשיפה לערבויות מדינה. אף שאין מגבלה פורמלית, נעשתה הפחתה משמעותית בשנים האחרונות
בריטניה	תמ"ג: \$2,422B אחוז צמיחה: 2.6% יחס חוב-תוצר: 79.1% תקציב: \$1,106B אוכלוסייה: 63,742,977 שיטת ממשל: מונרכיה חוקתית	25 6.6%	1. The Enterprise Finance Guarantee (EFG) 2. UK Guarantees Scheme for Infrastructure (GSI) 3. National Loan Guarantee Scheme	נמצאו עדויות לכך שישנן מגבלות נומינליות על חלק מהתוכניות (לדוגמה מגבלה של £40M לתוכנית GSI), ²⁶ אולם לא אותרו הגבלות נומינליות כוללות.	

²⁴ .The 2013 Stability and Convergence programmes, 2013

²⁵ .Stability and Convergence programmes, 2013

²⁶ .NAO, 2015

טבלה 4: סיכום ממצאי הסקירה הבינלאומית על פי סדר אלפביתי (המשך)

מדינה	נתוני מקרו (נכון ל-2014) ²¹	סך ערבויות (כאחוז מהתמ"ג, 2013)	תוכניות ערבות מרכזיות	מנגנון הגבלת ערבויות (אם קיים)	הערות
גרמניה	תמ"ג: \$3,613B אחוז צמיחה: 1.6% יחס חוב-תוצר: 74.7% תקציב: \$1,664B אוכלוסייה: 80,996,685 שיטת ממשל: רפובליקה חוקתית פדרלית	19.4%	1. Domestic Guarantee Program 2. Direct Investment (Abroad (DIA 3. Export Credit Guarantees	לא נמצאו עדויות לקיום מגבלה	גרמניה ייחודית במובן של גידול מכוון בשנים האחרונות, במתן ערבויות, בעיקר בשל מתן ערבויות כנגד הלוואות של מדינות מהאיחוד האירופי. ²⁷
הולנד	תמ"ג: \$799.7B אחוז צמיחה: 0.8% יחס חוב-תוצר: 69% תקציב: \$437.3B אוכלוסייה: 16,877,351 שיטת ממשל: מונרכיה חוקתית	36.3%	1. שלוש תוכניות לערבויות בינלאומית לסיוע אירופי (EFSF, ESM, DNB) 2. BMKB – for SME's 3. Interbank loans guarantee	לכל תוכנית ערבויות מוגדרת תקרה נומינלית. לא קיימת מגבלה כוללת לסך הערבויות.	בשנת 2013 נערכה רפורמה בתחום ההתחייבויות המותנות, במסגרתה נקבעה תוכנית עבודה חדשה לערבויות.

טבלה 4: סיכום ממצאי הסקירה הבינלאומית על פי סדר אלפביתי (המשך)

מדינה	נתוני מקרו (נכון ל-2014) ²¹	סך ערבויות (כאחוז מהתמ"ג, 2013)	תוכניות ערבות מרכזיות	מנגנון הגבלת ערבויות (אם קיים)	הערות
צ'ילה	תמ"ג: \$401.3B אחוז צמיחה: 2% יחס חוב-תוצר: 16.5% תקציב: \$56.32B אוכלוסייה: 17,363,894 שיטת ממשל: רפובליקה	3.72%	1. Guarantee Fund for Small Entrepreneurs ((FOGAPE State .2 Guarantee Deposits State .3 guarantee Debt of Public Companies	ישנן מגבלות תקציביות לתוכניות ספציפיות. לא קיימת מגבלה כוללת לסך הערבויות.	
קנדה	תמ"ג: \$1,579B אחוז צמיחה: 2.3% יחס חוב-תוצר: 92.6% תקציב: \$717.1B אוכלוסייה: 34,834,841 שיטת ממשל: מונרכיה חוקתית פדרלית	²⁸ 15.92%	1. Canada .1 Small Business Financing Program (CSBFP Export .2 Guarantee Program Crown .3 Corporations (state owned companies) Guarantees	ממשלת קנדה קובעת מגבלה נומינלית עבור כל אחת מתוכניות וסכמות הערבויות שלה, למעט הערבויות הניתנות לחברות ממשלתיות (Crown Corporations).	

רפורמת ההתחייבויות המותנות של הולנד²⁹

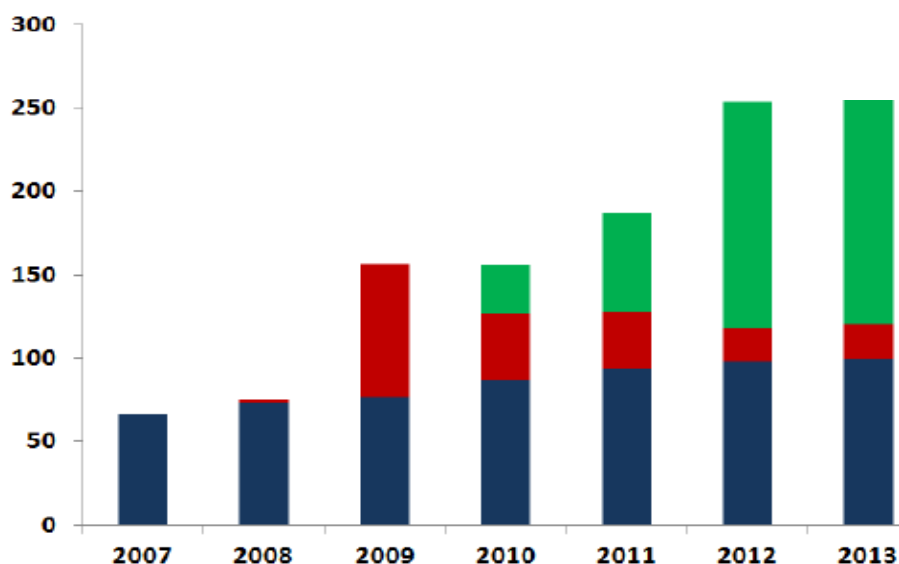
בשנת 2013, על רקע חשיפה הולכת וגדלה להתחייבויות מותנות בכלל ולערבויות בפרט, החליטה הולנד לבצע רפורמה בתחום על מנת למזער סיכונים ונזקים פוטנציאליים הנובעים מערבויות. בתרשים 5 להלן ניתן לראות את חשיפתה של

²⁸ Haile, Jacques & Shaw, 2015

²⁹ Hofmans & van de Coevering, 2014

הולנד לערבויות בחלוקה לקטגוריות עיקריות, החל במשבר הפיננסי ועד 2013. בכחול מוצגות ערבויות תשתיות ללא הקשר למשבר, באדום – ערבויות שניתנו לגופים בסקטור הפיננסי, ובירוק – ערבויות הקשורות לסיוע למדינות בגוש האירו.

תרשים 5: ערבויות מדינה בהולנד בין השנים 2007–2013 (במיליוני יורו)



מקור: OECD, 2014.

מטרות הרפורמה, על פי משרד האוצר ההולנדי, היו להפסיק לספק סובסידיות דרך ערבויות, לצמצם משמעותית סיכונים פיסקליים הנובעים מערבויות, להמשיך ולשפר את איכות המימון הציבורי, להגדיל את השקיפות בתחום ולשפר את מערכת קבלת ההחלטות.

תוכנית הפעולה ההולנדית נחלקה לשני שלבים:

שלב ראשון – זיהוי, מיפוי והערכת כלל ההתחייבויות המותנות של המדינה.

שלב שני – פיתוח מסגרת מדיניות שתגביל ותצמצם את הסיכונים הפיסקליים.

בסופם של שלבים אלה פרסם משרד האוצר ההולנדי בשנת 2014 מסגרת מדיניות חדשה הנוגעת לערבויות. להלן עיקריה:

- מדיניות מתן הערבויות מוגדרת כ-No, Unless. כלומר, הממשלה לא תיקח על עצמה התחייבויות מותנות חדשות, אלא אם לחברה המבקשת אין אפשרות אחרת לקבל מימון.
- לכל ההתחייבויות המותנות על כל צורותיהן (הלוואות, ערבויות) יהיה תאריך פקיעה – חמש שנים מתחילת ההתחייבות, אלא אם התאריך חודש במהלך תקופה זו.
- יידרש אישור פרלמנטרי לכל התחייבות מותנית, שיוקדם בהמלצת מועצת השרים האחראית.

- משרד האוצר יגבה ממקבלי הערבות פרמיות שיכסו את תוחלת ההפסד הצפויה, ואלה יועברו לקרן ייעודית ולא כהכנסה לתקציב.
- בתוכניות למתן ערבויות הכרוכות בסיכון מורכב או גדול יותר, מומחים בתחום יתבקשו להביע חוות דעת נוספת.
- הממשלה תפעל לשקיפות בהצגת ההתחייבויות המותנות שלה, ותמשיך במגמה להקטין את ההתחייבויות החבויות.
- **שנת 2013 נקבעה כשנת בסיס לקביעת מכסות נומינליות לחשיפה לתוכניות הערבות השונות. מכסות אלה אינן מוצמדות לפרמטר כלכלי כלשהו, כגון גודל התקציב או התמ"ג. כל חמש שנים תתבצע בחינה של הניצול אל מול המכסה, ואם יותר מ-10% מהמגבלה לא נוצלה מכסת החשיפה תופחת.**
- תוכניות קיימות או חדשות שנמצאו הכרחיות, אך מביאות להרעתו של פרופיל הסיכון של הולנד, יאושרו בכפוף לצמצום חשיפה או סיכונים מתוכניות אחרות.

5. מסקנות והמלצות

לאור הסקירה והממצאים של מחקר זה, מובאות להלן ההמלצות לאופן הגבלת הערבויות במדינת ישראל:

- א. הגדלת מכסת הערבויות –** מומלץ לבחון את הגדלת המכסה למתן ערבויות, הבאה לידי ביטוי כאחוז מן התקציב. אף שלא נמצא מדד אמפירי הממחיש את התועלת שבמתן ערבויות בתוכניות הנותנות מענה לכשלי שוק פרמנטטיים, כמו מימון עסקים קטנים ובינוניים ומימון יצואנים, הדעה הרווחת היא שערבויות כאלה הן בעלות תועלת ממשית. לאור ההשוואה למדינות העושות שימוש רחב בערבויות (בעיקר בתחום התמיכה ביצואנים), נראה כי מדינת ישראל עושה שימוש שמרני מדי בכלי הערבויות, וכן אופן ההגבלה בישראל מחמיר יותר מדי. אמנם המגבלה אינה אפקטיבית כרגע, אך אם יובאו בחשבון הרזרבה שצוינה לעיל והיזומות הנוספות שירחיבו משמעותית את היקף הערבויות, עלול להיווצר בעתיד הקרוב מצב בו תיחצה המגבלה, מה שיוביל לקיצוץ תוכניות קיימות. עם זאת יצוין שאגף החשב הכללי נוקט פרקטיקות רבות לניהול ומזעור הסיכונים, כגון חלוקת הסיכון עם הלווה על ידי הגבלת נתח ההלוואה בערבות, גביית עמלות השואפות לייצג את מחיר השוק, דרישת אישור פרלמנטרי למתן ערבויות וניהול קרן רישומית לכיסוי הפסדים.

חשוב להוסיף שבחינת העלאת המכסה תדרוש מחקר מקדים אל מול חברות הדירוג העולמיות, על מנת לוודא שצעד זה לא יגרום להרעת פרופיל הסיכון של ישראל ולייקור גיוס החוב בעולם. בדיקה זו צריכה להיות חלק מרכזי בגיבוש ההמלצות בנושא.
- ב. ביטול הצמדת ההגבלה כאחוז מהתקציב –** לא נמצא היגיון כלכלי מובהק בהצמדת המכסה כאחוז מהתקציב. גידול או קיטון של התקציב לאו דווקא מייצג את היקף הצורך והביקוש לערבויות, ועל כן יכולה להיווצר בשלב כלשהו סתירה שתפגע בצרכני הערבות. מצד אחר מגמת השינויים בתקציב מייצגת בדרך כלל מדיניות המונהגת על ידי הממשלה המכהנת, ולכן יש היגיון בכך שמדיניות זו תהיה רלוונטית גם לכלים עוקפי תקציב כמו התחייבויות מותנות. בשל העובדה שערבויות נועדו להוזיל עלויות מימון ולגשר על היצע הלוואות נמוך, יש לבחון את הצמדת המכסה לפרמטרים פיננסיים שונים, הממחישים את קושי גיוס החוב ואיכותו במשק.
- ג. מכסה לערבויות מסוג חשיפה ללווה יחיד –** כפי שהוצג בסקירה הבינלאומית, מרבית המדינות מציבות מכסות נומינליות של חשיפה לתוכניות או לתחומים ספציפיים. החוק בישראל לא מתייחס לאופן חלוקת המגבלה בין התוכניות השונות. יש לבחון הצבת תת-מגבלה שתצמצם חשיפה גבוהה מדי ללווה יחיד בשל היעדר פיזור הסיכון, והימנעות מעיוותי תמריץ הרווחים בעיקר בערבויות מסוג זה.

6. סיכום

ערבות מדינה מהווה הבטחה של המדינה למלווה, שההתחייבות הפיננסית כלפיו תכובד אף אם הלווה יאבד את היכולת להחזיר את החוב. בזכות הערבות רואה המלווה מול עיניו רמת סיכון נמוכה, המובילה להוזלת המימון עבור הלווה ולעתים אף למתן הלוואות שלא היו ניתנות ללא הערבות, בשל רמת הסיכון הגבוהה. בעיני המדינה נובעת האטרקטיביות של הערבויות מהיותן הטבה בעלת עלות עכשווית אפסית; מיכולתה של המדינה לספקן בצורה ישירה לאוכלוסיית מטרה מסוימת; ופעמים רבות גם מיכולתה להשתמש במנגנוני החיתום היעילים של מלווים בשוק הפרטי.

ברם השימוש בערבויות מלווה גם באתגרים וסיכונים. ערבות משמעותה נטילת סיכון מצד המדינה, שיתממש אם הלווה יגיע לחדלות פירעון. המדינה שואפת לפזר סיכונים ולאפשר ערבויות בתחומים שונים, אולם ברגעי משבר פיננסי כאשר פרטים ותאגידים אינם מצליחים לעמוד בהתחייבויותיהם, יש חשש למימוש רחב של הערבויות ולהעמסה פיסקלית על המדינה. בזמנים רגילים מתן הערבות עלול להוות תמריץ עבור הלווה והמלווה, שעלולים לנהוג בצורה פזיזה בהינתן ההבטחה הממשלתית המגולמת בערבות.

נראה אפוא שישנו צורך ממשי במנגנון הגבלה, שמצד אחד יאפשר למדינה שימוש בכלי המוכח של הערבויות, אך מצד אחר ימנע שימוש מופרז וחסר אחריות בהן.

במחקר זה בחנתי את מנגנון ההגבלה הקיים בישראל, שבא לידי ביטוי בחוק מדינה המגדיר תקרה מקסימלית למתן ערבויות בגובה של 10% מסך התקציב ללא תקציב פיתוח. בחינת המגבלה התבססה על סקירת השימוש בערבויות כיום ביחס לגובה המגבלה, וכן על בחינה של היקפי השימוש בערבויות במדינות אחרות בעולם ועל סקירה של מנגנוני ההגבלה הקיימים בהן. בסוף המחקר הוצגו מסקנותי שגובשו במהלך כתיבת המחקר ובזמן עבודתי במחלקת ערבויות המדינה במשרד האוצר, וכן המלצותי שהן דירקטיבה ראשונית שיש לבחון אותה בצורה מעמיקה ומקיפה בעתיד.

ביבליוגרפיה

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt & P. Honohan. 2008. "Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access", *World Bank Policy Research Report*, World Bank, Washington DC, siteresources.worldbank.org/INTFINFORALL/Resources/4099583-1194373512632/FFA_book.pdf
- Cebotari, A. 2008. "Contingent Liabilities: Issues and Practice", *IMF Fiscal Affairs Department, Working Paper* (October), www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08245.pdf
- CIA Factbook.
- Commonwealth of Australia. 2015. *Resource Management Guide No. 414*, part 23, www.finance.gov.au/sites/default/files/rmg-414-indemnities.pdf
- Currie, E. & A. Velandia. 2002. "Risk management of contingent liabilities within a sovereign asset-liability framework", World Bank, Washington DC, documents.worldbank.org/curated/en/2002/01/9823948/risk-management-contingent-liabilities-within-sovereign-asset-liability-framework
- Dembe, A. E. & L. I. Boden. 2000. "Moral Hazard: A Question of Morality?", *New Solutions* 10(3): 257—279.
- European Commission. 2015. "Ex post Evaluation of the Economic Adjustment Programme — Ireland 2010-2013", *Institutional Paper 004* (July), Brussels: 22—33, ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip004_en.pdf (accessed: 27.7.15).
- Green, A. 2003. "Credit Guarantee Schemes for Small Enterprises: An effective Instrument to Promote Private Sector-led Growth?", *United Nations Development Organization (UNIDO), Working Paper No. 10*.
- Haile, N., J. Jacques & T. Shaw. 2015. "The Government Expenditure Plan and Main Estimates for 2015-16", *The parliamentary budget officer* (March), www.pbo-dpb.gc.ca/files/files/Mains_2015-16_EN.pdf
- Hofmans, H. M. J. & C. R. van de Coevering. 2014. "How to deal with contingent liabilities — Lessons from the Dutch experience", *OECD Journal on Budgeting* 14(1), dx.doi.org/10.1787/budget-14-5jxv7kmx9fbq
- IAS 37 Provisions. "Contingent Liabilities and Contingent Assets", www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/IAS37-English.pdf (accessed: 24.6.15).
- NAO. 2015. "UK Guarantees scheme for infrastructure", *Report by the Comptroller and Auditor General*, www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2015/01/UK-Guarantees-scheme-for-infrastructure-summary.pdf

OECD. 2005. *Advances in Risk Management of Government Debt*, OECD Publishing, Paris, www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/advances-in-risk-management-of-government-debt_9789264104433-en

OECD. 2014. *Journal on Budgeting*, Issue 2: 43, www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Fiscal_policy/Articles/2014-12-05-budget-system-scores-well-in-oecd-review-pdf?__blob=publicationFile&v=2

Polackova B. H. & A. Schick (eds.). 2002. *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, The World Bank and Oxford University Press, Oxford.

The Fiscal Affairs Department of IMF. 2005. *Government Guarantees and Fiscal Risk*, IMF Fiscal Affairs Department, p. 4, www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/040105c.pdf

The 2013 Stability and Convergence Programmes. 2013. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp152_en.pdf

חוק ערבויות מטעם המדינה (תיקון), התשס"ו–2005, ס"ח 102.

מכון ירושלים לחקר ישראל
מרכז מילקן לחדשנות
רחוב רד"ק 20 ירושלים 9218604
משרד: 02-5630175 (שלוחה 34)

www.jiis.org.il
www.milkeninnovationcenter.org

