

עבודה סמינריונית במוסר ועסקים

בנושא:

אתיקה של חילוץ -

בין קריסה כלכלית לקריסה מוסרית

מוגשת לפרופסור ברוך מבורך

תוכן העניינים:

3.....	מבוא	1.1
5.....	תהליך היווצרותם של משברים כלכליים	1.1
6.....	המשבר הכלכלי העולמי 2007-2009	1.2
7.....	התמודדות עם משברים כלכליים	1.3
8.....	התמודדות ממשלת ארצות הברית עם המשבר הכלכלי הנוכחי	1.4
10.....	חילוץ בזק	1.5
12.....	מערכת הכוח: בין וול-סטריט לושינגטון	2
14.....	AIG - נפילתה של חברה	3
15.....	AIG - החילוץ	3.1
16.....	AIG - חילוץ - חקירה תועלתנית	3.2
17.....	AIG - חילוץ - שאלה התועלת	3.2.1
19.....	AIG - חילוץ - היחיד מול הכלל	3.2.2
20.....	AIG - חילוץ - הכלל מול החברה	3.2.3
21.....	AIG - חילוץ - צדק חברתי	3.2.4
22.....	חקירה תועלתנית - סיכום	3.2.5
24.....	AIG - חילוץ - חקירה דאונטולוגית	3.3
26.....	AIG - חילוץ - החוק הכללי	3.3.1
27.....	AIG - חילוץ - שאלת התכלית	3.3.2
28.....	AIG - חילוץ - השיקול הרציונאלי	3.3.3
30.....	חקירה דאונטולוגית - סיכום	3.3.4
31.....	כאשר לא מחלצים - המקרה של ליהמן ברדר'ס	4
32.....	ליהמן ברדר'ס - חקירה תועלתנית	4.1
33.....	ליהמן ברדר'ס - חקירה דאונטולוגית	4.2
35.....	סיכום	5
38.....	ביבליוגרפיה	6

1. מבוא

בשנת 2008 פרץ משבר כלכלי עולמי, שהחל בארצות הברית ובמהרה התפשט למדינות רבות ברחבי העולם. ב-14 לספטמבר 2008 הודיע בנק ההשקעות האמריקני ליהמן ברדרס, על פשיטת רגל. תאריך זה נחשב בעיני רבים בתור נקודת הציון לתחילת ההתמוטטות הכלכלית (Sikka, 2009). אירוע רדף אירוע, וראשי הכלכלה העולמית יצאו בהצהרות פסימיות בנוגע להיקף ומשך המשבר. שוק האשראי קפא, בנקים קרסו ומפעלים החלו בפטורי עובדים. הכלכלה העולמית נכנסה לתקופה של אי וודאות.

כלכלנים, ממשלות ויועצים ברחבי העולם החלו לנסות לגבש תוכניות לבלימת ההתמוטטות. תוכניות אלו כללו - בין היתר - חבילות סיוע וחילוץ (Bailout), במגמה להביא להפשרה במתן האשראי ולסייע בהתייצבות הכלכלה (Acharya & Sundaram, 2009). חבילות הסיוע המשמעותיות ביותר ניתנו על ידי ממשלות ארצות הברית ובריטניה. על פי הערכות ראשוניות, עלות החילוץ הגיעה בארצות הברית לכ- 10,000 דולר לנפש, ובבריטניה לכ- 50,000 דולר לנפש (Reinhart, 2009).

נתונים אלו מעידים על כך שהמשבר העולמי נגע בכל אחד ואחד מאיתנו, גם אם לא תמיד הורגש הדבר באופן ישיר. חבילות הסיוע אשר הוזרמו לחילוץ החברות הקורסות הגיעו מכספי משלמי המיסים, ועל חשבון תקציבים אשר היו מיועדים לרווחת הציבור. בנוסף, חלק ניכר מן החברות אשר נזקקו לחילוץ ולחבילות סיוע הינן חברות פרטיות או חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה לניירות ערך. הסיוע הממשלתי והבינלאומי לחברות הנשלטות על ידי גורמים פרטיים מעלה את השאלה האם מבחינה אתית נכון יותר לתת לחברה לקרוס, או שמא עדיף לסייע לה ולהצילה. העבודה הנוכחית תבקש לבחון סוגיה זו, תוך ניסיון לבדוק מהם השיקולים שעומדים בפני גורמי הסיוע בבואם לסייע, או לחלופין, למנוע סיוע מחברה מסוימת.

במלים אחרות, שאלת המחקר של עבודה זו היא האם נכון מבחינה מוסרית לתת לחברה ציבורית לקרוס, או שמא עדיף להצילה. סוגיה זו מהווה עניין לא רק ל כלכלנים ולתיאורטיקנים של המוסר, אלא גם לציבור הרחב, אשר כספי המיסים אותם הוא משלם זורמים לחילוץ אותן חברות. אם נבחן למשל את חברת AIG לה סוכנויות ביטוח בכל העולם, היא גם בעלים של חברה למשכנתאות, מנהלת חברת ליסינג של מטוסים, חברה לניהול נדל"ן, חברת AIG אחזקה וחברות בנות, חברה זו היא אכן חברה גלובלית עם מגוון כזה של תעשיות ברור שלכישלון של AIG מחויב להיות השלכות דרמטיות בכל העולם. במהלך העבודה אנתח את בעלי העניין הנוגעים בדבר החל מהעובדים, בעלי המניות, מנהלי החברה, הממשל וכלה בכל מגוון הלקוחות ביניהם לקוחות ענק שהגיעו לעסקים עם החברה בהיקפים גדולים ביותר, הן בקבלת מגוון רחב של שירותים ועסקאות פיננסיות, במתן הלוואות ודומיהן, גם משקיעים פרטיים ומוסדיים השקיעו את כספי הפנסיה-כספי העתיד שלהם בחברה ונכחו לגלות שגם שם כספיהם אינו בטוח...

רוב העבודה תתמקד בחילוץ של AIG, בסיבות שהביאו את הממשל לסייע לחברה, אסקור מי הנפגעים העיקריים מחילוץ או אי חילוץ החברה ואנסה לבחון האם ניתן להצדיק את חילוץ החברה מבחינה מוסרית והאם יש קשר בין בעלי ההון לממשל. כיוון שהרציונל האתי מאחורי חילוץ AIG אמור להיות דומה לאי חילוץ של בנק ההשקעות ליהמן ברדר (Chan-Lau, 2008), אנסה לבחון את ההבדלים האתיים בפעולת הממשל, ולבדוק האם אותה מערכת שיקולים פעלה גם במקרה של חילוץ וסיוע (כמו במקרה של AIG), וגם במקרים של אי מתן סיוע (כמו במקרה של ליהמן ברדר'ס).

אם נבחן את שאלה זו באמצעות שימוש במתודולוגיה של "חקר האירועים" (Yin, 1994), נגלה כי שאלה זו לא נבחנת בעבודה זו על פי המודל האולטימטיבי של יין. רוברט יין נחשב לחוקר ותיאורטיקן המוביל של שיטת חקר המקרה במדעי החברה, אשר טוען כי חקר מקרה הוא מחקר ניסויי, אמפירי מטבעו, אשר חוקר תופעה שהיא חלק ממארג חיי היום יום. הגבולות בין התופעה הנחקרת ובין מה שמסביב לה, לא תמיד ברורים. לפי גישתו של יין יש בעייתיות בחקר המקרה בעיקר בחוסר השיטתיות בטיפול בנתונים עצמם, אין בסיס מדעי בכדי לבצע הכללה וזאת משום שלא ניתן להתייחס לאוכלוסיה מסוימת כמו במחקר סטטיסטי. כאן המטרה צריכה להיות הכללה לטענות תיאורטיות. בנוסף לכך, הנוסחאות שמציגים חוקרים מסוימים נעשות על פי הבחירה שלהם וזה נסמך על מסמכים בלתי מהימנים ויש לכל זה מגבלת זמן. החוקר רוברט יין מציע לבצע מחקר אמפירי / מדעי, להסתמך על ידע של חוקרים ולבצע שאלונים מקיפים העונים נכון על שאלת ה"איך" וה"למה" וכו', לבצע תצפיות ואיסוף נתונים בצורה כמותית וכו'. על מנת שהמחקר יהיה בר תוקף ומהימן. בהתייחס למאמרו של יין, חקר מקרה צריך לעמוד בקריטריונים של תוקף ומהימנות. הביקורת שלי למאמרו של רוברט יין (1). לעיתים תוצאות הסקרים, התצפיות והבדיקות לא בהכרח משקפים את המתרחש במציאות. לדוג' הנבדקים לא השיבו נכון/ בתום לב, ולכן לא ניתן להסיק ולהשליך ממנו על כלל האוכלוסייה (2). יש מקרים מאוד מורכבים שלא ניתנים למדידה, ממילא לא ניתן לבצע מחקרים שיהיו גם מהימנים וגם תקפים. יש לציין, כי המחקר שערכתי בנוגע להתערבות הממשלה במשברים כלכליים, הודות למורכבותו, הוא לא שיטתי ולא אמפירי. במהלך עבודתי זו הוצגו שני מקרים בהם באחד ביקש הממשל להתערב ובשני לא. גם מסיבה זו לא ניתן להסיק מ-2 מקרים בודדים אלו על שאר המקרים שהיו ושיהיו על פני ההיסטוריה ועל מקרי משבר אחרים בעולם וזאת בשל מגבלת הזמן והכלים שברשותי לבצע מחקר שכזה.

בתחילת עבודתי זו אציג את הנושא באופן רחב, תוך סקירת הרקע הכללי של תהליך היווצרותם של משברים כלכליים, וסקירת המשבר הכלכלי הנוכחי. הדבר יאפשר התייחסות למספר גורמים בו זמנית תוך הסתמכות על מספר רב של מקורות. בנוסף, אעשה שימוש ב"מודל השלבים" לקבלת החלטות מוסריות בארגון. מודל זה כולל בתוכו 5 שלבים, מתוכם 3 שלבים עיקריים. הצגת הבעיה המוסרית, תוך איסוף נתונים רלוונטיים והגדרת הבעיה. מידע זה ישמש כנתונים עליהם אתבסס בשלבים הבאים של המודל, הכולל את הערכת הפעולה - קרי חילוץ חברה ציבורית - על פי אחת מתורות המוסר וניסיון לבחון אותה על פי הסגולה הטובה.

1.1 תהליך היווצרותם של משברים כלכליים

מסקירת הספרות העדכנית, עולה כי למרות מספר נקודות שוני, ישנם קווי דמיון רבים בין משברים כלכליים, הן במדינות שונות ברחבי העולם והן בתקופות שונות. Rogoff ו-Reinhart (2008) מצביעים על כך שמשבר הסאב-פריים בארה"ב, אשר מסמן את תחילת המשבר הכלכלי העולמי, אינו שונה באופן מהותי ממשברים כלכליים אחרים שהתרחשו במהלך המאה העשרים. באופן כללי, משברים כלכליים הם תהליכים מתמשכים, אשר במקרים רבים מתאפיינים בשלושה שלבים מרכזיים דומים החוזרים על עצמם (Reinhart & Rogoff, 2009).

1.1) מחירי הנדל"ן סובלים מירידה ממוצעת של 35%, בעוד שווי נכסי הציבור יורד ביותר מ-50% לאורך שלוש שנים. 2) חלה ירידה בכושר הייצור במקביל לעלייה בשיעור אבטלה. 3) מתרחשת תופעה של ניפוח החובות הלאומיים של אותן מדינות שחו משבר. Rogoff ו-Reinhart מצאו שהחוב הממשלתי של מדינות שסבלו ממשברים כלכליים גדל בכ- 86% במוצע (Reinhart & Rogoff, 2009). ממצאים אלו מצביעים על כך שרב הדמיון על השוני במשברים כלכליים בעולם, ועל כן אנו יכולים ללמוד ממשבר אחד על משנהו.

אחד מהגורמים המסייעים למדינות להיחלץ ממשברים כלכליים, הוא קרן המטבע הבינלאומית (International Monetary Fund - IMF). קרן המטבע הבינלאומית מספקת לאותן מדינות סיוע כלכלי (לרוב בדמות הלוואות), אולם גם במקרים בהם קרן המטבע מסייעת למדינה, עולה הדמיון על השוני: לרוב, מדינות במשבר צריכות ללמוד לחיות בגבולות יכולתן הכלכלית לאחר תקופה של הוצאות רבות (Barro & Lee, 2005).

בדרך כלל, מדינות סובלות ממשבר כלכלי ופיננסי לאחר שבעלי ההון והגופים הפיננסיים המרכזיים הפריזו ו לקחו יותר מדי סיכונים בתקופות של שגשוג ופריחה. בתקופות אלו, הממשלות ובעלי ההון בסקטור הפרטי יוצרים מעין שותפות השולטת על מרבית הפעילות העסקית והכלכלית במדינה. אותם בעלי הון מבצעים השקעות המניבות תועלת לכלכלה ולמדינה. אולם, באופן בלתי נמנע, נוטים בעלי ההון להיסחף - באמצעות הלוואות ומכשירי מינוף

(Leverage) הם מקימים אימפריות עסקיות אשר מתבססות על חובות וספקולציות עתידיות (Johnson, 2009). במקרים רבים, הבנקים מעניקים אשראי והלוואות לבעלי ההון, בהסתמך על בטוחות, לעיתים בטחונות אלו רגישים ושווים עלול לרדת פלאים, מה שמותיר את בעלי ההון מבלי יכולת להחזיר את הכסף. בארץ, רבים המקרים בהם נאלצו הבנקים למחוק חובות בשווי מאות מיליוני שקלים. בשנת 1989 נתנה המדינה לבנקים מענקים לשם מחיקת חובות הקיבוצים בסך של כ-18 מיליארד שקל (אדרי, י', 2006). ב-1996 מחק בנק לאומי לחברת חוות השקמים, הנמצאת בבעלות משפחת רה"מ, אריאל שרון, חובות בהיקף כולל של כ-600 מ' ש"ח המחיקה בוצעה כאשר מונה שרון לשר התשתיות הלאומיות (גולובינסקי, 2005).

גם במשבר הנוכחי, התקיים בארץ דיון ציבורי סוער אודות הסיוע לחברות, כאשר המפורסמות מביניהן הן - ככל הנראה - אפריקה ישראל וקבוצת דלק. רועי ורמוס מנכ"ל פסגות ומוסדיים רבים שהחזיקו את אפריקה ישראל טענו כי לא יהיו מוכנים לספוג תספורת שכזו - הפסדים משמעותיים כתוצאה מירידות מחירי האג"ח. דוגמאות אלו מצביעות על הביטחון כי הכוח הפוליטי והכלכלי של בעלי ההון מ אפשר להם ל העביר לפתחי הממשלה והמוסדות הפיננסיים כל בעיה משמעותית שתצוץ (Johnson, 2009).

1.2 המשבר הכלכלי העולמי 2007-2009

רוב מומחי הכלכלה אשר מנסים להסביר את אופיו של המשבר הפיננסי הנוכחי, מסכימים כי ניצניו טמונים במשבר הסאב-פריים והתפוצצות בועת הנדל"ן בארצות הברית, בעקבות הקושי של מיליוני אנשים אשר רכשו בתים על בסיס משכנתאות בריבית נמוכה, לעמוד בתשלומי ההחזר. שיטת הסאב-פריים מבוססת על כך שגובה ההלוואה הוא בסכום של מלוא ערך הנכס, ולפעמים אף למעלה מכך. כלומר, הלווה אינו זקוק להון עצמי התחלתי, וכן הוא פטור מתשלום ריבית בתקופת ההלוואה הראשונה. אולם, בתמורה מתחייב הלווה לשלם ריבית גבוהה יותר מהמקובלת בשוק המשכנתאות בתקופות מאוחרות יותר, וריבית זו עולה בהדרגה. שיטת מימון זו הסתמכה על ההנחה לפיה ערך הנכס עולה בעקבות הביקוש - המלווה הרוויח מהריבית העולה, ואילו הלווה הרוויח, כיוון שערך הנכס האמיר. שיטת משכנתאות זו התפתחה בעיקר לאחר הורדת הריבית על ידי הבנק המרכזי של ארצות הברית, לאור חשש ממיתון בעקבות מתקפת הטרור בספטמבר 2001 והתפוצצות בועת ההיי-טק (Cecchetti, 2008b).

הורדת הריבית עודדה הן את בנקי המשכנתאות והן אזרחים להשקיע בנדל"ן. יותר ויותר אזרחים אמריקאים לקחו משכנתאות, אולם הם לא היו מסוגלים לעמוד בהחזר התשלומים. באופן תיאורטי, הקושי להחזיר את תשלומי המשכנתא היה אמור לכאורה להשפיע על הבנקים למשכנתאות בלבד (דוגמת פרדי מאק ופאני מאי שקרסו). אולם, במשבר הנוכחי דבר גרר דבר והכלכלה העולמית התמוטטה כמו מגדל קלפים.

קרנות גידור רבות לוו כספים ממוסדות פיננסיים ו השקיעו כספים אלו באיגרות חוב מגובות משכנתאות בשוק הסאב-פריים, בזכות הרווח הגבוה והמידי שאגרות חוב אלו הציעו. אולם, ברגע שאותן משכנתאות לא ניתנו לפירעון מידי - עקב קשיי האזרחים לעמוד בהחזר התשלומים - הפכו איגרות החוב לחסרות כל ערך, קרנות הגידור נקלעו לקשיים, ובסופו של דבר עקב הפסדים מצטברים של מיליארדי דולרים הגיעו בסופו של דבר לפשיטת רגל.

הנפילה הגדולה של הבנקים עקב משבר המשכנתאות גרמה לצמצום ניכר באשראי הבנקים צמצמו באופן משמעותי את מתן ההלוואות החדשות, ואילו חברות ביטוח - דוגמת AIG - אשר היו ערבות לאגרות חוב של ה ממשל, לא היו מסוגלות להמשיך בכך, עקב מעורבותן

במשבר. כפועל יוצא מכך, התקשה הממשל לגייס כספים מהציבור, ופרויקטים רבים הוקפאו (McKibbin & Stoeckel, 2009). למעשה, אם לא היה מתבצע מינוף יתר באמצעות קרנות הגידור, ייתכן ומשבר הסאב-פריים היה נותר מוגבל בהיקפו ובהשפעתו על הכלכלה הגלובלית (Johnson, 2009).

1.3 התמודדות עם משברים כלכליים

הפתאומיות שבה התרחש המשבר הכלכלי בארצות הברית, והיקפיו העצומים דומה למשברים קודמים בהיסטוריה הכלכלית המודרנית, דוגמת משברים שהתרחשו בדרום קוריאה ומדינות מתפתחות אחרות (James, et al., 2008; Te Velde, 2008). כאמור, בכל אחד מאותם משברים המשקיעים החלו לחשוש מהיכולת של הלווים לפרוע את חובותיהם, ועל כן הפסיקו להלוות. החששות הפכו לנבואה שמגשימה את עצמה, מאחר שה מוסדות שלא היו יכולים לגלגל את חובותיהם אכן לא היו יכולים בפועל לפרוע את חובותיהם. בדומה למשברים אחרים, החולשה במערכת הבנקאית חלחלה במהירות לשאר הכלכלה והובילה למיתון (Reinhart & Rogoff, 2009).

אולם, קיים דמיון עמוק נוסף בין המשברים שהוזכרו לעיל - האינטרס של בעלי ההון ואנשי הכלכלה במקרה של ארה"ב. אלו שימשו תפקיד מרכזי ביצירת המשבר, על ידי לקיחת סיכונים פיננסיים עצומים, בתמיכת הממשלה האמריקאית (Johnson, 2009). בנוסף, ההשפעה הפוליטית של בעלי ההון ושל המומחים הכלכליים גבוהה מאי פעם, דבר המקשה על הממשל לבצע פעולות הנוגדות את האינטרסים של אנשים אלו.

השגשוג של המגזר הפיננסי והמדיניות המוניטארית של הבנק המרכזי של ארצות הברית גרמו לצמיחה ב היקף העסקות שבנקאים היו יכולים לבצע. לדוגמא, בין השנים 1973 ל-1985 חלקו של המגזר הפיננסי ברווחי החברות האמריקאיות היה כ-16%. בשנת 2002 כבר זינק חלקו היחסי של מגזר זה ל-41% (Wolf, 2009). במקביל, השכר הממוצע במגזר הפיננסיים עלה משמעותית. עד שבשנת 2007 היה גבוה בממוצע ב-81% מהשכר הממוצע בכלל מגזר הפרטי בארצות הברית. (Altshuler, Auerbach, Cooper, & Knittel, 2008; Lal, 2010).

לפיכך, אין זה מפתיע כי במדינות רבות לא מופעל לחץ על בעלי ההון. לעתים הם אף הראשונים לקבל סיוע ממשלתי (Vreeland, 2007). תוכניות סיוע רבות של קרן המטבע הבינלאומית נכשלות במקרים רבים כיוון שהממשלה מתקשה להפגין קשיחות כלפי בעלי ההון המקורבים, דבר המעצים את המשבר הכלכלי (Johnson, 2009).

1.4 התמודדות ממשלת ארצות הברית עם המשבר הכלכלי הנוכחי

עד ימי נשיאותו של הרברט הובר, נשיאה הרפובליקני של ארצות הברית בזמן המשבר הכלכלי הגדול של 1929, דגלה ממשלת ארצות הברית באי התערבות בכלכלה, תוך הסתמכות על ההנחה ששוק ההון יאזן ויתקן את עצמו באופן אוטונומי (Field, 2009).

בדומה למשבר הכלכלי הנוכחי, בו ממשלתו של בוש נקטה צעדים משמעותיים למנוע את התמוטטות הכלכלה האמריקנית, גם בזמן המשבר של הגדול ב-1929, התערבות הממשל האמריקאי הייתה בלתי ברירה וכפועל יוצא של האירועים.

לאחר המיתון הגדול (1929), החליט הנשיא הנבחר - הדמוקרט פרנקלין רוזוולט - להרחיב באופן ניכר את מעורבות הממשל הפדראלי במשק, תוך הגדלת המגזר הציבורי. בשנת 1931 שהייתה שיאו של השפל הכלכלי, החלה בנייתו של ה "הובר דאם" (Hoover Dam) והסתיימה בשנת 1936. ה"הובר דאם" זהו סכר הכולא את נהר הקו לורדו, אשר מפריד בין מדינות נוואדה ואריזונה ונחשב לאחד מהישגי הבניה הגדולים ביותר בארה"ב. הנתונים הפיזיים של הסכר מרשימים ביותר - גובהו 220 מטר ורוחבו 380 מטר. עובי הבטון בבסיס הסכר 120 מ' ואילו בחלק העליון, עוביו 14 מ'. 17 הטורבינות הממוקמות בבסיס הסכר מייצרות כ-2,000 מגהווט ומספקות חשמל לכמיליון בתי אב בדרום מערב ארה"ב - לשם השוואה, תפוקת החשמל של הסכר היא כחמישית מכלל צריכת החשמל בישראל וכ- 66% מהצריכה הביתית בישראל. מכירת החשמל המופק מהסכר החזירה כבר ב- 1987 את כל עלויות הבניה שלו (נדלה מ- www.netcheif.com/blog/?p=230).

מעורבות זו הייתה קיימת עד שנות השמונים, שעה שרוולנד רייגן החל במהלך של הסרת הבלמים והפיקוח הפדראלי. מהלך זה צבר תאוצה עם מדיניות הדה רגולציה של ממשלת קלינטון ובוש הבן. תחת ההנחה שהשוק חכם מספיק לתקן את עצמו, הוסר בעשרים השנים האחרונות הפיקוח על השווקים הפיננסיים. הסרת הפיקוח סימנה את האות לעלייתם של הבנקים להשקעות (דוגמת בר סטרנס, ליהמן ברדר'ס ואחרים) ושל קרנות הגידור, אשר נשארו מחוץ לכל פיקוח. ניתן לומר, שמבחינה זו, הסרת הפיקוח היטיבה עם המגזר הפיננסי: שינויים רגולאטורים שהיו מגבילים את רווחיו של המגזר הפיננסי, דוגמת הניסיון להטיל פיקוח על שוק ה- Credit Default Swaps (CDS) זכו להתעלמות ונבלמו (Goodman, 2008).

CDS - מבטיח תשלום במקרה שבו אגרות חוב לא עומדות בהתחייבויותיהן הפיננסיות. למעשה, מדובר בביטוח אגרות החוב, תוך הבטחה על ידי המוכר כי הכסף יתקבל גם אם החברה שהנפיקה את אגרות החוב לא תעמוד בתשלומים.

בניגוד למדיניות אי-ההתערבות, במשבר הכלכלי האחרון פעל הבנק המרכזי האמריקאי באופן אקטיבי ותוך חריגה ממדיניותו המוצהרת. לאור המשבר במערכת הבנקאית, הלווה הפדרל ריזרב 3.3 טריליון דולר לבנקים אמריקניים וזרים במהלך המשבר הפיננסי. סניפים אמריקניים של בנקים, כגון UBS השוויצרי, תאגידים כגון ג'נרל אלקטריק ומקדונלד'ס, ומשקיעים כגון

פסיפיק אינווסטמנט מנג'מנט, ואחד מבחירי ענף המחשבים, מייקל דל. בנוסף להלוואות נעשו עסקאות של החלפת מטבע עם בנקים מרכזיים אחרים, רכישת ני"ע מגובי משכנתאות ותוכניות חילוץ של בר סטרנס ו-AIG. ב-03.11.10 החליט הפד להשיק תמריץ מוניטארי נוסף בהיקף של 600 מיליארד דולר, אשר עורר תגובות נגד בקרב הרפובליקנים בקונגרס. הבנק המרכזי הפך למלווה בעת מצוקה של העולם כולו, כאשר הדולרים זורמים לבנקים אירופיים וכן לבנק אופ אמריקה ולולס פ ארגו, שנמנו עם הלווים הגדולים ביותר במסגרת התוכנית Term Auction Facility, עם הלוואות של 45 מיליארד דולר כל אחד. גולדמן זאקס שדיווח אשתקד על רווח שיא, לוה יותר מ-24 מיליארד דולר במסגרת תוכנית אחרת. הארלי דיווידסון, הפועלת ממילווקי, וג'נרל אלקטריק, הפועלת מפייפילד שבקונטיקט, מכרו לפד אג"ח קצרות מועד במסגרת תוכנית שבשיאה הוענקו הלוואות בשווי 348.2 מיליארד דולר. החברות הבנות האמריקניות של מוסדות פיננסיים אירופאים, ובראשם UBS השוויצרי ודקסיה, הפועלת מבריסל, נמנו עם מקבלות הסיוע הגדולות ביותר במסגרת תוכנית הפד שסיפקה מימון חירום קצר-טווח לחברות. מקבלת הסיוע הגדולה ביותר הייתה AIG, שתוכנית החילוץ שלה הסתכמה בכ-180 מיליארד דולר. לדבריו של פרי מרלינג, עמית בכיר במרכז מורין לבנקאות ומשפט פיננסי באוניברסיטת בוסטון כי המצב יכול היה להיות גרוע יותר לולא הולוו הכספים לזרים (בלומברג, 2010). החלטתו של הבנק המרכזי האמריקאי להיחלץ לעזרתו של בנק ההשקעות "בר סטרנס", על ידי לקיחת הפסדי הבנק על עצמו סללה את הדרך לרכישת הבנק על ידי בנק אחר - גיי פי מורגן צ'ייס. אולם, החלטתו של הבנק המרכזי גרמה לזעזוע במערכת הפיננסית ובמערכת הפוליטית (Weinstein, 2009). כאשר נדרש האוצר האמריקאי לסוגיה, הוא ענה כי המטרה בחילוץו של הבנק אינה להציל את הבנקאים שכשלו, אלא למנוע קריסה של כל המערכת הפיננסית (Bernanke, 2008), עקב נפילת שוק ה-CDS (Credit Default Swaps). עם נפילת "בר סטרנס" התברר כי שווי ה-CDS הכולל של הבנק עמד על יותר מ-2.5 טריליון דולר. ללא תמיכתו של הבנק הפדראלי, כל אותם משקיעים ובנקים אשר רכשו CDS היו נשארים עם הפסדים כספיים אדירים. ההפסדים היו גורמים לבהלה בשוק, מצב שעלול היה להביא לקריסה פיננסית גדולה יותר (Schwartz & Creswell, 2008). כיום ניתן לראות את ג'נרל מוטורס (GM) ענקית הרכב שפשטה רגל במשבר, עושה עוד צעד נוסף להחזרת כספי החילוץ מהממשל. (בהנפקה האחרונה בנובמבר 2010 גייסה 20 מיליארד דולר בהנפקתה (בלומברג ורויטרס, 2010). גם AIG גייסה 17.8 מיליארד דולר בהנפקת שיא בהונג קונג ומתקרבת להחזרת כספי משלמי המיסים שקיבלה במהלך המשבר הכלכלי (בלומברג, 2010). חלק מכספי הסיוע שניתנו כבר הוחזרו לממשל, בתוספת ריבית, ע"י הגופים הפיננסיים שלא רצו להיות כבולים לרגולאטור, אך עדיין מוערך ה"פורטפוליו" של מניות, הלוואות ואג"ח שמחזיק הממשל והפד בכ-1.4 טריליון דולר שהם כ-10% מהתוצר(דר, ו' וגרינפלד, א', 2010).

1.5 חילוצי בזק

כאשר מתעוררת בהלה פיננסית, הממשלה נדרשת להגיב באופן מהיר ומיידי. במשבר הנוכחי, הייתה קיימת חוסר וודאות בנוגע ליכולתם של הבנקים והמוסדות הפיננסיים הגדולים לעמוד בהתחייבויותיהם. ככל שזמן התגובה של הממשל מתארך, נפגע האשראי, נפגע ביטחונם של הצרכנים, ונוצר מיתון כלכלי (Foo, 2008). ניתן לראות כי, אחוזי האבטלה בארצות הברית עלה מ-4.4% בשנת 2007, לרמה של 10.1% בסוף שנת 2009. אולם, התגובה של הממשל האמריקאי למשבר התאפינה בעיכובים, בהיעדר שקיפות ובחוסר מוכנות לשינויים כואבים במגזר הפיננסיים (James, et al., 2008).

האופן שבו התאפינה תגובתו של הממשל עשויה להיות מתוארת בתור "סיוע בזק" (Johnson, 2009; Sjostrom & Hall, 2009). כאשר מוסד פיננסי או בנק גדול הודיעו על קריסה מתקרבת ובאה, משרד האוצר והבנק הפדראלי מציעים תוכנית סיוע מהירה, על מנת למנוע נפילה בשוק ניירות הערך. רוב צעדי החילוץ והסיוע - מכירת "בר סטרנס" לגיי פי מורגן צ'ייס, מכירת מריל לינץ' לבנק אוף אמריקה, חילוץ AIG ועוד (באוקטובר 2008 חולצו תשעה בנקים ביום אחד) – כל הצעדים הללו נעשו בתיווכו ובמעורבותו של הממשל האמריקאי (Acharya & Sundaram, 2009). נכון ל-2009 יותר מ-900 חברות זכו לחילוץ וסיוע של הממשל האמריקאי, בסכום של למעלה מ-600 מיליארד דולר. ייתכן שחלק מאותן תוכניות סיוע והצלה היו נכו נות, אולם עדיין לא ברור מהם האינטרסים ש על פיהם פעלו הצדדים (Ferguson & Johnson, 2009). משרד האוצר האמריקאי והבנק הפדראלי לא הציגו את עקרונות הסיוע והחילוץ בפומבי, אלא טענו כי זאת האפשרות הטובה ביותר בנסיבות הקיימות (Johnson, 2009).

אכן, נראה כי ניתן להצדיק את הסיוע שהגיש הממשל האמריקאי למגזר הפיננסי באמצעות נתונים כלכליים גרידא. יחד עם זאת, לא ניתן להתעלם מהקשר שהוזכר לעיל בין הממשל האמריקאי לצמרת מקבלי ההחלטות במגזר הפיננסי. קיימת תופעה רווחת באמריקה כי חלק בלתי מבוטל של אנשים עם הכשרה וניסיון בתחום הפיננסיים עובדים בדרגים הגבוהים ביותר של הממשל. למעשה, ארבע מששת המזכירות האחרונות של האוצר היו קשורות במישרין או בעקיפין למשרד אחד: גולדמן זאקס. רבים מתחום הפיננסיים הפכו מנהלים לא רק באוצר אלא בתפקידי מפתח במחלקות רבות אחרות בבית הלבן. לדוגמא ראש סגל הבית הלבן (עד לאחרונה) של הנשיא אובמה, רם עמנואל, שעבד בעבר עבור בנק השקעות, כפי שעשה קודמו בתפקיד תחת הנשיא ג'ורג' בוש, ג'ושוע בולטן. דוגמא טובה לכך ניתן לראות את הנסיד צ'רלס השלישי ששימש כמנכ"ל סיטי בנק ועל אף שפרש בנובמבר 2007 קבל 68 מיליון דולר עב ור הפרישה ו-1.7 מיליון דולר קצבת פנסיה (טריביון, ה', 2007).

למגזר הפיננסיים כוח פוליטי עצום בארצות הברית, שכמותו לא נראה מאז המשבר הבנקאי של 1907, אותו ניתן היה לפתור רק באמצעות תיאום בין הבנקאים במגזר הפרטי, כאשר לממשל לא הייתה תגובה יעילה (Gordon, 2008).

לאור מאורעות אלו, נשאלת השאלה מדוע נדרשים הבנק הפדראלי והממשל, המנהלים את כספי הציבור, לבוא לעזרתו של בנק השקעות אשר נסחר בבורסה ואינו בבעלות הממשל ואשר אינו נתון לפיקוחו. מוסדות פיננסיים ציבוריים רשאים להרוויח כמויות נפיש, לשלם משכורות עתק לבכירים, ודיווידנדים שמנים לבעלי המניות, הרבה בזכות האפשרות לסחור במניות בעלות סיכון גבוה במיוחד, תוך שימוש במינוף, דבר האסור על הבנקים הנתונים לפיקוח. AIG, למשל, תכננה לשלם 165 מיליון דולר כבונוסים למנהליה, מספר חודשים לאחר חילוץ על ידי הממשל (Andrews & Baker, 2009). בנוסף, במהלך השנים 2000-2008 גרפו מנהלי בר סטר נס וליהמן ברדר'ס לכיסם קרוב ל- 2.5 מיליארד דולר במשכורות וכבונוסים (Bebchuk, Cohen, & Spamann, 2010). לפיכך, עולה השאלה מדוע כאשר הימוריו של בנק קרסו, נאלץ הציבור - באמצעות הבנק הפדראלי - להיחלץ לעזרתו. זוהי למעשה השאלה המרכזית של עבודה זו - האם נכון מבחינה אתית לתת לחברה ציבורית לקרוס, או שמא עדיף להצילה ?

2. מערכת הכוח: בין וול-סטריט לושינגטון

אולם, לפני העיסוק בשאלה האם נכון מבחינה אתית לתת לחברה הנסחרת בבורסה לקרוס או שמא עדיף להצילה, חשוב להכיר את מערך הכוחות והקשר בין הון לשלטון בארצות הברית, כיוון שייתכן שקשר זה היה בעל השפעה מכרעת על החלטות הממשל. לאור זאת, נדמה כי חשוב להבין את התפיסה העכשווית של הסדר החברתי של מערך הכוחות בחברה המערבית המודרנית. הטענה המרכזית של עבודה זו היא שחשיבות מגזר הפיננסים מוטבעת בתרבות המערבית ובתרבות האמריקאית, ועל כן נדמה לאדם הפשוט כי מה שטוב לכלכלה טוב גם לכולם.

בעשורים האחרונים, התקבעה הגישה כי מה שטוב לוול-סטריט טוב לארה"ב (Wade, 2009). תעשיית הבנקאות וניירות הערך היא אמנם אחד התורמים הגדולים ביותר לפוליטיקאים במסעות בחירות (בין 1998 ל-2008 מגזר הפיננסים תרם יותר מ-5 מיליארד דולר לפוליטיקאים), אולם גם בשיא השפעתה היא אינה נזקקה לקנות טובות כמו שהיו צריכות חברות הטבק, הנפט והתעשיות הביטחוניות. המגזר הפיננסי נהנה מהעובדה שגורמים בושינגטון האמינו כי המוסדות הפיננסיים ושווקים שבהם ההון זורם בחופשיות הם קריטיים לעמדתה של אמריקה בעולם (Wade, 2009).

בנוסף, בעשרים השנים האחרונות מתקיים מעבר אנשים מהמגזר הפיננסי-מוול-סטריט לושינגטון וחוזר חלילה. בין הדוגמאות הבולטות ניתן למנות את הנרי פולסון, מנכ"ל גולדמן סאקס בתקופת השגשוג, אשר שימש כשר האוצר תחת ג'ורג' בוש הבן, ואת אלן גרינספאן, אשר לאחר עזיבתו את הבנק הפדראלי שימש כיועץ לפימקו, החברה הגדולה ביותר בשוק אגרות החוב הבינלאומיות.

הזרימה בין וול-סטריט לושינגטון הציבה אנשים בעלי השקפת העולם של וול-סטריט בנקודות מפתח בממשל האמריקאי, ותחושה בקרב בכירי מגזר הפיננסים כי הם שולטים בהחלטות הכלכליות בארה"ב (Johnson, 2009). בן ברנקי, נגיד הבנק הפדראלי הנוכחי, טען בנאום שנאם ביוני 2006 כי הניהול של השווקים הפיננסיים ושל סיכוני האשראי הפך למורכב מאי פעם, וכי הבנקים עשו כברת דרך רבה בשנים האחרונות וביכולתם להעריך ולנהל סיכונים (Foo, 2008). במלים אחרות, ההסתמכות על הבנקים והמוסדות הפיננסיים הפכה להיות גדולה מאי פעם, אך גם פחות מפקחת מאי-פעם.

הקשר ההדוק בין מקבלי החלטות בממשל לראשי מגזר הפיננסים, מחדד ביתר שאת את סוגיית הסיוע הממשלתי לאותם גופים שקרסו. האם ועד כמה ההחלטות שהתקבלו על ידי ראשי הממשל היו נגועות באינטרסים פוליטיים, והאם כל אותם בכירים בושינגטון יכולים - מבחינה אתית - להיות אלו המקבלים את החלטות אודות הגופים הפיננסיים הקשורים אליהם בדרך זו או אחרת.

אולם, לפני הניסיון לענות על הסוגיות המוזכרות לעיל, חשוב להדגיש כי במסגרת עבודה זו ניתן להציג רק חלק מהמניעים אשר הביאו את הממשל לסייע בחילוץ חברה מסוימת ולא לסייע לחברה אחרת.

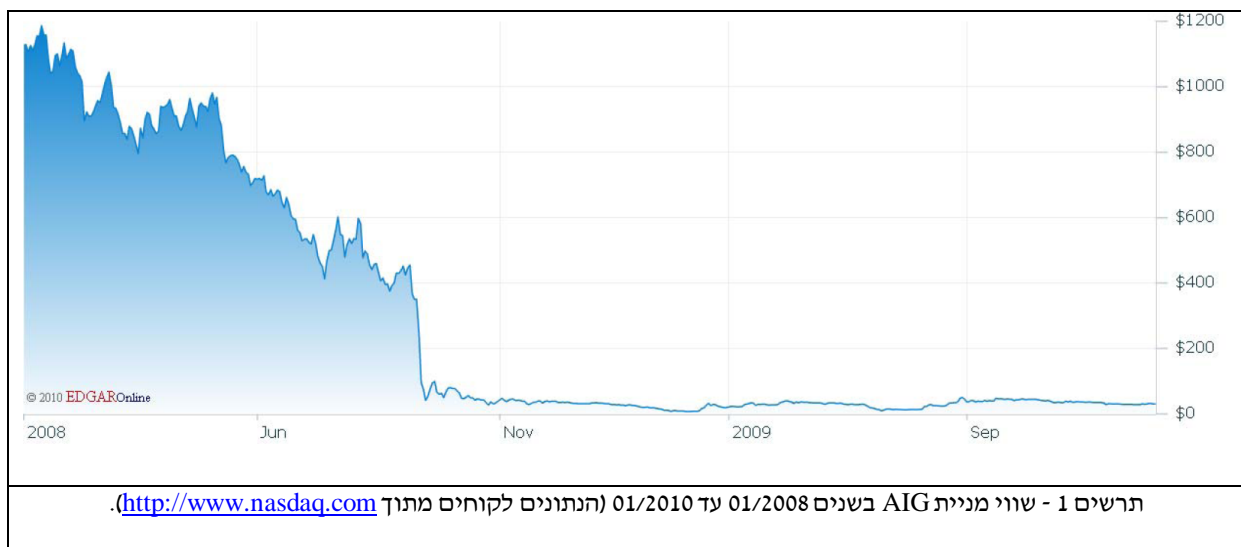
במיתולוגיה לחקר האירוע (Case Study) של רוברט יין (Yin, 1994) מציג פרופסור יין את החשיבות של הצגת הפרטים ומדידתם באופן שנוכל להפוך את המחקר לאמפירי, מדיד. במסגרת עבודתי זו, בהתחשב במגבלות, השתדלתי להציג היבטים רבים לתופעה המדוברת, יחד עם זאת, לא אתיימר לומר כי המחקר בעבודתי זו הוא אכן מהימן ותקף בהתאם לתורתו של רוברט יין, המחקר המוצג לא אמפירי ולא ניתן להסיק ממנו על כל המקרים, כמו שכבר ציינתי קודם לכן במבוא.

במהלך העבודה אתמקד רק בשני מוסדות פיננסיים מרכזיים, המהווים נקודות מפתח במשבר הנוכחי - AIG וליהמן ברדר'ס. בשני המקרים מדובר בחברות אשר קרסו לאחר שההימורים אותם הן נטלו בשוק ההון התבררו ככושלים (Okamoto, 2009).

ההתמקדות במוסדות הפיננסיים המוזכרים לעיל, תיעשה מתוך שתי תורות מוסר או פרספקטיבות אתיות. הפרספקטיבה הראשונה היא תורת המוסר התועלתנית ואילו נקודת המבט השנייה תנסה לבחון את המקרה תוך הסתמכות על האתיקה הדאונטולוגית ולסיום אקנח בפתרון הסגולה הטובה.

3. AIG - נפילתה של חברה

בתחילת 2008 הודיעה AIG, חברת הביטוח הגדולה בעולם, על רווחים של למעלה מ- 6 מיליארד דולר. מספר חודשים לאחר מכן, AIG הייתה על סף פשיטת רגל, וממשלת ארה"ב נאלצה להזרים כ-200 מיליארד דולר על מנת להציל את החברה מקריסה. קריסתה של AIG מיוחסת לעובדה כי החברה שיווקה ביטוח בהיקף של למעלה מ-500 מיליארד דולר במוצרים פיננסיים ב שוק ה-CDS. אולם, כשהחל משבר הסאב פריים לתת את אותותיו, לא יכלה AIG לעמוד בהתחייבויות הרבות שנטלה על עצמה והחברה קרסה. מניית החברה, אשר הגיעה בינואר 2008 לשיא של 1,186 דולר, צנחה לרמה של 41 דולר בספטמבר 2008, והתקשתה להתאושש מאז ועד היום (ראה תרשים 1). שווי השוק של החברה נפל ב-2008 מ-175 מיליארד \$ ל-47 מיליארד \$.



חלק גדול מהשקעותיה של AIG היו מגובות על ידי נכסים דלא ניידי פרטיים, אשר נרכשו באמצעות משכנתאות סאב-פריים. כאשר החל המשבר בשוק הסאב-פריים בעקבות קשיי אשראי, החלו לרדת ערכי הנכסים, ובתורן גם איגרות החוב של AIG. כמו כן, עם נפילת ערכי הנכסים, נאלצה AIG להגדיל את העירבונות בשוק ה-CDS, דבר שלא הקל על מצוקתה (Sjostrom & Hall, 2009).

בנוסף לכך, חטיבת ההשקעות של AIG עסקה במתן הלוואות ובטחונות. החברה הלוותה כספים למוסדות פיננסיים, בתמורה לעירבונות מצד הלווה. העירבון שהתקבל שימש בתור עירבון לאגרות החוב של החברה. עם פרוץ המשבר, לאור העובדה שחלק גדול מהכסף הושקע בשוק המשכנתאות שערכו צנח, החלה AIG למחוק רווחים. משנכחו המלווים בהתחייבויותיה הגדולות של החברה בשוק אגרות החוב, חששו כי כספם אינו בטוח. כתוצאה מכך, מלווים רבים דרשו את השקעותיהם. AIG נאלצה לשלם למלווים ובנוסף לעמוד בהתחייבויות הביטוח הגדולים ממנה עשרת מונים. מהלכים אלו, גררו ירידה בדירוג האשראי של החברה. כיוון שהשקעות החברה

נסמכו בחלקן על דירוג האשראי שלה, הובילה הירידה בדירוג האשראי לצניחה של כ-20 מיליארד דולר נוספים בשווי ההשקעות של החברה (Sjostrom & Hall, 2009).

3.1 AIG - החילוץ

בספטמבר 2008, פחות משנה אחרי שהודיעה AIG על רווחיה האדירים, הודיע הבנק המרכזי של ארצות הברית כי הוא מסמיך את הבנק הפדראלי של ניו-יורק לספק אשראי נוזל ל-AIG בסכום של עד 85 מיליארד דולר (סכום שעלה לאחר מכן לאחר שהתווספו עוד חילוצים). הבנק המרכזי הודיע כי תחת הנסיבות הקיימות, קריסת AIG עלולה להחמיר את מצבו של השוק הפיננסי, ולהוביל לעלייה משמעותית בעלויות מימון, ירידה בעושר משקי הבית, ולפגיעה ניכרת בכלכלה.

מטרת המימון הייתה לסייע ל-AIG לעמוד בהתחייבויותיה במועדן. הלוואה זו הייתה אמורה לאפשר הליך שבו AIG תמכור כמה מנכסיה בצורה מסודרת, וזאת על מנת למנוע ככל האפשר את הפגיעה בכלכלה. העירבונות להלוואה כללו את כל נכסי AIG, ונכסי חברות הבת העיקריות שלה אשר אינן נמצאות תחת פיקוח, וכן את מניותיהן של חברות בנות הנמצאות תחת פיקוח. בתמורה, קיבלה ממשלת ארה"ב 79.9% ממניות AIG (Ferguson & Johnson, 2009). בחודשים שלאחר מכן, צמח גובה הסיוע הממשלתי ל-AIG לסכום של 200 מיליארד דולר בקירוב (Brunnermeier, 2009). בחודש מרץ 2010 מכרה AIG שתי חברות בנות, על מנת לשלם לממשל 51 מיליארד דולר מהחוב שלה.

על אף החשש שנפילת AIG תוביל לקריסה של המערכת הפיננסית, גודל האפקט שהיה עלול להיות כתוצאה מפשיטת רגל של החברה אינו ידוע לחלוטין (Murphy, 2009). עקב גודלה של AIG, נתח ההשקעות העצום שלה והעובדה שהשוק חווה כבר טלטלות רבות, הממשל האמריקאי לא היה מוכן להסתכן בנפילתה של חברה נוספת (Sjostrom & Hall, 2009).

כיום חברת הביטוח AIG נסחרת סביב \$ 48 למניה ושווי השוק שלה 32 מיליארד \$ לאחרונה הודיעה AIG כי הגיעה להסכם עם האוצר האמריקני לגבי תוכנית להחזרת כספי החילוץ לאוצר והורדת אחזקותיו בחברה. AIG ציינה כי תשתמש בכספים שקיבלה ממכירת חטיבות בחו"ל, כ-27 מיליארד דולר, על מנת לסגור התחייבויות לממשל במסגרת קו האשראי שניתן לה ואשר מנע את קריסתה בתקופת המשבר הפיננסי הגדול. (ביזפורטל, 09.12.10, נדלה מ-
<http://wallstreet.bizportal.co.il/articles.php?id=13239>)

3.2 חילוץ AIG - חקירה תועלתנית

התועלתנות הינה תורת מוסר אמפירית, אשר באה לבחון את מעשי האדם על פי מידת התועלת והאושר הכללי אשר צומחות מן המעשה. תורת מוסר זו הוצגה לראשונה על ידי ג'רמי בנתיים, אך פותחה בעיקר על ידי הפילוסוף האמפיריציסט האנגלי ג'ון סטיו ארט מיל. כיום המוסר התועלתני בא לידי ביטוי בכלכלה המודרנית, במיוחד בשיקולים בהם מבקשים להשוות בין העלות מחד והתועלת מאידך (Liedman, 1989; Wilk & Cliggett, 2007).

התועלתנות בוחנת את המשמעות והמוסריות של פעולה מסוימת על פי תוצא ות אותה פעולה ולא על פי הכוונה לשמה נעשתה. העיקרון על פיו נבחנת תוצאתו של כל מעשה הוא עקרון האושר המרבי. קרי, את הצדק והמוסריות של מעשה יש לשפוט על-פי תרומתו להגברת כלל האושר האנושי ולצמצום מצוקת האדם. תקפותו המוסרית של חוק או כלל מותנים בשיקולים אלו בלבד, ושום דבר אחר אינו בעל חשיבות מוסרית - לא מסורת, לא מצפון ולא אמונה. מעשה עשוי לעמוד בקריטריונים המוסריים ולהיחשב מוסרי, על אף שהוא עלול לגרום להרס ולייסורים מחושבים. הקריטריון היחיד הוא ההנאה והתרומה לאושר.

יחד עם זאת, ככל שההנאות הן פחות חומריות ויותר מופשטות ואבסטרקטיות, הן ייחשבו להנאות נעלות יותר (Mill, Bentham, & Ryan, 1987), וכי התועלת צריכה להיות מובנת במובנה הרחב ביותר, וככזו החותרת לקדמה (Mill & Alexander, 1999).

כאשר באים לבדוק האם ניתן להצדיק מבחינה מוסרית חילוץ חברה בסדר גודל של AIG, חשוב להכיר את הסיבה הרשמית בגינה חילצה ממשלת ארצות הברית את החברה בהודעה הרשמית של הבנק הפדראלי מתאריך 16 לספטמבר 2008, נכתב:

"המועצה קבעה כי תחת הנסיבות הקיימות, כשל לא מוסדר של AIG עלול להחמיר את מצבו הפגיע כבר של השוק הפיננסי, ולהוביל לעלייה משמעותית בעלויות מימון, ירידה בעושר משקי הבית, ולביצועים כלכליים חלשים בהרבה. מטרת המימון היא לסייע ל-AIG לעמוד בהתחייבויותיה במועדן. הלוואה זו תאפשר קיום תהליך שבו AIG תמכור כמה מעסקיה בצורה מסודרת, ותפחית ככל האפשר את השיבושים לכלכלה כולה... עניינם של משלמי המסים מוגן על ידי תנאי הלוואה"¹.

¹ "The Board determined that, in current circumstances, a disorderly failure of AIG could add to already significant levels of financial market fragility and lead to substantially higher borrowing costs, reduced household wealth, and materially weaker economic performance. The purpose of this liquidity facility is to assist AIG in meeting its obligations as they come due. This loan will facilitate a process under which AIG will sell certain of its businesses in an orderly manner, with the least possible disruption to the overall economy... The interests of taxpayers are protected by key terms of the loan".

כפי שהוזכר לעיל, על פי תפיסת התועלתנות של מיל ובנת'הם, יש להעריך את המעשה אך ורק על פי תוצאותיו, כאשר המניע אינו חשוב. תפיסה מוסרית זו מתבססת כאמור על "עיקרון האושר המרבי", לא של היחיד אלא של כלל החברה. באופן פשטני זה, ניתן לומר שפעולת החילוץ של AIG ניתנת להצדקה בקלות על ידי התפיסה התועלתנית: משלמי המיסים מוגנים, AIG ניצלת, השוק הפיננסי והפנסיוני לא סובלים מנזקים נוספים וממשלת ארה"ב מקבלת נתח ניכר מנכסי AIG, ולמעשה הופכת להיות בעלת השליטה העיקרית בחברה. אמנם בעלי המניות של AIG כבעלי עניין סובלים מהפסד, אולם כיוון שמדובר במיעוט בלבד, עקרון האושר המרבי אינו נפגע.

אולם, במבט נוסף, עולות מספר סוגיות חשובות ההופכות את התמונה למורכבת יותר. לפיכך, בעבודה זו אבקש להתייחס לארבע הנקודות המרכזיות הבאות:

1. סוגיית התועלת - על מנת שניתן יהיה לגבש עמדה מוסרית לגבי מעשה מסוים,

דרושה לנו מדידה אובייקטיבית של עלויות ותועלות. עולה השאלה כיצד מוגדרת התועלת הנובעת מהחילוץ, מי מגדיר אותה, והאם ניתן לחזות אותה.

2. טובת היחיד מול טובת הכלל - על פי עיקרון זה, היחיד נדרש לוותר על טובתו

האישית לטובת הכלל. עולה השאלה האם חילוץ AIG מתבסס על עיקרון זה, או שמא טובת היחיד (או מספר אנשים) עמדה בפני מקבלי ההחלטות.

3. הכלל והחברה - סוגיה נוספת אליה אנו נדרשים להתייחס, היא האופן שבו

מוגדר הכלל או החברה: מה הם תחומי החברה אליה התייחסה ממשלת ארצות בהחלטתה, והאם היא נדרשת להתייחס לתושביה בלבד, או לכלל בני האדם.

4. צדק חברתי - נשאלת השאלה, האם חילוץ AIG פוגע בצדק החברתי והאם

המעשה שנעשה אינו פוגע בכללי המוסר ובעקרונות עליהן מושתתת החברה. במלים אחרות - האם האלטרנטיבה שנבחרה יצרה דיפרנציאציה באושר החברתי, והאם היא פגעה בכללים המבטיחים את האושר של כלל החברה.

אני בדעה כי ארבעת הנושאים לעיל, מצביעים על הקשר המורכב שבין התפיסה

התועלתנית לבין חילוצה של חברה ציבורית דוגמת AIG. ואפרטם אחד לאחד:

3.2.1 חילוץ AIG - שאלה התועלת

כפי שהוזכר לעיל, כאשר אנו באים לבחון את התועלת של מעשה מסוים ולגבש עמדה מוסרית לגביו על פי עקרונות הגישה התועלתנית, אנו נדרשים ראשית להגדיר מהי התועלת, האם יש הסכמה על הגדרה זו, והאם ניתן לחזות אותה.

עבור מיל ובנתהים, התועלת משמעה אושר - מעשה הינו תועלתני במידה שבה הוא מוביל לאושר. זהו עיקרון האושר המירבי. אולם אושר הינו דבר סובייקטיבי לחלוטין, אשר קשה לבדוק אותו בצורה אמפירית ואובייקטיבית (Kahneman & Krueger, 2007; Johns & Ormerod, 2007). על פי האופן שבו הממשל נימק את חילוץ AIG, ניתן לומר כי התועלת ה מרכזית הנובעת מהמענקים והסיוע אשר ניתנו ל- AIG היא קודם כל כלכלית: "כשל לא מוסדר של AIG עלול להחמיר את מצבו הפגיע כבר של השוק הפיננסי, ולהוביל לעלייה משמעותית בעלויות מימון, ירידה בעושר של משקי הבית ובעלי המניות, ולביצועים כלכליים חלשים בהרבה". לפיכך, ניתן לומר שהבנק הפדראלי פעל לפי העיקרון העממי שבו אושר שווה לעושר.

מחקרים רבים אמנם מקשרים בין כסף לאושר (Johnson & Oswald, 2007; Gardner & Oswald, 2007), אך יחד עם זאת הדבר עדיין אינו ברור דיו, ויש מחקרים הסותרים קשר זה (Baucells & Sarin, 2008). בנוסף, מקבלי ההחלטות שהמליצו ותמכו בסיוע הממשל ל- AIG, הינם אנשים מעולם הפיננסים, אשר מתייחסים לעושר כמדד מהימן לאושר. לאור זאת, ניתן לומר כי האופן האופרציונלי- אמפירי שדרכו נבחנה הסוגיה, צמצמה באופן משמעותי את היכולת לבחון את האושר - ועל כן גם את המעשה התועלתני - אל תוך מסגרת פיננסית בלבד. הגדרת האושר וההנאה כהגברת העושר, נוגדת במובנים רבים את תפיסתו של מיל, אשר ראה בהנאות החומריות דבר משני על פני ההנאות הרוחניות-מושכלות.

בנוסף, קיים קושי לחזות את האפקט שיש לסיוע שנתן הממשל לארצות הברית, ועוד יותר מכך את האפקט שהיה מתרחש ללא סיוע. כפי שהוזכר לעיל, מחקרים מתקשים לחזות את שהיה קורה אילו הייתה AIG פושטת רגל (Murphy, 2009). כאשר מחברים לכך את ההשפעה האדירה של אנשי מגזר הפיננסים - אשר להם היה אינטרס להציג תמונה קטסטרופאלית - על מקבלי ההחלטות, עולה תמונה כי ייתכן וחילוץ של AIG אינו היה הדבר התועלתני ביותר עבור כלל החברה, אלא נבע מלחץ של מגזר מסוים.

כמו-כן, למרות שחברות רבות נפלו ופשטו רגל, אנו עדים לכך שבזמן מהיר יחסית - ללא ההתמוטטות הסוציו-תרבותית שהתרחשה ב משבר של 1929 - הצליח המשק להתייצב, ורוב המומחים מצביעים על סיום המשבר. עולה השאלה האם באמת נפילת AIG הייתה יוצרת משבר ממנו אין חזרה.

דוגמא נוספת לבעייתיות בבחינת התועלת אשר הופקה מהסיוע ל- AIG ניתן למצוא בתהליך החילוץ הראשוני של החברה. בתחילה הועמד אשראי נויל בסך של 85 מיליארד דולר, אולם אשראי זה לבדו לא היה מספיק, והממשל נאלץ לתחוב ידו עמוק יותר לכיס. במלים אחרות, החילוץ הראשוני של AIG לא הוביל לשום תועלת. להיפך - הוא "חייב" את הממשל להמשיך לסייע ל-AIG, על מנת שלא להפסיד את הכספים שהושקעו (Street & Street, 2006). בנוסף, למרות שמשרד האוצר האמריקאי פרסם תוכניות ל רגולציה מסוימת על המגזר הפיננסי,

נדמה כי לא יכול להבטיח כי אותם הימורים פיננסיים שהובילו את AIG לקריסה מלכתחילה, לא יישנו ולא יחזרו על עצמם (Johnson, 2009), וכי ייקח זמן עד שחוקי רגולציה כאלו ייושמו (Crotty, D'Arista, Epstein, & Taub, 2010).

לסיכום, עולה השאלה האם חילוץ חברה במשבר העולמי אכן ענה על עיקרון האושר המרבי, או שמא היה זה תועלתני עבור מגזר מסוים, אשר האינטרסים שלו אשר אינם בהכרח תואמים לאלו של כלל החברה. על מנת לנסות ולברר שאלה זו, יש אכן לבדוק מי זוכה באושר בעקבות חילוץ של AIG.

3.2.2 חילוץ AIG - היחיד מול הכלל

עקרון משמעותי נוסף הנגזר מתורת המוסר התועלתנית, ואשר קשור במידה רבה לעיקרון האושר המרבי נוגע בטובת היחיד מול טובת הכלל. על פי תורת מוסר זו, נדרש היחיד לוותר על טובתו האישית לטובת הכלל.

בחילוץ של AIG, ובחילוץ של חברות אחרות, הושקעו מאות מיליארדי דולרים. הפרדוקס הוא, שעל מנת להגביר את העושר והאושר, נדרשה ממשלת ארצות הברית להזרים סכומי כסף אסטרונומיים. כספים אלו היו למעשה כספי משלם המסים. וכך, נדרשה החברה לוותר על עושר בכדי לאפשר עושר ל-AIG ולמגזר הפיננסי. במלים אחרות, רוב הציבור מאבד הנאה, לטובת בודדים. לדוגמא, חלק מהטענות כנגד הממשל היה כי במהלך המשבר הוא דאגה שלא לפגוע באינטרסים של המוסדות הפיננסיים, או להטיל ספק במבנה הבסיסי של המערכת הפיננסית שהובילה להיווצרותו (Johnson, 2009; Murphy, 2009; Sikka, 2009). כאשר לוקחים בחשבון את הקשר ההדוק בין צמרת מקבלי ההחלטות במגזר הפיננסי לשלטון כפי שתואר לעיל, עולה החשש כי מערכת השיקולים של הממשל, לא הייתה חפה לחלוטין מאינטרסים זרים.

בנוסף, ל-AIG היו מעל ל-30 מיליון בעלי מניות, ונפילת החברה הייתה מובילה לאובדן העושר שלהם. יחד עם זאת, בעלי מניות אלו זכו ליהנות מדיווידנדים ורווחים בשנים המוצלחות של AIG (אשר נעו סביב 4 דולרים למניה בשמונת הרבעונים קודם למשבר. אמנם זכום זה אינו משתווה למחיקת השווי של ניירות הערך, אך כאשר מתחשבים בעיקרון האושר המרבי, וכאשר לוקחים בחשבון כי גם לאחר החילוץ קרסה מניית AIG מרמה של 1,186 דולר (ינואר 2008) לרמה של 40 דולר (ינואר 2010), ניתן לראות כי נפילת AIG פוגעת רק בחלק קטן מהציבור.

אחד הנימוקים המרכזיים של הממשל האמריקאי לחילוץ החברה קשור למעורבות הרבה של AIG בכל הקשור לביטוחי חברות, קרנות הפנסיה וביטוחי החיים. בשנת 2008 היו ל-AIG

פוליסות ביטוח של מאות אלפי חברות בארצות הברית בלבד , ולמעלה משלושים מיליון איש החזיקו במניות החברה (Sjostrom & Hall, 2009). זאת ועוד , החטיבה הגדולה ביותר של AIG עסקה בביטוחי חיים וקרנות פנסיה - בכל אחת מהשנים 2005-2007 הכניסה AIG כ-50 מיליארד דולר מביטוחי חיים ופנסיה . המשמעות היא שחלק גדול מהציבור בארצות הברית ובעולם כולו היה יכול לאבד את כספו במידה ו- AIG הייתה קורסת . יחד עם זאת , טענה זו היא מוגבלת בחשיבותה כיוון שחוקי הביטוח והרגולציה על הביטוח בארצות הברית היו מונעים מ-AIG גישה לכספי קרנות הפנסיה (Sjostrom & Hall, 2009).

אולם הסאגה אינה מסתיימת בזאת . במידה וכך היה הדבר , סביר היה כי הממשל - אשר תלוי באזרח הפשוט כדי להיבחר מחדש (מערכת הבחירות האחרונה בארצות הברית , אשר הסתיימה במפלת המפלגה הרפובליקנית ועליית המפלגה הדמוקרטית, סבבה סביב הכלכלה) - לא היה אף לסייע לענקית הביטוח הקורסת ואף לא לשאר המוסדות הפיננסיים . לאור הביקורת שהועלתה בשורות לעיל על מתן הסיוע , עשוי מגזר הפיננסיים לטעון שתי טענות מרכזיות . ראשית, רוב כספי המסים המגיעים לממשל הם לא מהאזרח הפשוט כי אם מחברות עסקיות . כאשר מגזר הפיננסיים ו-AIG הרוויחו כספים , נהנה הממשל מעלייה בכספי המסים בזכות חברות אלו , ולכן יהיה זה הוגן לסייע למגזר הפיננסיים השוקע . שנית, נפילת מגזר הפיננסיים עלולה להוביל להפסד כספים של האזרח הפשוט - ירידה בערך איגרות חוב, ניירות ערך, קרנות פנסיה וכדומה, כמו גם אובדן מקומות עבוד ה רבים . לפיכך, סיוע ל-AIG, ובאופן עקיף גם לשאר מגזר הפיננסיים , כן אמור להגביר את האושר והעושר לכלל.

3.2.3 חילוץ AIG - הכלל מול החברה

כאשר באים לבחון את חילוצה של חברה בסדר גודל של AIG מתוך הפרספקטיבה של תועלתנות מוסרית, אנו נדרשים לשאלה נוספת . בהנחה שממשלת ארצות הברית אכן ראתה את הנימוק התועלתני לנגד עיניה , עליה היה לפעול למען תועלתו של הציבור . עולה השאלה האושר של איזו הציבור או חברה (Society) עמדו לנגד עיניהם של מקבלי ההחלטות בממשל . לכאורה, התשובה ברורה מאליה - ממשלת ארצות הברית נבחרה על ידי אזרחי המדינה, על מנת לשרת היטב את בני עמה.

אולם, יש לזכור שמאז מלחמת העולם הראשונה , ובמיוחד מתקופת המלחמה הקרה , רואה ארצות הברית את עצמה כמנהיגת העולם החופשי (Barkin, 1959; Sparke, 2007). ככזה, על הממשל האמריקאי מוטלת חובה לדאוג לרווחת הציבור גם מעבר לגבולות ארצות הברית . ניתן היה לפטור את הממשל האמריקאי מאחריות כה רבה כאשר זוכרים שבסופו של דבר אכן מדובר בממשל שנועד לשרת את האינטרסים האמריקאיים. יחד עם זאת, יש לזכור כי וול-סטריט

ושוק ההון כבר מזמן אינם נחלתם של אמריקאים בלבד . חלק גדול מהמשקיעים בשוק ההון , ובמיוחד בחברה רב- לאומית דוגמת AIG, אינם אזרחי ארצות הברית . בנוסף, כיוון שכיום כלכלותיהן של מדינות קשורות זו בזו, משבר בשוק האמריקאי יוביל בהכרח למשבר כלל עולמי.

על פי מערכת שיקולים זו , נראה היה שהאינטרס של הממשל היה לדאוג לרווחת כל הציבור, ולא רק לאזרחי ארצות הברית. נדמה שבמובן מסוים, אכן זה מה שקרה - חילוץ חברות אמריקאיות על ידי הממשל יבוא לידי ביטוי באמצעות המיסים שמשלם האזרח האמריקאי, בעוד אזרחי מדינות אחרות - אשר גם הם יכולים להיפגע מהמשבר הכלכלי - זוכים מן ההפקר.

3.2.4 חילוץ AIG - צדק חברתי

אחת הביקורות המרכזיות כנגד התפיסה התועלתנית נוגעת לשאלת חלוקת העושר . לדעת מבקרים אלו, מוסר תועלתני מתעלם מהשאלה מי זוכה באושר , ובמצב עניינים זה אין זה משנה אם קבוצה מסוימת זוכה באושר רב , וקבוצה אחרת בעושר מועט . כאשר מנסים לכמת את האושר במונחים כלכליים , ניתן לומר כי הביקורת נגד התועלתנות מתבססת על ההנחה כי לעני תווסף מעט עושר , ואילו לעשיר יתווסף עושר רב . באופן זה פערי העושר והאושר בחברה רק יגדלו. תשובתם של התועלתנים לביקורת זו מתבססת על ההנחה כי היחס בין אושר לעושר אינו ליניארי - תוספת עושר לעני מובילה לתוספת אושר גדולה , ואילו תוספת עושר לעשיר כמעט ולא מובילה לעלייה באושרו.

כאשר מתייחסים לחילוצה של AIG, נשאלת השאלה האם חילוץ שכזה פוגע בצדק החברתי ובעקרונות עליהן מושתתת החברה . כלומר, האם חילוצה של AIG הוביל לדיפרנציאציה באושר החברתי ולהעמקת הפערים בחברה.

כאמור, עד נפילתה, גרפה AIG רווחים של מיליארדי דולרים . בתחילת 2008 דיווחה AIG על רווחים של 6.2 מיליארד דולר, ושווי המניה שלה היה 1,186 דולר. רוב רווחים אלו חולקו לבעלי המניות, ולמנהלי החברה, אשר זכו לבונוסים ומענקים שמנים במיוחד (Karnitschnig, 2009; Solomon, Plevin, & Hilsenrath, 2008; Sjostrom & Hall, 2009). כלומר, רק נתח קטן של הציבור זכה ליהנות מרווחי AIG. כאשר החברה קרסה, עם הפסדים של קרוב ל-100 מיליארד דולר ושווי מניה של 40 דולר, ביצע הממשל האמריקאי חילוץ במספר שלבים. אל החילוץ הראשון של AIG, שכלל תנאים טובים למדי עבור משלם המסים, היתוספו שלושה חילוצים נוספים שהתנאים שלהם היו ידידותיים יותר כלפי AIG (Sjostrom & Hall, 2009; Williams, 2009).

חילוץ של AIG באמצעות הון ממשלתי המגיע מכספי משלם המיסים , יצר מצב שבו הסיכונים המיותרים שמנהלי AIG לקחו, התחלקו בקרב כל הציבור . לעומת זאת, כאשר אותם סיכונים הובילו רווחים, רק קבוצה קטנה זכתה בהם.

אולם, גם אם נתעלם מההוגנות כלפי משלם המיסים, יש הטוענים כי הגישה הרכה אותה נקט הממשל כלפי החברות אותן חילץ הינו בעייתי מסיבה אחרת - גישה שכזו אינה מסוגלת לשנות את דפוסי ההתנהגות של המגזר הפיננסי . המגזר הפיננסי רגיל לעשות עסקים בתנאים שלו, לטובתו ולטובת בעלי ההון ומקבלי ההחלטות העומדים בראש הפירמידה . אחת הדוגמאות הבולטות לכך היא החלטת AIG להעניק בונוסים למנהליה בסך מאות מיליוני דולרים , זמן קצר לאחר שהחברה עמדה לפני פשיטת רגל (Andrews & Baker, 2009).

בחברה קפיטליסטית-תחרותית המקדשת את הרעיון של עשיית כסף , היה ניתן להסיק בקלות שהאינטרסים של מגזר הפיננסי הם האינטרסים של המדינה כולה . אולם נדמה כי האינטרסים של מגזר הפיננסי אינם כה רחבים . נדמה שחילוץ AIG יצר מצב שבו קיימת קבוצה קטנה של בעלי הון שמרוויחים הרבה , אך יש קבוצה אחרת - רחבה הרבה יותר - אשר כמעט ואינה מרוויחה דבר.

3.2.5 חקירה תועלתנית - סיכום

מהסעיפים לעיל , ניתן להסיק כי למרות שבמבט ראשוני חילוץ של AIG עומד בקריטריון המוסר התועלתני , התמונה מורכבת יותר . ראשית, עדיין לא ברור האם אושר שווה לעושר (Baucells & Sarin, 2008), וגם מחקרים המבקשים לכמת את האושר האנושי במונחים של כסף, אינם מציעים קשר וברור (Gardner & Oswald, 2007; Johnson & Krueger, 2006). אולם, לטעמי הסוגיה הבעייתית ביותר בחילוץ AIG (וחברות דומות לה שחולצו על ידי הממשל האמריקאי במהלך המשבר בכלכלי) מפרספקטיבה תועלתנית קשורה לדיפרנציאציה של התועלת - כלומר, העושר והאושר אינם מתחלקים באופן שווה (Phillips, 2002, 2003).

מרבית המחקרים העוסקים בחילוצי חברות יוצאים מתוך נקודת מבט תועלתנית , (DesJardins, 1998) טוענים כי חילוצי חברות נדרשים על מנת למנוע את הידרדרות המצב. יחד עם זאת, מאמרים אלו מתמקדים במי שמושפע באופן ישיר - קרי בבעלי ההון (McGee, 2008; Vaugirard, 2007), אך מתעלמים מהציבור הרחב שאינו מושפע ישירות ובאופן מיידי (McGee, 2008). הבעיה היא שנטל החילוץ נופל על שכבה רחבה של אנשים , בעוד אלו שאחראים למצב AIG, כמעט ואינם מפסידים דבר - גם מנהלים שפוטרו , זכו למענקים ו "מצנחי זהב" בשווי מיליוני דולרים. דוגמא לכך היא פרופ' יעקב פרנקל נגיד בנק ישראל לשעבר, אשר שימש סגן יו"ר

לענייני אסטרטגיה ב-AIG במהלך המשבר הכלכלי. למרות קריסת החברה מונה לאחר זמן קצר ליו"ר ג'י פי מורגן צ'ייס אינטרנשיונל.

דרך נוספת לבחון את הבעייתיות בחילוץ מפרספקטיבה תועלתנית, קשורה אף היא לנימוק הצדק החברתי. על פי כלכלנים תועלתנים, ניתן להצדיק מצב בו לעשיר יתווסף הרבה עושר ואילו לעני יתווסף מעט עושר, על פי עקרון התועלת השולית הפוחתת - תוספת כסף לעניים מגדילה את האושר הרבה יותר בהשוואה לתוספת כסף לעשירים שמגדילה את האושר במידה מועטה. במילים אחרות, כלכלנים אלו, טוענים כי שינוי קל במצבו הכספי של העני יוביל לשינוי גדול באושר, ואילו שינוי קל במצבו הכספי של העשיר יוביל לשינוי מזערי באושר.

אולם, במשבר הנוכחי, חילוץ AIG נועד לא בכדי להגדיל את העושר אלא כדי להקטין את ההפסד. לפיכך, ועל פי עקרון התועלת השולית הפוחתת, הפסד כסף לעני (על ידי הגדלת המסים למשל) יוביל להפחתה משמעותית יותר באושר, בהשוואה לעשיר. כמו-כן, על מנת להתמודד עם הכספים הרבים שהממשל נאלץ להזרים לחברות הציבוריות, מכרה ארצות הברית אגרות חוב למדינות זרות - בעיקר לסין - אך גם ליפן ולמדינות המפרץ הפרסי (Cecchetti, 2008; Weiss, et al., 2008; Godement, 2010; 2009; 2008a). כתוצאה מכך, ניתן לומר כי ממשלת ארצות הברית משעבדת את כספי האזרחים לטובת מדינות זרות.

זאת ועוד, כאשר הממשל נדרש להוציא סכומי כסף אדירים על מנת לסייע לחברות ציבוריות, הדבר בא על חשבון הוצאות אחרות - רווחה, חינוך, שיפור תשתיות, ייצור מקומות עבודה וכדומה. הוצאות אלו נועדו לסייע בעיקר לאוכלוסיות מהמעמד הבינוני-נמוך, ופגיעה בתחומים אלו, תוביל לפגיעה באושר של נתח רחב מן האוכלוסייה.

בעלי העניין המרכזיים, והנזק/תועלת הצפויים מחילוץ/ אי חילוץ של AIG:

בעלי עניין	נזק/תועלת ללא חילוץ	נזק/תועלת בעקבות החילוץ
משלמי המיסים	לא ברור לחלוטין. ייתכן ולטווח הקצר היו נרשמות ירידות ברווחי הממשל וכפועל יוצא גם בהשקעה ברווחה ובתשתיות לציבור.	הפניית חלק מהמסים לחילוץ חברות במקום ליצירת מקומות עבודה, השקעה בחינוך ברווחה ובתעשייה.
בעלי מניות	הפסד של כ-96% (שווי מניית AIG הגיע ל-40 \$ לאחר המשבר).	שמירת המניות (אם כי בשווי נמוך מרמות השיא של המניה), תוך אופציה לעליית המנייה בשנים הקרובות.
מנהלי החברה	קריסת החברה, אובדן מקומות העבודה ללא יכולת לקבל "מצנחי זהב" או תנאי פרישה מיטיבים.	שמירת מקום העבודה בחלק מהמקרים, זכאות לבונוסים והטבות שכר, אם כי ברמה נמוכה יותר בהשוואה ל-2005-2007.

<p>הגדלת החוב הלאומי , השקעת כספים לחילוץ ה חברות, מכירת אגרות חוב למדינות זרות . בנוסף, אובדן האמון של הציבור בממשל , והחלפת הממשל הרפובליקני.</p> <p>יתכן ולטווח ארוך תרוויח מזה כשכספי ההלוואות יחזרו במלואם וכספי המיסים ימשיכו לזרום לקופת הממשלה.</p>	<p>אובדן מסים כתוצאה מנפילת החברה וקריסה כלכלית הנובעת בעקבות כך (מיתון, אבטלה וכו.).</p>	<p>הממשל</p>
<p>השפעה מינימאלית כיוון שכספי הפנסיה היו מוגנים ע"י חוקי הביטוח האמריקאי</p>	<p>השפעה מינימאלית כיוון שכספי הפנסיה היו מוגנים ע"י חוקי הביטוח האמריקאי</p>	<p>המשקיע לטווח ארוך- פנסיה</p>

3.3 חילוץ AIG - חקירה דאונטולוגית

דאונטולוגיה היא תורת מוסר הגורסת - בניגוד לגישה התועלתנית - כי לפעולות מסוימות ישנו ערך מוסרי חיובי או שלילי לכך שעצמן, ללא תלות בערך המוסרי החיובי או השלילי של תוצאותיהן. נובע מגישה זו, כי המטרה (התוצאה) אינה מצדיקה את האמצעים להשגתה, וכי אלו אמורים להיבחן בנפרד.

ההוגה המרכזי ביותר באתיקה הדאונטולוגית הוא ככל הנראה עמנואל קאנט. על פיו, ישנן פעולות אשר הינן בלתי מוסריות כיוון שאינן תואמות את מעמדו של עושה המעשים - האדם - כיצור חופשי ורציונאלי. קאנט ניסח את הצו הקטגורי (Kant, 2008) המופיע במספר ניסוחים שונים, ואשר דורש מהאדם התבוני לתפוס את פעולותיו באופן אוניברסאלי, ולהפוך את מעשיו לחוק כללי: **"עשה מעשיך רק על פי אותו הכלל המעשי אשר, בקבלך אותו, תוכל לרצות גם כן כי יהיה לחוק כללי"**. עיקרון זה מוביל לתורת מוסר המתבססת על חובות וזכויות. הזכות מבטאת הכרה באינטרס מסוים של האדם וב אפשרות לפעול למען מימוש אינטרס זה, תוך הגנה מפני פגיעת אחרים. החובה דורשת מהאדם לקיים את הזכות. במובן זה מדובר במושגים משלימים, כאשר כל זכות יוצרת חובה וההיפך.

לפיכך, בבואנו לחקור את הנימוקים הדאונטולוגיים האפשריים לחילוץ AIG על ידי ממשלת ארצות הברית, יש חשיבות מרובה ליצור הבחנה בין הרצון (או כוונה) לבין התוצאות של מעשה מסוים. תפיסת המוסר הקנטיאנית גורסת כי הרצון והכוונה הם המושאים לשיפוט מוסרי, ולא התוצאות (Broome, 1992; Peil, 2009) ועל כן, כאשר מנסים לבחון את חילוצה של AIG מפרספקטיבה קאנטיאנית, עלינו לחקור את המניעים לפעולה מסוימת, תוך התעלמות מהתוצאות והתועלת של המהלך דה-פקטו (Etzioni, 1990). במובן זה, ניתן לטעון שבעוד

שהמוסר התועלתני מספק לנו פרספקטיבה רטרואקטיבית (האם פעולה שהתבצעה בעבר היא מוסרית על פי תוצאותיה), התפיסה הדאונטולוגית מאפשרת לבחון את המוסר מבחינה פרוספקטיבית (האם פעולה מסוימת שתתבצע תהיה מוסרית).

כאשר בוחנים באופן יותר ספציפי את חילוצה של AIG, כדאי לשוב ולהיזכר בנימוק הרשמי של הבנק הפדראלי לחילוץ:

"...כשל לא מוסדר של AIG עלול להחמיר את מצבו הפגיע כבר של השוק הפיננסי, ולהוביל לעלייה משמעותית בעלויות מימון, ירידה בעושר משקי הבית, ולביצועים כלכליים חלשים בהרבה. מטרת המימון היא לסייע ל-AIG לעמוד בהתחייבויותיה במועדן. הלואה זו תאפשר קיום תהליך שבו AIG תמכור כמה מעסקיה בצורה מסודרת, ותפחית ככל האפשר את השיבושים לכלכלה כולה..."

בהודעה שיצאה לתקשורת, נדמה כי עיקר ההתייחסות היא לעתיד לבוא, במידה וחילוץ כזה לא יוגש ל-AIG. יחד עם זאת, בהודעה ניתן משקל כבד לתוצאות העתידיות ולתועלת שאמור להביא החילוץ. כלומר, מלשון ההודעה, נדמה כי השיקול המרכזי שעמד בפני משרד האוצר היה השיקול התועלתני. יחד עם זאת, ולאור העובדה כי בסעיפים לעיל ניתן היה לראות כי קשה להצדיק את חילוץ AIG באמצעות נימוקים תועלתניים, אבקש לבחון בשורות הבאות שלוש נקודות מרכזיות העולות מתוך תפיסת המוסר הדאונטולוגית.

- 1. החוק הכללי-** הציווי הקטגורי של קאנט טוען כי על מעשה הינו מוסרי רק במידה ומי שעושה זאת מוכן יהיה שהדבר יהפוך לחוק כללי (Kant, 2008). מבחינה זו, נשאלת השאלה האם חילוץ AIG על ידי הממשל האמריקאי יכול להיכנס לתוך אותו חוק כללי.
- 2. סוגיית התכלית-** קאנט גורס כי הציווי הקטגורי מכריח את הפרט להתייחס לעצמו ולאחר בתור תכלית ולא כאמצעי. השאלה העולה במקרה שלפנינו היא האם בחילוץ AIG הייתה התייחסות לפרטים מסוימים בתור אמצעי.
- 3. השיקול הרציונאלי-** להבדיל מהאסתטיקה הקאנטיאנית, נקודת המוצא של הדאונטולוגיה היא שהחלטה על ביצוע או אי ביצוע פעולה מסוימת מסתמכת על ההנחה שהשיקולים הנלקחים בחשבון הם רציונאליים בלבד. נשאלת השאלה, האם ניתן להניח שזוהי הייתה דרך קבלת ההחלטות גם במקרה של חילוץ AIG.

אבחן את הסוגיות אחד לאחד:

3.3.1 חילוץ AIG - החוק הכללי

אם ניתן לזקק את תורת המוסר הקאנטיאנית למשפט אחד, יהיה זה הציווי הקטגורי: "עשה מעשיך רק על פי אותו הכלל המעשי אשר, בקבלך אותו, תוכל לרצות גם כן כי יהיה לחו ק כללי" (Kant, 2008). על פי ציווי זה, חוקי המוסר שאדם צריך לפעול על פיהם, צריכים להיות אוניברסאליים וכאלה שכל בני האדם ירצו לקיים. יחד עם זאת, חשוב להבין את ההבדל בין הכלל המעשי לבין החוק הכללי - באופן כללי, הכלל המעשי מתייחס לפעולה הפרטיקולארית של אינדיבידואל, בעוד החוק הכללי הופך את המקרה הפרטיקולארי והספציפי לדפוס כללי ורחב יותר הנכון באופן בלתי תלוי בנסיבות.

אם נבקש להחיל את הציווי הקטגורי על המקרה בו אנו עוסקים, ניתן לומר כי ניתן לחלץ את AIG רק במידה והיינו רוצים לחלץ חברות ציבוריות כאשר הן מצויות בקשיים כספיים. על פי קאנט, במידה ואנו מאמינים כי כאשר חברה ציבורית מגיעה לסכנת פשיטת רגל יש לסייע לה מבחינה כספית, או אז חילוץ AIG ניתן להצדקה מבחינה מוסרית.

כאשר מבינים את הציווי הקטגורי באופן זה, קשה יהיה להצדיק את עמדת הממשל האמריקאי בנוגע לחילוץ AIG מסיבה אחת פשוטה - על אף שהממשל בחר לסייע למספר חברות, הוא בחר גם לא לסייע לחברות אחרות. בעוד שב-16 לספטמבר 2008 הודיע הממשל על החילוץ (הראשון) של AIG, הודעת ליהמן ברדר'ס על פשיטת רגל ביום אחד קודם לכן לא זכתה למענה של הממשל. סמיכות התאריכים אף עלולה להצביע כי נפילת ליהמן ברדר'ס סייעה לחילוץ AIG יותר מאשר לחילוץ של בנק ההשקעות הוותיק (Cochrane & Zingales, 2009; Sjostrom & Hall, 2009). לפיכך, חשוב לנסות ולהבין מדוע בחר הממשל בכל זאת לסייע ל-AIG ולהצילה מפשיטת רגל.

כאשר AIG הודיעה על הקשיים הפיננסיים בה היא מצויה (ספטמבר 2008), החשש הכבד היה שהחברה לא תהיה מסוגלת לשלם את חובותיה בשוק ה-CDS, דבר שהיה מוביל לנפילת שוק זה, ובחינה מחודשת של הביטחונות של חברות רבות מסיב לעולם, דבר שהיה מגדיל גם את החובות של חברות אלו, ומקטין את שוויין (Sjostrom & Hall, 2009). יחד עם זאת, קיימים ממצאים - אם כי חלקיים וספקולטיביים - הרומזים על כך כי במידה ו-AIG הייתה נופלת, ניתן היה לייצב את שוק ה-CDS באופן מהיר יחסית (Lin, 2009; Sjostrom & Hall, 2009).

נימוק אחר לחילוץ החברה יכול להינתן כאשר לוקחים את חשיבות מניות AIG בקרב

קרנות הפנסיה: כיוון ש מניות AIG היו כלולות בתוכניות הפנסיה של אזרחים רבים בארצות הברית, נפילה שלה הייתה יכולה להשפיע גם על האזרח הפשוט. בשנת 2005, הכניסה AIG 48,020 מיליארד דולר כתוצאה ממכירת ביטוח חיים וקרנות פנסיה, סכום שעלה בשנים 2006-2007 ל-50,878 מיליארד דולר ול-53,570 מיליארד דולר בהתאמה. יחד עם זאת, חשוב לציין כי

נימוק זה להצדקת הסיוע שניתן ל-AIG הינו מוגבל, לאור חוקי הביטוח אשר היו מונעים מ-AIG גישה לכספי קרנות הפנסיה (Sjostrom & Hall, 2009).

לאור האמור, נראה שכאשר חברה ציבורית נמצאת על סף פשיטת רגל, אשר עלולה להוביל למשבר כלכלי, אובדן מקומות עבודה, ולכדור שלג פיננסי, יהיה מוסרי לחלץ אותה. אולם, אחד הדברים החשובים בתיאוריית המוסר הקאנטיאנית היא שההתייחסות היא לאינדיבידואל ולא לחברות או ארגונים. לדידו של קאנט, האדם הוא מבצע הפעולה הוא זה שמושפע ממנה. השפעות על ארגונים או חברות מקבלים בפילוסופיית המוסר של חשיבות שולית אם בכלל. לפיכך, אולי נכון יותר יהיה לבדוק האם נכון יהיה לחלץ את האנשים שהובילו לקריסתה של AIG, והאם היינו רוצים שכאשר מנהלים, דירקטוריונים ובעלי הון מ בצעים טעויות בשיקול הדעת הפיננסי שלהם, יש לסייע ולחלץ אותם מהמשבר.

עד נפילתה גרפה AIG רווחים של מיליארדי דולרים - מעל 14 מיליארד דולר ב-2006 ומעל 6 מיליארד דולר ב-2007. רגולטורים, מחוקקים ואקדמאים הניחו כולם כי המנהלים של הבנקים האלה יודעים מה הם עושים: אחת הטענות כנגד AIG היא שרוב הרווחים של חטיבת המוצרים הפיננסיים של ה נבעו בעיקר על ידי מכירת ביטוח זול מדי על ניירות ערך מורכבים שהאדם הפשוט יתקשה להבינם (Johnson, 2009; Karnitschnig, et al., 2008). כתוצאה מכך, ממשלת ארצות הברית השקיעה במאמץ למנוע את קריסת החברה בכ-180 מיליארד דולר (Sjostrom & Hall, 2009), כדי לכסות הפסדים שמודל הסיכונים המתוחכם של AIG טען שאינם אפשריים בכלל (Johnson, 2009).

האם אנשים אלו, אשר גרפו הון כתוצאה מניצול הזדמנויות זכאים לסיוע כאשר הסיכונים שהם לוקחים מתבררים כשגויים? התשובה הקאנטיאנית לכך תהיה - ככל הנראה - לא. הפתרון שכלכלן דאונטולוגי היה מציע, היה כולל הגנה למשקיעים הקטנים, לבעלי המשכנתאות וקרנות הפנסיה, אך ללא מתן סיוע למנהלי החברה הקורסת. מבחינה זו, כלכלה המתבססת על יסודות דאונטולוגית היא כלכלה יותר הומניסטית השמה יותר דגש על רווחה (Etzioni, 1990; Lutz, Lux, & Etzioni, 1988), במקום על מקסום הרווחים (Broome, 1992).

3.3.2 חילוץ AIG - שאלת התכלית

הציווי הקטגורי, זכה למספר הגדרות על ידי קאנט עצמו. הפילוסוף הגרמני, אשר היה ידוע בנטייתו לדייק ובכתיבה המסודרת והממוקדת שלו, בחר להגדיר את אותו ציווי עצמו משלוש פרספקטיבות שונות, כיוון שכל אחת מהן נותנת דגש אחר למטאפיזיקה של המוסר הקנטיאני. את הניסוח הראשוני פגשנו בסעיף הקודם, אולם נראה שחשוב להתייחס גם למרכיבים נוספים,

כפי שהם מופיעים בגרסה הקרויה "האדם כתכלית": "עשה את כל פעולתך כך שהאנושות הן שבך הן שמישהו אחר תשמש לך גם כתכלית ולעולם לא כאמצעי בלבד" (Kant, 2008).

ניסוח הצו הקטגורי באופן זה מדגיש את הפן ההומניסטי בפילוסופיה הקאנטיאנית (Broome, 1992; Lutz, et al., 1988), ומתייחס אל האדם כתכלית ולא כאמצעי. לפי תפיסתו של קאנט כל יצור תבוני (כלומר בן אנוש) הוא בעל תכלית: האדם אינו ניתן להחלפה, לתבונה אין מחיר, וכי האדם הוא יצור היכול לבחור כיצד לפעול. במילים אחרות, הפילוסופיה הקאנטיאנית היא פילוסופיה של סובייקטים - על הפרט להכיר בסובייקטיביות ובתבונה של האחר, ולא להתייחס אליו בתור אובייקט.

לפיכך, עולה השאלה האם בחילוץ AIG הייתה התייחסות לאנשים כתכליות, או שמא השתמשו בהם בתור אמצעים להשגת מטרה. לדעתי, התשובה לכך היא ברורה: נראה כי בעלי ההון ומקבלי ההחלטות - הן ב-AIG והן בצמרת הממשל האמריקאי - התייחסו לציבור ולכספי הציבור בתור אמצעי.

מעבר האנשים מ וול-סטריט לושינגטון, הציב בעלי השקפת העולם של וול-סטריט בנקודות מפתח בממשל האמריקאי, והתחושה בקרב בכירי מגזר הפיננסים כי הם שולטים בהחלטות הכלכליות בארצות הברית (Johnson, 2009). אנשים אלו היו בעלי תפיסה קפיטליסטית המאפשרת למגזר הפרטי ובמיוחד לבעלי ההון ליהנות מהרווחים. אולם בכירי מגזר הפיננסים מייצגים נאמנה גם את הפילוסופיה התועלתנית (Lutz, et al., 1988; McGee, 2008) הפועלת למען הגדלת הרווח שניתן לצבור לכדי מקסימום.

כספי משלמי המיסים שימשו על ידי הממשל האמריקאי לסיוע לחברות כושלות, מבלי שלציבור הבוחרים תהיה אמירה בנושא, מבלי לפצות אותם על כך, ובתנאים אשר לעתים קרובות היו לטובת המוסדות הפיננסים ולרעת הציבור (Johnson, 2009; Phillips, 2002; Vaugirard, 2007).

3.3.3 חילוץ AIG - השיקול הרציונאלי

אחת הביקורות הבולטות כנגד האתיקה הקאנטיאנית, היא התייחסותו של קאנט לאדם כיצור רציונאלי ושקול, מודע לעצמו, אשר יכול להתעלם ממרכיבים לא רציונאליים. למעשה, קאנט היה מודע לכך שתפיסת המוסר שלו היא בעלת מרכיב אוטופי, ואף יצור אנושי לא מסוגל להתעלם לחלוטין מרגשות, תחושות, פחדים, רצונות ומאווים. זוהי ככל הנראה שקאנט כמעט ואינו מתייחס לבני אדם אלא ליצור התבוני. נראה כי קאנט מודע שלמרות שבאדם יש מרכיב תבוני, האדם הוא לא לחלוטין יצור תבוני.

עולה השאלה האם קבלת החלטות של הממשל בסיוע ל- AIG התבססה אך ורק על שיקולים רציונאליים ותבוניים, או שמא נכנסו למשוואה גם שיקולים רגשיים ואף פוליטיים. כאשר באים לבחון את התמודדות משרד האוצר האמריקאי עם המשבר הנוכחי, קשה לראות את המרכיב השקול והרציונאלי. כשמוסד פיננסי גדול נקלע לצרות, משרד האוצר והבנק הפדראלי היו מחליטים על חילוץ תוך יום או יומיים, ויוצאים בבשורה שהכל כשורה (Ferguson & Johnson, 2009; Johnson, 2009; Karnitschnig, et al., 2008). באוקטובר 2008, למשל, חולצו תשעה בנקים גדולים ביום אחד בתיווך הממשל, ולכך נלוו חילוץ המשך ל- AIG. הבהלה והמהירות שבה התבצעו חילוצים אלו, והתנאים המיטיבים עם הבנקים, רומזים כי מערכת השיקולים מאחורי החילוצים נבעה - לפחות בחלקה - ממרכיבים לא רציונאליים.

כאשר מנסים לבדוק את השפעת נפילת AIG על שוק ההון, ניתן לראות כי נפילת החברה קשורה לנפילה במדדי הדאו-ג'ונס, הנאסדק והנאסדק 100 (תרשים 2). יחד עם זאת, הנפילה במדדים לא הייתה כל כך דרמטית, וכי יש לזכור כי שוק ההון סבל מעוד הודעות קודרות - דוגמת פשיטת הרגל של ליהמן ברדר 'ס, בר סטר נס וכדומה. בנוסף, ניתן לראות כי מניית AIG מתקשה להתאושש בעוד המדדים המובילים מראים עלייה והתאוששות עקביים.



הדבר נכון שבעתיים כאשר לוקחים בחשבון את העובדה כי מחקרים מתקשים לחזות את שהיה קורה אילו הייתה AIG פושטת רגל (Murphy, 2009), וכי החלטות הממשל לגבי AIG נלקחו כאשר המידע אשר היה בידי מקבלי החלטות היה חלקי בלבד (Sjostrom & Hall, 2009).

בנוסף, אחד המיתוסים שנשברו במהלך המשבר הכי כללי הנוכחי היה המשקל שיש לנימוקים רציונאליים בזמן קבלת החלטות (Murphy, 2009). רוב התיאורטיקנים והכלכלנים התקשו לחזות את המשבר הנוכחי, כיוון שהוא לא תאם לתיאוריות ולרציונאל. ואכן, בעבודתם זוכת פרס הנובל, הדגימו דניאל כהנמן ועמוס טברסקי כיצד קבלת ההחלטות של בני אדם מושפעת משיקולים שאינם רציונאליים, היוריסטיקות חשיבה והטיות (Kahneman & Tversky, 1979; Tversky & Kahneman, 2000). אחת מיוריסטיקות חשיבה הללו מתייחסת לאפקט ההסלמה - כאשר אנו משקיעים במשהו, נתקשה לוותר על ההשקעה בזמן הפסד. כתוצאה מכך, אנו עלולים להגדיל את ההשקעה ולהפסיד אף יותר (Kahneman & Tversky, 1979). קיימים מחקרים המצביעים על כך שאפקט ההסלמה פוגע ביכולת קבלת ההחלטות האתיות (Street & Street, 2006), דבר העשוי להסביר את הקושי להצדיק את החילוצים הנוספים של AIG, אשר פעלו לטובת AIG ופחות לטובת הציבור והממשל.

3.3.4 חקירה דאונטולוגית - סיכום

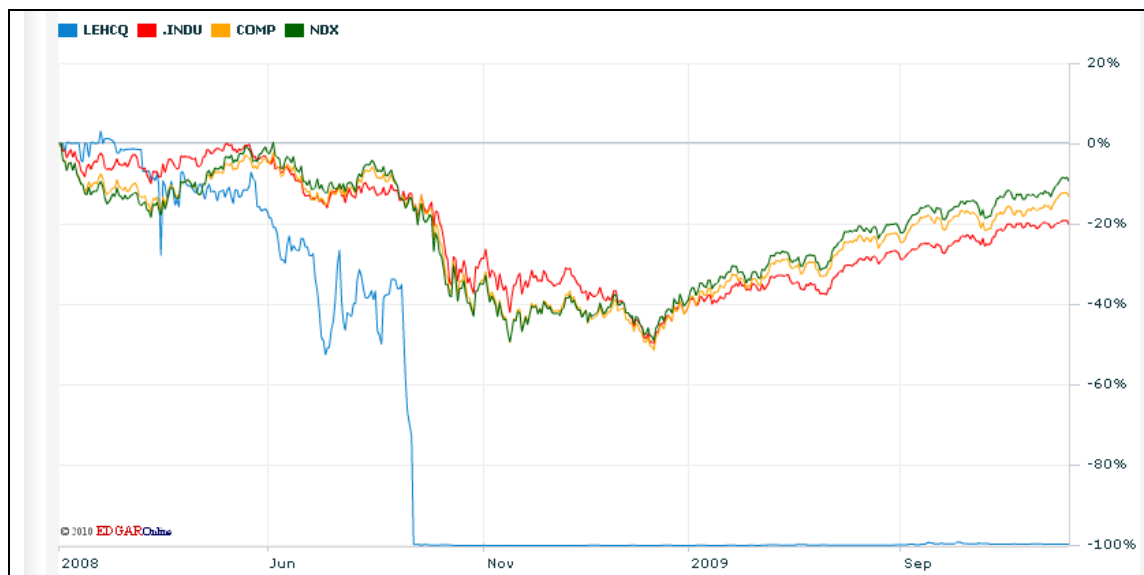
מהסעיפים לעיל, ניתן להסיק כי קשה מאוד להצדיק את חילוץ AIG - חברה בבעלות ציבורית שקרסה לאחר שמנהליה לקחו סיכונים פיננסיים (Chan-Lau, 2008) - על יד תפיסת המוסר הדאונטולוגית. למעשה, אין הדבר מפתיע כלל וכלל: אם קיים קושי להצדיק את חילוץ AIG מתוך תפיסה תועלתנית המבקשת ליצור מקסימום רווח (McGee, 2008), אז על אחת כמה וכמה יהיה קשה להצדיק חילוץ זה מתפיסה הבאה להדגיש את השוויון והדדיות, גם אם הדבר בא על חשבון הרווח הכלכלי (Broome, 1992; Etzioni, 1990; Lutz, et al., 1988).

נדמה כי ההגנה על המשקיע הקטן, על ביטוחי החיים ועל קרנות הפנסיה (אשר היו מוגנים באופן יחסי) לא היוו מרכיב מרכזי בשיקול של הממשל, וכי חילוץ AIG, כמו גם מוסדות פיננסיים אחרים, לא נעשה מתוך תכנית עבודה מסודרת ומתוך שיקולים רציונאליים מנומקים. אולם לטעמי זוהי הנקודה הכי פחות בעייתית - חמורה הרבה יותר התחושה כי בחילוץ AIG התייחסו - הן הממשל והן מקבלי ההחלטות בחברות הקורסות - לכספי הציבור בתור אמצעי הנועד להגן עליהם. מבחינה זו, קשה להצדיק את הכלל המעשי (חילוץ AIG) ולהפכו לחוק כללי.

בנוסף, קיימים קולות הטוענים כי גם מבחינה כלכלית פעולת החילוץ אינה מתאימה להיות חוק כללי, והיא עשויה ל הוביל להיווצרותם של משברים נוספים בעתיד (Acharya & Sundaram, 2009), לפגיעה ברמת המוסר הכלכלי וקבלת ההחלטות (Okamoto, 2009). בהקשר זה, אחת הטענות היא שכאשר ראשי ארגון מסוים מודעים לאפשרות כי במידה והארגון יקרוס, הם יקבלו סיוע וחילוץ פיננסי, במוקדם או במאוחר הם ייטלו סיכונים גדולים יותר, שיובילו לקריסת הארגון (Okamoto, 2009; Wyplosz, 2009).

4. כאשר לא מחלצים - המקרה של ליהמן ברדר'ס

אם נבקש להשתמש בחילוץ של AIG על ידי הממשל האמריקאי כמקרה מבחן, עולה כי קשה להצדיק את פעולת החילוץ, גם על פי תפיסה תועלתנית, ובמיוחד על פי תפיסת מוסר דאונטולוגית. לפיכך, מעניין יהיה לבחון מקרה בו הממשל בחר שלא לחלץ חברה, כפי שקרה עם נפילת ליהמן ברדר'ס - פשיטת הרגל הגדולה בהיסטוריה, עם חובות של למעלה מ-600 מיליארד דולר. בניגוד להחלטתם בנוגע למוסדות פיננסיים אחרים, הפעם החליט הממשל לא לסייע ולחלץ את הבנק. מהלך זה זכה לביקורות רבות, תחת ההנחה שנפילת ליהמן ברדר'ס החריפה את המשבר הכלכלי, הובילה לירידות שערים חדות בבורסה, עלייה באבטלה וכדומה (למשל: Acharya, Engle, Figlewski, Lynch, & Subrahmanyam, 2009). הטענה של אותם מבקרים הייתה כי הממשל לא יכול לתת למוסדות פיננסיים החשובים למבנה הכלכלה ליפול. אולם, קיימים ממצאים המצביעים כי המשבר נוצר עוד הרבה לפני קריסתו של ליהמן ברדר'ס (Cochrane & Zingales, 2009), וכי לנפילת ליהמן ברדר'ס הייתה השפעה חלקית בלבד על המדדים המובילים (ראה תרשימים 3 ו-4). לאחר נפילת ליהמן ברדר'ס בספטמבר 2008 הסתבר כי ברבעונים שקדמו ל פשיטת הרגל, הצליחו מנהלי ליהמן ברדר'ס להעלים חובות של כ-50 מיליארד דולרים מהמאזנים, באמצעות מניפולציות של רואי החשבון של החברה. הדבר הוביל להטעיית רבים מהמשקיעים בבנק (Hansen, 2009).

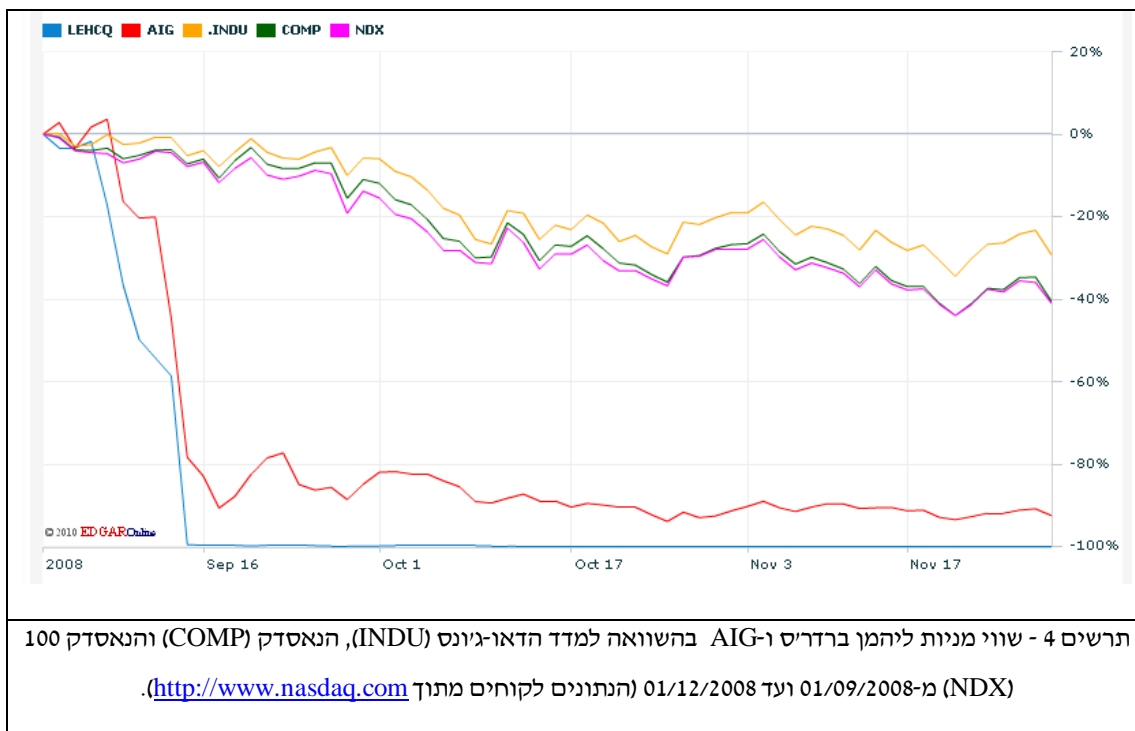


תרשים 3 - שווי מניית ליהמן ברדר'ס משנת 01/2008 ועד נפילתה, בהשוואה למדד הדאו-ג'ונס (INDU), הנאסדק (COMP) והנאסדק 100 (NDX) בשנים 01/2008-01/2010 (הנתונים לקוחים מתוך <http://www.nasdaq.com>).

ניתן ל האריך ולפרט עוד על הסיבות הכלכליות ועל מהלך העניינים שהוביל לקריסת ליהמן ברדר'ס, אולם במסגרת עבודה זו, אבקש לבחון את ההצדקה המוסרית לאי-חילוץ החברה. נשאלת השאלה מדוע לחלץ את AIG או חברות אחרות, ומנגד- לתת לליהמן ברדר'ס ליפול - האם ההבדל בין שני המקרים יכול להיות מנומק מבחינה אתית?

4.1 ליהמן ברדר'ס - חקירה תועלתנית

כפי שראינו לעי ל, תפיסת המוסר התועלתנות מתייחסת אך ורק לתוצאותיו של מעשה מסוים. כאשר עסקנו במקרה של AIG ניתן היה להיווכח כי לא ניתן להסיק בוודאות האם נפילת AIG הייתה מובילה להתמוטטות המשק האמריקאי. אחת הטענות של מנהלי ליהמן ברדר'ס ושל חלק מהכלכלנים, שהעובדה שהממשל לא חילץ את ליהמן ברדר'ס הובילה להחרפת המשבר - ליהמן ברדר'ס הגישה ב-14 בספטמבר 2008 בקשה לפשיטת רגל - שווי מניית החברה צנח מ- 28 דולר לאפס. פשיטת הרגל של ליהמן ברדר'ס הייתה פשיטת הרגל הגדולה בהיסטוריה עם חובות של 613 מיליארד דולר. ההודעה על פשיטת הרגל הובילה לנפילה של מניות הפיננסים ושוקי המניות בכללם ברחבי העולם (ראה תרשימים 3 ו-4), והחריפה את משבר האשראי העולמי. בנוסף, מוסדות פיננסים רבים היו חשופים לעסקאות של ליהמן ברדר'ס, ולאחר פשיטת הרגל היה ברור האם הבנק הקורס יוכל לעמוד מאחורי עסקאות אלו. למחרת (15/09/2008) פשיטת הרגל של ליהמן ברדר'ס, העניק הממשל סיוע עצום לחברת AIG (Hansen, 2009), לה הייתה חשיפה גדולה במיוחד לכלים פיננסיים של ליהמן ברדר'ס - בשווי של יותר מ- 40 מיליארד דולר (Cochrane & Zingales, 2009; Sjostrom & Hall, 2009).



אולם, יש לזכור כי חילוצים שנעשו קודם לנפילת ליהמן ברדר 'ס, כגון אלו של בנקי המשכנתאות פרדי-מאק ופאני-מיי לא סייעו ל מניעת המשבר הכלכלי, ויש אף הגורסים כי הם זירזו קריסת חברות אחרות (Cochrane & Zingales, 2009; Tung, 2009; Wyplosz, 2009). בנוסף, ההתאוששות המהירה יחסית של השוק מהמשבר הפיננסי, רומזת על כך שייתכן שעל המוסדות הפיננסיים ועל האנשים העומדים בראש מוסדות אלו להכיר בסיכון הקיימים כאשר הם מנסים להעצים את הרווחים (Chan-Lau, 2008; Okamoto, 2009).

לפיכך, נראה כי לטווח הארוך, ייתכן שהתועלת הרבה ביותר תושג על ידי אי חילוץ חברות. כאשר חברות יכירו בכך שאין מי שיצילן, ייתכן והמנהלים יהיו פחות מוכנים לקחת סיכונים, חלק גדול מההפסדים יימנע וכך תגדל התועלת הפיננסית. מבחינה זו, נדמה ואי חילוץ חברה עומד גם בקריטריון התועלת, וגם בעיקרון טובת הכלל - חברות פושטות רגל כעת, כדי למנוע פשיטות רגל דומות בעתיד (Okamoto, 2009).

כמו-כן, סוגיה נוספת הדורשת התייחסות עוסקת בצדק החברתי - האם האושר מתחלק באופן אחיד, או שמא חילוץ מוסד פיננסי זה או אחר מייטיב בעיקר עם מנהלי החברה. בהקשר זה נשאלת השאלה מדוע מאז המשבר הפיננסי ב-2008 נמנע הממשל האמריקאי להגיש תביעות נגד בכירים במגזר הפיננסי בגין חלקם בהתמוטטות החברות אותן ניהלו. נכון להיום, נדמה כי לא יוגשו תביעות פליליות כנגד אף אחד ממנהלי החברות הקורסות. סיבה אפשרית לכך היא פסיקת בית המשפט העליון בארצות הברית בנוגע לחברת אנרון - בית המשפט הגביל תביעות נגד בכירים וכיום כיום בלתי אפשרי להגיש תביעות נגד מנהלים בכירים בארצות הברית בגין פעולות שנויות במחלוקת, גם אם אלו כרוכות בחוסר כנות.

לאור מגבלות אלו, נראה כי במידה וחברה מסוימת מחולצת על ידי הממשל, מנהליה זוכים מן ההפקר - הם לא נענשים על הסיכונים שהם לקחו ולכן רמת האושר שלהם לא יורדת באופן משמעותי. אולם החילוץ גורר הוצאות כספיות והפחתה באושר של האזרח הפשוט. לאור זאת, נדמה שגם מבחינת סוגיית הצדק החברתי, עדיף היה לתת לליהמן ברדר 'ס ליפול מאשר להצילה.

4.2 ליהמן ברדר'ס - חקירה דאונטולוגית

החקירה הדאונטולוגית של אי חילוץ של ליהמן ברדר 'ס דורש מאיתנו התייחסות לציווי הקטגורי הקאנטיאני. האם יהיה נכון לחלץ חברה שמנהליה לקחו סיכונים פיננסיים, תוך שימוש במניפולציות חשבוניות מטעות את הציבור, כפי שצינתי לעיל, ליהמן ברדר'ס העלימו עשרות מיליוני דולרים מהמאזנים במטרה להטעות את המשקיעים (Cochrane & Zingales, 2009; Hansen, 2009). ראשי ליהמן נעזרו בפירמת ארנסט אנד יאנג - אחת מארבע הגדולות שנותרו - כדי להוציא מחוץ למאזן נכסים מסוכנים בשווי 50 מיליארד דולר ולהציג במקומם כסף מזומן. בכיר בליהמן התריע בפני רואי החשבון על הבעייתיות, אך אלה לא עשו דבר. ליהמן היא פרשת

אנרון 2. ליהמן ניצל פרצה רגול אטורית בינלאומית. בנק ההשקעות מכר את הנכסים המסוכנים לבנק ברקליס הבריטי והתחייב מראש לקנות אותם חזרה זמן קצר לאחר מכן. בשפה חשבונאית קוראים לתרגיל Repo 105. אף פירמת עורכי דין אמריקאית לא הייתה מוכנה לאשר כי 105 Repo הוא מכירה אמיתית של הנכסים, אבל עורכי הדין בפירמת הענק הבריטית לינקלטרס הסכימו לכך. עם חוות הדעת של לינקלטרס, שקבעה כי הנכסים נמכרו, קיבל ליהמן אישור מרואי החשבון האמריקאים שלו להציג במאזן רק את המזומנים. (באום, ע', 19.03.10, נדלה מ-http://www.themarket.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20100319_1157557)

על פניו, נראה כי התשובה הברורה מאליו היא לא. נראה שגם ממשלת ארצות הברית לא חשבה שחילוץ חברה צריך להיחשב בתור חוק כללי - במידה והיה זה חוק כללי, היה צריך לחלוץ לא רק את בנקי המשכנתאות ואת AIG אלא גם את ליהמן ברדר'ס.

הדאונטולוגיה הקאנטיאנית מתייחסת לפעולות ככאלה הנובעות מחוקים אוניברסאליים אשר נכונותם אינה משתנה בהתאם לתוצאת המעשה. לפיכך, לא יכול להיות שאותו חוק כללי יוביל לשני כללים מעשיים - פעם אחת לחלוץ חברה קורסת ופעם אחת לא. יחד עם זאת, למרות שאי-חילוץ ליהמן ברדר'ס עומד בתנאי הציווי הקטגורי, נדמה כי ציווי זה לא נכלל במערכת השיקולים של הממשל האמריקאי. אם אכן תפיסת המוסר הדאונטולוגית הייתה חלק ממערכת השיקולים, אזי לא היינו חוזים בחילוץ AIG רק יומיים לאחר פשיטת הרגל של ליהמן ברדר'ס.

אחת ההנחות המובלעות הקיימות בתור המוסר הקאנטיאני, כפי שזה משתקף בציווי הקטגורי הוא עיקרון השוויון וההדדיות (Kant, 2008; Peil, 2009; Van Staveren, 2007) - בחינת מוסריותו של כל מעשה על פי חוק כללי אוניברסאלי מתעלמת ממקרה פרטיקולארי. במצב עניינים זה, אותו חוק כללי תקף לגבי החזק והחלש, העני והעשיר, בעל השררה והאזרח הפשוט. הבנה זו של עיקרון זה בתורת המוסר הדאונטולוגי מבהירה מדוע לא ניתן להתייחס לחילוץ בתור חוק כללי - האם היינו רוצים, כיצורים תבוניים, שכאשר עסק בבעלות פרטית או ציבורית פוּשט רגל תחלוץ המדינה לקראתו? אם התשובה לכך היא חיובית, משמעות הדבר היא שכל עסק - לא רק המוסדות הפיננסיים הגדולים, אלא גם עסקים זעירים, כגון חנויות, מסעדות וכדומה - יהיה זכאי לחילוץ ממשלתי. במצב זה, הממשל לא יהיה מסוגל להתמודד עם כל החילוצים אותם היה עורך מדי שנה.

מהשורות שלעיל נדמה ועולה כי למרות ההתאמה בין אי חילוצה של ליהמן ברדר'ס לעקרונות המוסר על פי התפיסה הדאונטולוגית, קיים ספק גדול האם הממשל התייחס לשיקולים דאונטולוגיים כאשר בחר לא לחלוץ את ליהמן ברדר'ס.

5. סיכום

עד המשבר הכלכלי של 2008, נדמה כי תפיסת המוסר התועלתנית הייתה השולטת במגזר הפיננסי (McGee, 2008; Van Staveren, 2007). תפיסת מוסר זו, המעודדת פעולות המייצרות רווח גדול יותר (Becker, 1998) אשר התאימה לתפיסה הקפיטליסטית. אולם, נפילת מגזר הפיננסי הובילה לתהיות אודות תפיסה זו, ואף לתהיות אודות השיטה הקפיטליסטית (Johnson, 2009).

בעיתות משבר, כאשר נדרשת התערבות ממשלתית מאסיבית (Ferguson & Johnson, 2009) אנו עדים לעתים רבות לעליית הקולות הקוראים לכלכלת רווחה (Etzioni, 1988, 1990; Lutz, et al., 1988). גישות כלכליות הנותנות דגש לכלכלת רווחה נשענות בדרך כלל על המוסר הדאונטולוגי.

הגישה הדאונטולוגית מהווה אלטרנטיבה לתפיסה התועלתנית - זוהי גישה אשר אינה מתייחסת לשורה הסופית החביבה כל כך על בעלי ההון, אלא על חוקים אוניברסליים היוצרים חובות וזכויות. מבחינה זו, דאונטולוגיה היא תורת מוסר של עקרונות ולא של תוצאות (Van Staveren, 2007). כפי שהוזכר לעיל, אחת ההשלכות של התפיסה הקאנטיאנית היא עקרון השוויון - בני האדם (כיצורים תבוניים) שווים זה לזה, ועל כן אין אנו יכולים להתייחס אחד לשני בתור אמצעי להשגת מטרה, אלא לכבד את קיומו של האחר ולהכיר בקיום זה. הנחות דאונטולוגיות אלו גוזרות כללים של טוב ורע, אשר עלולים להגביל את הרווח הפיננסי והעושר (Broome, 1992).

על פניו, נראה שתפיסה דאונטולוגית וכלכלה חופשית אינם יכולות ללכת יד ביד. אולם, כלכלנים רבים מסכימים שכלכלה יעילה יכולה לצמוח כאשר יש דרישות וחובות מסוימים בהם צריך לעמוד (Broome, 1992; Van Staveren, 2007) - זכויות קניין, נורמות עבודה, נורמות התנהגות בין ארגונית, כללי משא ומתן וכדומה. נראה כי כלכלנים אלו מכירים בכך שנורמות, חובות וזכויות משפיעים על ההתנהגות הכלכלית של חברות ו של אינדיבידואלים. כך נוצר מצב, כי חוקי המוסר הדאונטולוגיים אמנם מגבילים את חירותו של הפרט ומונעים תפיסה ניהיליסטית והדוניסטית, אך גם מבטיחים כי לאינדיבידואל תישמר החירות וההוגנות במסגרת הכללים והחובות אותם מצווה המוסר.

ניתן לומר כי החוקים והחובות שמכתיבה האתיקה הדאונטולוגית אמנם עלולים להקטין את התועלת (או לפחות לא שמים להם למטרה להגבירה למקסימום), אך יישום שלהם עשוי להוביל לצדק כלכלי (Broome, 1992; Lutz, et al., 1988), בין אם באמצעות חלוקה מחדש של המשאבים הכלכליים ובין אם באמצעות הגברת התחרות (Van Staveren, 2007).

לפיכך, נראה על פניו כי יישום האתיקה הדאונטולוגית עשוי להיטיב עם הכלכלה. אולם קיימות גם מספר מגבלות לתפיסה הקאנטיאנית, ובראשם ההתייחסות לאדם כיצור תבוני ומודע

(Kant, 2008). הבעיה היא שבני האדם הם יצורים מורכבים, ומערכות קבלת ההחלטות שלהם לא יכולה להתבסס אך ורק על חובות וזכויות (Walsh, 2003), אלא גם על תחושות, רגשות, הטיות ייחוס וכדומה (Tversky & Kahneman, 2000). בעיות נוספות איתן מתקשה האתיקה הדאונטולוגית להתמודד כאשר מבקשים ליישם אותה בשדה הכלכלי, היא התנגשות בין חובות והתייחסות למקרים יוצאי דופן (Broome, 1992; Peil, 2009; Van Staveren, 2007). על פי תפיסת המוסר הקאנטיאנית, לא יכול להיות מצב - לדוגמה - בו כדאי לסייע ולחלץ חברה קורסת אחת אך לא לחלץ חברה אחרת. האתיקה הדאונטולוגית, וקאנט אף היה מודע לזה, אינה ניתנת ליישום מלא בחיי היום-יום של בני האדם (Kant, 2008), אלא נשארת בתור שאיפה אוטופית.

אולם, המסקנה העולה מעבודה זו היא כי נדמה והמשבר האחרון הצביע על כך שגישות המבוססות אך ורק על שורת הרווח והתועלת, ומתעלמות מעיקרון ההדדיות, השוויון ומסגרת החובות, עלולות להוביל אותנו לקריסה נוספת. במובן פרדוקסאלי, דווקא הגישות ההדוניסטיות והניחיליסטיות מתעלמות במובן מסוים מהמרכיב האנושי באדם - אלו הן גישות השוכחות כי התאווה האנושית לא תמיד יודעת שובע (Chan-Lau, 2008; Okamoto, 2009; Wyplosz, 2009), וכך עלולים אנחנו למצוא את עצמנו באותו מקום (Acharya & Sundaram, 2009).

בכדי לנסות למנוע הישנות של מצבים אלו בעתיד נבחן את נושא העבודה עפ"י מודל 5 השלבים לקבלת החלטות במטרה למצוא פתרון אולטימטיבי לדילמה:

1. אסוף ועבוד מידע על דרכי פעולה חלופיות, אפשרותן, תוצאותיהן וכדאיותן.
2. האם ניתן להצדיק את הפעולה ע"י:
 - תועלתנות-הפעולה מביאה למרב האושר למרב בני האדם?
 - דאונטולוגיה-הפעולה מתיישבת עם הצווי המוסרי המוחלט של קאנט?
 - צדק-הפעולה מתייחסת באופן שווה לשווים ובאופן שונה לשונים?
3. האם קיימת בעיית התרצות.
4. פתרון ע"פ הסגולה הטובה-האם אפשר להציג את הביעה באופן שונה מזווית ראייה אחרת?
5. החלטה על בסיס הסכמה-האם ההחלטה מתאימה לנורמות המסוכמות בארגון?

לאחר שאספנו מידע על החלופות האפשריות נבחן האם ניתן להצדיק חילוף חברה ציבורית. כמו שגילינו קודם לכן, לא תמיד ניתן לראות כי חילוף חברה מספקת אושר למרב בני האדם, אלא לקבוצה מסוימת של אנשים. חילוף חברה לא מתיישב עם הצווי של קאנט וזאת משום שאף אחד לא מעוניין שחילוף חברות ציבוריות יהפוך לחוק כללי ומדי יום יס ייעו לחברות מכספי משלם המיסים עבור הימוריו.

גם לפי הצדק- חילוף חברה לא פועל לפי הצדק של "דין שווה לעניינים שווים". עובדה לכך ש AIG זכתה לחילוף ולעומת זאת ליהמן ברדרס לא.

למרות שלפי שלושת המבדקים נמצא כי אין הצדקה לחלץ חברות ציבוריות, יש צד אחד שאומר לפי שיטת התועלתנות כי אילולי הת ערבות הממשלה הכלכלה הייתה קורסת לגמרי וממילא מזעור נזקים מהווה מקסום אושר לבני האדם.

כשיש לנו צד אחד שמצדיק את החילוץ לעומת מס' צדדים שלא מצדיקים אנו במצב של דילמה מוסרית אמיתית. בכדי לפתור את העניין ננסה לחתור לשיטת "הסגולה הטובה"

אריסטו הבחין בין סגולות עיוניות הנוגעות לפעולת התבונה (חוכמה, שיקול דעת) וסגולות מוסריות, השייכות לתחום הלא רציונלי של הנפש (אומץ לב, נדיבות, אמינות, גדלות נפש, מתינות, ידידותיות). הסגולות העיוניות נרכשות בדרכי חינוך ובאות לכלל ביטוי במחשבה המדעית או הפילוסופית והסגולות המוסריות נרכשות בדרכי אימון והתנסות ומתגלות ביחסי האדם עם הסובבים אותו. הסגולה הטובה משלבת את שלושת הממדים של ההתנהגות : הרגשי, ההכרתי והפעולתי. הסגולה הטובה היא לא רק נטיית התנהגות אלא גם כושר לשפוט מהי הפעולה הראויה בנסיבות המצב ומה ראוי להרגיש. הסגולה הטובה תחפש פתרון שכולם יוכלו להנות ממנו.

לדעתי, "המשבר לעולם חוזר", את המשבר הבא לא נוכל למנוע, אך בהחלט אפשר למנוע את חומרתו ואת נזקיו. אם רק נזכור את לקחי המשבר האחרון: מנוף יתר, רגולציית חסר, הנדסה פיננסית מוגזמת וגלובליזציה ונשכיל לפעול בהתאם.

החכמה היא לפעול בהתאם לסגולה הטובה :
מחד, להתלכד מתוך שיתוף פעולה, לדאוג לעתודות של רזרבות לעתיד, להגדיל את הלימות ההון לא רק בבנקים אלא גם בחברות ציבוריות, להגביר את האכיפה על הרגולציה (בישראל היישום הוא בריסון חיצוני בהפעלת הרפורמה והטמעת חוק באזל 2).
ומאידך, להגביר את התועלתנות במתן הלוואות לחברות שנופלות אם עמדו ברגולציה תוך התחייבות מצידם להעסיק מס' מסוים של אנשים בכדי להגדיל את האושר המרבי.
אם נגיע להסכמה בעניין נוכל אולי להגיע לשביל האמצע הרצוי.

- Acharya, V., Engle, R., Figlewski, S., Lynch, A., & Subrahmanyam, M. (2009). Centralized clearing for credit derivatives. *Restoring financial stability*, Viral V. Acharya and Matthew Richardson, editors, Wiley, New York, New York.
- Acharya, V., & Sundaram, R. (2009). The Financial Sector "Bailout": Sowing the Seeds of the Next Crisis? *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 180-182.
- Altshuler, R., Auerbach, A., Cooper, M., & Knittel, M. (2008). Understanding US corporate tax losses: NBER.
- Andrews, E., & Baker, P. (2009). AIG planning huge bonuses after \$170 billion bailout. *The New York Times*. Accessed online on June, 5.
- Barkin, S. (1959). Economic Policies for a Leader of the Free World. *Daedalus*, 88(3), 505-517.
- Barro, R., & Lee, J. (2005). IMF programs: Who is chosen and what are the effects? *Journal of Monetary Economics*, 52(7), 1245-1269.
- Baucells, M., & Sarin, R. (2008). Does More Money Buy You More Happiness? *Decision Modeling and Behavior in Complex and Uncertain Environments* (pp. 199-226).
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Spamann, H. (2010). The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale Journal of Regulation*, 27, 257-282.
- Becker, G. (1998). *Accounting for tastes*: Harvard Univ Pr.
- Bernanke, B. (2008). *Financial regulation and financial stability*. Paper presented at the Federal Deposit Insurance Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, Arlington, Virginia.
- Broome, J. (1992). Deontology and economics. *Economics and Philosophy*, 8(02), 269-282.
- Brunnermeier, M. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Cecchetti, S. (2008a). Crisis and responses: the Federal Reserve and the financial crisis of 2007-2008. *NBER working paper*.

- Cecchetti, S. (2008b). Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008. *CEPR Policy Insight, 21*.
- Cecchetti, S. (2009). Crisis and responses: The Federal Reserve in the early stages of the financial crisis. *Journal of Economic Perspectives, 23*(1), 51-75.
- Chan-Lau, J. (2008). Default Risk Codependence in the Global Financial System: Was the Bear Stearns Bailout Justified? *G. Gregoriou, Banking Crises, CRC Press, forthcoming*.
- Cochrane, J., & Zingales, L. (2009). Lehman and the financial crisis. *Wall Street Journal*.
- Crotty, J., D'Arista, J., Epstein, G., & Taub, J. (2010). Regulations to End 'Too Big To Fail' Investment Banking.
- DesJardins, J. (1998). Corporate environmental responsibility. *Journal of Business Ethics, 17*(8), 825-838.
- Etzioni, A. (1988). *Capital corruption: The new attack on American democracy*: Transaction Publishers.
- Etzioni, A. (1990). *The moral dimension: Toward a new economics*: Free Pr.
- Ferguson, T., & Johnson, R. (2009). Too Big to Bail: The " Paulson Put," Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown. *International Journal of Political Economy, 38*(2), 5-45.
- Field, A. (2009). The Great Depression, the New Deal, and the Current Crisis. *Challenge, 52*(4), 94-105.
- Foo, C. (2008). Conceptual lessons on financial strategy following the US sub-prime crisis. *Journal of Risk Finance, 9*(3), 292-302.
- Gardner, J., & Oswald, A. J. (2007). Money and mental wellbeing: A longitudinal study of medium-sized lottery wins. *Journal of Health Economics, 26*(1), 49-60.
- Godement, F. (2010). The United States and Asia in 2009: Public Diplomacy and Strategic Continuity. *Asian Survey, 50*(1), 8-24.
- Goodman, P. (2008). Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy. *New York Times, 9*.
- Gordon, J. (2008). A Short Banking History of the United States. *Wall Street Journal*.
- Hansen, B. (2009). Lehman Brothers: The Failure of the Legal Gatekeeper. *University of Auckland Journal of Corporate Governance*.

- James, W., Park, D., Jha, S., Jongwanich, J., Terada-Hagiwara, A., & Sumulong, L. (2008). The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End. *Economics Working Paper Series*, 139.
- Johns, H., & Ormerod, P. (2007). *Happiness, economics and public policy*: Institute of Economic Affairs.
- Johnson, W. (2009). The quiet coup. *The Atlantic Online*.
- Johnson, W., & Krueger, R. (2006). How money buys happiness: Genetic and environmental processes linking finances and life satisfaction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 90(4), 680.
- Kahneman, D., & Krueger, A. (2006). Developments in the measurement of subjective well-being. *Journal of Economic Perspectives*, 20(1), 3-24.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- Kant, I. (2008). *Groundwork of the Metaphysics of Morals*: Wilder Pubns Ltd.
- Karnitschnig, M., Solomon, D., Plevin, L., & Hilsenrath, J. (2008). US to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout; Central Banks Inject Cash as Credit Dries Up. *Wall Street Journal*, 17.
- Lal, D. (2010). The Great Crash of 2008: Causes and Consequences. *Cato Journal*, 30(2).
- Liedman, S. (1989). Utilitarianism and the Economy. *Science in Sweden*.
- Lin, J. (2009). Measuring Insolvency Risk and Capital Adequacy for Insurers-The Case of AIG.
- Linley, P., Maltby, J., Wood, A., Osborne, G., & Hurling, R. (2009). Measuring happiness: The higher order factor structure of subjective and psychological well-being measures. *Personality and Individual Differences*, 47(8), 878-884.
- Lutz, M., Lux, K., & Etzioni, A. (1988). *Humanistic economics: The new challenge*: Bootstrap Press.
- McGee, R. (2008). An Ethical Analysis of Corporate Bailouts. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1304754>
- McKibbin, W., & Stoeckel, A. (2009). Modelling the global financial crisis. *Oxford Review of Economic Policy*, 25, 581.
- Mill, J., & Alexander, E. (1999). *On liberty*: Broadview Pr.

- Mill, J., Bentham, J., & Ryan, A. (1987). *Utilitarianism and other essays*: Penguin Classics.
- Murphy, D. (2009). The causes of the credit crunch: a backwards look? *Quantitative Finance*, 9(7), 775-790.
- Okamoto, K. (2009). After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard. *UCLA Law Review*, 57.
- Peil, J. (2009). *Handbook of economics and ethics*: Edward Elgar Pub.
- Phillips, K. (2002). Too Much Wealth, Too Little Democracy: Interview with Kevin Phillips. *Challenge*, 45(5), 6-20.
- Phillips, K. (2003). *Wealth and democracy: A political history of the American rich*: Random House, Inc.
- Reinhart, C. (2009). The economic and fiscal consequences of financial crises. *MPRA Paper*.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2008). Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison. *American Economic Review*, 98(2), 339-344.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-472.
- Schwartz, N., & Creswell, J. (2008). What Created This Monster? *New York Times*, 23 March.
- Sikka, P. (2009). Financial crisis and the silence of the auditors. *Accounting, Organizations and Society*, 34(6-7), 868-873.
- Sjostrom, W., & Hall, N. (2009). The AIG Bailout. *Washington and Lee Law Review*, 66, 943-991.
- Sparke, M. (2007). Geopolitical fears, geoeconomic hopes, and the responsibilities of geography. *Annals of the Association of American Geographers*, 97(2), 338-349.
- Street, M., & Street, V. (2006). The effects of escalating commitment on ethical decision-making. *Journal of Business Ethics*, 64(4), 343-356.
- Te Velde, D. (2008). The global financial crisis and developing countries. *ODI Background Note*. London: Overseas Development Institute.
- Tung, F. (2009). The Great Bailout of 2008-09. *Emory Bankr. Dev. J.*, 25, 333, 336.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (2000). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Judgment and decision making: An interdisciplinary reader*, 35.

- Van Staveren, I. (2007). Beyond Utilitarianism and Deontology: Ethics in Economics. *Review of Political Economy*, 19(1), 21-35.
- Vaugirard, V. (2007). Bank bailouts and political instability. *European Journal of Political Economy*, 23(4), 821-837.
- Vreeland, J. (2007). *The International Monetary Fund: politics of conditional lending*: Routledge.
- Wade, R. (2009). From global imbalances to global reorganisations. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 539.
- Walsh, V. (2003). Sen after Putnam. *Review of Political Economy*, 15(3), 315-394.
- Weinstein, A. (2009). Current and Future Challenges to Local Government Posed by the Housing and Credit Crisis. *Alb. Gov't L. Rev.*, 2, 259.
- Weiss, M., Jackson, J., Dolven, B., Morrison, W., Cooper, W., & Donnelly, J. (2008). The US Financial Crisis: The Global Dimension with Implications for US Policy.
- Wilk, R., & Cliggett, L. (2007). *Economies and cultures: foundations of economic anthropology*: Westview Pr.
- Williams, O. (2009). *Federal Financial Assistance: Preliminary Observations on Assistance Provided to AIG, US Government Accountability Office*: GAO-09-490T, March 18.
- Wolf, M. (2009). Cutting back financial capitalism is America's big test. *Financial Times*, 15, 2009.
- Wyplosz, C. (2009). Bailouts: the next step up? *VoxEU.org*, 21.
- Yin, R. (1994). *Case study research: Design and methods*: Second edition. Thousand Oaks: Sage.

עיתונות ואינטרנט:

אדרי, י' (13.05.06). שערוריה בהסדר הקיבוצים. NEWS 1. נדלה מ-

www.news1.co.il/Archive/003-D-15712-00.html

באום, ע' (19.03.10). רואי החשבון ממשיכים לסובב את הסכין. דמרקר, 3. נדלה מ-

http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20100319_1157557

ביזפורטל (09.12.10). AIG מתחילה להחזיר כספים לאוצר האמריקני. נדלה מ-

<http://wallstreet.bizportal.co.il/articles.php?id=13239>

בלומברג (22.10.10). AIG גייסה 17.8 מיליארד דולר בהנפקת שיא בהונג קונג. כלכליסט.

נדלה מ- www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3421382,00.html

בלומברג (03.12.10). הבנק של העולם : הפדרל ריזרב הלווה 3.3 טריליון ד' לבנקים האמריקניים

וזרים במהלך המשבר הפיננסי. גלובס, עמ' 21.

בלומברג ורויטרס (19.11.10). GM גייסה יותר מ- 20 מיליארד דולר בהנפקה הגדולה בארה "ב,

דמרקר, עמ' 28. נדלה מ-

http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=rd20101117_01

גולובינסקי, ש' (03.07.05). לאומי מחק לחוות השקמים חוב של 600 אלף שקל. הארץ. נדלה מ-

[www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArt.jhtml?itemNo=595121&contrassID=1&subCo
ntrassID=0&sbSubContrassID=0](http://www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArt.jhtml?itemNo=595121&contrassID=1&subContrassID=0&sbSubContrassID=0)

דר, ו' וגרינפלד, א' (29.04.10). הפחתת חוב לא חייבת לכאוב. אתר פסגות. נדלה מ-

www.psagot.co.il/heb/News/ResearchNews/Content,1199.asp

הובר דאם (Hover Dam, סכר הובר) (17.01.10). NetCHEIF Blog. נדלה מ-

www.netcheif.com/blog/?p=230

טריביון, ה' (12.11.07). צירלס פרינס- מנכ"ל סיטי לשעבר- יקבל השנה בונוס כספי בסך 12.5

מיליון דולר המבוסס על ביצועיו ב-2006. דמרקר. נדלה מ-

http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=tg20071112_06