



טיוטת המלצות

הוועדה להגברת התחרותיות במשק

תוכן העניינים

1. מבוא.....	3
2. עיקרי המלצות הוועדה	5
א. עיקרי המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות	5
ב. עיקרי המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי	8
ג. עיקרי המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים.....	12
3. המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות	13
א. תמצית מנהלים	13
ב. רקע	15
ג. פירוט המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות	19
ד. השלכות המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות	28
נספח 3.1 – הריכוזיות במשק ובסקטור הפיננסי	30
נספח 3.2 – סקירת שינויים מבניים בסקטור הפיננסי.....	35
נספח 3.3 - סקירה בינ"ל של חקיקה רלוונטית	39
נספח 3.4 - סקירת כלים רגולטורים רלוונטיים שבידי הפיקוח על הבנקים.....	45
נספח 3.5 - סקירת כלים רגולטורים רלוונטיים שבידי אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון	52
נספח 3.6 - סקירת כלים רגולטורים רלוונטיים שבידי רשות לני"ע.....	60
נספח 3.7 – פירוט ממצאים לצורך ניתוח השלכות המלצות הצוות	66
4. המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי.....	71
א. תמצית מנהלים	71
ב. רקע והשלכות פוטנציאליות	73
ג. המשק הישראלי	79
ד. המצב המשפטי הקיים	90
ה. פירוט המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי	97
נספח 4.1 – עבודת מטה רשות ניירות ערך הצוות לבחינת מבנה החזקות בקבוצות עסקיות.....	112
נספח 4.2 – עבודת מטה בנק ישראל-סיכון מערכתי וקבוצות עסקיות פירמידליות.....	194
5. המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים ציבוריים	209
א. מבוא	209
ב. רקע.....	209
ג. פירוט המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצאת נכסים ציבוריים	216
ד. מתווה להטמעת העקרונות	218
נספח 5.1 – הגדרת תשתית חיונית	221
נספח 5.2 - חששות לפגיעה בתחרות במסגרת הליכי הקצאת זכויות ונכסים : ממשק בין-שוקי, "מאזן אימה" בין קונגלומרטים והשפעתן של פירמידות שליטה.....	225
נספח 5.3 – דוגמאות לתשתיות חיוניות שהתבצעו בהן תהליכי הפרטה/הקצאת זכויות ונכסים	228
6. נספחים	234

235	א6. חוות דעת של פרופ' אריה בבצ'וק
249	ב6. התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק.....
286	ג6. עדכון לממצאים אמפיריים של מחקר בנושא: "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק".....
288	ד6. עבודת מטה במשרד האוצר "ניתוח הריכוזיות במשק הישראלי"
322	ה6. כתב מינוי הוועדה

פרק 1- מבוא

המשק הישראלי מתאפיין במבנה בעלות ריכוזי, הבא לידי ביטוי בכך שבמרבית החברות הנסחרות בבורסה בת"א קיים בעל מניות עיקרי המסוגל להכווין את פעילות החברה. בנוסף רווחת במשק הישראלי תופעה של קבוצות עסקיות השולטות על מספר חברות ציבוריות וזאת בעיקר באמצעות שימוש במבנה החזקות פירמידלי (Kosenco 2008). מחקר שנערך ברשות לניירות ערך מצא שהחלק הארי מכלל החברות הנסחרות במסגרת מדד תל אביב 100 נשלטות על ידי 24 הקבוצות העסקיות הגדולות במשק. ריבוי קבוצות עסקיות, הכוללת מספר רב של חברות, במשק הישראלי מהווה ביטוי לריכוזיות הגבוהה. כתוצאה ממבנה בעלות זה, נתח גדול של הפעילות הכלכלית במדינת ישראל נשלט בידי מספר מצומצם יחסית של בעלי הון.

קיומן של קבוצות עסקיות במשק איננה תופעה ייחודית לישראל והיא נפוצה במרבית כלכלות העולם, מתפתחות ומפותחות כאחד. תופעה זו זוכה להתעניינות הולכת וגוברת בעשור האחרון, אשר באה לידי ביטוי בדיון ציבורי ער כמו גם בספרות מחקרית. העדויות בעולם מלמדות כי במקרים מסוימים לקבוצות עסקיות עשוי להיות תפקיד חשוב בצמיחתן הכלכלית של משקים, בפרט בשלבים מוקדמים של התפתחותם (Khanna & Yafeh, 2007). יתרון הבולט של קבוצות עסקיות בא לידי ביטוי בכך שהן מאפשרות למשקים מתפתחים להתגבר על מוסדות חסרים (Missing Institutions) החיוניים להתפתחות הכלכלית. כך למשל, במקרה שהמערכת הפיננסית במשק מסוים אינה מפותחת דיה, הקצאת אשראי והון בתוך הקבוצה העסקית עשויה לשפר את הקצאת המשאבים; באופן דומה, בכוחן של קבוצות עסקיות לתת מענה לחסרים משקיים בתחומים של הכשרה מקצועית וגיוס כוח אדם, מערכת משפט ואכיפת חוזים בפרט, פיתוח טכנולוגי ועוד.

עם זאת, יתרונות אלו נחלשים במקביל להתפתחות המשק ומוסדותיו הכלכליים - שווקי הון, מערכות המשפט ואכיפת החוק, שוק העבודה ומערכות הכשרה מקצועית. יתירה מכך, הממצאים בספרות מצביעים שבעוד שהיתרונות הגלומים בקבוצות עסקיות הולכים ונעלמים ככל שהמשק מפותח, הרי שהחסרונות הרבים המלווים ומאפיינים את פעילותן של הקבוצות העסקיות נותרים בעינם. החסרונות מקיומן של קבוצות עסקיות ברמת המשק עלולים להתבטא, בין השאר, בפגיעה בתחרות וביציבות המשקית, בהקצאה לא יעילה של משאבים, בהחרפת הסיכון המערכתי, בריכוז כוח כלכלי רב וקבלת החלטות בידי מעטים, בעושה של ציבור המשקיעים, בתימרוץ שלילי לחדשנות ובעיכוב התפתחותם של שווקים ומוסדות. חסרונות אלה באים לידי ביטוי ביחס ישר לגודלן של הקבוצות ולמורכבותן.

החזקה של מספר חברות תחת בעל שליטה יחיד, כשלעצמה, אינה בהכרח תופעה בלתי רצויה, כל עוד מתקיימים במשק מנגנוני בקרה נאותים ששומרים על האינטרס הציבורי. עם זאת, במידה ומנגנונים אלה או חלקם אינם קיימים או שהאפקטיביות שלהם מוטלת בספק נוצר חשש לפגיעה באינטרס הציבורי. חשש זה מעלה את הצורך להתייחסות מצד קובעי המדיניות, במטרה ליצור את האיזון המתבקש בין הרצון שלא להתערב בפעילות השוק החופשי ובין שמירה על האינטרס הציבורי ובכלל זה תחרותיות ויעילות בפעילות המשקית, הבטחת הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והגנה על כספי המשקיעים בחברות ציבוריות ושמירה על יציבות המערכת הפיננסית.

סוגיית ריכוז הפעילות במשק בידי מספר מצומצם של בעלי הון נמצאת היום בליבת סדר יומה של הממשלה בישראל, כך למשל, בהקשר של תהליך הפקת הלקחים מהמשבר הגלובאלי המתמשך, בהתייחס לסוגיית תגמול הבכירים בחברות הציבוריות במשק, או בהקשר של המחאה הציבורית שהתעוררה נוכח יוקר המחיה. כעת, לאחר שהממשלה כבר פעלה להגברת תחרות במשק באמצעות הגבלת החזקות ריאליות על ידי הבנקים, באמצעות הוצאת החיסכון ארוך הטווח מהמערכת הבנקאית וביצירת שוק אשראי חליפי, היא החליטה על הקמת ועדה ייעודית שתבחן את סוגיית התחרותיות המשקית במובנה הרחב.

הוועדה התמקדה במתן מענה לשלוש סוגיות מרכזיות ומהותיות ברמת המשק ובחנה האם בנושאים אלה קיים האיזון הראוי והצודק בין האינטרסים שתוארו לעיל. הנושאים שהוועדה בחנה הם: (1) החזקה של פעילות ריאלית ופיננסית ע"י בעל שליטה יחיד; (2) מבנה השליטה בחברות ציבוריות וכפועל יוצא מכך בקבוצות העסקיות במשק; (3) אופן הקצאת זכויות בנכסים ציבוריים.

הוועדה אופיינה מראש כזו עבודה יישומי, שתפקידו להתוות את הצעדים הנדרשים להגשמת היעדים שהוגדרו לו. ככזו, הוועדה לא עסקה במחקר עצמאי, אלא נסמכה על מגוון מחקרים קיימים, על ניסיון המצטבר והמחקרים של הרשויות שנציגיהן היו שותפים לעבודתה וכן על מספר רב של פגישות ודיונים שקיימה עם גורמים שונים, לרבות מומחים, מהמשק ומהאקדמיה, מהארץ ומחו"ל. במהלך עבודתה פנתה הוועדה אל הציבור וביקשה לקבל את עמדותיו ביחס לנושאים שבתחום המנדט שלה, טרם גיבוש עמדתה. הוועדה בחנה את עמדות הציבור שהועלו בפניה בין בהופעת חלק מהפונים בפני חברי הוועדה ובין בבחינת ניירות העבודה שהוגשו לה.

העקרונות המרכזיים שהנחו את עבודת הוועדה ושלאורם נכתבו המלצותיה הם: הבטחת מבנה משק יעיל ותחרותי, הבטחת הקצאה יעילה של כספי הציבור והבטחת האיתנות והיציבות הפיננסית של המשק ולצד זה מעורבות נמוכה ככול הניתן בפעילות השוק החופשי. בהתבסס על עקרונות אלה, ממליצה הוועדה לנקוט שורה של אמצעים, שמטרתם חיזוק המבנה התחרותי של המשק, שיפור יעילותו, איתנותו והגדלת רווחת הציבור. האמצעים העיקריים להשגת יעדים אלה הינם הגבלות על החזקות ריאליות ופיננסיות, התאמה של כללי הרגולציה וממשל תאגידי, עדכון מדיניות מתן היתרי השליטה, שינויים בכללי המס והכוונת תהליכי הפרטה של נכסים וזכויות ממשלתיות לקידום יעדים אלה. יודגש, כי ההמלצות אינן עומדות בפני עצמן, אלא מהוות נדבך במדיניות כוללת המופעלת על ידי הממשלה יום יום, המכוונת להגברת התחרות במשק ולייעולו.

דו"ח הוועדה בנוי כדלהלן: הפרק השני מסכם את המלצות הוועדה, הפרק השלישי בוחן את נושא החזקה של פעילות ריאלית ופיננסית ע"י אותו בעל שליטה, הפרק הרביעי דן במבנה השליטה בחברות ציבוריות ובקבוצות עסקיות במשק. הפרק החמישי בוחן את אופן הקצאת הזכויות בנכסים ציבוריים וקובע אמות מידה נוספות להפרטת נכסים ציבוריים. כמו כן, מצורפים לדוח חלק מהעבודות וממקורות המידע שהוועדה בחנה במהלך עבודתה. בנוסף, מצורפת לדוח חוות דעת של מומחה בינ"ל לממשל תאגידי פרופ' אריה בבצ'וק מאוניברסיטת הרווארד.

בכתיבת טיוטת דו"ח זה ולעבודת הוועדה תרמו אנשים רבים, מלבד חברי הוועדה, ותודתנו נתונה להם: יואב אורון, ליאור תבורי, מוריס דורפמן, הילה בן חיים, יניב פרץ, מיכל שי, שירלי אבנר, יואל בריס, נטע דורפמן, דנה נויפלד, שירן ברזילי, רוני טלמור, חיים זקס, אילן שטיינר, עידית פרויס, אייל אפשטיין, יעל מבורד, חן לב, קונסטנטין קוסנקו, בתיא הררי, לירן אבישר, אבנר לנגוט, לירון קצב, יוני פנינג, איציק שורקי ומוטי ימין.

פרק 2- עיקרי המלצות הוועדה

א. המלצות הוועדה בנושא בחינת אחזקות ריאליות ופיננסיות

1. איסור שליטה או החזקה, מעבר לשיעור שיוגדר, בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי

משמעותי או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי:

1.1. תאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי משמעותי לא ישלח בגוף פיננסי

משמעותי ולא יחזיק בו למעלה משיעור שייקבע על ידי הרגולטורים שיוסמכו לעניין זה. הרגולטורים יוסמכו לקבוע כללים לגבי שיעור ההחזקה כאמור, ובלבד ששיעור ההחזקה המרבי לא יעלה על 10 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי. על אף האמור, לעניין גוף פיננסי משמעותי בלא גרעין שליטה - לא יעלה שיעור ההחזקה המרבי על 5 אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה. בקביעת כללי החזקה כאמור, יובאו בחשבון בין היתר מבנה הענף ומבנה השליטה בגוף הפיננסי.

1.2. הפך תאגיד ריאלי למשמעותי לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי

משמעותי, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 1.1 אם:

1.2.1. הגידול במחזור המכירות הקובע של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע

מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר, ובלבד שמחזור המכירות הקובע של

התאגיד הריאלי בישראל לא יעלה על 12 מיליארדי ש"ח.

1.2.2. הגידול במאזן הקובע של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג

של תאגיד ריאלי אחר, ובלבד שהמאזן הקובע שלו לא יעלה על 30 מיליארדי

ש"ח.

עלה מחזור המכירות הקובע או המאזן הקובע של התאגיד הריאלי על הסכום כאמור,

רשאים הרגולטורים, לפי העניין, לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף

1.1.

1.3. הפך גוף פיננסי למשמעותי לאחר שתאגיד ריאלי משמעותי או השולט בתאגיד ריאלי

משמעותי קיבל היתר שליטה או החזקה בו, לא יחול האיסור כאמור בסעיף 1.1 אם

הגידול בכלל הנכסים של הגוף הפיננסי המשמעותי לא נבע מרכישה או מיזוג של גוף

פיננסי אחר, ובלבד שכלל הנכסים כאמור אינו עולה על 75 מיליארדי ש"ח. עלה סך

הנכסים של התאגיד הפיננסי על הסכום כאמור, רשאים הרגולטורים, לפי העניין,

לקבוע תנאים לבעל ההיתר לעמידה בתנאי סעיף 1.1.

1.4. אין בהמלצות לעיל לגרוע מסמכויותיהם של הרגולטורים לקבוע קריטריונים למתן

היתרי החזקה או שליטה.

2. הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי משמעותי:

2.1. לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי

משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי

משמעותי, ואולם, מינוי או כהונה כאמור יותר בגוף פיננסי משמעותי שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בו כדין בהתאם לאמור בסעיף 1.2 או 1.3 לעיל.

3. חובת דיווח:

3.1. הרגולטורים יוסמכו, ככל הנדרש, לקבוע הוראות דיווח על מנת להבטיח אכיפה יעילה של המלצות אלה, לרבות דיווח מבעלי היתרים לשליטה ולהחזקה בחברות פיננסיות בנוגע לחברות פרטיות ריאליות שבשליטתם.

4. סנקציות על הפרת ההוראות:

4.1. ייקבעו סנקציות פליליות ועיצומים כספיים על מי שעובר על הוראות סעיפים 1 עד 5.

5. עדכון סכומים ושיעורים:

5.1. שר האוצר והנגיד בהתייעצות עם יו"ר רשות ניירות ערך, יוסמכו לעדכן את הסכומים והשיעורים הקבועים בהמלצות אלה.

6. הוראות מעבר:

6.1. תיקבע תקופת מעבר של 4 שנים ליישום המלצות אלה.

7. חקיקה משלימה נדרשת:

7.1. לאור השלכות יישום המלצות הוועדה יש לקדם באופן מיידי את הצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 לעניין בנקים ללא גרעין שליטה (החזקה מפוזרת) וכן לקדם תיקוני חקיקה משלימים לעניין זה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א – 1981 ובחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה – 2005 (להלן – חוקי הפיקוח).

8. איסור שליטה של שולט בתאגיד בנקאי משמעותי, בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק:

8.1. השולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא יוכל לשלוט בגוף פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי.

בהמלצות אלה -

"גוף פיננסי" – תאגיד בנקאי, סולק, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, חברה להנפקת מוצרי מדדים או מנהל תיקים.

"גוף פיננסי משמעותי" – גוף פיננסי אשר כלל נכסיו עולה על 50 מיליארד ש"ח; לעניין הגדרה זו יחושבו כלל הנכסים של גוף פיננסי משמעותי ככלל הנכסים שלו ושל כל הגופים הפיננסיים

שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו כלל הנכסים כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; לעניין הגדרה זו סולק יחשב כמשמעותי אם הוא עונה להגדרת "סולק בעל היקף פעילות רחב" כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי).

"החזקה" – כהגדרתה בחוק הבנקאות (רישוי), תשמ"א-1981 (להלן – חוק הבנקאות).

"זיקה" – כהגדרתה בסעיף 240 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות).

"כלל נכסים" – בתאגיד בנקאי – סך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד ובגוף פיננסי אחר – סך הנכסים שלו והנכסים המנוהלים על ידו, לרבות הנכסים המנוהלים על ידו עבור גופים פיננסיים אחרים;

"קרוב" – כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי);

"רגולטורים" – המפקח על הבנקים, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון או יו"ר הרשות לניירות ערך, לפי העניין;

"שליטה" – כהגדרתה בחוק הבנקאות;

"תאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה" – תאגיד בנקאי שכל מחזיקי אמצעי השליטה בו אינם חייבים בהיתר לפי הוראות סעיף 34(ב) לחוק הבנקאות;

"תאגיד ריאלי משמעותי" – תאגיד שאינו גוף פיננסי ש: 1) מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארדי ש"ח; לעניין זה יחושב מחזור המכירות של תאגיד ריאלי משמעותי כסך מחזור המכירות שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחס כל מחזור המכירות כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד; או 2) המאזן הקובע שלו עולה על 20 מיליארדי ש"ח והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ-5% מהמאזן הקובע; לעניין זה יחושבו המאזן והנכסים בישראל של תאגיד ריאלי משמעותי כסך המאזן והנכסים בישראל שלו ושל כל התאגידים הריאליים שבשליטתו ושבשליטת השולט בו, ולעניין השולט יחד עם אחרים, ייוחסו סך המאזן והנכסים בישראל כאמור לכל אחד ואחד מהשולטים בנפרד.

"מחזור המכירות הקובע" – מחזור מכירות שנתי בשנה אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מחזור מכירות התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מחזור המכירות של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית הקודמת.

"מאזן קובע" – המאזן בשנה קלנדרית אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי מאזן התאגיד בשנה הקלנדרית האחרונה איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על מאזן התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית האחרונה.

"נכסים בישראל" – היקף הנכסים בישראל בשנה קלנדרית אחרונה לגביה פורסמו דוחות כספיים שנתיים. רשאים הרגולטורים, לפי העניין, במידה והשתכנעו כי היקף הנכסים בישראל בשנה הקלנדרית הקודמת איננו מייצג את פעילות התאגיד, להסתמך על היקף הנכסים בישראל של התאגיד בשנים קודמות לשנה הקלנדרית הקודמת.

בהקשר לפוטנציאל הפגיעה בציבור המשקיעים, הוועדה מציעה להתמקד בהסדרת פעילות של חברות ציבוריות בהן קיים פער בין בעלות לשליטה, על פי ההגדרה הבאה:

1. הגדרה: חברת פער היא חברה ציבורית שמתקיימים בה כל התנאים הבאים:

1. בחברה יש בעל שליטה, שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
2. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון החברה אינו עולה על 50%.
3. א. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה עולה על שיעור אחזקותיו בהון החברה¹ בדרך של החזקת זכויות הוניות דרך חברה ציבורית אחרת (מבנה פירמידאלי).

או

ב. מקרים אחרים של שליטה מבוצרת² שיוגדרו בחוק.

לעניין זה "שליטה מבוצרת" – מצב בו קיים קושי אפקטיבי לבצע השתלטות עוינת, אם בשל שיעור החזקות בעל השליטה בתאגיד בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנון החברה או כל דרך אחרת, והכל כפי שייקבע בחקיקה.

החקיקה תגדיר התייחסות כוללת לנושא של שליטה מבוצרת,³ וכן את ההסדרים שיחולו בכל מקרה של ביצור שליטה.

יובהר כי יתכן שלעניין ביצור שליטה פרטני לא יוחלו כל ההסדרים שיוחלו על חברת פער וייתכן שלא יוחלו כלל.

רוב המלצות הוועדה מתייחסות לחברות פער ומיעוטן מתייחסים לכלל החברות במשק:

2. מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על הכללת מניות או אגרות חוב של חברה שהנפיקה פעילות כפולה במדדי הבורסה.

לעניין זה, חברה תיחשב כחברה שהנפיקה פעילות כפולה אם היא מחזיקה בחברה ציבורית או חברת אג"ח (להלן – חברת דופליקציה), שמחזור הפעילות שלה, הרווח התפעולי שלה או סך נכסיה מהווה 70% או יותר ממחזור הפעילות, מהרווח התפעולי או מסך הנכסים של החברה המחזיקה, בהתאמה אלא אם מדובר באינדיקטורים זמניים.

3. מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על רישום למסחר של חברה אשר נשלטת ע"י ידי חברת פער ציבורית ושהנפקתה תהפוך את חברת האם ל"חברת דופליקציה".

¹ כאשר בעל השליטה מחזיק במניות חברת ציבורית בעקיפין באמצעות שרשרת של תאגידים בשליטתו, יחושבו זכויות בעל השליטה בהון החברה לפי "שיטת המכפלות" (קרי, הכפלת הזכויות ההוניות שיש לבעל השליטה בכל חוליה בשרשרת התאגידים), ואילו זכויות ההצבעה שלו יחושבו לפי "שיטת איתור בעל השליטה" (קרי, יראו את בעל השליטה כמחזיק במלוא זכויות ההצבעה שכל תאגיד בשליטתו מחזיק בחוליה שמתחתיו בשרשרת התאגידים).

² ישנן כיום חברות ציבוריות שבהן קיימת שליטה מבוצרת, אם בשל שיעור האחזקות של בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנות או כל דרך אחרת. בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.

³ משרד המשפטים מקיים בימים אלה בחינה לעניין ביצור השליטה. הוועדה ממליצה כי תושלם בהקדם הליך הבחינה האמור ותגובש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.

4. במקרה של העברת הבעלות על גרעין השליטה בחברה ציבורית שאיננה חברת פער, אשר כתוצאה ממנה החברה הופכת לחברת פער, חייב בעל השליטה החדש לפנות בהצעת רכש לכלל בעלי המניות בחברת הפער החדשה שנוצרה, במחיר למניה המשקף את סך התמורה ששילם לבעל השליטה המקורי בגין רכישת גרעין השליטה.
5. אם הוגשה על ידי מי שאינו בעל השליטה בחברה הצעת רכש מלאה לרכישת כלל מניותיה של חברת פער, שהונפקה לפחות 7 שנים לפני מועד הצעת הרכש, וההצעה נוקבת במחיר העולה ב-10 אחוזים לפחות מעל מחיר השוק, והיא הייתה זוכה להסכמת הרוב הקבוע בחוק החברות לעניין הצעת רכש מלאה אלמלא התנגדותו של בעל השליטה, אז – בעל השליטה יחויב להגיש הצעת רכש מלאה ליתר בעלי המניות במחיר השווה למחיר הצעת הרכש שהוגשה על ידי הצד השלישי.
6. חיזוק עצמאות הדירקטוריון –
- א. מוצע להגדיל את המספר המזערי של דירקטורים חיצוניים בחברות פער, ולקבוע כי בחברות אלו יכהנו שני דירקטורים חיצוניים או מספר אחר שיהווה שליש לפחות מקרב כלל חברי הדירקטוריון, לפי הגבוה מבניהם.
- ב. מינוי דירקטור בחברת פער (בת) אשר נשלטת על ידי חברת פער (אם) – מוצע לקבוע כי אופן ההצבעה של חברת הפער (אם) באסיפה למינוי דירקטור בחברת פער (בת) יחייב אישור של ועדת הביקורת בחברת הפער (אם).
- ג. מוצע לקבוע כי מינוי דירקטור חיצוני בחברת פער יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד.⁴
- ד. הרחבת הגילוי שניתן בפני האסיפה הכללית בקשר עם המועמדים למשרת דירקטור (לדוגמה, גילוי אודות תביעות שהוגשו ולא נדחו כנגד דירקטורים מתוקף תפקידם כדירקטורים) (הוראות הגילוי בעניין זה יחולו על כלל התאגידים המדווחים, ולא רק על חברות פער).
7. מוצע לקבוע הליך אישור מיוחד לתגמול בכירים בחברות פער, ולהתנות את מתן התגמול באישור באסיפה כללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט.
8. עסקאות בעלי עניין –
- א. חברות פער – מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפיקוח ועדת הביקורת באישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה. במידה והחברה אימצה נורמה כאמור היא תחויב, ככל שהתקשרה בעסקת בעל עניין כאמור ללא הליך תחרותי לגלות לציבור מדוע בחרה שלא לעשות כן.
- ב. מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של ועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות". החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של ועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.
9. חיזוק בעלי מניות המיעוט –
- א. בחברות פער – מוצע לקבוע כי ההחלטות הבאות יחייבו אישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט:
- i. רכישה של פעילות משמעותית.

⁴ לעניין זה עניין אישי למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

- ii. רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת.
- iii. גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי, בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות חברות בנות.
- הערה: קיימת דעת מיעוט בוועדה המסתייגת מהמלצות א(I) ו-א(III).
- ב. בחברות פער תחויבנה החברות לאפשר למשקיעים הצבעה באמצעות האינטרנט.

10. מוצע כי משרד המשפטים ישלים את בחינתו לעניין ביצורי שליטה, ויגבש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.⁵

11. עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי מניות

א. מוצע להרחיב את סמכות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימות כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות או דיני ניירות ערך.

ב. מוצע לקבוע הסדרים לעניין מימון תובענות ייצוגיות או נגזרות שיוגשו על ידי משקיעים מוסדיים.

12. עידוד פעילות מוסדיים

א. מוצע לקבוע כי בעלי מניות המיעוט, ובכלל זה המשקיעים המוסדיים, יהיו רשאים לתאם עמדות לקראת אסיפה כללית, וזאת מבלי לגרוע מהוראות כל דין לעניין תיאום הצבעות בחברות שלגביהן נדרש לקבל היתר שליטה (כגון בנקים).

ב. מוצע לבחון דרישה כי משקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון). כן יחויבו המשקיעים המוסדיים להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO).

ג. מוצע להרחיב את הוראות הגילוי בנוגע לאופן הצבעתם של משקיעים מוסדיים בעסקאות המחייבות רוב מיוחד.

ד. מוצע לחייב משקיעים מוסדיים לקבוע "תמרורי אזהרה", בהתקיימם יידרשו לנקוט בפעולות מול החברה (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בדיון).

ה. מוצע ליצור פיקוח והסדרה על גופים המייעצים למשקיעים מוסדיים לעניין אופן ההצבעה באספות (לרבות בהיבטים של כשירות וניגודי עניינים).

בהקשר לפוטנציאל הפגיעה בתחרותיות במשק:

13. הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ תיקון לחוק ההגבלים העסקיים המבהיר כי לבית הדין להגבלים עסקיים, לבקשת הממונה, יש סמכות להטיל על חברי קבוצת ריכוז סעדים מבניים לקידום התחרות. בנוסף, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ את תזכיר החוק העומד לעלות לאישור בוועדת השרים לענייני חקיקה, המסמיך את הממונה על הגבלים עסקיים להטיל עיצומים כספיים בגין הפרות של חוק ההגבלים העסקיים - בכלל זה, הוועדה ממליצה כי ייקבע מנגנון להטלת עיצום כספי בסכום מרבי שאינו קבוע מראש,

⁵ כאמור, בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין הקיים, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.

אלא תלוי בהיקף המכירות של מבצע ההפרה, אשר יהיה כפוף לביקורת שיפוטית בערר לבית הדין להגבלים עסקיים.

בהקשר לפוטנציאל הפגיעה ביציבות המשק :

14. מוצע לקיים בחינה בנוגע לצורך בהרחבת המגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לתאגיד בודד ולהגדיר מגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לקבוצת תאגידים (חשיפה הנגרמת בעקבות מתן הלוואות, לרבות רכישת אגרות חוב בשוק המשני, והחזקה במניות).

כלי מיסוי :

15. מומלץ לקבוע כי הוצאות מימון בחבר בני אדם ייחוסו תחילה להכנסה מדיבידנד שיתקבל מחבר בני אדם אחר בו המקבל הינו "בעל מניות מהותי".

מומלץ לקבוע עוד כי היה והוצאות המימון בשנת מס מסוימת גבוהות מההכנסה מדיבידנד באותה שנה, יותר ההפרש בהתאם להוראות סעיף 18(ג) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א-1961. היה ונותרו הוצאות מימון לאחר הייחוס האמור לעיל, יותר ההפרש בניכוי רק כנגד הכנסות מדיבידנד בשנים שלאחר מכן. היה ועדיין נותר הפרש במועד מכירת המניות ייוסף הפרש זה לעלות המניות לעניין חישוב רווח/הפסד ההון ממכירתן.

המלצה להערוך הציבור בהקשר לפוטנציאל הפגיעה במשקיעים :

הוועדה דנה בהצעה הבאה אך טרם הכריעה בה ולכן הצעה זו אינה חלק מהמלצות הוועדה. עם זאת, הוועדה רואה חשיבות בהבאת ההצעה להליך השימוע לצורך קבלת הערות הציבור.

16. בחברת פער, זכויות ההצבעה האפקטיביות באסיפה הכללית בהצבעה בהחלטות המתקבלות ברוב רגיל באסיפה הכללית יימנו באופן הבא – זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעל עניין יהיו שוות לשיעור זכויותיו בהון החברה. החזקות של בעל עניין מעבר לשיעור זה לא יובאו בחשבון לעניין מניין הקולות באסיפה הכללית. "בעל עניין" – כהגדרתו בחוק ניירות ערך.

הוועדה שוקלת לקבוע הוראות מעבר בנוגע לחלק מהמלצות ומבקשת את התייחסות הציבור גם לעניין זה.

1. **הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יחויבו לשקול שיקולי תחרות במסגרת הליך ההקצאה,** כמו כן תוטל על גופים אלה החובה להתייעץ עם הממונה על הגבלים עסקיים, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית.
2. **הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יחויבו לשקול שיקולי ריכוזיות שליטה בתשתיות חיוניות (כמוגדר במסמך זה), וכן חששות ליצירת גופים "גדולים מכדי להיכשל", במסגרת הליך ההקצאה.** כמו כן, מקום בו ערכו הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליוני ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית; שיקולי ריכוזיות השליטה יהיו כפופים לעיקרון של אי פגיעה משמעותית בצרכן. לעניין שיקולים אלה, יחויב הגוף המקצה בהתייעצות עם וועדה מייעצת, בה יהיו חברים מנכ"ל משרד האוצר, הממונה על הגבלים עסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה ויו"ר המועצה הלאומית לכלכלה במשרד ראש הממשלה.
3. **לממונה על הגבלים עסקיים יוענקו סמכויות לאסוף מידע כדי לסייע לוועדה המתמדת ולאפשר לו לייעץ לגופים המקצים. הגופים האחראיים על הליכי הקצאת זכויות ונכסים יוסמכו בחקיקה לקבוע במסגרת הליך ההקצאה תנאים שישקפו את שיקולי התחרות וחששות מריכוזיות השליטה בתשתיות.**
4. **אופן שקילת שיקולי התחרות וביזור השליטה בתשתיות חיוניות, ודרך ההתייעצות עם הגורמים הרלבנטיים, יוסדרו לפני מועד כניסת חובות השקילה וההתייעצות לתוקפן.** הוועדה ממליצה כי תקבע מסגרת זמנים ברורה וקצרה ככל הניתן לעבודת הגורמים המייעצים. להערכת חברי הוועדה, לא יהיה ניתן לקבוע פרוצדורה אחת מוגדרת אשר תוכל לתת מענה לכל סוגי הקצאת הזכויות במדינת ישראל, ולכן תידרשנה התאמות מסוימות בהתאם לאופי הזכות המוקצית ולסדרי עבודת הגוף המקצה.
5. **ההמלצות יחולו גם על הארכת רישיונות וזיכיונות קיימים וכן על מימוש אופציות קיימות (מקום בו יש לגורם המקצה שיקול דעת דומה לשיקול הדעת בהליך ההקצאה הראשוני) וזאת בשינויים המחויבים.**

פרק 3- המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות

ופיננסיות

א. תמצית מנהלים

רמת התחרותיות במשק הישראלי מושפעת מקיום מספר מצומצם של קבוצות עסקיות גדולות שמעורבות במספר רב של פעילויות שונות במשק, ועל כן נוצר חשש לפגיעה בתחרות בענפי משק שונים ובמשק בכלל. לפי הספרות הכלכלית, מצב בו אותם שחקנים מתחרים במספר ענפים שונים במקביל נוצר חשש כי שיווי המשקל שייווצר ברמת המשק אינו בהכרח תחרותי, מאחר וכל אחד מהשחקנים ממקסם את הרווח על פני כל הענפים בהם הוא פועל ולא בראיה של ענף בודד. חשש זה מקבל משנה תוקף כאשר מדובר בקבוצות עסקיות המשלבות בתוכן גוף פיננסי, שחשוף לכלל הענפים במשק ולפיכך מהווה מקור למידע עסקי הן על מתחרים והן על לקוחות וספקים של חברות הקבוצה העסקית.

גופים פיננסיים אמונים על הקצאת המשאבים, כאשר ההנחה היא כי בהינתן שוק חופשי ותחרותי הקצאת המשאבים תהיה יעילה ברמת המשק. תאגידיים ריאליים, מצד, מעוניינים להבטיח, כל אחד לעצמו, זמינות משאבים גדולים ככול הניתן. שילוב של תאגידיים ריאליים ופיננסיים תחת אותה שליטה או החזקה, מעלה, בנוסף לפגיעה האפשרית בתחרות, גם חשש להקצאה לא יעילה של משאבים במשק⁶ כתוצאה מהאפשרות להיווצרות ניגודי עניינים בין הפעילות הריאלית לפיננסית.

כללי הממשל תאגידי בישראל מטיילים על הגופים המוסדיים למלא תפקיד מרכזי בהגנה על המשקיעים הקטנים. העדר הפרדה בין תחומי עיסוק ריאליים ופיננסיים, על אף קיום הסדרה רגולטורית מקיפה ומתקדמת בהקשר של עסקאות בעל עניין בגופים פיננסיים, עלולה ליצור לגופים המוסדיים ניגודי עניינים בין עובדת היותם חלק מקבוצה עסקית עם פעילות ריאלית בין תפקידם בממשל תאגידי ועלולה להשפיע על היכולת והרצון של מתווכים אלה למלא את התפקיד הזה כראוי.

עצם קיומה של קבוצה מצומצמת של צרכני אשראי גדולים ברמת המשק, שחולשים על קבוצות של חברות באמצעות מבני החזקות מורכבים, עלולה ליצור סיכונים מערכתיים, הגדלים בהתאמה עם גודל ומורכבות התאגידיים הריאליים והפיננסיים. סיכונים המערכתיים אלו גדולים מהשפעתם הישירה של גופים אלה על המשק מכיוון שקבוצות עסקיות פועלות במספר רב של שווקים, עם מגוון לקוחות, ספקים ומתחרים בכל אחד ואחד מהשווקים. חלק משמעותי מהקבוצות העסקיות בישראל בנויות במבנה פירמידאלי, בהן חוסר הסימטריה בין האחזקות בהן ובין השליטה בפועל בחברות מסונפות עלול ליצור תמריץ לנטילת סיכונים יתר בחברות אלה, ולהגדיל משמעותית את רמות הסיכון שלהן ולהשליך על רמת הסיכון של הקבוצה כולה. כאשר בעלות על תאגידיים פיננסיים משולבת עם בעלות על אותם צרכני אשראי גדולים בעלי מטרות,

⁶(Almeida and Wolfenzon, 2006)

אינטרסים והעדפות סיכון אחרות, עלול גם להיווצר קשר בין איתנות המוסד הפיננסי ובין יציבות הקבוצה העסקית. כמובן שגם קשר זה מתחזק בהתאמה עם גודל ומורכבות התאגידים הריאליים והפיננסיים.

דירקטוריון חברה אמון על התווית מדיניות התאגיד ופיקוח על ביצועי הנהלה. כיום, הרכב הדירקטוריונים בחברות במשק הישראלי מתאפיין במספר מוגבל של דירקטורים, שמכהנים לרוב במספר דירקטוריונים במקביל⁷. על אף חובות הזהירות והאמונים שחלות על מי שמכהן כדירקטור, מעצם גודלו הקטן של המשק וריכוזיות הפעילות העסקית בו, חשופים דירקטורים המכהנים במספר תאגידים ריאליים ופיננסיים לניגודי עניינים פוטנציאליים לא מבוטלים. הפוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים אלה גדל לאין שיעור כאשר מי שמכהן כדירקטור בתאגיד ריאלי, מכהן במקביל בגוף פיננסי שמממן את פעילות התאגיד הריאלי, את מתחריו הקיימים או הפוטנציאליים, את ספקיו ואת לקוחותיו.

המלצות הוועדה גובשו נוכח ההנחה כי רמת התחרותיות במשק מוגבלת וכי אחד הגורמים שעלולים לתרום לכך הוא החזקה מקבילה של גופים פיננסיים ותאגידים ריאליים בקבוצות העסקיות הגדולות במשק. לאור הנחה זו, ובמטרה למזער את ניגודי העניינים הפוטנציאליים שנובעים מהחזקה מקבילה של גופים פיננסיים ותאגידים ריאליים, שמתגברים ככל שמדובר בגופים בעלי פעילות משמעותית, לשפר את הקצאת המקורות, להגדיל את התחרותיות במשק ולחזק את איתנות המערכת הפיננסית, גיבשה הוועדה מכלול המלצות.

המלצות הוועדה מאזנות בין הרצון להבטיח את המטרות שמונו לעיל ובין הרצון להימנע מהתערבות גדולה מדי בפעילות השוק החופשי. האלטרנטיבה שעמדה מול עיני הוועדה היא החמרה משמעותית של רגולציה על הפעילות הפיננסית והריאלית במשק, במטרה לטפל בכל אחת ואחת מהבעיות הפוטנציאליות והסיכונים הפוטנציאליים. אולם, חברי הוועדה סברו כי אין אפשרות מעשית להתמודד בדרך של רגולציה עם מגוון הבעיות והסיכונים הפוטנציאליים, וכי הגברת הפיקוח והבקרה עלולים להטיל על פעילות הסקטור הפרטי עול שיעלה על התועלת שתושג. לכן, מהות ההמלצות שמובאות להלן נועדה לתת פתרון מבני לבעיות שתוארו לעיל.

⁷ סוארי יצחק, סולגניק אייל, קונסטנטין לירון. 2008. *מה עלה ברשת הדירקטורים*. רואה חשבון

בשנת 1995 הקימה ממשלת ישראל וועדה לבחינת ההיבטים של החזקות בנקים בתאגידים ריאליים, בראשותו של דוד ברודט. דו"ח מסכם של אותה ועדה, קבע כי בנקים לא יוכלו להמשיך ולהיות בעלי שליטה בחברות ריאליות. בדו"ח נכתב:

"המשק הישראלי מאופיין בריכוזיות גבוהה, יחסית ומוחלטת. ריכוזיות זו מוצאת את ביטוייה ברמה הענפית וברמה המשקית. ברמה הענפית, אנו עדים לכך כי בשווקים רבים יימצאו מתחרים מועטים.... ברמה המשקית, אנו עדים לכך שמספר היחידות הכלכליות הלוקחות חלק של ממש בפעולת כוחות השוק הוא מוגבל, והשפעתן היחסית רבה. חלקים גדולים יחסית של הפעילות הכלכלית נתונים לשליטת מעטים". בדו"ח של אותה ועדה גם נכתב ש" מומלץ כי המשרדים הנוגעים בדבר יבחנו את הצורך להסדיר בחוק את שאלת הסדרת הנושא של חברת אחזקות או בעלים ששולטים הן בבנק והן בתאגידים ריאליים".

המשק הישראלי עשה קפיצת מדרגה בשני העשורים האחרונים והפך ממשק קטן ומתפתח למשק יציב ומפותח, עם מספר לא מבוטל של חברות בינלאומיות שמקור פעילותן בישראל. ממשלת ישראל פעלה רבות, לרבות בסקטור הפיננסי (ראה נספח 3.2) על מנת להגביר את רמת התחרותיות ברמה הענפית בתחומים שונים במשק, לדוגמה בענפי התקשורת, התחבורה הציבורית ועוד. עם זאת, המשק הישראלי עדיין נחשב למשק ריכוזי מאוד בהשוואה בינלאומית וחלק ניכר מאותן תופעות וחששות שצינו בדוח ועדת ברודט ב-1995 תקפות גם היום. הריכוזיות מוצאת ביטוייה במספר מצומצם של בעלי הון ששולטים בחלק ניכר מהפעילות המשקית, אם באופן ישיר ואם בקשרי החזקות ובעלויות צולבות ביניהם. בשנים 1995-2005 עשרים קבוצות עסקיות, רובן בבעלות משפחתית, שלטו בכ-160 חברות ציבוריות, 80% מתוכן באמצעות פירמידות שליטה, שהיוו קרוב למחצית משווי החברות הציבוריות במשק (ראה קוסנקו 2008).

הסקטור הפיננסי בישראל אף הוא מאופיין בריכוזיות גבוהה מאוד, הן ביחס לריכוזיות במשק והן ביחס לסקטורים פיננסיים במדינות אחרות, כאשר חמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות⁸ מחזיקות כ-99% מסך פיקדונות הציבור ושש הקבוצות הפיננסיות הגדולות⁹ מנהלות כ-69% מסך נכסי החיסכון לטווח ארוך של הציבור (ראה נספח 3.1). כמעט כל הגופים הפיננסיים בישראל נשלטים על ידי בעל שליטה, כפועל יוצא מדרישות הרגולציה, וחלק מהגופים הפיננסיים המשמעותיים נשלטים על ידי בעל שליטה שמחזיק במקביל בפעילות ריאלית.

חרף העובדה כי בעשורים האחרונים עבר המשק תהליך הפרטה ו"חילופי ידיים" משמעותיים בכל אותן קבוצות עסקיות, נשתמר המבנה הריכוזי. רובן של הקבוצות העסקיות פועלות במספר לא מבוטל של ענפים בתוך המשק, מה שמפגיש בין אותם השחקנים בכמה ענפים שונים, אם כמתחרים ואם כספקים או לקוחות אחד של השני. חלק מהקבוצות העסקיות מחזיקות, בין היתר, גם תאגידים פיננסיים, כאשר האחרונים הם אלו שנותנים אשראי ומשקיעים באמצעות

⁸ פועלים, לאומי, דיסקונט, מזרחי טפחות, בינלאומי

⁹ מגדל, כלל, מנורה מבטחים, פסגות, הראל, הפניקס (כולל אקסלנס)

השקעות פיננסיות בחברות במשק. תופעה זו, של החזקת נכסים ריאליים ופיננסיים תחת אותה בעלות איננה תופעה ייחודית לישראל. במספר לא מבוטל של משקים, מפותחים ומתפתחים כאחד, פועלות קבוצות עסקיות המחזיקות תאגידים פיננסיים וריאליים¹⁰. מנגד, בחלק מהמדינות, כמו קנדה, ארה"ב וקוריאה הדרומית, קיימות מגבלות ואף איסור על החזקה של תאגידים ריאליים ופיננסיים תחת אותו בעל שליטה. ראוי לציין, כי בחלק מהמדינות שבהן אין מדיניות ברורה לגבי החזקה מקבילה של תאגידים ריאליים ופיננסיים, התופעה אינה קיימת.

ראוי לבחון את השליטה המקבילה על תאגידים ריאליים ופיננסיים על ידי אותו בעל שליטה משתי זוויות ראייה. פעם אחת יש לבחון אם שליטה בתאגידים פיננסיים וריאליים ע"י אותו גורם עלולה לפגוע באיתנותה של המערכת הפיננסית ופעם שנייה יש לבחון אם התחרותיות במשק, על מכלול היבטיה, נפגעת כתוצאה מכך. נציין שבפרק זה נשתדל להימנע, ככול הניתן, מדיון בשאלת מבנה השליטה בקבוצות עסקיות ככלל, מאחר שדיון בנושא זה נמצא בפרק 4.

יציבותה ואיתנותה של המערכת הפיננסית היא בעלת חשיבות מסדר ראשון למשק, שכן היא מבטיחה את פעילותו התקינה של המשק בכלל ושל שוק ההון בפרט וכתוצאה מכך את בטחון ציבור המפקידים והחוסכים. התמוטטות של גוף פיננסי, במיוחד מהגדולים שביניהם, יכולה לפגוע בסקטור העסקי ובמשקי הבית שחשופים לתאגיד הפיננסי ועלולה לגרור תגובת שרשרת שתפגע משמעותית בכל המערכת הפיננסית ובמשק בכלל. לכן, פועלים במשק מספר רגולטורים שתפקידם להגן על ציבור המשקיעים והחוסכים במשק, לשמור על יציבות פיננסית¹¹ על ידי הגבלה ובקרה על נטילת סיכונים של הגופים הפיננסיים, לשכלל את שוק ההון ולקדם תחרות, אמינות ושקיפות.

שליטה בתאגידים ריאליים ופיננסיים יחד יכולה, במקרים מסוימים, לתרום לאיתנות המערכת הפיננסית, כאשר מקורות שנובעים מנכסיהם הריאליים של בעלי שליטה יכולים לסייע לגוף פיננסי שבשליטתם כאשר הוא נקלע לקשיים ("כיסים עמוקים" של הבעלים). במקרים אחרים, קשיים או סיכונים¹² שנוצרים בצד הריאלי של החזקות בעל שליטה בגוף פיננסי או העדר רצון שלו לסייע לתאגיד פיננסי שנקלע לקשיים עקב תועלת שיכולה להיווצר מכך לנכסיו הריאליים, יכולים לערער את יציבות התאגיד הפיננסי ואף את יציבות כלל המערכת הפיננסית, כתלות בגודל התאגיד הפיננסי. אותן השפעות, חיוביות ושליליות כאחד, מתעצמות כאשר מדובר במשק קטן וריכוזי, עם מספר מוגבל של חברות פיננסיות וריאליות גדולות מאוד במונחי המשק.

רמת התחרותיות במשק היא תוצר של כוחות השוק שפועלים בסביבה רגולטורית מסוימת. תפקידה של הממשלה בהקשר זה הוא להסיר חסמים ולהבטיח קיום תחרות חופשית מחד, ולפקח כי לא תהיה פגיעה משמעותית בטובת הצרכנים בענפים בהם התחרות מוגבלת או אינה קיימת, מאידך. המשק הישראלי מעולם לא התאפיין ברמת תחרותיות גבוהה. אין לכך הסבר אחד אבל אפשר לטעון כי המשק הישראלי הוא משק קטן ויש מקום למספר מועט של שחקנים

¹⁰ T. Khanna, Y. Yafeh "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", Journal of Economic Literature, Vol. 45, No. 2, pp. 331-373 (2007)

¹¹ לדוגמה, בחוק בנק ישראל החדש נכללת סמכות לבנק ישראל לסייע גם למוסדות פיננסיים שאינם בנקים מתוך ראיית יציבות המערכת הפיננסית כעניין שלוב.

¹² (Morck, 2011; Brockman and Yan, 2009; Khanna and Thomas, 2009)

מקומיים וכן כי המשק לא אטרקטיבי במיוחד, מסיבות כלכליות, גיאוגרפיות¹³ ואחרות, לשחקנים גדולים. אפשר גם לטעון שהאופן שבו התפתח המשק הישראלי, באמצעות מספר מצומצם של קבוצות עסקיות ממשלתיות ו ממשלתיות למחצה¹⁴ אשר פעלו באופן ישיר ועקיף בכל ענפי המשק הוא בין הגורמים המרכזיים לריכוזיות במשק¹⁵.

תפקידם של המוסדות הפיננסיים הוא לתווך בין לווים למלווים או בין חברות למשקיעים. המוסדות הפיננסיים מאפשרים לפרטים להעביר הכנסה בין תקופות שונות בחיים, כאשר בתווך בין שתי תקופות אלה הם מנהלים את כספי משקי הבית. ניהול כספם של אחרים כשלעצמו רווי בניגודי עניינים מובנים לא מבוטלים, בשל השוני בהעדפת סיכון ובפונקציית התועלת בין מנהלי הכספים והפרטים. כאשר בעלות על פעילות פיננסית משולבת עם בעלות על פעילות ריאלית, ובפרט כאשר זו ממומנת ע"י אשראי מגופים פיננסיים וגיוס הון מהציבור, מתעצמים אותם ניגודי עניינים ועלולים להיווצר ניגודים משמעותיים נוספים.

הבטחת תחרותיות בתוך המשק מגבירה את התחרותיות של המשק בזירה הבינ"ל וכפועל יוצא מכך מסייעת לצמיחה בת קיימא של המשק. רמת התחרותיות תלויה, בין היתר, במידת שוויון ההזדמנויות שניתן לחברות שונות במשק להשגת מימון לפעילותן, לקבלת מחירי שוק מול ספקים והלקוחות ולגישה לשווקים חדשים. לפי הספרות הכלכלית קיים מתאם שלילי בין רמת ההתפתחות של המשק ובין השפעתן של קבוצות עסקיות על תחרותיות¹⁶. פגיעת קבוצות עסקיות ברמת התחרותיות במשק עלולה אף להיות גדולה יותר כאשר מדובר בקבוצות עסקיות שיש בהן גופים פיננסיים, מאחר שפעילות גופים פיננסיים נפרשת ומשפיעה על מגוון הענפים במשק.

טיפול בבעיות ובסיכונים שנובעים משליטה או החזקה של חברות ריאליות ופיננסיות ע"י אותו גורם יכול להיעשות בשלוש דרכים מרכזיות:

1. **רגולציה עצמית של בעלי השליטה** – רגולציה עצמית או באמצעות גופים התנדבותיים שמסייעים לחברות להימנע ממצבים שמייצרים סיכונים למשק וניגודי עניינים מובנים משמעותיים ע"י קביעה ואכיפה של סטנדרטים (Best Practices). זה הפתרון העדיף, הן מבחינת העלויות המושגות על החברות והן מבחינת המערכת הרגולטורית. עם זאת, פתרון זה טרם בא לידי ביטוי של ממש במדינות השונות¹⁷ ונכון להיום אין לכך סימנים בישראל.

2. **רגולציה** – הפתרון הנפוץ והמקובל כיום לקביעת כללים שתכליתם להבטיח תחרות וטיפול בסיכונים מערכתיים, פיקוח ובקרה על רמת התחרותיות במשק ומניעת התממשות ניגודי עניינים פוטנציאליים. רגולציה יכולה לספק מענה הולם לחלק ניכר

¹³ ישראל מתאפיינת ב"כלכלת אי", כאשר 98% מסך היבוא והיצוא של מדינת ישראל עוברים דרך נמלי ים.
¹⁴ בשני העשורים הראשונים לקיומה של המדינה המשק העסקי התאפיין במספר רב של שותפויות עסקיות בין המדינה לקבוצות העסקיות שהיו דאז.

¹⁵ D. Maman, "The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared", 23 Org. Stud. 737 (2002).

¹⁶ R. Morck, D. Wolfenzon, & B. Yeung, Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, 43 J. Econ. Lit 655 (2005).

¹⁷ מהותית, רגולציה עצמית היא שיווי משקל היעיל ביותר למשק. עם זאת, בדומה ל"דילמת האסיר" זהו לא שיווי המשקל בו בוחרים השחקנים בשוק.

מניגודי העניינים הפוטנציאליים, אך לעיתים קרובות טומנת בחובה עלויות גבוהות ודרישות רוחביות נרחבות מהחברות במשק, ללא תלות ברמת ניגודי עניינים בכל חברה וחברה. כמו כן, קיימים מקרים מסוימים בהם אין לרגולטור אפשרות מעשית לטפל בניגודי עניינים הפוטנציאליים.

3. הפרדה בין יכולת שליטה בגופים פיננסיים ובתאגידים ריאליים – פתרון (דוגמת Glass-Steagall Act, החקיקה בעקבות ועדת בכר וועדת ברודט) שמטרתו למנוע מראש את עצם

קיום סיכונים וניגודי עניינים פוטנציאליים ומניעת אפשרות להיווצרותם. פתרון זה מאפשר להפחית היבטים מסוימים של פיקוח רגולטורי על החברות במשק.

רמת הפיקוח במשק הישראלי הינה מהמתקדמות בעולם. עם זאת, הכלים שבידי הרגולטורים לא יכולים למנוע לגמרי את הבעיות שנובעות משליטה או החזקה בחברות ריאליות ופיננסיות ע"י אותו בעל שליטה. רק לאחרונה אישרה הכנסת את תיקון 16 לחוק החברות¹⁸ שעיקרו הגברת כוח המיעוט בחברות ציבוריות מול בעל שליטה, על ידי חיזוק ממשל תאגידי בחברות ציבוריות. עם זאת, כפי שיוצג בהרחבה בהמשך, ישנו פוטנציאל לבעיות, סיכונים וניגודי עניינים שלא ניתן למנוע באמצעות רגולציה ופיקוח ממשלתיים.

המטרות, אותן שאפה הוועדה להשיג בעבודתה ועליהן מתבססות המלצותיה הן, כאמור, הבטחת איתנות המערכת הפיננסית, הגברת התחרותיות במשק, הבטחת הקצאה יעילה של הון במשק ומתן מענה מיטבי לסיכונים פוטנציאליים שנובעים מכך שגורם יחיד מחזיק הן בתאגיד ריאלי והן בתאגיד פיננסי.

המלצות הוועדה, כפי שהן מובאות להלן, אינן נסמכות על עדויות אמפיריות מובהקות במשק הישראלי. על אף כי הוועדה בדקה הימצאות של עדויות אמפיריות לכמה מניגודי האינטרסים הפוטנציאליים הבולטים לא נמצאו עדויות גלויות וברורות לניצול שליטה מקבילה בתאגידים ריאליים ופיננסיים. עם זאת, עצם העובדה כי צרכני האשראי הגדולים במשק הם אלה שמחזיקים בגופים הפיננסיים, מעלה חשש משמעותי להתממשות ניגודי האינטרסים המתוארים.

חשוב להקדים ולומר שאין אנו סבורים כי אימוץ המלצות הוועדה בלבד, אף כלשונן, יבטיח יצירת משק תחרותי, נטול ניגודי עניינים וסיכונים מערכתיים. המלצות הוועדה צריכות להיבחן כחלק ממארג מדיניות ממשלתית מקיפה שנועדה להגביר את התחרותיות במשק הישראלי ולסייע בהתמודדות עם הבעיות וסיכונים פוטנציאליים שמאפיינים אותו כיום. לכן כל שינוי במינון ההמלצות יחייב התאמות בהמלצות אחרות של הוועדה על מנת לעמוד במטרות שהוגדרו.

¹⁸ http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5880.pdf

איסור שליטה או החזקה, מעבר לשיעור שיוגדר, בגוף פיננסי משמעותי ע"י תאגיד ריאלי משמעותי או ע"י השולט בתאגיד ריאלי משמעותי

מטרתה של מערכת פיננסית היא לבצע הקצאה יעילה של כספי הציבור כך ששיאו ערך לציבור¹⁹. התועלת לציבור נובעת לא רק מתשואה ישירה, שנובעת מהפקדת ההון הציבורי בחברות פיננסיות, אלא גם במידה לא פחותה מהאופן שבו מקצה המערכת הפיננסית את ההון בין חברות עסקיות במשק.

מערכת פיננסית דינמית ומתקדמת הינה אחד המרכיבים המרכזיים לצמיחה של המשק. ללא מימון בנקאי לא יצמחו חברות חדשות במשק ולא תתאפשר פעילות סדירה של הסקטור העסקי וללא כספי המערכת הפנסיונית לא יתקיים שוק הון כגורם משלים או תחליפי לאשראי בנקאי. לכן, מקובל לייחס חשיבות רבה להתפתחות המערכת הפיננסית כגורם חיוני ומקדם של צמיחה כלכלית במדינה²⁰. בהקשר זה, מצאו החוקרים Rajah and Zingales²¹ כי לזהות הבעלים של החברות הפועלות בתוך המערכת הפיננסית ישנה השפעה על מידת הפיתוח של המערכת הפיננסית. ממצאי מחקריהם מצביעים על קשר שלילי בין הבעלות של בעלי הון (ברוב המדינות מדובר על משפחות עסקיות - Business Families²²) על מוסדות פיננסיים במדינה ובין מידת היותה של המדינה מפותחת, בשל היכולת של בעלי ההון להטות את הקצאת ההון במשק לטובת פעילות עסקיהם האחרים, ולאו דווקא באופן היעיל ביותר.

במדינות רבות בהן מבנה המשק מאופיין בפעילות של קבוצות עסקיות²³, לפחות חלק מהמוסדות הפיננסיים נשלט ע"י אותן הקבוצות כחלק ממארג חברות ציבוריות ופרטיות שפועלות בענפי משק שונים ומוחזק לעתים קרובות במבנה פירמידאלי²⁴. מובן שקיימת שונות גבוהה בין המדינות בחלקם של מוסדות פיננסיים שנמצאים בבעלות קבוצות עסקיות, בשל מאפיינים שונים וביניהם מאפיינים רגולטורים של כל מדינה ומדינה (ראה נספח 3.3). לדוגמה, קבוצות עסקיות באינדונזיה נוהגות באופן קבוע להחזיק מוסד פיננסי בבעלותן, בטורקיה כמעט כל הבנקים הינם בבעלות קבוצות עסקיות ובצ'ילה, לפני תהליך ההפרטה של שנות השמונים, קבוצות עסקיות היו מעורבות בצורה אינטנסיבית בסקטור הפיננסי. השילוב של מספר חברות שפועלות בענפים ריאליים שונים במשק עם מוסדות פיננסיים מייצר מספר לא מבוטל של יתרונות לבעליהם, בעיקר בשווקים

¹⁹ Schumpeter, J., 1942. Capitalism, Socialism, and Democracy. Harper & Brothers, New York and London

²⁰ Beck T., Levine, R., 2002. Industry growth and capital allocation: does having a market or a bank- or bank-based system matter? Journal of Financial Economics 64, 147-180

²¹ Rajah R., Zingales L., 2003. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. Journal of Financial Economics 69, 5-50

²² La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. Journal of Finance 54, 471-517

²³ רובן קבוצות משפחתיות

²⁴ ראוי לציין כי למעט ארה"ב, ברוב מדינות העולם לא שכיח למצוא חברות ריאליות או פיננסיות שאינן מוחזקות ע"י בעל שליטה יחיד.

מתפתחים. קבוצות אלה יכולות, באמצעות "שווקי הון פנימיים" (Internal Capital Markets) לגשר על קיומם של מוסדות ומנגנוני שוק חסרים (Missing Institutions) כגון מערכת פיננסית לא משוכללת, ולסייע בפיתוח המשק.²⁵ במחקרם על הקבוצות העסקיות ברוסיה מ-2001, מצאו Perotti ו-Gefler²⁶ אינדיקציות לקיום שווקי הון פנימיים וניצול קיום מוסד פיננסי (בנק) בתוך הקבוצה.²⁷ בנוסף, בעלות של משפחה או קבוצה עסקית על מוסד פיננסי²⁸ מקטינה את בעיית הנציג בין המנכ"ל ובעלי המניות, שנוצרת בתאגידים ללא בעל שליטה וכך בעצם מגינה על בעלי המניות הפאסיביים, במיוחד בשווקים בהם המערכת הרגולטורית (בדגש על הסדרת פעילות תאגיד ללא בעל שליטה) אינה מתקדמת דיה.²⁹

לעומת יתרונות פוטנציאליים אלה, היותם של גופים פיננסיים חלק מקבוצות עסקיות טומן בחובו גם מספר חסרונות פוטנציאליים לא מבוטלים. בעלי השליטה בתאגידים פיננסיים יכולים להסיט, חרף קיומה של רגולציה, הקצאת הון במשק לטובת חברות שבבעלותם או שיש להם אינטרסים אחרים בהן, וכך לפגוע בתחרות וביעילות הקצאת ההון במשק,³⁰ ואף לסכן את יציבות המשק.³¹ בנוסף, יכולות קבוצות עסקיות לכוון אשראי ממוסדות פיננסיים שבבעלותן לחברות בבעלות קבוצות אחרות³², קרי מימון צולב³³, או שהן יכולות לנסות ולמנוע אשראי ממתחרים קיימים או פוטנציאליים שלהם בענפים הריאליים³⁴ וכך בעקיפין "ליהנות" מהאחזקות הפיננסיות, כשהמערכת הרגולטורית מתקשה להתמודד עם סיכונים אלו. כמו כן, יכולים בעלי השליטה "ליהנות" ממידע עסקי על מתחרים קיימים ופוטנציאליים, לקוחות וספקים שלהם. מידע עסקי רב קיים גם לחברות הסליקה, החשופות למספר רב של עסקים וספקים ולהיקפי הפעילות שלהם. היותו של שוק הסליקה ריכוזי מגבירה את החשיפה של כל סולק למידע על עסקים שונים ועל כלל הפעילות בענפי המשק השונים. מגבלות הכלים והיכולת להתמודד בפועל עם אפשרויות מימון צולב, העברת מידע או מניעת אשראי מוצגים בנספחים 3.4 - 3.6 למסמך זה.

²⁵ Maurer, N., Haber, S., 2006. Related Lending and Economic Performance: Evidence from Mexico, 1883-1913.

²⁶ Perotti, Enrico C., Gefler, S., 2001. Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups, *European Economic Review* 45(9), 1601-1617

²⁷ הם עשו זאת באמצעות ניתוח הרגישות של חברות בתוך קבוצות עסקיות שבבעלותן מוסד פיננסי, לתזרים מזומנים שלהן לעומת לתזרים מזומנים של חברות אחרות בקבוצה בעת קבלת החלטת השקעה. הם מצאו כי ישנה רגישות עודפת ביחס לתזרים של חברות אחרות מה שמצביע על קיום שווקי הון פנימיים ומתואמים בקבוצות עסקיות

²⁸ נכון גם לגבי מוסדות ריאליים

²⁹ Burkart, M., Panunzi, F., Shleifer, A., 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58, 2167-2201

³⁰ Morck, R., Yavuz, M.D., Yeung, B., 2009. *Banking System Control, Capital Allocation, and Economy Performance*. Working Paper. NBER.

לדוגמה, במחקרם של Gur-Gershgorin, G., Cohen Mohliver, A. *Channeling Funds into the Group: IPO Pricing in Business Groups*, 2011 מצאו החוקרים כי הנפקות של חברות ריאליות שמשתייכות לקבוצות עסקיות בהן יש גם גופים פיננסיים (קרנות נאמנות) מתבצעות במחירים גבוהים יותר מהנפקות של חברות שלא משתייכות לקבוצות עסקיות כאלה.

³¹ מקובל להתייחס ל-Related Lending כאחת הסיבות המרכזיות למשבר הפיננסי בצ'ילה בתחילת שנות השמונים. כמו כן, במאמרם של Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Guillermo Zamarripa *"Related Lending"* (2002) הם מציגים ממצאים התומכים בסיכון למשק הטומן ב-Related Lending.

³² Almeida, H., Wolfenzon, D., 2006a. *A theory of pyramidal ownership and family business groups*. *Journal of Finance* 61(6), 2637-2680

³³ בשל המגבלות המשמעותיות החלות על מתן אשראי בתאגידים פיננסיים לצדדים קשורים, יכולות קבוצות עסקיות "לעקוף" את המגבלה באמצעות מתן אשראי אחת לשנייה.

³⁴ Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi. 2004; *Saving capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. Princeton University Press.

שאלת יציבות המשק בכלל ואיתנות המערכת הפיננסית בפרט הייתה במוקד דיוני הוועדה. הבטחת האיתנות מחד והיעילות מאידך, של המערכת הפיננסית הינה מהמטרות המרכזיות של הרגולטוריים הפיננסיים בישראל, כאשר בחינתה נעשית אל מול בחינת מידת חשיפתה לפעילות של תאגידים ריאליים, תוך דגש על גודלם ומידת מורכבותם של האחרונים. המשבר הפיננסי ב-2008 העלה לסדר יום הציבורי את שאלת זהות התאגידים שהם "Too Big to Fail" ו-"Too Complex to Fail", כאשר התעוררו חששות לקריסת קבוצות עסקיות בישראל. הסיכון שבקריסת תאגיד ריאלי נובע לא רק מהפגיעה הישירה במשקיעים, בספקים ובלקוחות של התאגיד. סיכון לקריסת תאגיד ריאלי שבעליו מחזיק גם גוף פיננסי עלול לגרום לחצים משמעותיים, באמצעות הגוף הפיננסי, על ספקים ולקוחות של התאגיד הריאלי, על תאגידים פיננסיים אחרים שמעורבים במימון פעילות התאגיד הריאלי. התממשות סיכונים אלו תלויה בגודל התאגיד הריאלי והפיננסי, אף כי ניתן לאפיין את החשיפה הישירה של התאגידים הפיננסיים לתאגידים ריאליים, קיים קושי לאמוד את הסיכון המערכת³⁵ במלואו.

סוגיה נוספת שנידונה בדיוני הוועדה היא יכולתם של הגופים המוסדיים למלא כראוי את התפקיד שיועד להם בממשל תאגידי בישראל. בשנים האחרונות המערכת הרגולטורית בשוק ההון שמה דגש נרחב על תפקיד גופים מוסדיים כמפקח על חברות ציבוריות בישראל. הגופים המוסדיים נדרשים להגן על משקיעים קטנים אף אם הם לא השקיעו בחברות ציבוריות באמצעותם. דרישות ממשל תאגידי בישראל הינן נרחבות מאוד בהשוואה בינ"ל – לדוגמה, גופים מוסדיים בישראל מחויבים להצביע בכל הנושאים החשובים המובאים להצבעה לאסיפה הכללית ואף נדרשים לנמק הצבעתם. לכן, יכולתם ורצונם של גופים מוסדיים לפקח על פעילות בעלי שליטה חשובה. בשל ניגודי עניינים פוטנציאליים, החוק איננו מאפשר לגוף מוסדי, הנמצא תחת בעל שליטה יחד עם חברות ריאליות, למלא את תפקידו בממשל תאגידי ולפקח על חברות אחרות שלו. בהנחה כי מעורבות אקטיבית של גופים מוסדיים בחברות ציבוריות שבבעלותו איננה אינטרס של אף בעל שליטה, קיים חשש גם למוטיבציה של גוף מוסדי שנמצא בקבוצה עסקית למלא את תפקידו בהגנה על משקיעי מיעוט בחברות ציבוריות שהן חלק מקבוצות עסקיות אחרות, במיוחד אם בקבוצות האחרות יש גופים מוסדיים. מחקרם של Hamdani and Yafeh (2010)³⁶ מציג תוצאות עקביות עם חששות אלו. עיקר הבעיה נוצרת כאשר גופים פיננסיים גדולים, שבהתאמה להיקף הנכסים שלהם אמור להיות להם חלק מרכזי בהגנה על משקיעי המיעוט, נמצאים תחת אותה בעלות עם קבוצות ריאליות גדולות, בהן מושקע חלק גדול מכספי הציבור.

כפי שתואר לעיל, להחזקה של תאגיד ריאלי ופיננסי בידי בעל שליטה יחיד ישנם יתרונות וחסרונות פוטנציאליים רבים. היתרונות הפוטנציאליים בהיבט התחרותי רלוונטיים בעיקר לשווקים צעירים והיתרונות מבחינת יציבות המערכת הפיננסית לא עמדו באופן מלא במבחן המציאות במהלך המשבר ב-2008. החסרונות הפוטנציאליים, ניגודי עניינים שעלולים לפגוע בתחרות במשק, באיתנות המערכת הפיננסית וביכולת להגן על משקיעי המיעוט, עלולים

³⁵ הסבר מפורט אודות סיכון מערכתי ומאפייניו מובא כחלק מדוח הוועדה

³⁶ Hamdani, A., Yafeh, Y., *Institutional Investors as Minority Shareholders*, ECGI - Law Working Paper No. 172, 2010

להתממש בכל שוק – מתפתח או מפותח. אולם, עצם קיום פוטנציאל לניגודי עניינים, גם כאלו שלא ניתן לפתור באמצעות פיקוח רגולטורי, אינו בהכרח עילה לנקיטת פעילות רגולטורית. יתרה מזאת, עד לאחרונה, הייתה העדפה מצד הרגולטורים כי הגופים הפיננסיים בישראל יוחזקו ע"י בעלי שליטה שהוכיחו חוסן פיננסי מינימאלי. לרוב, מקור "החוסן הפיננסי" הוא בפעילות ריאלית של בעלי השליטה.

לכן, רק כאשר פוטנציאל הנזק לתחרות, לאיתנות המערכת הפיננסית ולמשקיעי המיעוט הוא משמעותי ברמת המשק, חלה חובה על הגורמים המפקחים לנקוט בצעדים "שלא מן המניין", כגון הפרדה מבנית בין פעילות ריאלית ופיננסית, על מנת למזער את הסיכונים ככול הניתן. מידת השפעתו של גוף פיננסי על התחרותיות והפעילות הפיננסית במשק נובע מגודלו ומהיקף פעילותו. לכן "מנגנון ההפעלה" לנקיטת צעדים רגולטורים מונעי סיכונים המתוארים לעיל צריך להיגזר ממאפיינים אלו, תוך איזון עדין, שמחד יאפשר לחפצים בכך ליהנות מיתרונות שבשליטה מקבילה בתאגידים ריאליים ופיננסיים ומאידך ימזער את סיכויי ההתממשות של מגוון ניגודי העניינים והסיכונים שנובעים מכך במקרים הקיצוניים.

חברי הוועדה לא ראו לנכון לקבע איסור גורף על שליטה או החזקה של תאגיד ריאלי ופיננסי על ידי אותו בעל שליטה. המלצות הוועדה נועדו לתת פתרון רק לאותם מקרים בהם הבטחת האינטרס הציבורי היא הכרחית, על אף האפשרות של פגיעה בזכות קניין של מעטים. לדעת חברי הוועדה הפחתת ניגודי עניינים פוטנציאליים לצד חיזוק איתנות המערכת הפיננסית וממשל תאגידי בחברות ציבוריות יפעלו לקידום התפתחות ברת קיימא של הסקטורים הפיננסי והריאלי והמשק בכלל.

לכן, סבורים חברי הוועדה כי יש לקבוע הסדרים המונעים את יכולתם של אלה, שבבעלותם פעילות ריאלית משמעותית בארץ, לשלוט או להחזיק בתאגידים בנקאיים או בתאגידי שוק הון שהיקף נכסיהם או של נכסים שבניהולם משמעותי. הוועדה ממליצה לקבוע כי **תאגיד ריאלי משמעותי והשולט בתאגיד ריאלי משמעותי, לא יהא רשאי לקבל היתר שליטה או היתר להחזקת אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי מעבר לשיעור שיוגדר ע"י הרגולטורים שיוסמכו לכך**. מומלץ לקבוע כי הרגולטורים יוסמכו לקבוע כללים לגבי שיעור ההחזקה כאמור, **ובלבד ששיעור ההחזקה לא יעלה על 10 אחוזים ובמקרה של תאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה לא יעלה על 5 אחוזים**. בקביעת כללי ההחזקה כאמור, יובאו בחשבון בין היתר מבנה הענף ומבנה השליטה בגוף הפיננסי.

אנו ממליצים להגדיר **תאגיד ריאלי משמעותי כתאגיד שאינו גוף פיננסי ועומד באחד מהתנאים הבאים: א. מחזור המכירות הקובע שלו בישראל עולה על 8 מיליארדי ש"ח; או ב. המאזן הקובע שלו גדול מ- 20 מיליארדי ש"ח, והיקף הנכסים בישראל מהווה יותר מ- 5% מהמאזן הקובע**. הגדרת תאגיד ריאלי כמשמעותי מתבססת על קביעת אינדיקטורים לפוטנציאל ניגודי עניינים שעלול להיווצר במידה והשולט בתאגיד ריאלי משמעותי ישלוט או יחזיק במקביל בתאגיד פיננסי משמעותי. אחת המטרות המרכזיות של הוועדה הייתה הגברת רמת התחרות במשק. האינדיקטור המקובל והנפוץ למדידת השפעה של תאגיד ריאלי על התחרות הוא היקף המכירות שלו ביחס לשוק ולכן בחרנו להתמקד בהיקף מכירות כאחד הפרמטרים לצורך הגדרת היותו

תאגיד ריאלי משמעותי.³⁷ פדיון בענפי המשק בישראל³⁸ בסוף שנת 2011 צפוי לעמוד על כ- 1,500 מיליארדי ש"ח. להערכתנו, תאגיד ריאלי שהיקף מכירותיו בישראל עולים על חצי אחוז מהפדיון בענפי המשק הינו משמעותי ובעל השפעה מהותית ברמת המשק. (לשם השוואה, היקף המכירות בארה"ב של חברת Wal-Mart, שדורגה ב- 2007 במקום 17 בעולם ברשימת החברות הגדולות בעולם של Forbes, עמד באותה שנה על כ- 268 מיליארדי דולר, שמהווים כאחוז מפדיון בענפי המשק בארה"ב³⁹). מטרות נוספות של הוועדה היו, כאמור, הבטחת איתנות המערכת הפיננסית והקצאת הון יעילה במשק. לכן, מצאה הוועדה לנכון לקבע את מאזן, שמצביע על היקף פעילות וגודל התאגיד וכן על היקף האשראי של התאגיד, כאינדיקטור תחליפי להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי. להערכתנו, תאגיד ריאלי שהמאזן הכולל שלו עולה על 20 מיליארדי ש"ח וכן היקף הנכסים שלו בישראל גדול מ- 5% מסך מהמאזן הכולל שלו (קרי, יש לו פעילות במשק הישראלי) הינו תאגיד ריאלי משמעותי ברמת המשק.

בדומה, הגדרת היותו של גוף פיננסי משמעותי צריכה להתבסס על אינדיקטור שמצביע על השפעה בסקטור הפיננסי. האינדיקטור המקובל לכך במערכת הבנקאית הוא היקף נכסים ובשאר הגופים הפיננסיים נכסים מנוהלים. לכן, במסגרת הגדרה של גוף פיננסי משמעותי⁴⁰, אנו ממליצים להבחין בין תאגידים בנקאים ובין גופים פיננסיים שאינם בנק. לגבי תאגידים בנקאים אנו ממליצים לקבוע כי **תאגיד בנקאי שסך נכסיו המאזניים על בסיס מאוחד עולה על 50 מיליארדי ש"ח יוגדר כגוף פיננסי משמעותי**. לגבי תאגידים פיננסיים אחרים אנו ממליצים לקבוע כי **גוף פיננסי, שאינו בנק, שסך הנכסים שלו והנכסים המנוהלים בידו, לרבות הנכסים המנוהלים בידו עבור גופים פיננסיים אחרים, עולה על 50 מיליארד ש"ח יוגדר כגוף פיננסי משמעותי**. ערכם של סך הנכסים הפיננסיים השייכים לתאגידים בנקאים והנכסים המנוהלים על ידי תאגיד שוק ההון הינם כ- 2 טריליון ש"ח. להערכתנו, גוף פיננסי המחזיק ו/או מנהל 2.5 אחוזים מסך נכסים אלה הינו משמעותי ובעל השפעה מהותית ברמת המשק. לשם השוואה, סך הנכסים של Citigroup, הקבוצה הבנקאית הגדולה בארה"ב, היוו ב- 2010 כ- 1.4 אחוזים בלבד מנכסים פיננסיים בארה"ב. **לעניין סולק נגזיר כמשמעותי סולק בעל היקף פעילות רחב כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי).**

חברות במשק צומחות הן באמצעות מיזוגים ורכישות (מה שנהוג לכנות "צמיחה לא אורגנית") והן ע"י פיתוח עסקי הליבה שלהן (מה שנהוג לכנות "צמיחה אורגנית"). צמיחה לא אורגנית מסייעת לחברה הספציפית, אך לא תמיד תורמת לתחרותיות במשק. לעומת זאת, צמיחה אורגנית מעודדת חברות להשתפר ולהתייעל וכך מקדמת תחרות וחדשנות בענף הספציפי ובמשק בכלל. אחת המטרות המרכזיות שהוועדה ראתה לנגד עיניה היא עידוד התחרותיות במשק ולכן היא מצאה לנכון להמליץ לא להחיל את האיסור המצוין בהמלצות לעיל על תאגידים שיהפכו למשמעותיים, לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה, באמצעות צמיחה אורגנית עד אשר יגיעו להיקף מכירות בישראל, או נכסים בהתאמה, הגבוהים בחמישים אחוזים ממה שהוגדר בהמלצות לעיל. בהתאם לכך, אנו ממליצים לקבוע כי: **(1) במידה והפך תאגיד ריאלי למשמעותי לאחר**

³⁷ נתח שוק במכירות הינו האינדיקטור המרכזי למדידת כוח שוק של רשות ההגבלים העסקיים

³⁸ בהתאם לדיווח של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה המתבסס על נתוני גביית מע"מ

³⁹ פדיון בענפי המשק בארה"ב בשנת 2007 עמד על כ- 26.5 טריליון דולר. נתוני הפדיון בארה"ב מתפרסמים אחת לחמש שנים

⁴⁰ תאגיד בנקאי, מבטח, חברה מנהלת, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, מנהל תיקים

קבלת היתר שליטה או החזקה בגוף פיננסי משמעותי, לא יחול האיסור כאמור בסעיף לעיל, אם הגידול במחזור המכירות או במאזן של התאגיד הריאלי בישראל לא נבע מרכישה או מיזוג של תאגיד ריאלי אחר, ובלבד שמחזור המכירות של התאגיד הריאלי בישראל אינו עולה על 12 מיליארדי ש"ח או שהמאזן שלו אינו עולה על 30 מיליארדי ש"ח, בהתאמה; (2) הפך גוף פיננסי למשמעותי לאחר קבלת היתר שליטה או החזקה בהתאם לאמור לעיל, לא יחול האיסור כאמור לעיל אם הגידול בסך נכסי התאגיד או הנכסים המנוהלים על ידי התאגיד הפיננסי לא נבע מרכישה או מיזוג של גוף פיננסי אחר, ובלבד שסך הנכסים כאמור אינו עולה על 75 מיליארדי ש"ח.

הגבלת כהונה של דירקטורים בגוף פיננסי משמעותי

חוק החברות מגדיר את תפקיד הדירקטוריון "הדירקטוריון יתווה את מדיניות החברה ויפקח על ביצוע תפקידי המנהל הכללי ופעולותיו..." (סעיף 92 (א)). מקובל לראות בדירקטוריון את המצפן של התאגיד, מאחר שתפקידו המרכזי כאמור הוא לכוון את פעילות התאגיד ולוודא בכל עת כי הוא "על המסלול הנכון" ולסייע ולבקר את פעילות ההנהלה. לפיכך, דירקטורים בגוף פיננסי מעורבים בקבלת החלטות עסקיות של התאגיד. מאחר שפעילות עסקית של תאגידים פיננסיים במהותה נועדה לממן את פעילותם של תאגידים ריאליים, נחשפים חברי הדירקטוריון בתאגיד פיננסי למידע רב אודות תאגידים ריאליים, תכניות עסקיות שלהם, שווקים שהם פועלים בהם, מאפייני התחרות ועוד. בנוסף לחשיפה למידע עסקי, לחברי דירקטוריון בגוף פיננסי יכולת להשפיע על ניהול ענייניו של הגוף ובכלל זה על החלטות בעלות משמעות לפעילות ריאלית במשק.

ככל שדירקטור מכהן במספר גדול יותר של חברות מהותיות או שהוא קשור או בעל זיקה לאדם המחזיק בפעילות ריאלית משמעותית, כך גדלים ניגודי העניינים הפוטנציאליים שלו, וניתן אף לראותם כניגודי עניינים דרך קבע, שעלולים לפגוע ביכולתו לכהן כדירקטור ולמלא את חובתו בהתאם לנדרש ממנו בחוק החברות ובהוראות רגולטוריות.

כמו כן נהוג לראות בדירקטורים המכהנים במספר חברות, וקשורים לאדם מסוים, כיוצרים רשת קשרים לא פורמאליים עבורו, ובמיוחד אם הם קרוביו או בעלי זיקה אליו. מצב זה שכיח במשק הישראלי, כאשר בחינת מאפייני הדירקטורים בגופים פיננסיים בישראל מלמדת שחלק ניכר מהם מכהנים כדירקטורים בתאגידים ריאליים.. כאן נזכיר כי אחד מאמצעי השליטה בחברה הוא מינוי דירקטורים. אולם, כאשר דירקטור הוא בעל זיקה לאדם מסוים, גם אם הוא לא התמנה על ידו, קיים חשש כי יפעל עבורו או לטובתו. ולכן, רשת קשרים יכולה להוות תחליף לצורך בהחזקת אמצעי שליטה ראוי להדגיש, לאור הסבירות כי בעתיד הלא רחוק ייתכן וחלק מגופים פיננסיים בישראל יהיו ללא בעל שליטה, שהחשש להיווצרות ניגודי עניינים פוטנציאליים, כתוצאה מכהונה של דירקטורים בעלי זיקה לתאגיד ריאלי או לבעלים של תאגיד ריאלי, גדול יותר בגופים פיננסיים שפועלים ללא בעל שליטה.

ככל שפעילות עסקית מורכבת יותר, כך גובר הצורך לאייש את הדירקטוריונים באנשים מקצועיים עם ניסיון מעשי. הכישורים הנדרשים מדירקטורים מביאים לכך שחלק מדירקטורים

הופכים את עיסוקם זה לעיסוק המרכזי שלהם ומבקשים לכהן במספר רב של דירקטוריונים במקביל. בנוסף, בעלי שליטה מעוניינים כי הדירקטורים בתאגידים שהם שולטים בהם יהיו אנשי אמונם, עד כמה שניתן. התוצאה של תמריצים אלה, הן מצד החברות שמעוניינות בדירקטורים מנוסים ומקובלים על בעל שליטה והן מצד אלו שמכהנים כדירקטורים, המעוניינים להתמקד בכהונה בדירקטוריונים כעיסוק מרכזי, מביאים ליצירת "שוק" דירקטורים ריכוזי, עם מספר מוגבל של דירקטורים המכהנים במקביל במספר דירקטוריונים שונים⁴¹.

חוק החברות מכיר בחשיבות הדירקטוריון וקובע הוראות מפורטות שנועדו להבטיח את עצמאותו, והוראות מיוחדות שיחולו במקרים בהם קיים חשש להיווצרות ניגודי עניינים בין טובת החברה לטובת בעל השליטה (לדוגמה חובת הגילוי לפי סעיף 269א. לחוק החברות). בנוסף, חוק החברות קובע כי על דירקטורים יחולו חובת זהירות לפי סעיף 252 (א')⁴² וחובת אמונים לפי סעיף 254 (א'). החובות השונות שחלות על הדירקטורים נועדו למנוע היווצרות ניגודי עניינים או לכל הפחות להבטיח כי היווצרותם לא תפגע באינטרסים של התאגיד. אולם, כאשר דירקטור המכהן בגוף פיננסי משמעותי הוא בעל זיקה לשולט בתאגיד ריאלי משמעותי פוטנציאל להיווצרות ניגודי עניינים הוא גדול, גם בהינתן ההגנה הנגזרת מהרגולציה הקיימת.

להערכתנו, ישנם שני פתרונות רגולטורים אפשריים למניעת היווצרות ניגודי עניינים למי שמכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי והינו בעל זיקה לתאגיד ריאלי משמעותי או לשולט בו. ניתן להגביר רגולציה, כגון חובת גילוי, אך דרישה זו עלולה לעקר את פעילות הדירקטורים בעלי הזיקה ולהקשות מאוד על פעילות הדירקטוריון בגופים אלה. לכן, לאור העלויות והתועלות שנובעות מפתרון זה, אנו לא רואים הצדקה בנקיטת מהלך זה.

האפשרות השנייה שעמדה בפני חברי הוועדה היא למנוע היווצרות ניגודי עניינים קיצוניים באמצעות איסור על כהונה כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי של מי שהינו בעל זיקה לתאגיד ריאלי משמעותי. על אף שתוצאת מהלך זה היא הגבלת כהונה של חלק מהדירקטורים המכהנים כיום בגופים פיננסיים משמעותיים ומניעת כהונה עתידית של דירקטורים פוטנציאליים, אנו סבורים כי יישום המלצה זו לא יפגע בפעילות תקינה ושוטפת של דירקטוריון בגופים פיננסיים משמעותיים (או לחלופין לא יפגע בפעילות דירקטוריונים בתאגידים ריאליים משמעותיים, במידה ודירקטורים שמכהנים במקביל בגופים פיננסיים משמעותיים יבחרו להמשיך ולכהן בגופים אלו) ובמקביל יצמצם חלק ניכר מניגודי העניינים של הדירקטורים בגופים אלה.

הוועדה שקלה את האפשרות להחיל את המגבלה רק על דירקטורים פנימיים ולא על דירקטורים חיצוניים, אשר אינם בעלי זיקה לבעל שליטה וחלות עליהם מגבלות שונות כגון, מגבלות לגבי הגמול ואיסור העסקה בתום המינוי. אולם, בסופו של דבר הוועדה הגיעה למסקנה כי לא ניתן לקבוע שהבעיות שהועלו לעיל אינן מתקיימות לגבי דירקטורים חיצוניים. כמו כן, כפועל יוצא מהיותו חסר זיקה לבעל שליטה נמצא דירקטור חיצוני בצמתי קבלת ההחלטות המשמעותיות ביותר בגופים פיננסיים (ועדת אשראי, אישור עסקאות עם בעלי עניין ועוד) ולכן השפעתו רבה יותר.

⁴¹ סוארי יצחק, סולגניק אייל, קונסטנטין לירון. 2008. *מה עלה ברשת הדירקטורים*. רואה חשבון
⁴² "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין"

בהתאם לכך, לאור החשש מניגודי עניינים פוטנציאליים שנוצרים בתווך שבין כהונת אדם כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי ובין היותו בעל זיקה לשולט בתאגיד ריאלי משמעותי ולאחר בחינת שיקולי עלות תועלת של המהלך אנו ממליצים כי **לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי.**

איסור שליטה של שולט בתאגיד בנקאי משמעותי, בתאגיד פיננסי משמעותי

שאינו בנק

ועדת בכר הוקמה ב- 2004 במטרה לבחון ולהמליץ על פתרונות לטיפול בבעיית הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון הישראלי. הוועדה קבעה כי ריכוזיות וניגודי עניינים בשוק ההון גרמו למניעת פיתוחם של שווקים חדשים ושל מוצרים חדשים בשוק ההון, ולפגיעה בתחרות על הלקוחות ובהוגנות כלפיהם, ואף פרטה דוגמאות לכך, ובהן:

1. בצד האשראי – גופים מוסדיים שבשליטת הבנקים לא פיתחו מוצרי אשראי מתחרים לאלו שהוצעו במערכת הבנקאית, כגון: אשראי לעמיתים או השקעה באגרות חוב.
2. בצד החיסכון לטווח ארוך – שליטת הבנקים בגופים מוסדיים מנעה תחרות על מוצרי חיסכון לטווח הארוך, והעלתה חשש שהגופים המוסדיים שבויים בידי השולטים בהם, היכולים להשפיע על עלויות הניהול ואופן השקעת הכספים, וכך אותם גופים לא פועלים בצורה המיטיבה תמיד עם עמיתיהם/לקוחותיהם.
3. בתחום הייעוץ - שליטת הבנקים בגופים מוסדיים פגעה באובייקטיביות של הבנקים כיועצים בשוק ההון, וגרמה להם להמליץ על מוצרים המונפקים או מנוהלים על ידי גופים מוסדיים השייכים לקבוצה אליה משתייך גם הבנק.

החקיקה שבאה בעקבות וועדת בכר טיפלה בחלק מניגודי העניינים במערכת הפיננסית, כאשר המיקוד היה בהפרדת קופות גמל וקרנות נאמנות מהבנקים, ולא במכלול ניגודי העניינים הפוטנציאליים, כפי שהועלו גם על ידי הוועדה. השווקים הפיננסיים בישראל עדיין מאופיינים בריכוזיות גבוהה, אף ביחס לריכוזיות במשק, כאשר מספר גורמים בודדים מרכזים נתחי שוק משמעותיים, בעיקר במערכת הבנקאית, והן בשוק ההון והחיסכון הפנסיוני. הבעיות הפוטנציאליות שמוזכרות לעיל רלוונטיות כאשר קיימת החזקה בתאגיד בנקאי ובמקביל בתאגיד שוק הון, גם כאשר תאגיד שוק ההון פועל בתחומים שונים מתאגיד בנקאי. לדוגמה, שליטה בתאגיד בנקאי ובמקביל בתאגיד שוק הון עלולה להכניס שיקולים זרים להחלטות המתקבלות בכל אחד מהגופים לעניין מתן אשראי בבנק או השקעה באגרות חוב בתאגיד שוק ההון.

המערכת הפיננסית אמורה להיות זו שמאפשרת ואף דוחפת את הצמיחה במשק. תחרות מוגבלת בשוק ההון ואפשרות להיווצרות ניגודי עניינים כמתואר לעיל עלולים להגביל את התפתחות שוק ההון ובהתאם את צמיחת המשק הישראלי. הרגולציה הקיימת, בעיקר בתחום החיסכון לטווח

ארוך והחיסכון לטווח קצר (קרנות נאמנות) ברשות לני"ע, מקדמת תחרותיות בשוק ההון באמצעות מגבלות על נתח השוק שיכול להחזיק שחקן בודד. עם זאת, לא קיימת רגולציה הפועלת להגבלת הריכוזיות בשוק ההון בכללותו.

שיקולי תחרות ומניעת ניגודי אינטרסים הביאו את ועדת ברודט להמליץ כי תאגידים בנקאיים לא ישלטו בתאגידים ריאליים. מטרות דומות הניעו אותנו להמליץ, כאמור לעיל, כי תאגיד ריאלי משמעותי או בעל שליטה בו לא יורשה לשלוט או להחזיק בתאגיד פיננסי משמעותי. לדעתנו, על מנת לעודד תחרות וצמיחה ולמזער ניגודי עניינים, ראוי להשלים את הרגולציה שהוחל בה בוועדת בכר באמצעות הסדר דומה למוצע לתאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים. בהתאם, **מומלץ לקבוע כי מי ששולט בתאגיד בנקאי משמעותי לא יוכל לשלוט בתאגיד פיננסי משמעותי שאינו בנק**.⁴³

לדעתנו, המלצה זו מאזנת בין האינטרס הציבורי ובין הרצון שלא להתערב בשוק החופשי. יישום ההמלצה יפחית את ריכוזיות המערכת הפיננסית, יקטין את נתח נכסי הציבור, המממנים תאגידים ריאליים, המוחזק בידי גורם אחד, ויצמצם ניגודי עניינים פוטנציאליים בין גופים שונים במערכת הפיננסית.

הוראות מעבר וחקיקה משלימה

בהינתן שהמלצות הוועדה יאומצו, יידרשו מספר גורמים שבבעלותם תאגידים ריאליים ופיננסיים לצמצם את אחזקותיהם לפחות בחלק מתאגידים אלה. צמצום החזקות יכול להיעשות באמצעות מכירת חלק מהאחזקות לגורם אחר או באמצעות מכירתם לציבור באמצעות שוק ההון. תהליכים אלה, של מכירת נכסים בהיקפים גדולים הינם תהליכים ארוכים מטבעם. זאת ועוד, הגבלה משמעותית של פרק הזמן למכירת הנכסים עלול להביא לפגיעה משמעותית ולא מידתית בשווי הנכסים.

תהליך ההתאמה בהקשר של כהונת דירקטורים בתאגידים ריאליים ופיננסיים משמעותיים הינו פשוט יותר. עם זאת, ראוי לאפשר מצב של החלפה הדרגתית של חברי דירקטוריון גופים פיננסיים משמעותיים שלא יוכלו להמשיך ולכהן בגופים אלה בהתאם להמלצות המובאות לעיל, על מנת להבטיח פעילות תקינה ורציפה של הדירקטוריונים בגופים פיננסיים משמעותיים.

מומלץ לקבוע כי לצורך מתן אפשרות להתארגנות נאותה של השוק לשינויים הרגולטורים תקבע תקופת מעבר של עד 4 שנים.

במידה ומכירת האחזקות בגופים הפיננסיים תיעשה ע"י מכירתן באמצעות שוק ההון, עשויים מספר גופים להיוותר ללא בעל שליטה, קרי במצב של "החזקה מפורזת". הצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 עוסקת, בין היתר, בעניינים השונים הנוגעים לתאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה, כגון: הצעת מועמדים לכהונת דירקטור בתאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה, מינוי,

⁴³ למעט סולק, שכן אין מניעה כי שולט בתאגיד בנקאי ישלוט בסולק משמעותי.

כהונה והפסקת כהונה של דירקטורים בתאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה. הצעת חוק זו נמצאת כיום בדיונים בכנסת לקראת קריאה שניה-שלישית. לאור האמור לעיל, יש לקדם באופן מיידי את הצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011.

כמו כן, לצורך יישום המלצות הוועדה יש לקדם באופן מיידי תיקוני חקיקה משלימים בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א – 1981 ובחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה – 2005 (להלן – חוקי הפיקוח), אשר יתוו את דרך פעולתם של מבטח או של חברה מנהלת ללא גרעין שליטה. תיקוני החקיקה ייערכו בדומה לתיקונים המוצעים בהצעת חוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 לעניין תאגיד בנקאי בלא גרעין שליטה. בנוסף, על מנת למנוע מצב שבו חברות מנהלות של קופות גמל ושל קרנות פנסיה יוחזקו על ידי אותו בעל שליטה אך אפקטיבית יהיו חברות מנהלות דומות מאוד במאפייניהן, מוצע לקבוע כללים שרק בהתקיימם יהיה רשאי בעל שליטה לשלוט בשתי חברות מנהלות של קופות גמל או של קרנות פנסיה, וכן להחיל את המגבלה של החזקה של עד 15% מסך שווי כלל נכסי החיסכון לטווח ארוך גם בהתייחס לניהול נכסים עבור גופים פיננסיים אחרים, וזאת כדי לוודא שאין מספר גופים אשר מנהלים היקף נכסים מסוים, אך בעקיפין, על ידי ניהול השקעות של גופים נוספים הם משפיעים באופן משמעותי על שוק החיסכון הפנסיוני ועל שוק ההון.

ד. השלכות המלצות הוועדה בנושא בחינת החזקות ריאליות ופיננסיות

תקופת עבודת הוועדה לוותה בפולמוס ציבורי נרחב סביב נושא התחרותיות במשק הישראלי, שכלל הפניית אצבע מאשימה כלפי קבוצה עסקיות זו או אחרת והעלאת אינספור השערות לגבי אלה שעליהם צריכות להשפיע המלצות הוועדה. המלצות הוועדה נגזרו מתוך קביעה של מהו המצב הראוי מבחינת האינטרס הציבורי. עם זאת לאור העובדה כי המלצות הוועדה הינן בעלות השפעה על המשק ומתוך רצון לבחון מה צריכה להיות ההערכות הממשלתית ליישום ההמלצות, ביצעה הוועדה בחינה ראשונית בלבד של השלכות המלצותיה. פירוט הנתונים עליהם התבססו מובא בנספח 3.7 לדו"ח זה, כאשר להלן תוצג תמצית הממצאים:

"תאגיד ריאלי משמעותי והשולט בתאגיד ריאלי משמעותי, לא יהא רשאי לקבל היתר שליטה או היתר להחזקת אמצעי שליטה בגוף פיננסי משמעותי מעבר לשיעור שיוגדר ע"י הרגולטורים שיוסמכו לכך". להערכתנו ובהתבסס על מידע ציבורי בלבד, במשק הישראלי ישנם 5 תאגידים בנקאיים⁴⁴ ו-7 תאגידים פיננסיים אחרים שעונים להגדרה של גוף פיננסי משמעותי וכן 9 קבוצות עסקיות או גופים שעונים להגדרה של תאגיד ריאלי משמעותי. משמעות ממצא זה היא שהקבוצות או הגופים האלה לא יוכלו לשלוט או להחזיק מעל לשיעור החזקה שיוגדר בגופים פיננסיים משמעותיים. כבר היום, ישנן 3 קבוצות עסקיות שבבעלותם תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים העונים להגדרה של תאגידים משמעותיים והן קבוצת אידיבי, קבוצת דלק וקבוצת צדיק בינו (בינו החזקות, פיבי). בהתאם להמלצות הוועדה, על מנת להמשיך ולהחזיק בהיתר שליטה או בהיתר

⁴⁴ רשימת הסולקים המשמעותיים תפורסם בעתיד על ידי המפקח על הבנקים בהתאם להגדרות שנקבעו בחוק הבנקאות (רישוי)

החזקת אמצעי שליטה של גוף פיננסי, יידרשו קבוצות עסקיות אלה לרדת באחזקותיהן הריאליות או הפיננסיות לרמה שבה אחזקותיהם יהיו בהתאם למה שנקבע בהמלצות. קיימת סבירות כי בעלי השליטה בגופים פיננסיים משמעותיים יבחרו למכור את גרעין השליטה בתאגיד הפיננסי באמצעות מכירה לציבור, זאת מאחר שמספר הרוכשים הפוטנציאליים בתוך המשק הינו מוגבל, הן מבחינת ההון הנדרש והן מבחינת העובדה כי חלק מאלה שיש ביכולתם לרכוש שליטה לא יורשו לעשות כן בהתאם להמלצות הוועדה. לכן, ישנו צורך בהיערכות רגולטורית מתאימה לאפשרות הסדרת פעילות של תאגידים פיננסיים ללא גרעין שליטה האפשרי בהקדם האפשרי. יצוין, כי בנק ישראל כבר נמצא בהליכים מתקדמים להסדרה מלאה של פעילות תאגיד בנקאי ללא גרעין שליטה.

"לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי". ניתוח מעמיק של השלכות ההמלצה הנ"ל מצריך דיווח מתאים ומפורט של כל אחד מאלה המכהנים כדירקטורים בתאגידים פיננסיים משמעותיים (בהתאם להגדרות שהגדרנו). מאחר ולא היה ביכולתנו לעשות כן, התבססנו על הדיווחים המוצגים בדוחות דירקטוריון לשנת 2010 של התאגידים הפיננסיים בישראל לגבי הדירקטורים, מאחר ואלה מהווים אינדיקציה טובה לבעלי זיקה לתאגידים ריאליים משמעותיים. בהתאם לדיווחים אלה ישנם 23 דירקטורים בתאגידים בנקאיים משמעותיים⁴⁵ (29% מסך הדירקטורים בתאגידים אלה) ו- 20 דירקטורים בתאגיד שוק ההון משמעותיים (30% מסך הדירקטורים בתאגידים אלה) המכהנים במקביל בתאגידים ריאליים משמעותיים. השיעור הגבוה יחסית של דירקטורים, עליהם יחולו ההמלצות, נובע מכך שבחלקם הגדול הם נציגי בעלי השליטה שהינם בעלים של תאגידים ריאליים משמעותיים. במידה ואותם בעלי השליטה יבחרו למכור את אחזקותיהם בגוף הפיננסי, חלק מאותם דירקטורים יוחלפו על ידי בעלי המניות החדשים. מאחר ופרק זמן הניתן להטמעת המלצות הוועדה בהקשר זה הינו 4 שנים, אנו לא צופים קושי ביישום המהלך.

"השולט בתאגיד בנקאי שהוא גוף פיננסי משמעותי לא יוכל לשלוט בגוף פיננסי משמעותי שאינו תאגיד בנקאי". להערכתנו, להמלצה הנ"ל אין השלכות מיידיות על המשק מאחר ולא זיהינו גופים העונים על הקריטריונים. עם זאת, כאמור המלצות הוועדה נועדו לייצר רגולציה ברת קיימא וצופה פני עתיד ולכן המלצות הוועדה נועדו למנוע פוטנציאל היווצרות ניגודי עניינים הן בעתיד והן בהווה.

⁴⁵ לא כולל דירקטורים בסולקים משמעותיים, שכן טרם פורסמה רשימת הסולקים המשמעותיים.

נספח 3.1

הריכוזיות במשק ובסקטור הפיננסי

ריכוזיות הסקטור העסקי

עבודת הצוות התקיימה לאור ההנחה כי רמת התחרותיות בסקטור העסקי בישראל הינה מוגבלת יחסית למדינות מפותחות אחרות. ריכוז הפעילות העסקית והפיננסית במשק בידי מספר מצומצם של יחידים אינו תולדה של השנים האחרונות אלא תוצאה של האופן בו התהווה המשק בשנות החמישים והשישים ושל המדיניות הממשלתית בעשורים שלאחר מכן.

עם קום המדינה הייתה ממשלת ישראל השחקן המרכזי בסקטור העסקי בישראל. חלק ניכר מהפעילות העסקית התרכז בידיהם של שלושה שחקנים – ממשלת ישראל, הסוכנות היהודית והסתדרות העובדים, מה שהביא ליצירת סקטור עסקי ריכוזי מאוד, עם קשרים ישירים ועקיפים בין הקונצרנים השונים במשק. לצידם פעלו מספר מצומצם של קבוצות עסקיות, שלא פעם עבדו בשיתוף עם הקבוצות "הממשלתיות". המיתון של שנות השישים היווה נקודת מפנה במבנה הסקטור העסקי בישראל, כאשר בסופו של גל מכירות ומיזוגים נוצר מבנה, שמזכיר במעט את מבנה המשק כיום, של 50 תאגידים גדולים לצד הרבה עסקים קטנים ובינוניים. השלב הבא בהתפתחות הסקטור העסקי היה המשבר של אמצע שנות השמונים, שהביא, מחד, להעלמות של מספר קבוצות עסקיות, ומאידך הביא לעלייתן של קבוצות עסקיות חדשות וגדולות יותר, בעיקר בשל תהליכי הפרטה עצומים שקיימה הממשלה. אותן קבוצות חדשות הכילו בתוכן הן את חברות הממשלתיות שהופרטו והולאמו והן את נכסי הקבוצות "הישנות" שנעלמו. כמובן, שבין הנכסים שנרכשו ע"י הקבוצות העסקיות היו התאגידים הבנקאים, שהיו השחקנים הפיננסיים הדומיננטיים במשק. ארבעה מתוך חמישה התאגידים הבנקאים הגדולים במשק שבעקבות משבר מניות הבנקים היו בבעלות הממשלה (הבנק הבינלאומי היה בשליטת משפחת ספרא) נמכרו לידיים פרטיות, וזאת כחלק ממדיניות בנק ישראל להעדיף את מכירת הבנקים ל"גרעיני שליטה" על פני פיזור המניות בשוק.

עד סוף שנות התשעים התחלפה הבעלות ברוב החברות הגדולות במשק. הבעלים החדשים הצליחו למנף ידע ואסטרטגיה עסקית, הון שיצרו או ירשו ואשראי בהיקפים גדולים, תמורתו התחייבו לתשלומי דיבידנד גדולים. עם זאת "חילופי הידיים" לא שינו לרוב את המבנה הייחודי של הקבוצות העסקיות, כך שפירמידות ההחזקה המשיכו לבלוט בנוף הכלכלה הישראלית⁴⁶.

ועדת ברודט, שקבעה כי תאגידים בנקאים לא יורשו לשלוט בתאגידים ריאליים פעלה ב- 1995 תחת אותה הנחת המוצא, תחתיה אנו פועלים כיום והיא כי המשק הישראלי הינו משק ריכוזי, הן בהיבט כלל משקי והן בהיבט ענפי. הנחה זו לא השתנתה בעקבות השינויים שתוארו לעיל ואף מקבלת חיזוק בעבודות שנעשו על קבוצות עסקיות בישראל. כך למשל, בעבודה שנערכה בשנת

⁴⁶ מתוך: "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק", קונסטנטין קוסנקו, מחלקת המחקר בנק ישראל, אפריל 2008. הנתונים הם ממוצעים לשנים 1995-2005.

2008 על נתוני החברות הציבוריות במשק עלה כי כ-20 קבוצות עסקיות שולטות בכ-160 חברות ציבוריות מהגדולות במשק⁴⁷. הקבוצות העסקיות הללו נתונות לשליטה של יחיד או משפחה וקיימים בין החברות בקבוצה קשרים הבאים לידי ביטוי בבעלות משותפת או בשיבה בדירקטוריונים של חברות רבות. בנוסף, קבוצות אלו מנהלות קשרי גומלין הדוקים עם המגזר הבנקאי ומהוות קבוצות לווים גדולות במרבית הבנקים, ולכן גלום בהן פוטנציאל לסיכון מערכתי ואולי אף בבחינת "Too Big to Fail"⁴⁸. בהיבט הענפי קיימים מספר ענפים בהם הריכוזיות בולטת במיוחד והם כוללים את ענפי התשתית, בהם קיים יתרון לגודל או שמדובר במונופולין טבעיים (חשמל, מים, גז, בתי זיקוק, נמלים) ואת ענפי הפיננסים (בנקאות וביטוח). קיימים גם מספר ענפי משנה המאופיינים בריכוזיות בתחום המזון, מכירת דלק, עיתונות, טלפוניה וכו'.

מאפייני הסקטור הפיננסי ומבנה הבעלות בו

המערכת הבנקאית בישראל ריכוזית, דבר הבא לידי ביטוי בחמש קבוצות בנקאיות עיקריות (בנק לאומי, בנק הפועלים, בנק דיסקונט, בנק מזרחי טפחות והבנק הבינלאומי) שמחזיקות כ-99% מסך המערכת. ובקרב הגופים המוסדיים פועלות שש קבוצות פיננסיות עיקריות (מגדל, כלל, הראל, מנורה מבטחים, פסגות והפניקס) המחזיקות מגוון חברות בתחום שוק ההון לרבות: חברות ביטוח, קופות גמל, קרנות השתלמות, קרנות נאמנות וקרנות פנסיה. בעקבות וועדת בכר, אשר בין היתר, אסרה החזקה של בנקים בחברות המנהלות קופות גמל או קרנות נאמנות, נכסים אלה נמכרו על ידי הבנקים לגופים שונים וביניהם חברות הביטוח הגדולות שהגדילו משמעותית את היקף הנכסים המנוהלים על ידן.

היקפי הפעילות של הקבוצות הבנקאיות והפיננסיות משמעותיים. סך נכסי הציבור המנוהלים על ידי הגופים הפיננסיים השונים הסתכמו בסוף 2009 ב-2,249 מיליארדי ש"ח, מזה כ-710 מיליארדי ש"ח נכסי ציבור המופקדים בבנקים (לא כולל פיקדונות הציבור המופקדים בשלוחות הבנקים בחו"ל), כ-785 מיליארדי נכסי ציבור סחירים המוחזקים על ידי הבנקים (מניות, אג"ח והשקעות תושבי ישראל בחו"ל) ו-718 מיליארדי ש"ח נכסי מוסדות הגמל, פנסיה וביטוח⁴⁹.

להלן לוחות המציגים את היקפי הפעילות לפי קבוצות עיקריות: לוח 1 מציג את התפלגות נכסי החיסכון הפנסיוני בקרב הקבוצות הפיננסיות הגדולות (הכוללים רק את נכסי החיסכון הפנסיוני הנכנסים למגבלת ה-15% שנקבעה בוועדת בכר, שאינם כוללים למשל את נכסי קרנות הפנסיה הוותיקות. כמו כן הנכסים אינם כוללים את נכסי קרנות הנאמנות שבידי הגופים הללו בהיקף כולל של כ-133 מיליארדי ש"ח^{50, 51}), לוח 2 המציג את התפלגות סך פיקדונות הציבור על בסיס מאוחד בחמשת הקבוצות הבנקאיות הגדולות, לוח 3 מציג את התפלגות הנכסים המנוהלים באמצעות מנהלי קרנות נאמנות הגדולים, לוח 4 מציג את התפלגות הנכסים המנוהלים באמצעות חברות

⁴⁷ מתוך: "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק", קונסטנטין קוסנקו, מחלקת המחקר בנק ישראל, אפריל 2008. הנתונים הם ממוצעים לשנים 1995-2005.

⁴⁸ מתוך דוח בנק ישראל לשנת 2009.

⁴⁹ מתוך לוח א-4 בסקירת המפקח על הבנקים לשנת 2009.

⁵⁰ בהתאם לחקיקת בכר קיימת גם מגבלה של 20% על החזקה בידי יחיד בנתח שוק של קרנות הנאמנות.

⁵¹ מתוך: הסקירה השנתית של הממונה על אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון באוצר לשנת 2009.

לניהול תעודות סל הגדולות, לוח 5 מציג את התפלגות הנכסים המנוהלים ע"י מנהלי התיקים הגדולים:

לוח 1 – התפלגות החיסכון לטווח ארוך בקרב הקבוצות הפיננסיות נכון ל- 30.06.2011		
קבוצה פיננסית	סך הנכסים המנוהלים ⁵² במיליוני ש"ח	השיעור מסך הנכסים בחסכון לטווח ארוך בכל השוק
מגדל	90,238	16.6%
כלל	80,035	14.7%
מנורה מבטחים	61,062	11.2%
הראל	52,247	9.6%
פסגות	45,332	8.3%
הפניקס ואקסלנס	44,863	8.3%
אחרים	169,981	31.3%
סה"כ	543,758	100%

לוח 2 – התפלגות פיקדונות הציבור בקרב הקבוצות הבנקאיות		
קבוצה בנקאית	סך פיקדונות הציבור במיליוני ש"ח	השיעור מסך הפיקדונות
לאומי	252,704	29.5%
פועלים	233,237	27.2%
דיסקונט	139,296	16.2%
מזרחי טפחות	111,496	13.0%
הבינלאומי	79,085	9.2%
איגוד	31,003	3.6%
ירושלים	7,875	0.9%
דקסיה	3,218	0.4%
סה"כ	857,914	100%

⁵² נכסי החיסכון הפנסיוני לפי מגבלת רפורמת בכר של 15% שאינה כוללת את קרנות הפנסיה הוותיקות קופות גמל מרכזיות לפיצויים ונכסי ביטוח חיים מבטיח תשואה הזכאית לאג"ח מיועדות.

לוח 3 – התפלגות נכסי הציבור המנוהלים באמצעות קרנות נאמנות בקרב הקבוצות הפיננסיות מעודכן ל-30/06/2011		
קבוצה פיננסית	סך הנכסים המנוהלים במיליוני ש"ח	השיעור מסך הנכסים בקרנות נאמנות
פסגות קרנות נאמנות בע"מ	25,655	16.6%
אקסלנס קרנות נאמנות בע"מ	20,274	13.1%
הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	20,140	13.1%
מיטב - ניהול קרנות נאמנות (1982) בע"מ	15,692	10.2%
מגדל קרנות נאמנות בע"מ	13,465	8.7%
אי.בי.אי. ניהול קרנות נאמנות (1978) בע"מ	12,856	8.3%
דש קרנות נאמנות בע"מ	10,532	6.8%
סה"כ	154,176	100%

לוח 4 – התפלגות נכסי הציבור המנוהלים באמצעות תעודות סל בקרב הקבוצות הפיננסיות מעודכן ל-30/06/2011		
קבוצה פיננסית	סך הנכסים המנוהלים במיליוני ש"ח	השיעור מסך הנכסים בתעודות סל
אינדקס תעודות סל	4,979	8.91%
הראל סל	3,819	6.83%
מבט מדדים	6,188	11.07%
מיטב	969	1.73%
פסגות	7,706	13.79%
קסם תעודות סל	18,416	32.95%
תכלית תעודות סל	13,813	24.72%
סה"כ	55,889	100%

לוח 5 – התפלגות נכסי הציבור המנוהלים באמצעות מנהלי תיקים בקרב הקבוצות הפיננסיות מעודכן ל-31/12/2010		
קבוצה פיננסית	סך הנכסים המנוהלים במיליוני ש"ח	השיעור מסך הכספים המנוהלים ע"י מנהלי תיקים
אקסלנס השקעות בע"מ	43,682	18%
פסגות בית השקעות בע"מ	43,549	18%
כלל חברה לביטוח בע"מ	19,781	8%
אי.בי.אי בית השקעות בע"מ	12,645	5%
מגדל החזקות ביטוח ופיננסים בע"מ	10,328	4%
בנק הפועלים בע"מ	9,959	4%
סה"כ	242,607	100%

מבנה הבעלות בתאגידים פיננסיים מאופיין בגרעיני שליטה, כך שמבין חמש הקבוצות הבנקאיות ארבע מוחזקות על ידי גרעיני שליטה המורכבים מבעלי שליטה שהינם יחידים או משפחות. מבין שש הקבוצות הפיננסיות 5 מוחזקות על ידי בעלי שליטה הכוללים גם משפחות. לחלק מבעלי השליטה פעילות ריאלית משמעותית.

ועדת ברודט (1995)

הקשר שבין המערכת הבנקאית לתחום הריאלי והשלכתו על התחרות במשק נידונים בהרחבה בדוח וועדת ברודט. הוועדה הוקמה על רקע הריכוזיות במשק שבאה לידי ביטוי בשליטה של ארבע קבוצות על פעילות רבה ומגוונת במשק. שתי הקבוצות הריאליות הגדולות במשק היו אידיבי והחברה לישראל ושתי קבוצות הבנקאיות הגדולות במשק היו בנק הפועלים ובנק לאומי אשר החזיקו במספר רב של חברות ריאליות, חלקן גדולות ומשמעותיות בענפים בהם הן פועלות. כך למשל בנק הפועלים שלט, בין היתר, בחברות "אמפל" ו"דיר ב.פ."; ביחד עם קבוצת אי.די.בי בקונצרנים "כלל" ו"דלק" וביחד עם קבוצת שמרוק ב"כור". בנק לאומי שלט בקונצרן "אפריקה ישראל להשקעות" ובאמצעותו בחברת הביטוח "מגדל-חברה לביטוח"⁵³.

בדו"ח הוועדה פירט ברודט אודות הסיכונים המרכזיים שעלולים להיווצר כתוצאה מריכוזיות גבוהה בפעילות הסקטור העסקי, ובהם: ריכוז שליטה בידי מעטים הגורם לריכוז כוח בידי קומץ מקבלי החלטות; צמצום התחרות במשק הגורם לעליית מחירים; פגיעה בכושר התחרות של המשק בשווקים הבינלאומיים; הרתעת כניסתם של משקיעים ורווחים מונופוליסטים לבעלי השליטה. לדעת הוועדה תופעות אלה מקבלות משנה תוקף כאשר פעילות קונגלומרטים עסקיים משולבת עם בנק מאחר וקונגלומרט המשלב בתוכו בנק מעצים את כוחו לעומת קונגלומרטים וחברות ריאליות אחרות, דבר הפוגע עוד יותר בתחרות. עוצמה זו נובעת, בין היתר, מזמינות המקורות הפיננסיים המהווים תשומה חשובה בכל ענף כלכלי, הן להשקעות והן לפעילות השוטפת. בנוסף, נוצר פוטנציאל לניגודי עניינים בהעדפת חברות הקשורות לבנק בהקצאת אשראי; העדפת מניות של תאגידים הקשורים לבנק במסגרת ניהול תיקי השקעות וייעוץ; שימוש במידע פנימי וכו'.

בדוח הוועדה מתוארים גם יתרונות בקשר בין הבנקים ותאגידים ריאליים (בדגש על בעלות של הבנקים על תאגידים ריאליים), כפי שעולה ממחקרים שונים, ובהם: סיוע לחברות קטנות וחדשות שלא צברו עדין מוניטין ולכן יש להן קשיים במימון ההשקעה באמצעות הבורסה; חיזוק מעמדן של חברות העוסקות ביצוא בשווקים הבינלאומיים; בניית תכנית הבראה כאשר חברה נקלעת לקשיים וכמובן פיקוח על פעילות החברה ומנהליה תוך שימוש בידע המקצועי שבידי הבנק. עם זאת, מניתוח המחקרים עולה כי ניתן להשיג יתרונות אלה גם ללא שליטה בתאגיד הריאלי, אלא בהסכם אשראי ארוך טווח ובעלות חלקית⁵⁴. ככלל, קבעה וועדת ברודט, כי היתרונות והחסרונות בשילובו של בנק בקונגלומרט תלויים במגוון פעילויותיו הפיננסיות של הבנק ובמשקלו היחסי של הבנק בסך המערכת הפיננסית.

⁵³ עוד לפני כן נקבע בחקיקה מחודש מרס 1994 כי ההחזקה בכל תאגיד ריאלי בודד תרד עד סוף 1996 למקסימום של 25%, כאשר הותרה שליטה בתאגידים ריאליים אם נשלטו לפני 1989. וועדת ברודט שפעלה ב-1995 התבקשה לבחון הפחתות נוספות להחזקה בתאגיד בודד ולסך האחזקות בתאגידים ריאליים.

⁵⁴ הודגש בדוח הוועדה כי הניתוח התמקד בקשר שבין בנק ותאגיד יחיד ולא בהיקף מעורבותו של הבנק בחברות ריאליות או בגודלו של הבנק במשק.

מסקנות הוועדה היו שיש לקבוע על החזקות של תאגידים בנקאיים בחברות ריאליות וכפועל יוצא מהמלצות הוועדה בוצעו שינויי חקיקה. השינויים המרכזיים שחוקקו הם:

- **איסור שליטה על תאגיד ריאלי** – איסור על תאגיד בנקאי לשלוט בתאגיד ריאלי לבד או עם אחרים. המונח שליטה הינו רחב, וכולל לא רק החזקה מעל 50% מכל סוג של אמצעי שליטה, אלא גם את היכולת לכוון את פעילות התאגיד, לרבות את היכולת למנוע קבלת החלטות עסקיות.
- **מגבלה על שיעור ההחזקה באמצעי שליטה בתאגיד ריאלי** – תאגיד בנקאי יכול להחזיק עד 20% מכל סוג של אמצעי שליטה בתאגיד ריאלי.
- **מגבלות על היקף ההשקעה בתאגידים ריאליים ביחס להון התאגיד הבנקאי** – השקעות בתאגידים ריאליים לא יעלו על 25% מהון התאגיד הבנקאי. נקבעו גם מגבלות נוספות לגבי התפלגות ההשקעה (עד 15% - בתאגידים כלשהם, עד 5% נוספים - בתאגידים בהם ההחזקה היא עד 5% מכל סוג של אמצעי שליטה וללא זכות למנות דירקטור ועד 5% נוספים - בתאגידים ריאליים שהם תאגידי חוץ שאין להם פעילות עסקית מהותית ומתמשכת בישראל).
- **הגבלות על מינויים בתאגידים ריאליים** - תאגידים בנקאיים לא רשאים למנות יו"ר, מנכ"ל ואת בעל התפקיד הפיננסי הבכיר בתאגידים ריאליים.
- **מגבלה על החזקה בתאגידי החזקה ריאליים ("קונגלומרטים")** – תאגיד בנקאי יכול להחזיק רק בתאגיד החזקה ריאלי אחד⁵⁵.

רפורמה בענף הפנסיה (2003)

הרפורמה ב- 2003 היא המהלך המסיים של הרפורמה בענף הפנסיה שהחלה בשנת 1995. בעקבות הגירעונות האקטואריים הגדולים של קרנות הפנסיה בארץ (כ- 110 מיליארדי ש"ח) הוחלט על מהלך של רפורמה בענף הפנסיה, ובמרץ 1995 החליטה הממשלה בעצה אחת עם ההסתדרות, לסגור את קרנות הפנסיה הוותיקות בפני עמיתים חדשים והוקמו קרנות פנסיה חדשות לקליטת המצטרפים החדשים, המבוססות על איזון אקטוארי. המהלך לא פתר את הבעיה כי היה חשש לאי נזילות בקרנות הישנות עקב הגירעונות האקטואריים וכן בגלל הסגירה של הקרנות בפני מצטרפים חדשים ולכן ביום 29/5/2003 אישרה הכנסת את הסדר קרנות הפנסיה בחקיקה. כחלק מאותו הסדר הוחלט על מכירת קרנות הפנסיה החדשות לשוק הפרטי ותוך זמן קצר נמכרו 4 קרנות הפנסיה החדשות לחברות ביטוח ישראליות:

⁵⁵סעיף זה שונה בתיקון 15 כך שמותר לתאגיד בנקאי להחזיק עד 1% מכל סוג של אמצעי שליטה בתאגידי החזקה ריאליים ללא הגבלה.

- **מבטחים קרנות פנסיה בע"מ**, המנהלת את קרן הפנסיה החדשה "מבטחים יותר", נמכרה מידי מבטחים - מוסד לביטוח סוציאלי של העובדים בע"מ (מבטחים הוותיקה) לידי מנורה חברה לביטוח בע"מ תמורת סך של כ- 710 מיליון ש"ח.

- **מקפת החדשה - ניהול קרנות פנסיה ותגמולים בע"מ**, המנהלת את קרן הפנסיה החדשה "מקפת אישית", נמכרה מידי קרן מקפת מרכז לפנסיה ותגמולים אגודה שיתופית בע"מ (מקפת הוותיקה) לידי קבוצה בראשות חברת הביטוח האיטלקית ג'נרלי. שליטת ג'נרלי במקפת החדשה תבצע באמצעות אחזקותיה במגדל חברה לביטוח בע"מ תמורת סך של כ- 201 מיליון ש"ח.

- **מיטבית חברה לניהול קרנות פנסיה בע"מ**, המנהלת את קרן הפנסיה החדשה "מיטבית", נמכרה מידי קרן הגמלאות המרכזית של עובדי ההסתדרות בע"מ (קג"מ) לידי כלל חברה לביטוח בע"מ תמורת סך של כ- 135 מיליון ש"ח.

- **אחדות ניהול קרנות פנסיה בע"מ** (ששינתה את שמה לאקסלנס נשואה פנסיה (אחדות) בע"מ), המנהלת את קרן הפנסיה החדשה אחדות, נמכרה מידי קרן ביטוח ופנסיה לפועלים חקלאים ובלתי מקצועיים בישראל א.ש בע"מ לידי חברת אקסלנס השקעות בע"מ תמורת סך של כ- 5 מיליון ש"ח.

על רקע הליך מכירת הקרנות החדשות, בוצעו מספר רכישות נוספות של קרנות פנסיה קטנות שפעלו בשוק בידי חברות ביטוח. כך למשל רכשה הראל השקעות בביטוח בע"מ את החברות המנהלות של קרנות הפנסיה נתיבות, מנוף ועתידיה ואילו מגדל חברה לביטוח בע"מ רכשה את השליטה בחברה המנהלת של קרן הפנסיה תאוצה. תוך חודשים בודדים החלו תאגידים נוספים הפועלים בשוק ההון להגיש בקשות להפעלה של קרנות פנסיה, כאשר הראשונה שאושרה עוד ב- 2004 היא קרן הפנסיה החדשה "הלמן-אלדובי". הרפורמה בענף הפנסיה ב- 2003 היוותה נקודת פתיחה להסטה משמעותית של כוח והשפעה בשוק ההון לטובתם של גופים פרטיים, בהובלתן של חברות הביטוח, שעוסקים בניהול כספי הציבור, מהלך שקיבל תנופה משמעותית נוספת בעקבות רפורמת בכר ב- 2005.

ועדת בכר (2005)

ועדת בייסקי (ועדת חקירה לעניין ויסות מניות הבנקים, 1986) המליצה להפריד את פעילות הייעוץ והברוקראז' של הבנקים מזו של ניהול כספי הציבור באמצעות קרנות נאמנות וקופות גמל. המלצות הועדה לא התקבלו מיד ע"י הממשלה ורק לאחר כשני עשורים, בעקבות ועדת בכר (2005) אישרו הממשלה והכנסת שינויי חקיקה וחוקים חדשים, שעיקריהם לצמצם את ניגודי העניינים במערכת הבנקאות באמצעות:

- איסור על תאגידים בנקאיים לנהל קופות גמל.

- איסור על תאגידים בנקאיים לנהל קרנות נאמנות.

- הגבלת יכולתו של מלווה לחברה לשמש חתם להנפקת מניותיה.
- הגבלת מתח שוק של רוכש קופות גמל לכדי 15% מהיקף חסכון ארוך טווח ושל רוכש קרנות נאמנות לכדי 20% משוק קרנות נאמנות.
- מתן אפשרות לשחקנים בשוק ההון לפעול בייעוץ והפצה של קופות גמל וקרנות נאמנות או בשיווקם.
- מתן אפשרות לבנקים לפעול בייעוץ והפצה של נכסים פיננסיים המשווקים בידי גופים פיננסיים אחרים.

בעקבות רפורמת בכר נרכשו קרנות והקופות בידי חברות הביטוח וגפים פרטיים וכך בעצם גדל משמעותית חלקם של גופים אלה, על חשבון המערכת הבנקאית, בתחום ניהול כספי הציבור. הרפורמה איחדה חלק הארי של פעילות ניהול נכסי הציבור, בדגש על החיסכון לטווח ארוך, בידי מספר מצומצם של חברות ביטוח וגופים פרטיים שפועלים בשוק ההון וחיזקה משמעותית את מעמדם, כספקי מימון וכנותני אשראי (באמצעות רכישת אגרות חוב והון מניות) הן בענף הפיננסי והן מול הסקטור העסקי בכלל.

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	סוג התאגיד השולט
3.9%	3.9%	5.4%	17.2%	56.3%	67.4%	70.4%	תאגידים בנקאיים
28.7%	28.7%	31.6%	28.0%	9.0%	1.5%	1.3%	קבוצות ביטוח
45.7%	45.7%	42.2%	33.5%	12.1%	7.7%	4.0%	גופים פרטיים
0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	קרנות פנסיה
21.4%	21.4%	20.5%	20.7%	22.0%	22.4%	22.8%	מפעליות ואחרות
0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.3%	בניהול מורשה
279,833	279,833	220,088	278,388	255,656	237,283	208,588	סה"כ נכסים מנוהלים (מ' ש"ח)

נספח 3.3

סקירה בינלאומית של החקיקה הרלוונטית להחזקה של חברות פיננסיות וריאליות ע"י אותו בעל שליטה

הדיון בהחזקה צולבות של חברות פיננסיות וריאליות נחלק לשתי שאלות משנה: האם בנק או חברה פיננסית רשאים להחזיק במניות של חברה מהסקטור הריאלי; והאם חברה מן הסקטור הריאלי רשאית להחזיק במניות של בנק או חברה פיננסית. הניתוח שלהלן ייתן סקירה ראשונית של הדין הנוהג במדינות השונות תוך הבחנה בין שאלות אלו. סקירה מקיפה תתפרסם בדו"ח הוועדה הסופי.

המדינה	האם ישנן החזקות מקבילות ריאלי – פיננסי במדינה ?	מהי המסגרת הרגולטורית הרלוונטית במדינה
ארה"ב	ישנן החזקות מקבילות, אך התופעה יחסית מוגבלת ומפוקחת.	חוקי הבנקאות האמריקאים מבקשים לשמור על הפרדה בין בנקאות למסחר. אף על פי שבחוק משנת 1999 בוטלה ההפרדה בין פעילות בנקאית לפעילות פיננסית, ההפרדה העקרונית בין בנקאות למסחר נותרה בעינה.⁵⁶ החוק אוסר על חברה המחזיקה בבנק (bank holding company) מלהחזיק חברות נוספות שאינן בנקים.⁵⁷ לעומת זאת, על חברה המחזיקה בחברה הפעילה בסקטור הפיננסי שאינה בנק אין מגבלה דומה.⁵⁸ הדין מגדיר מספר חריגים להפרדה העקרונית בין בנקאות למסחר: • Industrial Loan Company - חברות מסחריות רשאיות לשלוט במוסדות פיננסיים מפוקחים ללא פיקוח ישיר של הפד, בהתקיים תנאים מסוימים.⁵⁹ - המדינות רשאיות – ושבע מדינות עשו כן – לפטור

⁵⁶ אמירות כלליות כאלו רווחות בספרות. ראה לדוגמא: Kevin Nolan, Wal-Mart's ILC: The Risk to Community Banks, 10 NORTH CAROLINA BANKING INSTITUTE 188, 198-202 (2006); לעדויות שזו הייתה כוונת המחוקק ראו: Bernard Shull, Banking Commerce and Competition under GLBA, 44 ANTITRUST BULL. 25, 36-38 (2002). חוק 1999 סגר פרצה נוספת שאפשרה לחברות מסחריות להתחיל או לרכוש מוסדות חסכון (thrift institutions) ללא הטלת מגבלות נוספות על חברת האחזקות.

⁵⁷ Title 12 of US Code, Chapter 17, section 1843(a)(1). הגדרת Bank holding company כוללת מי שבמישרין או בעקיפין מחזיק למעלה מ-25% מזכויות ההצבעה במניות (או סוג של מניות) בבנק; מי שיכול למנות רוב

דירקטורים; או מי שהפד קבע כי יש לו השפעה שלטת על הבנק.

⁵⁸ John Walter, Banking and Commerce: Tear Down This Wall? 89 ECONOMIC QUARTERLY 7-9 (2003)

⁵⁹ התנאים: המוסד אינו מקבל demand deposits; נכסי המוסד אינם עולים על \$ 100,000,000 או שהשליטה במוסד

לא

נרכשה לאחר 10 באוגוסט 1987 Competitive Equality Bank Act of 1987, 12 USC 1841(c)(2)(H)

חברות מסחריות מפיקוח של הפד באמצעות הוצאתן מגדרי חוק Banking Holding Act of 1956. חברות שונות, ובהן, UBS, GE, GM, Merrill Lynch הסתייעו בפטור זה ומחזיקות ב- Industrial banks.⁶⁰ • Merchant Banking - חברות פיננסיות איתנות במיוחד המוגדרות בחוק כ – Financial Holding Companies⁶¹ להשקיע בכל סוגי החברות בכל היקף רצוי למטרת appreciation and sale ללא ניהול או תפעול שוטף מצדן, אם הדבר נעשה בתום לב כחלק מפעילות החיתום, המסחר או ההשקעות של הבנק. ההחזקה מתבצעת באמצעות חברות בנות, והן נדרשות למכור את אחזקותיהן לאחר זמן מה.⁶²		
קנדה נוקטת בגישה שונה מזו של ארצות הברית ביחס להחזקה במניות בנקים, ומגבילה את האפשרות לרכוש זכויות הצבעה או שליטה בבנקים בקבלת אישורים מקדימים משר האוצר.⁶³ חוק הבנקאות (Bank Canada)		קנדה

⁶⁰ חברות נוספות שנסתייעו בסעיף -Harley, Nordstrom, Target Corp, American Express Co. Morgan Stanley, Davidson, First Data, UnitedHealth Group, BMW, and Sallie Mae

⁶¹ תנאים מקדימים לשם קביעה כי החברה היא FCH :

A) all of the depository institution subsidiaries of the bank holding company are well capitalized)
 B) all of the depository institution subsidiaries of the bank holding company are well managed; and)
 (C) the bank holding company has filed with the Board (i) a declaration that the company elects to be a financial holding company to engage in activities or acquire and retain shares of a company that were not permissible for a bank holding company to engage in or acquire before the enactment of the Gramm-Leach-Bliley Act; and (ii) a certification that the company meets the requirements of subparagraphs (A) and (B)

⁶² Shull, לעיל ה"ש 1 ; סעיף(4)H לחוק 1956.

⁶³ סעיף 373. השיקולים אותם ישקול שר האוצר נמנים בסעיף 396 :

the nature and sufficiency of the financial resources of the applicant or applicants as a source of continuing financial support for the bank;
 (b) the soundness and feasibility of the plans of the applicant or applicants for the future conduct and development of the business of the bank;
 (c) the business record and experience of the applicant or applicants;
 (d) the character and integrity of the applicant or applicants or, if the applicant or any of the applicants is a body corporate, its reputation for being operated in a manner that is consistent with the standards of good character and integrity;
 (e) whether the bank will be operated responsibly by persons with the competence and experience suitable for involvement in the operation of a financial institution;
 (f) the impact of any integration of the businesses and operations of the applicant or applicants with those of the bank on the conduct of those businesses and operations
 (g) the opinion of the Superintendent regarding the extent to which the proposed corporate structure of the applicant or applicants and their affiliates may affect the supervision and regulation of the bank, having regard to
 (i) the nature and extent of the proposed financial services activities to be carried out by the bank and its affiliates, and

ch.46 (1991 מבחין בין 3 סוגי בנקים : בנק קטן (הון בעלי מניות עד 2 ביליון דולר קנדי), בינוני (הון בעלי מניות בין 2-8 ביליון דולר קנדי) וגדול (הון בעלי מניות של למעלה מ- 8 ביליון דולר קנדי). • בבנק קטן, המגבלות היחידות על רכישת מניות הן : 1. נדרש אישור מקדים של שר האוצר לרכישת מעל 10% מזכויות ההצבעה בבנק 2. אם הבנק נשלט על ידי בנק קנדי גדול או "חברת החזקות של בנק קנדי",⁶⁴ והון בעלי המניות בבנק עולה על 250 מיליון דולר קנדי, לא יהיה עוד "בעל מניות עיקרי" בבנק (מעל 20% במניות הצבעה או 30% במניות ללא זכויות הצבעה).⁶⁵ • בבנק בינוני, המגבלות היחידות על רכישת מניות הן : 1. נדרש אישור מקדים של שר האוצר לרכישת מעל 10% מזכויות ההצבעה בבנק 2. 35% מזכויות ההצבעה צריכות להיסחר בבורסה קנדית, ושליכות למי שאינו בעל מניות עיקרי בבנק.⁶⁶ 3. אם הבנק נשלט על ידי בנק קנדי גדול או חברת החזקות שלו, לא יהיה עוד בעל מניות עיקרי בבנק.⁶⁷ • בבנק גדול, רכישה של מעל 10% מכל סוג של מניות או מעל 20% במניות הצבעה או מעל 30% במניות ללא זכות הצבעה דורשת אישור מקדים של שר האוצר, ובתנאי שהרוכש אינו רוכש שליטה בבנק.⁶⁸ <u>אי אפשר להיות בעל מניות עיקרי בבנק גדול</u>,⁶⁹ אך חברת החזקות רשאית להחזיק ב-100% ממניות של בנק גדול.		
<u>חברות פיננסיות</u>⁷⁰	החזקה מקבילה של תאגידים פיננסיים	קוריאנה

(ii) the nature and degree of supervision and regulation applying to the proposed financial services activities to be carried out by the affiliates of the bank; and
(iii) the best interests of the financial system in Canada.

⁶⁴ חברת החזקות של בנק קנדי – "Part XV of Bank Act"
Body corporate that is incorporated or formed under Part XV of Bank Act

⁶⁵ סעיף 376 (2)

⁶⁶ סעיף 385

⁶⁷ שם

⁶⁸ לא ניתן לרכוש שליטה בבנק גדול – סעיף 376 לחוק

⁶⁹ סעיף 374 (1)

⁷⁰ חלק מן הדיון מופיע אצל : Dong Gull Lee, Byungyoon Lee, FINANCIAL SECTOR GOVERNANCE IN KOREA 2006

• חברות החזקה לא פיננסיות אינן רשאיות להחזיק במניות של חברות פיננסיות, ולחברות פיננסיות אסור להחזיק מניות בחברה לא פיננסית.⁷¹ עם זאת, חברות החזקות אינן מנגנון שכיח בקוריאנה, ולפיכך השפעתו של סעיף זה מוגבלת.⁷² • חברות ביטוח אינן רשאיות להחזיק למעלה מ-15% ממניות של חברות אחרות.⁷³ • Industrial Ownership רשאי להחזיק מניות ואף לשלוט במוסדות פיננסיים שאינם בנקאיים.⁷⁴ בנקים • Industrial Capital Ownership מוגבלת ל-4% ממניות הבנק, או 15% במקרה של בנק מקומי. ניתן להחזיק ב-10% אך לממש רק 4% מזכויות הצבעה עם קבלת אישור של Financial Supervisory Committee (FSC)⁷⁵ • בנק אינו רשאי להחזיק למעלה מ-15% ממניות של חברות אחרות.⁷⁶ • חברת החזקה בנקאית רשאית להחזיק עד 5% ממניות חברות שאינן חברות בנות שלה.⁷⁷ • חברות פיננסיות או חברות ביטוח המשתייכות לקאבול נתונות למגבלות על זכויות ההצבעה בחברות המסונפות.⁷⁸ • קאבול וכן (industrial houses המשתייכים אליו) אינו רשאי להחזיק במניות או לשלוט בבנק, אך רשאי	וריאליים הייתה בעבר נפוצה מאוד.
---	--

⁷¹ Article 8-2 of Monopoly Regulation and Fair Trade Act

⁷² לעיל ה"ש 13, בעמ' 11

⁷³ Article 109 of Insurance Act 20

⁷⁴ מקור המונח Industrial Houses הוא בנייר עמדה שפרסם הבנק ההודי באוגוסט 2010, שאינו מפרט אסמכתאות קונקרטיות. לא נמצאה הגדרה מדויקת, אך כפי שנראה מדובר בקבוצת עסקית של חברות שפועלות בתחומים שונים תחת הנהגה משותפת.

⁷⁵ unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/.../unpan011490.pdf Article 16-2 of Banking Act

⁷⁶ Article 37 of Banking Act

⁷⁷ Article 44 of Bank Holding Company Act

⁷⁸ Article 24-2 of the Improvement of Financial Industry's Structure Act

להחזיק בחברות פיננסיות אחרות, כגון חברות ביטוח, חברות נסחרות, חברות אשראי ו-investment trust. (כלקח ממשבר אסיה 1998). הלכה למעשה, הקאבולים שולטים במרבית המוסדות הפיננסיים.		
	גרמניה גרמניה מתאפיינת באחזקות מקבילות גבוהות בין הסקטור הפיננסי והריאלי. בנקים משמשים בתפקיד מרכזי בחברות ציבוריות ופרטיות כאחד: הם מחזיקים בשיעור ניכר של מניות בחברות וכן משמשים כספקי אשראי עיקריים.⁷⁹	
	איטליה איטליה מתאפיינת באחזקות מקבילות גבוהות בין הסקטור הפיננסי והריאלי.⁸⁰ כ-62% מהחברות הריאליות הציבוריות קשורות עם באמצעות אמצעי שליטה או באמצעות דירקטורים משותפים לתאגידים פיננסיים.	
	הולנד ישנם תאגידים שמחזיקים גופים פיננסיים משמעותיים ופעילות ריאלית לא משמעותית.	

⁷⁹ עם זאת לאחרונה חלה ירידה בשיעור המניות שמחזיקים הבנקים בחברות להן הם מלווים. ראו: Alberto Onetti, Alessia Pisoni, Do Cross Shareholdings Reflect Bank Control On German Companies? An Analysis Of Interlocking In The Supervisory Boards, available at ssrn

⁸⁰ באיטליה http://www.virtusinterpress.org/additional_files/journ_coc/Paper15.pdf

אנגליה		קבוצות תעשייתיות רשאיות להיות שותפות בבנקים.
יפן	יפן מתאפיינת באחזקות צולבות גבוהות בין הסקטור הפיננסי והריאלי ⁸¹ .	כניסה לסקטור הבנקאי דורשת קבלת רישיון, אך אין מגבלות על יחידים או קבוצות בהחזקת בנקים. עם זאת, רכישה של מעל 5% ממניות הבנק דורשת דיווח וקבלת אישור מן הרגולטור על הבנקים
טורקיה	במדינה פועלים קונגלומרטים מעורבים השייכים לקבוצה רחבה של חברות שכוללת פעילות פיננסית ושאינה פיננסית.	
צ'ילה	במדינה פועלים קונגלומרטים מעורבים השייכים לקבוצה רחבה של חברות שכוללת פעילות פיננסית ושאינה פיננסית.	אין מגבלות רלוונטיות לאחזקות על ידם. ⁸²
אוסטרליה	אין קבוצות שכוללות בנקים יחד עם חברות לא פיננסיות	אין מגבלות על זהות מחזיק בבנק, ובנק רשאי להחזיק אינטרס משמעותי בחברות לא פיננסיות
ברזיל		Industrial houses רשאים להקים בנקים, אך בעלות של מעל שיעור מסוים דורשת אישור רגולטורי מקדים
הונג קונג		אין מגבלות על פרטים או תעשיות בהחזקת מניות בבנק אך יש מגבלות על עסקאות קשורות, כגון הגבלת היקף ההלוואות שניתן לסקטור הפרטי והלוואות בתוך הקבוצה.

⁸¹ Masahiko Igata, Finding Key Investors to Take Over from Cross-Shareholders, 2 Nomura Journal of(Hiroshi Yoshikawa, Capital Markets (2010)

לחבר על חקיקת האיחוד האירופי: Michael Gruson, Supervision of Financial Conglomerates in ;European Union,the Christos Vl. Gortsos, The Supervision of Financial Conglomerates underן וכן
European Financial Law (Directive 2002/87/EC), 25 BANKING & FINANCE LAW REVIEW (2010 the (European Parliament and of the Council, [2003] O.J. L35/1

⁸² Supervision of Financial Conglomerate – The Case of Chile 2005 (World Bank Publication) p. 6

יצוין כי פעילותם של קונגלומרטים המשלבים בין חברות בסקטור העסקי ובסקטור הפיננסי באירופה מוסדרת לא רק ברמה המדינתית, אלא גם בחקיקה של האיחוד האירופי.⁸³

נספח 3.4

סקירת כלים רגולטורים רלוונטיים שבידי הפיקוח על הבנקים

מבוא

החזקה של תאגידים ריאליים בידי מי ששולט⁸⁴ בתאגיד בנקאי יוצרת ניגודי עניינים בין פעילותו של התאגיד הבנקאי לבין יתר עסקיו של בעל השליטה. על מנת להקטין את הפוטנציאל להתממשות ניגודי העניינים הללו, נקבעו מגבלות שונות המעוגנות בחקיקה ובהוראות ניהול בנקאי תקין המלוות בהוראות דיווח לפיקוח על הבנקים על עמידה בפועל באותן מגבלות. בנוסף, מתקיימים הליכי מעקב שוטפים וביקורת כדי לוודא כי התאגידים הבנקאיים עומדים במגבלות וכן שמתקיימים מנגנונים פנימיים הנדרשים מהם על מנת למנוע התממשות של אותם ניגודי עניינים.

מסמך זה סוקר את הכלים הרגולטוריים העיקריים שנקבעו על ידי המפקח על הבנקים לצורך הפחתת היכולת להתממשות ניגודי עניינים. כלי הפיקוח מבוססים, בין היתר, על עקרונות שנקבעו על ידי וועדת באזל, המשקפים את השיטות המיטביות (Best Practice) בתחום הממשל התאגידי וניהול הסיכונים בכלל וניהול סיכון האשראי בפרט.

1. עסקאות עם בעלי השליטה (ו"צדדים קשורים" אחרים)

1.1. מאפיינים

אחד החששות הוא כי תאגידים השייכים לבעל השליטה יזכו לקבל מהתאגיד הבנקאי אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאי אשראי עדיפים לעומת תאגידים שאינם שייכים לקבוצת השליטה, וכן שלאחר מתן האשראי הוא ינוהל בתנאים מועדפים, לרבות טיפול לא ראוי במידה והאשראי הופך בעייתי. מצב זה עשוי לגרום לפגיעה באיכות תיק הנכסים של התאגיד הבנקאי וברווחיותו, וכפועל יוצא מכך עלולה להיפגע יציבותו של התאגיד הבנקאי הנשען בעיקר על מקורות מהציבור.

⁸³ European Parliament and Council Directive 2002/87/EC of 11 February 2003 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of 93/22.

⁸⁴ בכל מקום בו מצוין בעל שליטה הכוונה היא גם למי שקיבל היתר החזקה בבנק (מעל 5% מאמצעי השליטה).

1.2. כלים רגולטורים

הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 312 "עסקי תאגיד בנקאי עם אנשים קשורים"85, הינה ההוראה הרגולטורית העיקרית לטיפול בעסקאות עם צדדים קשורים. מטרת ההוראה היא להגביל את היקף חביוניהם של הצדדים הקשורים לתאגיד הבנקאי ולגרום לכך שעסקאות איתם ייעשו בתנאים שאינם שונים מהתנאים המקובלים בעסקאות דומות עם מי שאינם צדדים קשורים. נציין בהקשר זה כי הנחיות הפיקוח על הבנקים לניהול תקין של סיכון האשראי מחייבות, בין היתר, הפעלת מערכת פנימית לדירוג סיכון האשראי ולתמחור מתאים מול אותם סיכונים. עקרונות ניהול אלה חלים על כל עסקת אשראי, לרבות, עסקאות עם בעלי השליטה.

בהתייחס לבעלי השליטה, ההוראה נועדה למנוע מהם לנצל את השפעתם לקבלת מימון לחברות בשליטתם או לטובת ביצוע עסקים אחרים עם הבנק שלא בתנאי שוק, תוך ניגודי עניינים, למשל, כאשר עסקאות אלה אינן עולות בקנה אחד עם טובת הבנק.

הגדרה של "איש קשור" לצורך ההוראה היא הגדרה רחבה, כאשר ביחס לבעלי שליטה בבנק, הגדרה זו כוללת גם תאגידים הנשלטים על ידי בעלי השליטה, תאגידים המוחזקים על ידם בשיעור העולה על 10% וכן, תאגידים נכדים, כלומר, תאגידים שמוחזקים בשיעור החזקה העולה על 50% על ידי התאגידים לעיל.

כהשלמה להוראה זו נקבעה הוראת דיווח לפיקוח על הבנקים על אשראי לאנשים קשורים, ובנוסף, מעת לעת נערכות ביקורות של הפיקוח לבדיקת עמידתם של התאגידים הבנקאיים בהנחיות ההוראה.

בהוראה שלוש הנחיות עיקריות:

1.2.1. **תנאי שוק** – חל איסור על עסקה עם איש קשור בתנאים מועדפים על אלה שהבנק

היה עושה בעסקה דומה עם אחרים.

1.2.2. **מגבלה כמותית** – סך החבות של כלל ה"אנשים הקשורים" לא תעלה על 10% מהון

הבנק. קיימת גם מגבלה נוספת המתייחסת למרכיבי "גרעין השליטה" ולפיה החבות של כל מרכיב בקבוצת גרעין השליטה לא תעלה על מכפלה של חלקו היחסי בגרעין השליטה ב-10% מהון הבנק. המגבלה הנוספת חלה רק כאשר החביונות של אותם גורמים הם בעיקרן כלפי התאגיד הבנקאי הנשלט.

1.2.3. **אישור עסקאות** – עסקאות מסכום מסוים עם אנשים קשורים טעונות אישור

מתועד של ועדת הביקורת (או ועדה לעסקאות עם אנשים קשורים החלות עליה אותן הוראות ומגבלות החלות על ועדת ביקורת) וכן כל הפרשה או מחיקת חוב של איש קשור.

⁸⁵ הקבוצה כוללת, בין היתר, את בעלי השליטה, קרוביהם, תאגידים בשליטתם ונושאי משרה בבנק.

2. אשראי צולב בין קבוצות שליטה

2.1. מאפיינים

בנק השייך לקבוצת שליטה אחת נותן אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאים מועדפים לחברה השייכת לקבוצת שליטה בבנק אחר ולהיפך.

2.2. כלים רגולטורים

הוראת ניהול בנקאי תקין 313 "מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים" מגבילה את החשיפה של תאגיד בנקאי מסוים ללווה גדול או קבוצת לווים, כך שתאגיד בנקאי אחד מוגבל ביכולתו לממן קבוצת שליטה אחרת. באופן זה מוגבל סיכון הריכוזיות בתיק האשראי. בהוראה 3 מגבלות כמותיות מרכזיות:

2.2.1. חבות של לווה לא תעלה על שיעור של 15% מההון ;

2.2.2. חבות של קבוצת לווים לא תעלה על 30% מההון. מגבלה זו הוחמרה ל-25% מההון, במסגרת תיקון להוראה שיכנס לתוקף ביום 01.01.12 ;

2.2.3. החבות הכוללת של ששת הלווים הגדולים וקבוצות הלווים הגדולות יחד, לא תעלה על 135% מההון. מגבלה זו הוחמרה לאחרונה בתיקון שיכנס לתוקף ביום 31.12.11. על פי התיקון, סך כל החבויות של לווים וקבוצות לווים שחבותם עולה על 10% מהון התאגיד הבנקאי לא יעלה על 120% מהונו של התאגיד. החמרת המגבלה נועדה לצמצם את החשיפות הגדולות של הבנקים, הן על ידי שינוי ההגדרה של "לווה/קבוצת לווים גדולה" והן על ידי הקטנת תקרת החשיפה המותרת.

3. מניעת אשראי מחברות המתחרות בחברות העסקיות של בעל השליטה

3.1. מאפיינים

מניעת/הגבלת אשראי מתאגידים עסקיים המתחרים בחברות אשר נמנות על קבוצת החברות של בעל השליטה בתאגיד הבנקאי.

3.2. כלים רגולטורים

תאגיד בנקאי נדרש לקבוע אסטרטגיה ברורה בכתב, שתגדיר את "תאבון הסיכון" שלו, וכן מדיניות שתשקף תאבון זה עבור כל סוג סיכון, לרבות סיכון האשראי. תהליך קביעת המדיניות וכן יישומה בפועל נבחנים על ידי הפיקוח, הן באופן שוטף באמצעות קריאת פרוטוקולים של מליאת הדירקטוריון וועדת האשראי שלו, והן באמצעות ביקורות ממוקדות על תפקוד הדירקטוריון וניהול האשראי.

4. נגישות למידע על מתחרים וניצולו לטובת בעל השליטה

4.1. מאפיינים

במסגרת תהליך אישור אשראי, מובא לידיעת התאגיד הבנקאי מידע עסקי רב על מבקש האשראי. מידע זה יכול שיכלול נתונים פיננסיים, כגון, מרווחים בהם משווקים מוצריו, תהליכי ייצור, מידע על ספקים, לקוחות ועוד. מידע זה מגיע לבעל השליטה בבנק, אם הוא משמש כדירקטור בבנק, ועוד יותר אם הוא חבר בוועדת אשראי, ועשוי להגיע לבעל שליטה שאינו משמש כדירקטור בערוצים אחרים לא פורמליים.

4.2. כלים רגולטורים

במסגרת הוראת ניהול בנקאי תקין 86301, המסדירה את פעילותו של דירקטוריון תאגיד בנקאי, קיימות מספר הנחיות ומגבלות שמטרתן להקטין את השפעתם ומעורבותם של בעלי השליטה בבנק, הן באופן ישיר, והן באמצעות הדירקטורים אותם הם ממנים, לרבות קבלת מידע שאינו נדרש לצורך מילוי תפקידם. הוראות אלה הן בנוסף למגבלות בחוק החברות אשר אינן מפורטות בנייר זה. להלן פירוט המגבלות לפי נושאים:

4.2.1. **מגבלות על מינויים והרכב הדירקטוריון** - (1) חל איסור על בעל שליטה לכהן כיושב ראש דירקטוריון: יו"ר דירקטוריון הינו תפקיד מרכזי בתאגיד הבנקאי שמעורבותו גדולה יותר משל דירקטור רגיל. (2) ההוראה מחייבת מינוי של לפחות שליש דחצי"ם מבין הדירקטורים לעומת 2 דחצי"ם בלבד לפי חוק החברות.

4.2.2. **אישור אשראי** - במסגרת קביעת מדיניות האשראי, על הדירקטוריון לקבוע את מדרג הסמכויות למתן אשראי באופן שיצמצם את מעורבות הדירקטוריון באישור אשראי כתהליך שוטף, וימקד את דיוניו באישור האסטרטגיה והמדיניות, וכן באישור עסקאות אשראי החורגות ממדיניות האשראי שנקבעה. כנגזרת מכך, המידע המועבר על לקוחות ספציפיים יקטן.

4.2.3. **ניגוד עניינים אישי** - (1) איסור על כהונה כדירקטור לאדם שיש לו או שקיים חשש לניגוד עניינים דרך קבע עם התאגיד הבנקאי; (2) דירקטור בזיקה לתאגיד בענף משנה לא יהיה נוכח בדיוני הדירקטוריון או ועדותיו, המתמייחסים ללקוח שהוא תאגיד באותו ענף ולא יקבל מידע ודוחות ביחס לאותו לקוח; (3) דירקטור בעל עניין אישי בעסקה קיימת או מוצעת המובאת לדיון בדירקטוריון לא יקבל מידע ביחס לאותו עניין ממועד הצהרתו, לא יהיה נוכח בדיון ולא יצביע בהחלטה.

4.2.4. **נגישות למידע** - (1) חל איסור על דירקטור לפנות בנושאים עסקיים לעובד של התאגיד הבנקאי שלא במסגרת ישיבות דירקטוריון, ובפרט בנושאים כגון: יוזמות עסקיות, עניינים עסקיים של לקוחות ספציפיים או השקעות מסוימות של התאגיד.

⁸⁶ על פי נוסח חדש להוראה שיכנס לתוקף ב-1.1.12.

אומנם הסעיף נכתב במטרה למנוע השפעה של הדירקטור על עובדי הבנק, אך דרך פניה שכזו הוא יכול גם להיחשף למידע. (2) דירקטור המבקש להשתמש בזכותו לקבלת מידע על פי סעיף 265 לחוק החברות נדרש להגיש בקשה בכתב אשר תידון בפני הדירקטוריון. סעיף זה מביא לכך שחשיפה למידע מעבר לזה המוגש לדירקטוריון אינה אוטומטית ודורשת סינון של הדירקטוריון, ובנוסף הדבר מאפשר לפיקוח לבחון את המניעים לבקשת המידע ולשיקולים של הדירקטוריון במידה והבקשה אושרה.

5. מיזמים משותפים

5.1. מאפיינים – השקעה פיננסית משותפת של בנק וחברה ריאלית הקשורה אליו.

5.2. כלים רגולטורים

אין איסור בחוק או ברגולציה על השקעה משותפת של בעל שליטה והבנק בחברה ריאלית, אך העסקה צריכה לעבור את אישור ועדת הביקורת כמפורט בהוראת ניהול בנקאי תקין 312, וזאת בנוסף להוראות החלות על פי חוק החברות.

6. ייעוץ מוטה ללקוחות

6.1. מאפיינים

הקבוצה הבנקאית, במסגרת עיסוקיה בניהול כספי הנוסטרו וכספי הלקוחות, וכן, בפעילותה בשוק ההון, לרבות בחיתום (דרך חברות בת), עשויה להעדיף פעילות מול גופים המשתייכים לקבוצת השליטה העוסקים בפעילויות אלה או המנפיקים מכשירים.

6.2. כלים רגולטורים

מעבר להוראות החוק בנושא ייעוץ ושיווק השקעות, הוראת ניהול בנקאי תקין 322 – "פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון", קובעת דרישות שמטרתן מניעת ניגודי העניינים הנובעים מפעילותם של תאגידים בנקאיים בשוק ההון והשקעות עבור עצמם לבין העיסוק בייעוץ להשקעות עבור לקוחותיהם. על מנת למנוע ייעוץ מוטה נקבע בהוראה כי התאגיד הבנקאי חייב לפעול לטובת לקוחותיו וכן שאסור לו להעדיף עניינים אישיים שלו או של אחר על פני טובת לקוחותיו. כמו כן נקבע בהוראה כי תאגיד בנקאי לא יתגמל את עובדיו באמצעות תמריצים אישיים לגיוס השקעות בנכסים פיננסיים שלו או של גופים קשורים אליו.

7. ניגודי עניינים כלליים – כלים רגולטורים

7.1. היתרי שליטה - בעת בחינת בקשה למתן היתר שליטה נבחנת סוגיית ניגודי העניינים בין התאגיד הבנקאי לשאר עסקיו של המועמד. במידה ונמצא כי קיימים ניגודי עניינים משמעותיים דרך קבע (למשל, בשל החזקה של תאגידים משמעותיים במספר רב של ענפי משק) יהא זה שיקול משמעותי לאי מתן היתר שליטה לאותו מועמד. נציין כי לפי חוק הבנקאות (רישוי) רשאי הנגיד להפעיל את שיקול "טובת הציבור" במסגרת שיקוליו למתן היתר שליטה בתאגיד בנקאי, אותו ניתן להפעיל במקרה האמור לעיל. כמו כן על קבוצת השליטה חל איסור על קבלת דמי ניהול או כל תמורה והטבה אחרת מהבנק או מתאגידים נשלטים על ידו.

7.2. חוק הבנקאות (רישוי) – השקעות של הבנקים בתאגידים ריאליים - במסגרת המלצות וועדת ברודט נקבעה הפרדה מסוימת בין המערכת הבנקאית לפעילות הריאלית במשק, משיקולים של הקטנת ריכוזיות ומניעת ניגודי עניינים, שבאה לידי ביטוי במגבלות הנכללות בחוק הבנקאות (רישוי) כמפורט להלן:

7.2.1. סך כל אמצעי שליטה שתאגיד בנקאי מחזיק בתאגידים ריאליים לא יעלה על 15% מהונו בתאגידים ריאליים כלשהם, עד 5% נוספים ובלבד שלא יחזיק בתאגיד אחד יותר מ-5% מכל סוג של אמצעי שליטה, ועד 5% נוספים מהונו בתאגידים ריאליים שהם תאגידי חוץ אשר אין להם פעילות עסקית מהותית ומתמשכת בישראל (סך הכל – 25% מהונו).

7.2.2. תאגיד בנקאי לא יכול לשלוט בתאגיד ריאלי ויכול להחזיק עד 20% מאמצעי השליטה בו.

7.2.3. תאגיד בנקאי רשאי להחזיק תאגיד החזקה ריאלי אחד בלבד.

7.3. הוראה 301 - איסור על כהונה כדירקטור לאדם שיש לו או שקיים חשש לניגוד עניינים דרך קבע עם התאגיד הבנקאי, וכן מגבלות על דירקטור בענף משנה ודירקטור בעל עניין אישי כמפורט לעיל.

8. סיכון הדבקה

8.1. מאפיינים

השפעת כשלים בעסקיהם האחרים של בעלי השליטה על התאגיד הבנקאי הנשלט על ידם.

8.2. כלים רגולטורים

סיכון ההדבקה מטופל כיום בעיקר במסגרת מדיניות מתן היתרי השליטה. המועמדים לקבלת היתר נדרשים לעמוד בחוסן פיננסי בשיעור מסוים ביחס להשקעה שלהם בבנק,

וכן, במגבלות נוספות כגון: מגבלות על סוגי התאגידים באמצעותם יכולים בעלי השליטה להחזיק באמצעי השליטה המהווים את גרעין השליטה בבנק, עיסוקיהם של אותם תאגידים ושיעור המינוף שלהם. בנוסף לכך, חל איסור על שעבוד אמצעי השליטה המהווים את "הגרעין". מגבלות אלה, ובעיקר מגבלת המינוף ואיסור שעבוד "מניות הגרעין", גורמות לכך שקבוצות השליטה מעדיפות להפריד את הענף המחזיק את אמצעי השליטה בבנק מהענף המחזיק בשאר הפעילויות, ובפועל רובן עושות כך. באופן זה, התאגיד הבנקאי "מורחק" מעסקיו האחרים של בעל השליטה.

סיכון ההדבקה מטופל גם על ידי איסור על מימון רכישת אמצעי השליטה בבנק על ידי הבנק הנרכש או תאגידים בנקאיים בשליטתו, לרבות מימון בדרך של מתן ערבות. כך אם בעל השליטה נקלע לקשיים ואינו עומד בהחזר ההלוואה הבנק לא יושפע באופן מיידי.

מבוא

החזקה של תאגידים ריאליים בידי מי ששולט בגוף מוסדי יוצרת ניגודי עניינים בין פעילותו של הגוף המוסדי לבין יתר עסקיו של בעל השליטה. על מנת להקטין את הפוטנציאל להתממשות ניגודי העניינים הללו, נקבעו מגבלות שונות המעוגנות בחקיקה ובהוראות של הממונה על שוק ההון המלוות בהוראות דיווח לממונה על שוק ההון על עמידה בפועל באותן מגבלות. בנוסף, מתקיימים הליכי מעקב שוטפים וביקורות כדי לוודא כי הגופים המוסדיים עומדים במגבלות, והם מקיימים מנגנונים פנימיים הנדרשים מהם על מנת למנוע התממשות של אותם ניגודי עניינים.

מסמך זה סוקר את הכלים הרגולטוריים העיקריים שנקבעו על ידי הממונה על שוק ההון לצורך הפחתת האפשרות להתממשות ניגודי עניינים. רשימת הכלים חולקה לפי רשימת ההשלכות שעלולות להיות להתממשות ניגודי עניינים כאמור, הרלוונטיות לגופים המוסדיים.

1. עסקאות עם בעלי שליטה וצדדים קשורים**1.1. מאפיינים**

ישנו חשש כי תאגידים בקבוצת שליטה הכוללת גופים מוסדיים יקבלו אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאים מועדפים על-פני תאגידים שאינם שייכים לקבוצת השליטה, וכן, התנהלות מקלה מול בעל השליטה במקרה של אי עמידה בתנאי האשראי. מצב זה עשוי לגרום לפגיעה בגוף המוסדי, ביציבותו ובכספי העמיתים.

בנוסף, ישנו חשש שגופים מוסדיים ישתתפו יותר בהנפקות של תאגידים בקבוצת שליטה ביחס להשתתפות בהנפקות של תאגידים לא קשורים. מצב זה גם עשוי לגרום לפגיעה בגוף המוסדי, ביציבותו ובכספי העמיתים.

1.2. כלים רגולטוריים

ישנם מספר תקנות המסדירות את עסקאות עם בעלי שליטה וצדדים קשורים⁸⁷:

תקנות 1241(ד)-1241(א) לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) קובעות כי השקעה בצדדים קשורים⁸⁸ מותרת בתנאים ובמחיר שהיו משולמים על ידי צד שאינו קשור באותן הנסיבות. וכן, עסקה עם צדדים קשורים ובאמצעותם מותרת בתנאים ובמחיר שהיה משלם צד שאינו קשור באותן הנסיבות.

⁸⁷ הממונה על שוק ההון פרסם ב-14 באוגוסט 2011, טיוטה שנייה של חוזר כללי השקעה על חברות מנהלות ומבטחים אשר מאחדת את ההוראות על חברות מנהלות ומבטחים ומשנה אותן לעניין השקעה בצדדים קשורים כפי שיפורט בהערות השוליים שיובאו בהמשך סעיף 1.

⁸⁸ בטיטות חוזר כללי השקעה של חברות מנהלות ומבטחים נוספה מגבלה כי סך ההשקעה של המשקיע המוסדי בכל הצדדים הקשורים לו, לא יעלה על 5 אחוזים.

כמו כן, עסקה עם צד קשור שאינה נוגעת לתפעול השוטף של הקופה מותרת רק באמצעות בורסה או שוק מוסדר.

בנוסף, אסור לקופה להשקיע במי שעובד בה או במי שעובד בחברה המנהלת אותה או במי שהוא נושא משרה בה או במי שנמצא בשליטה של מי מהם, וכן אסור לעשות עסקה עמם או באמצעותם.

וכן, אסור לקופה להשקיע באחד המנויים להלן, ולעשות עמו או באמצעותו עסקה:

- (1) אדם השולט בה או בחברה המנהלת אותה;
- (2) אדם שמנהל אותה או את השקעותיה;
- (3) אדם שמחזיק ביותר מ-5%⁸⁹ מאמצעי השליטה באחד המנויים בפסקאות (1) או (2);
- (4) מי שנשלט⁹⁰ בידי אחד המנויים בפסקאות (1) או (2), או בידי מי ששולט באחד מהם;

בנוסף, קופה רשאית להשקיע בניירות ערך סחירים של מחזיק אמצעי שליטה בה או בחברה המנהלת אותה או באדם שמנהל אותה או את השקעותיה או במי שנמצא בשליטתו של מחזיק אמצעי השליטה, כאשר שיעור החזקת ועד 20% מכלל אמצעי השליטה, בקופה או בחברה המנהלת או באדם שמנהל אותה או את השקעותיה, ובלבד שאינו שולט במי מהם.

⁸⁹בטיטות חוזר כללי השקעה לחברות מנהלות ומבטחים שונה ל-20%, בנוסף מותרת השקעה במי שמחזיק בין 10% ל-20% אם ההשקעה נעשית בניירות ערך סחירים או בפיקדונות בלבד, ובתנאי שסך ההשקעה בניירות ערך סחירים לא יעלה על 5 אחוזים מאמצעי השליטה של בעל העניין

⁹⁰בטיטות חוזר כללי השקעה על חברות מנהלות ומבטחים ההוראה שונתה ונקבע כי מותרת השקעה במי שמוחזק מעל 20 אחוזים מסוג מסוים של אמצעי השליטה, על ידי אדם השולט במשקיע המוסדי או המחזיק בו 20% או יותר מאמצעי השליטה, באדם המנהל את השקעותיו של המשקיע המוסדי ובאדם השולט או המחזיק ב-20 אחוזים או יותר מסוג מסוים של אמצעי שליטה באדם המנהל את השקעותיו של המשקיע המוסדי בהתקיים אחד מאלה:

- (1) בהשקעה בניירות ערך סחירים - לפי נוהל שקבעו הנציגים החיצוניים שחברים בוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי ואם ההשקעה נעשתה במסגרת הנפקת ניירות ערך לציבור - התקבל לכך אישור מראש ובכתב של רוב הנציגים החיצוניים שחברים בוועדת ההשקעות; לעניין זה, "השקעה בניירות ערך סחירים" – למעט השקעה בתעודת סל הרשומה למסחר בבורסה מסוג תעודת התחייבות;
- (2) בהשקעה בחלוואה – התקבל לכך אישור מראש ובכתב של רוב הנציגים החיצוניים שחברים בוועדת ההשקעות ובלבד שקבוצת המשקיעים מחזיקה עד 20 אחוזים משווי החלוואה, בתנאים הזהים לתנאי ההשקעה של יתר המחזיקים באותה החלוואה ושלפחות 70 אחוזים משווי החלוואה מוחזקים על ידי גופים מוסדיים אחרים שאינם נמנים על קבוצת המשקיעים של המשקיע המוסדי.
- (3) ההשקעה היא בקרן השקעה;
- (4) ההשקעה היא ביחידות בקרן;

תקנה 14. (א) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו) קובעת כי השקעה בצדדים קשורים תיעשה בתנאים ובמחיר שהיו משולמים על ידי צד שאינו קשור באותן הנסיבות.

תקנה 17. (א) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו) קובעת כי אסורה השקעה במי שמחזיק, במישרין או בעקיפין, ביותר מ-20% מאמצעי השליטה בו, ואיסור יצירת יתרת חובה שלא במהלך הרגיל של עסקי ביטוח, ואולם המפקח רשאי לאשר למבטח השקעה בבעל ענין.

תקנה 17. (ב) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו) קובעת כי אסור ההשקעה במי שמחזיק, במישרין או בעקיפין, בין 10% ל-20% מאמצעי שליטה במבטח, ואיסור יצירת יתרת חובה, שלא במהלך הרגיל של עסקי הביטוח אלא בדרך של:

1. רכישת ניירות ערך סחירים עד סכום של 5% מהסכום הכולל של ההתחייבויות שכנגדן מחזיק המבטח בניירות הערך האמורים ;

2. רכישת ניירות ערך סחירים עד סכום של 5% מאמצעי שליטה של בעל העניין.

תקנה 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך), תשס"ט-2009 קובעת כי כל המשקיעים המוסדיים שאותו צד הקשור להם הוא אחד מאלה :

(1) משווק את הנפקתם של ניירות ערך לא סחירים ;

(2) חתם או מפיץ המשתתף בהנפקה או מכירה של ניירות ערך ;

רשאים לרכוש יחדיו עד 5 אחוזים מכמות ניירות הערך שנמכרו בהצעה, ובלבד שניתן לכך אישור ; ואולם אם שווי הנכסים המנוהלים בידי כל המשקיעים המוסדיים כאמור, גבוה מ-10 מיליארד שקלים חדשים, לא תעלה הכמות הנרכשת על 10 אחוזים מהכמות הנמכרת.

תקנות 3(א)-(ב) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך), תשס"ט-2009 קובעת כי :

(א) רכישה ומכירה של ניירות ערך תיעשה לפי הליך תחרותי שיתקיים לפחות אחת לשלוש שנים בין ארבעה משתתפים לפחות, שאישרה ועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי, הנותן לכל המשתתפים בהליך הזדמנות שווה לרכוש או למכור את ניירות הערך אם יציעו לו את התנאים המטיבים אתו ביותר.

(ב) בכפוף לאמור בתקנת משנה (א), משקיע מוסדי רשאי לרכוש או למכור ניירות ערך באמצעות צד קשור, ובלבד שמתקיימים תנאים אלה :

(1) העמלות בשל רכישות או מכירות כאמור לא יעלו על 20 אחוזים מסך כל העמלות ששולמו בשל כלל הרכישות והמכירות שביצע המשקיע המוסדי במהלך השנה ;

(2) העמלה שתשולם לצד הקשור בשל רכישה או מכירה כאמור לא תעלה על העמלה שתשולם לזוכה בהליך התחרותי, שאינו צד קשור, בשל עסקת רכישה או מכירה זהה או דומה.

תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), תשס"ח-2008 קובעות כי הוצאות הנובעות מהשקעות קופת גמל בניירות ערך לא סחירים, מתן הלוואה, מקרקעין, קרנות השקעה, קרן חוץ יוכרו כהוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות ובלבד שההשקעה אינה בצד קשור.

חוזר 2007-9-3 - "דיווח רבעוני לציבור על עסקאות והשקעות בצדדים קשורים" קובע כי גוף מוסדי יפרסם באתר האינטרנט שלו, תרשים המפרט את רשימת הצדדים הקשורים לו. התרשים יכלול גם את שיעור האחזקה בכל צד קשור ויהיה מעודכן לתאריך הפרסום.

חוזר 2005-2-20 - "כללים לעריכת דוחות שנתיים של חברה מנהלת של קופות גמל" קובע כי יינתן גילוי על יתרות ועסקאות עם בעלי עניין וצדדים קשורים.

2. מתן אשראי צולב בין קבוצות שליטה

2.1. המאפיינים

גופים מוסדיים המוחזקים על-ידי קבוצות שליטה עלולים לתת אשראי בהיקף גבוה יותר או בתנאים מועדפים לתאגידים השייכים לקבוצת שליטה אחרת ולהיפך. בעלי השליטה יכולים לעקוף את המגבלות ההשקעה בצדדים קשורים, על ידי אשראי צולב הדדי.

2.2. כלים רגולטוריים

תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו)⁹¹ סעיפים 5⁹² ו-5א⁹³ וכן תקנות מס הכנסה כללים לאישור וניהול קופות גמל סעיפים 41ג ו-41ד אשר מקבילות בהתאמה לסעיפים 5 ו-5א בהתאמה קובעות כי :

5. מבטח או קופת גמל רשאית להחזיק בניירות ערך של מנפיק או להפקיד פיקדונות או להעניק הלוואות לאדם אחד⁹⁴, בתנאים אלה :

(1) 5% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד ;

(2) אם ההשקעה מדורגת בדירוג BBB לפחות - עד 7.5% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד ;

⁹¹ הממונה על שוק ההון פרסם ב-14 באוגוסט 2011, טיוטה שנייה של תקנות השקעה לגופים מוסדיים אשר מאחדות את ההוראות על חברות מנהלות ומבטחים ומשנה אותן לעניין מגבלות השקעה בתאגיד או בקבוצת תאגיד כפי שיפורט בהערות השוליים שיובאו בהמשך סעיף 2

⁹² בטיטות תקנות השקעה לגופים מוסדיים נקבעה מגבלה של 5% להשקעה בתאגיד, כאשר מדובר בפיקדונות ניתן להשקיע עד 7.5% וכאשר מדובר בקרן נאמנות או תעודת סל ניתן להשקיע עד 10%.

⁹³ בטיטות תקנות השקעה לגופים מוסדיים נקבעה מגבלה של 10% להשקעה בקבוצת תאגידים כאשר מדובר

בפיקדונות או תעודות סל ניתן להשקיע עד 15%.

⁹⁴ בטיטות תקנות השקעה לגופים מוסדיים נקבעה מגבלה של 0.5% למתן הלוואה ליחיד.

(3) אם ההשקעה מדורגת בדירוג AA לפחות - עד 10% מסכום כל סוג התחייבות
בנפרד.

וכן,

5א. מבטח או קופת גמל רשאית להחזיק בניירות ערך של קבוצת לווים או להפקיד
פיקדונות או להעניק הלוואות לקבוצת לווים, בתנאים אלה:

(1) עד 8% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד;

(2) אם ההשקעה מדורגת בדירוג BBB לפחות – עד 10% מסכום כל סוג התחייבות
בנפרד;

(3) אם ההשקעה מדורגת בדירוג AA לפחות – עד 15% מסכום כל סוג התחייבות
בנפרד.

3. ריכוזיות בתחום החיסכון הפנסיוני

3.1. המאפיינים

החזקה של גוף מוסדי בנתח שוק משמעותי בתחום החיסכון הפנסיוני, מקטינה את רמת
התחרותיות בשוק ועשויה להשפיע על גובה דמי הניהול של העמיתים.

3.2. כלים רגולטוריים קיימים למניעה

סעיף 32(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) קובע כי לא יחזיק אדם
בהחזקה מהותית בתחום החיסכון לטווח ארוך, אלא בשל אחד מאלה:

(1) שינוי בשווי השוק של נכסי החיסכון לטווח ארוך המנוהלים בידו או בידי הגופים
המוסדיים שבשליטתו;

(2) שינוי בשווי כלל נכסי החיסכון לטווח ארוך;

(3) הצטרפות מבוטחים, או עמיתים כהגדרתם בחוק הפיקוח על קופות גמל,
לתכניות ביטוח חיים או לקופות גמל באופן המגדיל את נכסי החיסכון לטווח
ארוך המנוהלים בידו או בידי הגופים המוסדיים שבשליטתו, למעט הצטרפות
כאמור בעקבות התקשרות עם גוף מוסדי אחר או מיזוג עמו.

”החזקה מהותית בתחום החיסכון לטווח ארוך” – שליטה בנתח שוק העולה על חמישה
עשר אחוזים מסך שווי כלל נכסי החיסכון לטווח ארוך.

4. מניעת אשראי / השקעה מחברות מתחרות ע”י גוף פיננסי

4.1. המאפיינים

השקעה פחותה/מניעת אשראי של גופים מוסדיים שבבעלות קבוצת שליטה מתאגידים
עסקיים מתחרים.

4.2. כלים רגולטוריים

חוזר 2007-9-15 – "ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות" קובע כי במסגרת מדיניות ההשקעות הכוללת שקובע הדירקטוריון עליו להתייחס, בין היתר, לכל אלה:

(1) קביעת סוגי פעילות אשר בהן יעמיד הגוף המוסדי אשראי אגב פעילות השקעות, תוך התייחסות לסוגים השונים של האשראי ושל הלווים;

(2) קביעת גבולות החשיפה לסיכונים השונים הנובעים מהעמדת האשראי כאמור, תוך התייחסות, בין היתר, לסוגים השונים של האשראי, הבטוחות, הלווים, ענפים ומגזרים שונים ולאזורים גיאוגרפים בישראל ובמדינות אחרות, ולגבי התחייבויות שאינן תלויות תשואה של חברת ביטוח ייקבעו גבולות החשיפה כאמור, גם ביחס להון העצמי של חברת הביטוח;

(3) קביעת פרופיל סיכונים האשראי בחתכים רלבנטיים בתיק האשראי הכולל של הגוף המוסדי, ובכלל זה קביעת גבולות מרביים לניהול חשיפה כוללת לבעל חוב בודד ולקבוצת לוויים והערכות הגוף המוסדי לניהול, הכול בכפוף למגבלות ולתנאים הקבועים בתקנות ההשקעה או בתקנות מס הכנסה, לפי העניין, ולהוראות כל דין; לגבי התחייבויות שאינן תלויות תשואה של חברת ביטוח ייקבעו גבולות החשיפה כאמור גם ביחס להון העצמי של חברת הביטוח;

(4) קביעת כללים לאישור מראש של כל העמדת סוג חדש של אשראי אגב פעילות השקעות;

(5) הערכות הגוף המוסדי לניהול גבולות החשיפה שקבע הדירקטוריון בהתאם להוראות סעיפים קטנים (2 ו-3), ולבקרה שוטפת על ביצוע ניהול גבולות החשיפה כאמור.

עוד קובע החוזר כי במסגרת תפקידיהן של ועדות ההשקעות עליהן להתייחס, בין היתר, לכל אחד מאלה:

(1) קביעת שיעור האשראי בתיק ההשקעות וקביעת גבולות חשיפה מרביים, בין היתר, בהתייחס לסוגי אשראי וסוגי לוויים, הכול במסגרת מדיניות ההשקעות והאשראי הכוללת שקבע הדירקטוריון;

(2) קביעת מנגנונים ונהלים לזיהוי מכלול החשיפות של הגוף המוסדי ללווה בודד ולקבוצת לוויים ולזיהוי קשרים פיננסיים מהותיים בין לוויים;

(3) קביעת כללים לזיהוי חשיפה הנובעת מאי שמירה של הלווה על חוקים ותקנות ובכלל זה בתחום הגנת הסביבה;

(4) קביעת כללים לתמחור אשראי בהתחשב בסיכון העסקה, ובפרט בהעדר מדד אובייקטיבי לבדיקת איכות האשראי;

(5) קביעת מדיניות וכללים להערכה ואישור של קבלת בטוחות, בקרה שוטפת על איכות בטוחות שהועמדו, הערכה עדכנית של ערכן וכן שמירת מידע הנוגע לכל אלה;

6) העמדת אשראי לצדדים קשורים, בכפוף למגבלות ולתנאים הקבועים בתקנות ההשקעה או בתקנות מס הכנסה, לפי העניין, ובכפוף להוראות כל דין, וכן קביעת נהלים לזיהוי שוטף של צדדים קשורים.

בנוסף להוראות האמורות לעיל יש לציין את תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דירקטוריון וועדותיו), תשס"ז-2007 חוזר 2007-9-16 בנושא העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים - תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית אשר גם בהם יש התייחסות לעניין אשראי מגופים מוסדיים.

5. העברת מידע

5.1. מאפיינים

העברת מידע מגוף מוסדי על חברות מתחרות בחברות הריאליות של בעל השליטה.

5.2. כלים רגולטוריים

במסגרת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דירקטוריון וועדותיו), תשס"ז-2007, להקטין את השפעתם ומעורבותם של בעלי השליטה בבנק, הן באופן ישיר, והן באמצעות הדירקטורים אותם הם ממנים, לרבות קבלת מידע שאינו נדרש לצורך מילוי תפקידם. הוראות אלה הן בנוסף למגבלות בחוק החברות אשר אינן מפורטות בנייר זה. להלן פירוט המגבלות לפי נושאים:

מינוי דחצי"ם – ההוראה מחייבת מינוי של לפחות שליש דחצי"ם מבין הדירקטורים לעומת שני דחצי"ם בלבד לפי חוק החברות.

ניגוד עניינים אישי (1) איסור על כהונה כדירקטור לאדם שיש לו או שקיים חשש לניגוד עניינים דרך קבע עם הגוף המוסדי; (2) דירקטור בזיקה לתאגיד בענף משנה לא יהיה נוכח בדיוני הדירקטוריון או ועדותיו, המתמייחסים ללקוח שהוא תאגיד באותו ענף ולא יקבל מידע ודוחות ביחס לאותו לקוח; (3) דירקטור בעל עניין אישי בעסקה קיימת או מוצעת המובאת לדיון בדירקטוריון לא יקבל מידע ביחס לאותו עניין ממועד הצהרתו, לא יהיה נוכח בדיון ולא יצביע בהחלטה.

נגישות למידע (1) חל איסור על דירקטור לפנות בנושאים עסקיים לעובד של הגוף המוסדי שלא במסגרת ישיבות דירקטוריון, ובפרט בנושאים כגון: יוזמות עסקיות, עניינים עסקיים של לקוחות ספציפיים או השקעות מסוימות של התאגיד. אומנם הסעיף נכתב במטרה למנוע השפעה של הדירקטור על עובדי הגוף המוסדי, אך דרך פניה שכזו הוא יכול גם להיחשף למידע. (2) דירקטור המבקש להשתמש בזכותו לקבלת מידע על פי סעיף 265 לחוק החברות נדרש להגיש בקשה בכתב אשר תידון בפני הדירקטוריון. סעיף זה מביא לכך שחשיפה למידע מעבר לזה המוגש לדירקטוריון אינה אוטומטית ודורשת סינון של הדירקטוריון, ובנוסף הדבר מאפשר לפיקוח לבחון את המניעים לבקשת המידע ולשיקולים של הדירקטוריון במידה והבקשה אושרה.

6. מיזמים משותפים

6.1. מאפיינים

השקעה פיננסית משותפת של חברה ריאלית קשורה וגוף מוסדי.

6.2. כלים רגולטורים

תקנות 23(א) – (ב) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), תשס"א-2001 קובעות כי :

א. מבטח יחזיק בנכס רק אם זכותו בו היא זכות בעלות, לרבות זכות חכירה לדורות, ושליטתו בו מלאה, שלמה וישירה ולא רובצים עליו שעבוד או משכנתה.

ב. על אף האמור בתקנת משנה (א) רשאי מבטח להשקיע בנכס בבעלות משותפת בהתקיים תנאים אלה :

- (1) קיים הסכם בין השותפים לניהול הנכס ;
- (2) המבטח רשאי לממש השקעתו בכל עת ;
- (3) המבטח קיבל את אישורו, מראש, של המפקח לאותה השקעה ועמד בתנאי האישור.

7. ריכוזיות במשק

7.1. מאפיינים

מתן היתר שליטה לגוף פיננסי לשולט בגוף ריכוזי במשק.

7.2. כלים רגולטורים

סעיף 17(א)(6)–(8) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) וכן סעיף 4 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) קובעים כי המפקח יביא בחשבון עניינים אלה בבואו לשקול בקשה לרישיון מבטח או חברה מנהלת :

1. תרומת מתן הרישיון לתחרות בשוק ההון, ובמיוחד לתחרות במשק הביטוח ולרמת השירות בו ;
2. המדיניות הכלכלית של הממשלה ;
3. טעמים שבטובת הציבור.

מבוא

החזקה של תאגידים ריאליים בידי מי ששולט במנהל קרן ובמנהל תיקים (להלן- מנהל השקעות) יוצרת ניגודי עניינים בין פעילותו של מנהל ההשקעות לבין יתר עסקיו של בעל השליטה. על מנת להקטין את הפוטנציאל להתממשות ניגודי העניינים הללו, נקבעו מגבלות שונות המעוגנות בחקיקה ובהוראות של רשות ניירות ערך. בנוסף, מתקיימים הליכי מעקב שוטפים וביקורות כדי לוודא כי מנהלי ההשקעות עומדים במגבלות, והם מקיימים מנגנונים פנימיים הנדרשים מהם על מנת למנוע התממשות של אותם ניגודי עניינים. מנהלי קרנות נאמנות חבים בחובות של קיום מערך בקרה, חלים עליהם כללי ממשל תאגידי המפורטים בדיון ובנוסף הם נתונים לפיקוח שוטף של הנאמן. גם מנהלי הקרנות וגם מנהלי התיקים פועלים בשקיפות מול לקוחותיהם, שקיפות אשר מאפשרת ללקוח לבחון את תוצאות הניהול באופן שוטף ולקבל מידע אודות מצבת הנכסים של התיק שלו.

מסמך זה סוקר את הכלים הרגולטורים העיקריים שנקבעו בחקיקה ועל ידי רשות ניירות ערך לצורך הפחתת האפשרות להתממשות ניגודי עניינים. רשימת הכלים חולקה לפי רשימת ההשלכות שעלולות להיות להתממשות ניגודי עניינים כאמור, הרלוונטיות למנהלי ההשקעות.

יצוין כי לאחר שייכנס לתקפו תיקון מספר 16 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 (להלן- חוק הקרנות) יחולו מרבית ההוראות החלות על מנהלי קרנות גם על מנהלי תעודות סל, אשר כיום מונפקות כתעודות התחייבות לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, וחל עליהם משטר של גילוי בלבד, אך במסגרת התיקון יוכפפו לחוק הקרנות.

בנוסף יש לציין כי בניגוד לרגולטורים האחרים ומעבר לתנאי הכשירות הקבועים לעניין זה בדיון, הרשות אינה מעורבת בהליכי רישוי ומינוי של נושאי משרה במנהלי ההשקעות.

1. עסקאות עם בעלי שליטה וצדדים קשורים אחרים**1.1. מאפיינים**

ישנו חשש שמנהלי ההשקעות ישקיעו בניירות ערך של צדדים קשורים וישתתפו יותר בהנפקות של תאגידים בקבוצת שליטה ביחס להשתתפות בהנפקות של תאגידים לא קשורים. מצב זה גם עשוי לגרום לפגיעה במנהל ההשקעות ובכספי בעלי היחידות/הלקוחות.

1.2. כלים רגולטוריים

ישנן הוראות שונות המסדירות עסקאות עם בעלי שליטה וצדדים קשורים:

לגבי מנהלי קרנות:

סעיף 18(6) ו- (7) יחד עם סעיף 60 לחוק הקרנות ותקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות שעלול להיות בהן ניגוד עניינים, עסקאות מהותיות ועסקאות מחוץ לבורסה), התשנ"ה-1995, קובעות כי בעסקאות המוגדרות בתקנות כעסקאות בניגוד עניינים נדרש לקבל אישור מראש של דירקטוריון מנהל הקרן. "ניגוד עניינים" מוגדר בין היתר כניגוד עניינים בין עניינם של בעלי היחידות לבין עניינו של בעל ענין במנהל הקרן וחברה בשליטת בעל עניין כאמור.

העסקאות שנדרש לאשרן הן בד"כ עסקאות בני"ע שאינן מתבצעות בשוק החופשי, כגון: רכישת ני"ע בהנפקה קשורה או פעילות בני"ע בעסקה מתואמת / מחוץ לבורסה מול קרן או תיק מנוהל במסגרת חברה הנשלטת ע"י אדם הקשור למנהל הקרן.

סעיף 62 לחוק הקרנות יחד עם תקנה 5(א) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה – 1994) קובעת כי שווי ניירות ערך, לא יעלה על 10% מהשווי הנקי של נכסי הקרן. מגבלה זו הינה כללית אך רלוונטית גם לניירות ערך של צדדים קשורים.

סעיף 67 לחוק הקרנות אוסר על מנהל קרן, נאמן, ועל מי שמחזיק באחד מהם בעשרה אחוזים או מכהן בנושא משרה או עובד, לבצע עסקה מחוץ לבורסה (או עסקה מתואמת) בין חשבונו העצמי לבין חשבון קרן שבניהולו או בנאמנותו (ניתן לבצע עסקה בנכס שאינו נסחר במסגרת מכרז).

סעיף 69 לחוק הקרנות (בתוקף החל מ-28/12/11) – מטיל על מנהל קרן חובה לבצע מכרז לשם התקשרות בהסכם לקבלת שירותי ברוקראז', ככל שהוצאות הברוקראז' נפרעות מאמצעי הקרן, וכן מטיל מגבלה על רכישת אותם שירותים מגוף קשור למנהל הקרן או לנאמן, כך שצריך להשוות את תנאיו לתנאי העסקה עם הזוכה במכרז, והסכום שישולם לכל אחד מהם לא יעלה על 20% מסך ההוצאות הנפרעות מנכסי הקרן עבור תשלום עמלות ברוקראז'.

בהתאם לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות כספיים של קרן), התש"ע – 2009 קיימת חובת גילוי בדוחות הכספיים של קרנות הנאמנות אודות תנועות ויתרות מול צדדים קשורים (כגון השקעה בני"ע של צדדים קשורים, תשלום עמלות לצדדים קשורים, קבלת ריבית מבנקים קשורים וכו').

על פי תקנות השקעות משותפות בנאמנות (פרטי תשקיף של קרן, מבנהו וצורתו), התש"ע – 2009, קיימת חובת גילוי בתשקיפי הקרנות במידה ושיעור ההשקעה הממוצע בני"ע של צדדים קשורים בשנה שקדמה לפרסום התשקיף עולה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

בנוסף קיים איסור על מנהל קרן להחזיק בקרן שבניהולו נייר ערך שהוא הוציא או שהוציא הנאמן לקרן (תקנה 4 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994).

לפי תקנה 27(2)(ה), (ז) ו-(ח) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (פרטי תשקיף של קרן, מבנהו וצורתו), התש"ע – 2009, נדרש גילוי בתשקיף קרן, ולפי תקנה 14(א)(6) ו-(8) לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה – 1994) קיימת חובת גילוי בדוח, על חשש לניגוד עניינים המתעורר אצל נושא משרה במנהל הקרן בשל מילוי תפקיד נוסף על תפקידו זה במנהל הקרן. בדוח על מינוי יושב ראש, דירקטור או דירקטור חיצוני לדירקטוריון מנהל הקרן או על מינוי מנהל כללי או חבר ועדת השקעות של מנהל הקרן,

נדרש לציין תפקיד נוסף שממלא במנהל הקרן, לרבות אם הוא עובד של מנהל הקרן, ואם אינו ממלא תפקיד – יצוין הדבר. כמו כן, נדרש לפרט את מספר חברות ניהול השקעות הנוספות כמשמעותן בסעיף 16(ב) לחוק (חברות העוסקות בניהול תיקים, חיתום, ברוקראז') שבהן הוא מכהן כדירקטור או כחבר ועדת השקעות.

גילוי נוסף הנדרש בתשקיף בקשר עם בעלי תפקידים שונים בנוגע לחשש לניגוד עניינים בשל הנסיבות המפורטות להלן:

לגבי סוכני ניירות ערך, בנקים ושירותים – נדרש לפי תקנה 31(1)-(3) לציין אם הם בעלי עניין במנהל הקרן או בנאמן.

לגבי מבקר פנימי – נדרש, לפי תקנה 34(6), לציין בתשקיף אם יש למבקר הפנימי קשרים מהותיים, עסקיים או אחרים עם מנהל הקרן, אדם השולט במנהל הקרן או חברה בשליטת אדם כאמור ואם יש – לפרטם ולציין אם יש בהם כדי ליצור ניגוד עניינים עם תפקידו כמבקר פנימי.

גילוי בתשקיף לפי תקנה 33 לתקנות, אודות כל עניין במנהל הקרן שיש לנאמן, או לבעל עניין בנאמן, וכל עניין בנאמן שיש למנהל הקרן, או לבעל עניין במנהל הקרן.

לגבי מנהלי תיקים:

סעיף 16 לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995 (להלן- חוק הייעוץ) קובע איסור העדפה במתן ייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות של נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד או שותף, בשל הקשר האמור⁹⁵. כמו כן קובע הסעיף מגבלות וחובות דיווח ללקוח, על מנהל תיקים בעניין הזמנה ורכישה של ניירות ערך שתאגיד קשור אליו או תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד, שימש חתם להצעתם.

תקנות 3 ו-6 לתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (רישום עסקאות ורישום פעולות ייעוץ), התשס"ח – 2007, (להלן- תקנות הרישום) מחייבות רישום כל הפרטים שנמסרו ללקוח לגבי הנסיבות שבסעיף 16(ג) (רכישת ני"ע שתאגיד קשור למנהל התיקים שימש חתם להצעתם).

סעיף 15 לחוק קובע כי כאשר נודע לבעל רישיון על ניגוד עניינים בינו או בין התאגיד המורשה שבו הוא עובד או שותף, לבין הלקוח, בין במתן שירות לאותו לקוח דרך כלל, ובין לגבי עסקה מסוימת, עליו להודיע ללקוח על קיום ניגוד העניינים ולהימנע מלבצע כל פעולה שיש בה ניגוד עניינים, זולת אם הסכים הלקוח לכך מראש. על פי תקנות הרישום חובה לתעד נסיבות אלה.

על פי ההוראה לתאגידים המורשים בדבר חובת קביעת נהלי עבודה בנוגע לדרכי פעולתם והתנהלותם חייב תאגיד מורשה להסדיר את פעילותו במסגרת נהלי עבודה. בין הנושאים

⁹⁵ למעט כאשר מדובר על מנהל תיקים שיש לו "זיקה" לנכס פיננסי, ועל כן הוא רשאי בכל זאת להעדיף את המוצרים של החברה הקשורה אליו, בכפוף לחובת גילוי ללקוח.

בהם נדרש התאגיד לקבוע נהלים נכללים נוהל טיפול בניגודי עניינים ונוהל מניעת העדפה של לקוחות.

ההוראות לבעלי רישיון בקשר לחובת גילוי בנוגע לעבודת אנליזה מטילות חובת גילוי מידע מפורט אודות ניגודי עניינים אצל האנליסטים המכונים את עבודת האנליזה ו/או אצל בתי השקעות, הבנקים והמוסדות הפיננסיים הזרים בהם הם מועסקים.

2. ריכוזיות בתחום ניהול קרנות נאמנות

2.1. המאפיינים

החזקה של מנהל קרן בנתח שוק משמעותי, מקטינה את רמת התחרותיות בשוק ועשויה להשפיע על גובה דמי הניהול.

2.2. כלים רגולטוריים קיימים למניעה

ישנה מגבלה על החזקת אמצעי שליטה במנהל קרן, המוסדרת בסעיף 23 לחוק הקרנות, לפיה נאסר על החזקה של יותר משלושים אחוזים מסוג מסוים של אמצעי שליטה במנהל קרן ללא קבלת היתר מאת ועדת הרישיונות. היתר כאמור לא יינתן אם לאחר מתן ההיתר נתח השוק הכולל שלו יעלה על עשרים אחוזים. בעניין זה נקבע בסעיף 23 לחוק הקרנות כי מי שמחזיק אמצעי שליטה במנהל קרן, לא יעביר אותם לאחר בידעו שהנעבר זקוק להיתר ואין בידו היתר כאמור. כמו כן, נקבעו חובות דיווח בסעיף 23, לפיהן על המחזיק סוג מסוים של אמצעי שליטה במנהל קרן בשיעור העולה על עשרים אחוזים למסור על כך דיווח למנהל הקרן בכל שנה. בנוסף, נקבע בתקנות הדוחות כי חלה חובת דיווח על מי שנעשה בעל עניין במנהל קרן, חדל להיות בעל עניין או ששיעור ההחזקה של בעל ענין או שיעור כוח ההצבעה שלו עלה או ירד בחמישה אחוזים לפחות מההון או מזכויות ההצבעה במנהל הקרן. בנוסף למגבלות האמורות, נקבעה בסעיף 23 לחוק הקרנות מגבלה לפיה מנהל קרן לא יקבל לניהולו קרן ממנהל קרן אחר אם נתח השוק שלו יעלה, לאחר קבלת הניהול, על עשרים אחוזים. כמו כן, אדם לא ישלוט במנהלי קרנות, באופן שנתח השוק הכולל שלו עולה על עשרים אחוזים בשל כך שאחד ממנהלי הקרנות שבשליטתו קיבל לניהולו קרן ממנהל קרן אחר.

3. העברת מידע

3.1. מאפיינים

העברת מידע ממנהל השקעות על חברות מתחרות בחברות הריאליות של בעל השליטה.

3.2. כלים רגולטוריים

לגבי מנהלי קרנות:

סעיף 13(ד) לחוק הקרנות קובע כי מנכ"ל מנהל קרן לא ישמש כמנכ"ל או דירקטור במנהל קרן אחר.

סעיף 16 לחוק הקרנות – מגביל את מספר הדירקטורים במנהל הקרן אשר יכולים לכהן כדירקטורים בחברת השקעות נוספת לשליש ממספרם הכולל, וכן קובע כי דירקטור מנהל הקרן לא יכהן כדירקטור ביותר משתי חברות ניהול השקעה נוספות.

סעיף 20(ב1) לחוק הקרנות קובע כי מספר חברי ועדת השקעות של מנהל קרן, המכהנים גם כחברי ועדת השקעות של חברת ניהול השקעות אחרת, לא יעלה על שני שלישים ממספרם הכולל של חברי ועדת ההשקעות של מנהל הקרן.

סעיף 20(ב2) לחוק הקרנות קובע כי חבר ועדת השקעות של מנהל קרן לא יכהן כחבר ועדת השקעות של יותר משתי חברות ניהול השקעות נוספות בעת אחת.

סעיף 22 לחוק הקרנות קובע כי מנהל קרן לא יעסיק בתפקיד הכרוך בקבלת החלטות ענייני ניהול תיק השקעות של קרן שבניהולו – (1) יחיד המועסק על ידי מנהל קרן אחר בניהול השקעות של קרנות, המועסק בתפקיד הכרוך בקבלת החלטות שענייני ניהול תיק השקעות של קרן שבניהולו של מנהל קרן אחר; (2) מי שמשתתף בניהול תיק ההשקעות של מנהל הקרן עצמו (נוסטרו).

סעיף 77 לחוק הקרנות, מאפשר למנהל הקרן להימנע מההצבעה לגביה יש לו עניין אישי.

סעיף 81א לחוק הקרנות – דירקטור של מנהל קרן או חבר בוועדת דירקטוריון לא יצביע בדיון בעניין אישור עסקה בני"ע שהוציא תאגיד שהוא בעל עניין בו. לגבי מנהלי תיקים:

בהצעת חוק ממשל תאגידי למנהלי קרנות ולמנהלי תיקים (תיקוני חקיקה), התשע"א - 96011, מוצע לקבוע כי:

- מספר הדירקטורים של חברת ניהול תיקים גדולה⁹⁷ המכהנים גם כדירקטורים של גוף פיננסי אחר לא יעלה על שליש ממספרם הכולל.
- דירקטור של חברת ניהול תיקים גדולה לא יכהן כדירקטור ביותר משני גופים פיננסיים נוספים בעת אחת אלא במקרים שהתיר שר האוצר בתקנות.
- מספר הדירקטורים שהינם עובדים של חברת ניהול תיקים גדולה או מועסקים על ידה לא יעלה על שליש ממספרם הכולל.

4. מיזמים משותפים

⁹⁶ה"ח 387, 6 ביוני 2011

⁹⁷נציין חברת ניהול תיקים גדולה מוגדרת כחברה שיש לה מעל 50 לקוחות ושווי נכסים מנוהל כולל של מעל 5 מיליארד ₪ או שיש לה מעל 1000 לקוחות. הגדרת חברת ניהול תיקים גדולה מתייחסת ל"קבוצה". קבוצה מוגדרת כקבוצה של תאגידים שמקיימים ביניהם קשרי שליטה לרבות חברת-בת, וחברה קשורה, כהגדרתן בחוק ניירות ערך, וחברה בשליטת חברה השולטת בכל אחת מהן.

4.1. מאפיינים

השקעה פיננסית משותפת של חברה ריאלית קשורה וגוף מוסדי.

4.2. כלים רגולטורים

ההוראות הרגולטורית המגבילות השקעות בצדדים קשורים לעיל, רלוונטיות גם כאן.

5. ייעוץ מוטה

5.1. מאפיינים

הקבוצה הבנקאית, במסגרת עיסוקיה בניהול כספי הנוסטרו וכספי הלקוחות, וכן, בפעילותה בשוק ההון, לרבות בחיתום (דרך חברות בת), עשויה להעדיף פעילות מול גופים המשתייכים לקבוצת השליטה העוסקים בפעילויות אלה או המנפיקים מכשירים.

5.2. כלים רגולטורים

סעיף 11(א) לחוק הייעוץ קובע כי אסור ליועץ השקעות להעדיף ענין שלו או של אדם אחר על פני טובת לקוחותיו. הרשות הפיצה לתאגידים הבנקאיים העוסקים בייעוץ השקעות חוזר בו הביעה עמדתה בנושא היחס בין שיטת מדידת רווחי הבנק מפעילות ייעוץ השקעות ומודל תגמול יועצי ההשקעות לבין חובות האמון והזהירות הקבועות בחוק הייעוץ, ופוטנציאל ניגודי העניינים בין טובת הבנק וטובתו האישית של יועץ ההשקעות ובין טובת הלקוחות הגלום במדידות ובמודל תגמול המושפע מהן. בחוזר שורטטו עקרונות מנחים להפעלת מנגנונים בתאגידים הבנקאיים להתמודדות עם פוטנציאל ניגודי העניינים כאמור.

נספח 3.7

פירוט ממצאים לצורך ניתוח השלכות המלצות הצוות

הערכת פעילות ריאלית של הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל

(נתוני סוף 2010, מיליוני ש"ח)

שם הקבוצה	סה"כ מכירות	הערכת סה"כ מכירות ריאליות בישראל	סה"כ מאזן	נכסים בישראל
טבע	57,213	אין דיווח	135,401	אין דיווח
החברה לישראל ⁹⁸	49,150	9,133	50,479	6,761
אידיבי חברה לאחזקות	43,152	22,310	58,095	אין דיווח
קבוצת דלק	33,486	5,793	24,177	12,555
פז נפט	15,049	12,933	12,531	12,531
בי קומיוניקיישנס	11,987	11,978	24,913	אין דיווח
אלביט מערכות	9,476	2,284	12,816	אין דיווח
אלון רבוע כחול	9,227	9,227	8,770	אין דיווח
פריגו	8,931	אין דיווח	10,416	אין דיווח
קבוצת עזריאלי	7,443	7,443	21,343	21,343
קבוצת תנובה ⁹⁹	7,200	7,200	אין דיווח	אין דיווח
סאני	7,019	7,019	14,917	14,917

⁹⁸ נתוני הקבוצה מדווחים בדולר. ההמרה לש"ח בוצעה לפי שער חליפין 3.6 ש"ח לדולר.

⁹⁹ נתוני D&B.

4,358	12,681	4,527	6,873	אלקו החזקות
1,516	6,270	3,702	6,855	שטראוס
2,432	52,550	751	5,287	גזית גלוב
1,159	26,403	2,917	5,051	אפריקה השקעות
1,361	8,554	2,364	4,871	שיכון ובינוי
10,049	22,046	611	1,550	כלכלית ירושלים

התאגידים הבנקאים בישראל (מיליוני ש"ח), מעודכן לתאריך 30.06.2011

שם התאגיד הבנקאי	היקף נכסים	% מסך הנכסים של המערכת הבנקאית
בנק לאומי	333,056	29.3%
בנק הפועלים	323,808	28.5%
בנק דיסקונט	186,020	16.4%
בנק מזרחי טפחות	139,232	12.2%
הבנק הבינלאומי	99,127	8.7%
בנק איגוד	37,769	3.3%
בנק ירושלים	10,568	0.9%

0.7%	7,676	בנק דקסיה
100%	1,137,256	סה"כ

תאגידים שוק ההון הגדולים בישראל (מיליוני ש"ח), מעודכן לתאריך

30.06.2011 (למעט נתוני מנהלי תיקים המעודכנים נכון ל- 31.12.2010)

שם תאגיד שוק הון	היקף נכסי טווח ארוך מנוהלים	% מסך נכסי טווח ארוך מנוהלים	היקף נכסים מנוהלים	% מסך הנכסים המנוהלים*
מגדל חברה לביטוח בע"מ	90,238	16.6%	114,031	11.44%
כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	80,035	14.7%	106,004	10.64%
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	61,062	11.2%	61,062	6.13%
פסגות בית השקעות בע"מ	45,332	8.3%	122,242	12.27%
הראל השקעות בביטוח בע"מ	52,247	9.6%	76,206	7.65%
הפניקס חברה לביטוח בע"מ	44,863	8.3%	127,235	12.77%

5.26%	52,433	4.2%	23,109	דש אייפקס הולדינגס בע"מ
2.25%	22,381	4.1%	22,381	אינפיניטיגרופ בע"מ (כולל כ.פ.י)
2.81%	28,038	2.1%	11,377	מיטב בית השקעות (מאיה) בע"מ
2.70%	26,879	0.3%	1,378	IBI
100%	996,430	100%	543,758	סה"כ נכסים

* כולל נכסי חסכון ארוך טווח, קרנות נאמנות, תעודות סל ותיקים מנוהלים

**דירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים המכהנים כדירקטורים בתאגידים ריאליים
משמעותיים**

מתוכם דירקטורים חיצוניים	שיעור	דירקטורים עליהם צפויות לחול המלצות הוועדה	חברי דירקטוריון	התאגיד הפיננסי	
1	29%	4	14	פועלים	תאגידים בנקאים
	6%	1	16	לאומי	
1	29%	4	14	דיסקונט	
2	38%	5	13	מזרחי טפחות	
1	55%	6	11	הבינלאומי	
	27%	3	11	איגוד	
5	29%	23	79	סה"כ בנקים	
	70%	7	10	כלל ביטוח	תאגידי שוק ההון
	15%	2	13	מגדל	
1	17%	1	6	מנורה	
	18%	2	11	הראל	
	11%	1	9	פסגות	
	56%	5	9	הפניקס	
	25%	2	8	דש	
1	30%	20	66	סה"כ תאגידי שוק ההון	

פרק 4- המלצות הוועדה בנושא בחינת שליטה באמצעות מבנה אחזקות

פירמידאלי

א. תמצית מנהלים

הצוות לבחינת מבנה האחזקות בקבוצות העסקיות, הפועל במסגרת הוועדה להגברת התחרותיות במשק, התבקש לבחון את מבנה האחזקות בחברות ציבוריות בישראל והשפעתו על המשק. הצוות מיפה את הפגיעה הפוטנציאלית של מבנה האחזקות הקיים בשלוש זירות עיקריות - מידת התחרותיות במשק, טובת המשקיעים, ויציבות המשק. הצוות בחן את התרומה האפשרית של מבנה האחזקות לממשק מרובה שווקים (Multi Market Contacts) ואת השפעתו על מידת התחרותיות במשק הישראלי בכללו. הצוות בחן גם את ההשפעה שיש למבנה האחזקות על המשקיע, קרי, הקשר בין מבנה האחזקות ובין התשואה לה זוכה והסיכון אליו נחשף המשקיע הפרטי. לבסוף בחן הצוות את ההשפעה האפשרית של מבנה האחזקות על יציבות המשק, ובעיקר את החשש כי מבנה האחזקות מגביר את ההסתברות להתממשותם של סיכונים סיסטמיים במשק הישראלי.

מן הממצאים האמפיריים שהובאו בפני הצוות עולה כי רוב החברות הציבוריות בישראל מאופיינות במבנה שליטה ריכוזי, כלומר, יש להן בעל שליטה. כמו כן נמצא כי חלק גדול מן הפעילות העסקית בחברות הציבוריות היא במסגרת קבוצות עסקיות. יתרה מכך, רבות מן הקבוצות העסקיות שנבדקו במסגרת המחקר מאופיינות במבנה פירמידאלי, אשר מהווה אמצעי ליצירת קבוצות עסקיות ממונפות יחסית להון העצמי של בעל השליטה ע"י פער בין הבעלות (שיעור ההחזקה בהון) לשליטה (שיעור החזקה בזכויות ההצבעה).

למבנה האחזקות הקיים השלכות על התחרות במשק. הפער בין בעלות לשליטה מקל על יצירת קבוצות עסקים אשר מחמירות את התופעה של ממשק מרובה שווקים, העלול לפגוע ברמת התחרותיות במשק. ממשק מרובה שווקים מתרחש כאשר אותם מתחרים נפגשים ביותר משוק מוצרים אחד, באופן המפחית את האינטרס שלהם להתנהלות תחרותית בכל אחד מן השווקים. נוסף על כך, למבנה החזקות המאופיין בפער בין בעלות לשליטה השלכות על **טובת המשקיעים**. הפער גורם להחמרת ניגוד העניינים האפשרי בין בעל השליטה ובין שאר המשקיעים (בעלי מניות המיעוט). ניגוד עניינים זה יכול לבוא לידי ביטוי במגוון אופנים - תיעול רווחי החברה על ידי בעל השליטה, ביצוע השקעות בלתי יעילות, יצירת סיכון עודף, ניהול בלתי יעיל ועוד. תופעות אלו גורמות לנזקים גם ברמת המשקיע הבודד וגם ברמת המשק כולו. השפעה אפשרית נוספת של מבנה האחזקות היא על **יציבות המשק**. לקבוצות עסקיות מאפיינים רבים אשר עלולים להוביל לגידול בסיכון הסיסטמי כגון מורכבות, חוסר שקיפות ופוטנציאל מוגדל ל"הדבקה" של חברות נוספות. יש קושי לכמת את הסיכון ליציבות הקיים בכל חברה או קבוצת חברות, גם בשל אופיו הדינאמי וגם מכיוון שהמידע על התנהלות קבוצת חברות לעולם אינה שקופה לחלוטין.

הצוות מוצא כי יש מקום להתערבות בכל שלושת הזירות בהן מתקיים פוטנציאל לפגיעה כתוצאה ממבנה האחזקות – פגיעה בתחרותיות פגיעה במשקיעים, ופגיעה ביציבות.

בתחום הפגיעה בתחרותיות, הצוות סבור כי הפוטנציאל לפגיעה בתחרות באמצעות ממשק מרובה שווקים בין הקבוצות העסקיות במשק מחייב הרחבת סמכויותיו של הממונה על ההגבלים העסקיים באופן שיאפשר לו לתת מענה ממוקד ופרטני לפגיעה בתחרות.

בתחום הפגיעה במשקיעים כתוצאה ממבנה האחזקות, הצוות סבור כי בחברות בהן קיים פער בין הון לשליטה יש צורך בכללי ממשל תאגידי שירסנו את כוחו של בעל השליטה ע"י העברת חלק מיכולת ההכרעה של בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, באותם מקרים בהם לא ניתן לצפות כי בעל השליטה יפעל מתוך אינטרס להשאת רווחי החברה. כמו כן סבור הצוות שיש צורך בכללים לשינוי מבני המבוססים על מנגנוני שוק שבתנאים מסוימים יובילו לפירוק מבני שליטה בלתי יעילים. בנוסף לכך, הצוות מצא לנכון לעודד את הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים לשם פיקוח על התנהלותן של חברות ציבוריות, מעבר לצעדים שנעשו בשנים האחרונות על ידי הרגולטורים הרלוונטיים (הממונה על שוק ההון ורשות ניירות ערך).

בתחום הפגיעה ביציבות, סבור הצוות כי הטיפול בפוטנציאל להגברת הסיכון הסיסטמי הנובע מקיומן ומאפייניהן של הקבוצות העסקיות צריך להיעשות מתוך ראייה רחבה של כלל המעורבים ותוך בחינה עדכנית ומתמשכת של אופי ורמת הפעילות התורמים לסיכון. לפיכך ממליץ הצוות להכיל מגבלות על מתן הלוואות לקבוצת לווים גם דרך המשקיעים המוסדיים. ובנוסף להבטיח כי הצוות הבין משרדי המיועד לעסוק באופן שוטף במעקב זיהוי וטיפול בסיכונים סיסטמיים יקצה משאבים לניטור וטיפול גם בתרומתן של הקבוצות עסקיות לסיכונים אלו.

הצוות העביר את המלצותיו לוועדה לאישורה. הוועדה אישרה את כל ההמלצות.

הגדרת הבעיה

ברמת החברה, מבנה בעלות ריכוזי (Concentrated Ownership), הנפוץ במדינות רבות בעולם, הוא כזה בו יש בעל מניות אחד, או קואליציה של בעלי מניות אחדים, אשר שולטים בפעילותה של חברה.¹⁰⁰ מבנה בעלות ריכוזי יוצר בעיית סוכן בין בעלי מניות המיעוט בחברה לבין בעל השליטה, אשר לו אינטרס פוטנציאלי להעביר לידי מרווחי החברה מבלי שייאלץ להתחלק בהם עם בעלי מניות המיעוט.¹⁰¹ בשל בעיית הסוכן לבעל השליטה ישנו אינטרס ברור ליצירת הפרדה בין הון לשליטה בחברה, על מנת שיוכל למקסם את זכויות השליטה מבלי להגדיל את הפוזיציה ההונית שלו.¹⁰²

בעל שליטה יכול לעשות שימוש במבנה אחזקה מסוים כדי ליצור הפרדה בין האינטרס הכלכלי שלו לבין זכויות השליטה שלו בחברה (Decoupling), כלומר, להביא למצב בו אחוז זכויותיו בהון החברה נמוך מאחוז זכויות ההצבעה שלו. ככל שההפרדה יוצרת **פער (Wedge)** גדול יותר בין זכויות ההצבעה לזכויות בהון, גדלים הן פוטנציאל ניגוד העניינים והן הפוטנציאל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי האג"ח. ישנם אמצעים שונים ליצירת ההפרדה בין שליטה להון, ביניהם מבנה שליטה פירמידאלי (שרשרת חברות בה כל חברה שולטת בחברה שתחתיה אך אינה מחזיקה במלוא זכויות ההון בה, זהו אחד ממבני השליטה הנפוצים בעולם¹⁰³)).¹⁰⁴ מהלכים אלה, כמו גם אחרים, עוזרים לבעל השליטה "לבצר" את שליטתו בחברה, וכך למנוע ניסיונות השתלטות עליה, גם במקרים בהם אינו מחזיק ביותר מ-50% ממניות החברה.^{105,106}

סך התועלות שבעל השליטה מפיק מתוקף היותו בעל השליטה מכונות "שווי השליטה" ומורכבות מזכויותיו בהון החברה ומתועלת פרטית משליטה ניתן להעריך את התועלת הפרטית משליטה באמצעות חישוב **פרמיית השליטה**¹⁰⁷. שווי השליטה כולל הן את התשלום הלגיטימי שמקבל בעל

¹⁰⁰ חוק החברות (תיקון מס' 9) תשמ"ח-1988 - "שליטה" היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד."

¹⁰¹ יש לציין כי גם כאשר לחברה אין בעל שליטה (בעלות מבוזרת) מתקיימת בעיית סוכן אחרת, בין הנהלת החברה לבעלי המניות.

¹⁰² R. Morck and B. Yeung, 'Agency Problems in Large Family Business Groups', Entrepreneurship Theory and Practice, 27, 2003, pp. 367-382

¹⁰³ M. Faccio and L. Lang, 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395

¹⁰³ S. Claessens, S. Djankov and L. Lang, 'The separation of Ownership and Control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, 58, 2000, pp. 81-112

¹⁰⁴ אמצעים אחרים ליצירת פער בין הון השליטה הם מניות סוג (Dual-Class Shares) ובעלויות צולבות.

¹⁰⁵ L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights', NBER Working Papers 6951, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999

¹⁰⁶ R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth', Journal of Economic Literature, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655-720

¹⁰⁷ ניתן לאמוד את גובה פרמיית השליטה היא באמצעות הסכום אותו מוכן בעל שליטה לשלם עבור גרעין שליטה מעבר לשווי ההון הנרכש. פרמיית השליטה הממוצעת בישראל נאמדה בכ-27%, שיעור גבוה יחסית לממוצע בעולם.

A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', Journal of Finance 59, 2004, 537-600

השליטה בתמורה לפיקוח על הנהלת החברה והן רווחים עודפים שבעל השליטה מפיק על חשבון בעלי המניות מעבר לעלות שהייתה יוצרת הנהלה בלתי מפוקחת אילו החברה הייתה מבוזרת.

ברבות מהמדינות המאופיינות בשליטה מרוכזת, ניכרת גם התופעה של **קבוצות עסקיות** – קבוצת עסקים היא אוסף חברות הפועלות בענפים שונים אך נמצאות תחת אותו בעל שליטה או אותה הנהלה ריכוזית¹⁰⁸. בין החברות בקבוצות עסקים מתקיימים שוקי הון פנימיים¹⁰⁹ וקשרים עסקיים. בעיות רבות בהקשר של שליטה ריכוזית והפרדת הון ושליטה מוחרפות במסגרת קבוצה עסקית, ואחרות יכולות להתקיים רק כאשר השליטה הריכוזית היא במסגרת קבוצה עסקית. לכן כאשר לבעל השליטה אינטרסים שונים בחברות שבהן הוא שולט, בעיית הסוכן הנוצרת מורכבת אף יותר.¹¹⁰

השלכות פוטנציאליות

ההשלכות הפוטנציאליות של בעיית הסוכן ושל פער בין הון לשליטה מתפרשות על שלושה תחומים – פגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ופגיעה ביציבות במשק.

בהקשר לפגיעה במשקיעים, להפרדה בין הון לשליטה השלכות פוטנציאליות שונות, ביניהן ניתוב רווחים אל בעל השליטה, הקצאה לא יעילה של משאבים, פגיעה באיכות ההנהלה, נטילת סיכונים עודפת ומינוף מוגבר בקבוצה העסקית.

מבני החזקות המאופיינים בפער עלולים ליצור תמריץ לבעל השליטה ל**ניתוב רווחי החברה** אליו או ניצול של נכסיה לטובתו, באופן שיכול לפגוע באינטרסים הכלכליים של בעלי מניות המיעוט בחברה.¹¹¹ ניתוב שכזה יכול להיעשות באופנים שונים, ביניהם מתן שירותים או מכירת נכסים של בעל השליטה לחברה במחירים מופקעים, מכירת נכסים במחירים נמוכים במיוחד לבעלי שליטה, מתן הלוואות בעלים בריבית גבוהה ביחס למקובל בשוק, קבלת הלוואה מהחברה בריבית נמוכה במיוחד, מינוי בעל השליטה או קרוב משפחה שלו לתפקיד בכיר ומשיכת משכורת, שימוש בנכסי החברה כערבות להלוואות, הקצאת מניות או חוב פרטית במחיר נמוך במיוחד והעדפת חברות פרטיות של בעל השליטה בבחירת כיווני השקעה. רכישת מוצרים או שירותים במחיר הגבוה ממחיר השוק מבעל השליטה או חברה בה האינטרס הכלכלי שלו גבוה יותר. באופן דומה, בעל השליטה יכול להלוות לחברה בה פער בין הון לשליטה הלוואות בעלים בריבית גבוהה ממחיר השוק. הקושי לקבוע את שיעור ריבית השוק להלוואות בלתי נזילות מעניק יתרון לשיטה זו שכן

¹⁰⁸ N Leff, "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups", Economic Development and Cultural Change, University of Chicago Press, vol. 26(4), 1978, pp. 661-75

¹⁰⁹ שוקי הון פנימיים יכולים להוות פתרון במקרה של שוק הון לקוי, למשל במדינות מתפתחות.

¹¹⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Corporate Ownership Around the World', *The Journal of Finance*, 54(2), Apr. 1999, pp. 471-517

¹¹¹ ניתוב רווחים או משאבים מן החברה אל בעל השליטה נקרא לרוב בספרות המקצועית תיעול משאבים (Tunneling).

S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Tunneling', *The American Economic Review*, 90(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27

בעקבותיו קשה גם לזהות את תיעול הנכסים.¹¹² תופעה זו מורידה את שווי החברה, ובהתאמה גם את שווי המניות. לכן יעדיף בעל השליטה לתעל נכסים מחברה בה זכויותיו בהון נמוכות לחברה בה זכויותיו בהון גבוהות. במבנה שליטה פירמידאלי משמעות הדבר שתיעול הנכסים ייעשה מחברות בתחתית הפירמידה לחברות בראשה. בחברת בה קיים פער בין הון לשליטה ובעל השליטה בה מעוניין להגדיל את רווחיו גם במחיר פגיעה באינטרסים של בעלי המניות האחרים, עלולות להתקבל החלטות שאינן נובעות ממניעים כלכליים טהורים, ועשויות להוריד את שווי החברה. השאיפה למקסם את יכולתו לתעל רווחים, או הרצון להגדיל או להרחיב את היקף הקבוצה, עלולים לתמרץ את בעל השליטה לרכוש חברות חדשות, או להרחיב את פעילותן של חברות קיימות, גם כאשר הדבר איננו נושא עמו ערך מוסף (או אף מביא לאבדן ערך) לכלל בעלי המניות.¹¹³ דוגמת קיצון להתרחבות כזו היא פעילות כפולה, מצב בו חברה אם ציבורית (חברת הדופליקציה) מחזיקה בחברה בת ציבורית, ופעילות חברת הבת היא עיקר פעילותה של חברת האם. הימצאותן של חברות דופליקציה עלולה לפגוע במדדי המניות, המהווים כיום אמצעי השקעה ומקור מידע חיוני לשוק ההון. כאשר חברה אם "ריקה" נכללת במדד במשותף עם החברה הבת, אותה הפעילות הכלכלית "נספרת" על ידי המדד פעמיים ומקבלת משקל יתר, דבר הפוגע במהימנותו של המדד כמייצג את מצבם של הענף, המשק או הקטגוריה שהוא אמור לייצג. בעייתיות נוספת היא שעלול להתאפשר מצב של מינוף כפול, בו החברה האם לווה כסף כדי לרכוש מניות בחברה הבת, ואז משתמשת במניות חברת הבת כעירבון לגיוס חוב נוסף, כאשר הכנסות החברה הבת משרתות את שני סוגי החוב.¹¹⁴

מבנה אחזקות פירמידאלי הוא אמצעי זול לבניית קבוצה עסקית. בקבוצות עסקים עלול להיווצר **שוק הון פנימי**, מצב בו הון מועבר בין חברות בתוך הקבוצה העסקית באמצעות הלוואות, הנפקות פרטיות ועסקאות בעלי עניין. שוק הון פנימי זה יכול להיות מעוות כתוצאה משיקולים של תיעול נכסים - בעל השליטה עלול להימנע מהשקעה בעסקים שאינם בשליטתו על מנת שלא לחלוק ברווחיהם עם יזמים אחרים, ולהעדיף השקעה בפרויקטים רווחיים פחות בתוך קבוצת העסקים. הדבר עלול להוביל לכך שיזמים מוצלחים שאינם מקושרים לקבוצות העסקיות יתקשו לממן את יוזמותיהם. תופעה זו, אם מתקיימת ברמת המשק, עלולה לפגוע בצמיחה, בהקצאה יעילה של מקורות ובתשואות המשקיעים. עם זאת, חשוב לציין כי שוקי הון פנימיים יכולים להיות פתרון במקרה של שוק הון לקוי (שוק שאינו מפותח, כזה שמקשה על גיוס הון), בו עלויות הביקורת של המלווים על הלווים גבוהות.^{115 116}

להפרדה בין בעלות לשליטה עלולה להיות השפעה שלילית על רמת הסיכון של בעלי מניות המיעוט. כשקיים פער בין הון לשליטה תהיה פונקציית התגמול הצפויה לבעל השליטה א-סימטרית. במצב כזה בעל השליטה כמעט ואיננו חשוף להפסדי הון, ולכן כמעט לא ייפגע אם

¹¹² G. Jiang, C. Lee and H. Yue 'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China Experience', Journal of Financial Economics, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1-20

¹¹³ K. Bae, J. Kang and J. Kim, 'Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', Journal of Finance, American Finance Association, 57(6), 2002, pp. 2695-2740

¹¹⁴ S. Ali Abbas and R. Espinoza, 'Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998-99)', Oxford Development Studies, Taylor and Francis Journals, 34(2), 2006, pp. 151-191

¹¹⁵ H. Almeida and D. Wolfenzon, 'Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets', Journal of Financial Economics, Elsevier, 79(1), 2006, pp. 99-144

¹¹⁶ T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', Journal of Economic Literature, American Economic Association, 45(2), 2007, pp. 331-372

החברה תסבול הפסדים. לעומת זאת, במקרה של הצלחה יוכל בעל השליטה לתעל את הרווחים לכיסו הפרטי. נוצר מצב בו הפוטנציאל לרווח של בעל השליטה במקרה של הצלחה גדול במידה ניכרת מהפוטנציאל להפסד במקרה של כישלון. מחקרים שבחנו פוזיציות א-סימטריות מסוג זה בהנהלת חברות בבעלות מבוזרת מצאו כי הדבר מוביל ללקיחת סיכונים עודפים.¹¹⁷ לפיכך ישאף בעל השליטה לרכז את הסיכון בפעילות קבוצת העסקים באותן חברות שבהן שיעור ההחזקה שלו בהון הוא הנמוך ביותר. במצב זה בעל השליטה עלול ליטול סיכון עודף בידיעה שפוטנציאל ההפסד שלו מוגבל.

בעיית הסוכן עלולה להוביל לפגיעה באיכות ניהול החברה. בעל שליטה אשר האינטרס העיקרי שלו הוא בתיעול נכסים עלול שלא לבחור להעסיק ולתגמל מנהלים על פי יכולתם להגדיל את שווי מניות החברה אלא על פי נאמנותם האישית אליו והסיוע שיעניקו לו בתיעול נכסים. יתכן והדבר יבוא על חשבון כישורי הניהול והיכולות המקצועיות של בעל התפקיד הממונה. יתרה מכך, יתכן ולשם שימור אותה תחושת נאמנות בעל השליטה יעדיף לתגמל את נושא המשרה ללא קשר לביצועי החברה, ואף אם ביצועי החברה ידרדרו כתוצאה מפעולותיו. הבעייתיות הפוטנציאלית בכך בולטת במיוחד כאשר בעל השליטה או בני משפחתו הם בעצמם נושאי משרה בחברה.¹¹⁸

רווחי בעל שליטה ריכוזי נובעים משני מרכיבים נפרדים – הרווחים הנובעים מהזכויות ההוןיות בחברה, והרווחים הנובעים מפרמיית השליטה. כאשר מבנה הבעלות הריכוזי אינו יעיל, עד כדי הורדת ערך החברה, שינוי של מבנה הבעלות עשוי להעלות את שווי החברה. עם זאת, במקרה של שינוי מבנה הבעלות העלייה ברווחי החברה מתחלקת באופן שווה בין כל בעלי המניות, בעוד שירידת פרמיית השליטה מורגשת רק ע"י בעל השליטה. לכן לבעל השליטה אין תמריץ לשנות את מבנה הבעלות, ולחברות שיש בהן פער בין הון לשליטה לא יעילות יש נטייה להתמיז בחוסר היעילות שלהן, גם אם שינוי המבנה יעלה את שווי החברה ויועיל בסופו של דבר לכל בעלי המניות.¹¹⁹ בעיית ההתמדה מובילה לכך שפירמידות נוטות לשרוד לאורך זמן גם כאשר בעליהן מתחלפים וזאת עקב חוסר התמריץ לפרק את המבנה.¹²⁰

בהקשר לפגיעה פוטנציאלית בתחרותיות במשק, היכולת ליצור מבנים פירמידאליים בהם קיים פער בין בעלות לשליטה מקלה על יצירת קבוצות עסקים במבנה פירמידאלי, אשר עשויות להוות פלטפורמה נוחה להיווצרות ממשק מרובה שווקים. ממשק מרובה שווקים (Multi Market Contacts) מתרחש כאשר אותם מתחרים נפגשים ביותר משוק מוצרים אחד. במצב זה, בהינתן ששווקי מוצרים אלה הם מעוטי מתחרים, העלות של הורדת מחיר והגברת התחרותיות בשוק בודד על ידי אחד החברים בו עולה בצורה משמעותית. זאת מאחר וגם אם לאותו שחקן בודד

¹¹⁷ L. Bebchuk and J. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

G. Sanders and D. Hambrick, 'Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance', *The Academy of Management Journal*, 50(5), 2007, pp. 1055-1078

¹¹⁸ P. Volpin, 'Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 64(1), 2002, pp. 61-90

¹¹⁹ L. Bebchuk and M. Roe, 'A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance', *Stanford Law Review*, 52, No. 1, 1999, pp. 127-170

¹²⁰ קונסטנטין קוסנקו מראה את התפתחות הקבוצות העסקיות בישראל מאז שנות ה-50 ומוצא מקרים רבים בהם קבוצות שלמות (או חלקים מהם) עברו מבעל שליטה אחד לאחר מבלי להתפרק. עובדה זו יש בה בכדי להעיד כי פירמידות, גם כשהן אינן יעילות, עשויות לשרוד זמן רב ולשמר מצב של חוסר יעילות. ק. קוסנקו, 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק', סדרת מאמרים לדיון 2008.02, אפריל 2008, מחלקת המחקר, בנק ישראל

לכאורה רווחי להוריד מחירים בשוק אחד הוא יחשוש לעשות זאת עקב החשש כי מתחריו יפגעו ברווחיו בשווקים האחרים שבהם הם נפגשים. כתוצאה מכך, ככל שהפירמות נפגשות ביותר שווקים ממועטי מתחרים ומועדים לקרטליזציה, כך נצפה לקרטליזציה גבוהה יותר בשווקים אלה.¹²¹

בהינתן מספר קטן יחסית של קבוצות עסקים, קיימת הסתברות גבוהה יותר להיווצרות ממשק מרובה שווקים. ממשק מסוג אחר יכול להתרחש במצב בו קבוצה בודדת שולטת ברובו של שוק אחד ומרתיעה קבוצות אחרות מלהיכנס לשוק זה באמצעות איום בכניסה לשווקים בהם הקבוצות האחרות הן הגורם הדומיננטי. על פי מודל זה נצפה לראות כי הפעילות של קבוצות העסקים תתמקד בתחומים ממועטי תחרות.¹²²

הקלות שביצירת מבנה פירמידאלי מאפשר יצירת קבוצות עסקים גדולות ומורכבות והפעלות במגוון רחב של ענפים, אשר עלולות להגביר את הסיכוי לקיומו של **סיכון מערכת**. סיכון מערכתי מוגדר כמצב בו אירוע מחולל, כגון כשל חברה, קבוצת חברות או שוק, יפגע במידה ניכרת בחברות ובשווקים נוספים ויגרום נזק לכלל המשק.¹²³ בתוך הקבוצה העסקית יכולה להיווצר מערכת גדולה ומורכבת של קשרים מסועפים בין החברות (קשרי עסקים וקשרי חוב), אשר ניהולה מרוכז בידי גורם יחיד או מספר אנשים מצומצם (בעל השליטה ונושאי תפקידים, בכללם דירקטורים, המכהנים במספר חברות בקבוצה במקביל). הסכנה הטמונה בקבוצות עסקים נובעת מן החשיבות המערכתית שלה - העובדה שכל אחת מהן עשויה לגרום ל"תגובת שרשרת" דרך הקשרים העסקיים וקשרי החוב שלה, ספקים ולקוחות מחוץ לקבוצה וגופים פיננסיים המספקים לה אשראי (זאת בשל הריכוזיות בתחום האשראי בארץ), ו"להדביק" שווקים וחברות אחרים במשבר של חברה יחידה או שוק יחיד. יתכן כי בעיות פוטנציאליות שעלולות להתקיים בקבוצות עסקיות, כמו תיעול נכסים ונטילת סיכונים עודפים מצדו של בעל השליטה יעלו את רמת הפגיעות הפיננסית של החברה. בנוסף לכך, בשל המורכבות הרבה בקשרים בתוך הקבוצה העסקית והעמימות הנובעת מכך שהציבור לא חשוף למצבן של חברות פרטיות המוחזקות על ידי הקבוצה, יש קושי בהערכת סיכוני כל קבוצה בכללותה והשפעתם על הסיכון המערכתי. ברמת הקבוצה כולה, מדיניות ניהול סיכונים אחידה, נטילת סיכונים עודפת (לרבות, מינוף עודף, ופגיעה באיתנות הפיננסית דרך הפחתת הון עצמי בדרך של חלוקת דיבידנדים לצורך שירות חוב) ואירועים ברמת בעל השליטה עלולים להעלות את רמת הפגיעות הפיננסית. עם זאת, קיימים בקבוצות עסקים גם גורמים המצמצמים את הסיכון המערכתי הנובע מהן, כמו ביטוח הדדי בין חברות בקבוצת עסקים¹²⁴ והאינטרס של בעל השליטה לשמר את המוניטין שלו שיכול לעודד יציבות. גיוון שווקים

¹²¹ D. Bernheim and M. Whinston, 'Multimarket Contact and Collusive Behavior', RAND Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 21(1), 1990, pp. 1-26

¹²² T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', Journal of Economic Literature, American Economic Association, vol. 45(2) 2007, pp. 331-372

¹²³ J. Bullard, C. Neely and D. Wheelock, 'Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer', Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009

¹²⁴ T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups and Risk Sharing around the World', Journal of Business, University of Chicago Press, 78(1), 2005, pp. 301-340

ועסקים אמנם יכול לעזור לקבוצת עסקים להתמודד בצורה טובה יותר עם שוק אקסוגני בענף יחיד, אך הוא יכול גם להגביר את פוטנציאל ה"הדבקה" מן החברה והקבוצה אל שאר המשק. לסיכום, קיים חשש כי קיומן של קבוצות עסקים מגביר את הפוטנציאל לסיכון מערכתי. הסיכון הוא דינמי בגודלו ובהיתכנותו, ובשל מגוון הגורמים המשפיעים על מידת היתכנותו ומורכבותם, יש קושי לכמת את הפוטנציאל לפגיעה ביציבות הקיים בכל חברה, קבוצה עסקית ובמשק בכללותו – מה שבתורו יכול להוות סיכון מערכתי שלעצמו.¹²⁵

קיימים מספר פתרונות שוק לבעיית הסוכן בהינתן שוק משוכלל, ביניהם השוק לשליטה, שוק המוצרים ובקרה באמצעות המשקיעים המוסדיים. שוק השליטה מתייחס לפוטנציאל להשתלטות עוינת והחלפה הנהלת החברה במידה והיא מציגה ביצועי חסר, סיכון אשר מהווה אמצעי בקרה להבטחת איכות ההנהלה. אך כאשר מתקיים מצב של ביצור השליטה גורם חיצוני איננו יכול לבצע השתלטות ולכן שוק השליטה אינו יכול להוות אמצעי בקרה.¹²⁶ שוק מוצרים משוכלל הוא שוק תחרותי המחייב התייעלות רבה ולכן מצמצם את הרווחים והנכסים אותם יכול בעל השליטה לתעל לטובתו.¹²⁷ המשקיעים המוסדיים, בשונה ממשקיעים פרטיים, מחזיקים לרוב נתח אחזקות גדול מספיק כדי להצדיק ביצוע בקרה על תפקוד בעל השליטה. הם יכולים לעשות זאת באמצעות הגשת תביעה נגזרת, באמצעות איום במכירה, או בהפעלת כלי ממשל תאגידי. תנאי לבקרה זו היא עצמאותם של המשקיעים המוסדיים וחסיונותם מהשפעתו של בעל השליטה, השפעה שיכולה להיות ישירה, במקרה שבו בעל השליטה בחברה מחזיק גם בשליטה במשקיע המוסדי או עקיפה במצב שבו יש לבעל השליטה קשרים עסקיים עם המשקיע המוסדי ולכן הוא עשוי להגיב על התנהגותו של המשקיע באפיק אחר.^{128 129 130} כשהשוק אינו מספק פתרונות הולמים לבעיית הסוכן, יש מקום להתערבות רגולטורית על מנת להסדיר את הנושא.

¹²⁵ Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009', Basel, 2009

¹²⁶ M. Jensen and R. Ruback, 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 11(1-4), 1983, pp. 5-50

¹²⁷ O. Hart, 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, 14(2), 1983, pp. 366-382

¹²⁸ G. Davis, and H. Kim, 'Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 85(2), 2007, pp. 552-570

¹²⁹ Y. Yafeh and A. Hamdani, 'Institutional Investors as Minority Shareholders' (April 2011). 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; ECGI – Law Working Paper No. 172/2010

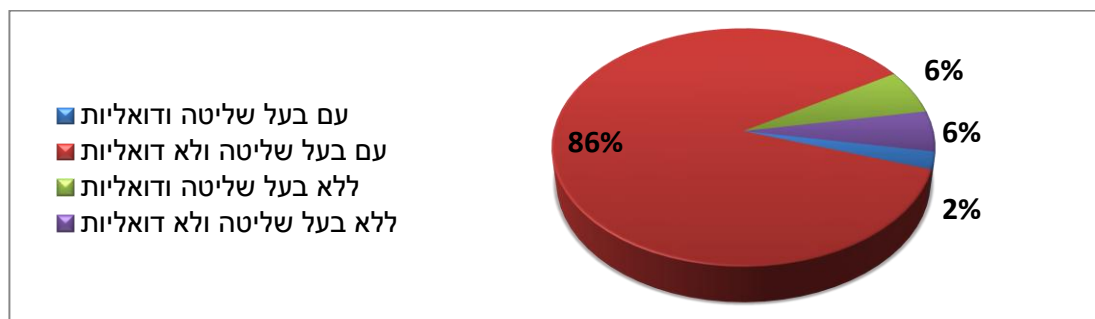
¹³⁰ M. Bianchi and L. Enriques, 'Corporate Governance In Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?', *Corporate Ownership & Control*, 2 (4), pp. 11-31

הכשלים וההשלכות הנגזרות מהם, אשר נסקרו בחלקים הקודמים, מתקיימים במבנה החזקות המאופיין בבעלות ריכוזית ובפער בין הון שליטה. ברוב המדינות מושג פער זה באמצעות שליטה בקבוצות עסקיות במבנה פירמידאלי. מן הממצאים האמפיריים שהובאו בפני הוועדה עולה כי מבנה האחזקות במשק הישראלי מספק תנאים הנחוצים להתממשותן של הבעיה וההשלכות הפוטנציאליות שלה.

רוב מוחלט (88%) מן החברות הציבוריות בישראל מאופיינות במבנה שליטה ריכוזי, כלומר, יש להן בעל שליטה אחד לפחות. ביותר משליש מהחברות בעל השליטה מחזיק בפחות מ-50% מההון. עיקר שווי ההון בישראל מוחזק בידיהן של קבוצות עסקיות (68%)¹³¹. מבנה האחזקות השכיח בקרב הקבוצות העסקיות בישראל הוא מבנה אחזקה פירמידאלי (ב-79% מהקבוצות המבנה מכיל לפחות שתי שכבות של חברות ציבוריות). בנוסף לכל אלו, פרמיית השליטה הממוצעת בישראל היא מהגבוהות בעולם.

מבנה הבעלות על חברות במשק הישראלי

הרוב המכריע של החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בישראל הן בבעלות ריכוזית, בין של בעל שליטה יחיד ובין של גרעין שליטה. רק 12% מן החברות הנסחרות נתונות בבעלות מבוזרת (כלומר בלא בעל שליטה) ומחציתן (כ-6%), הן חברות דואליות.

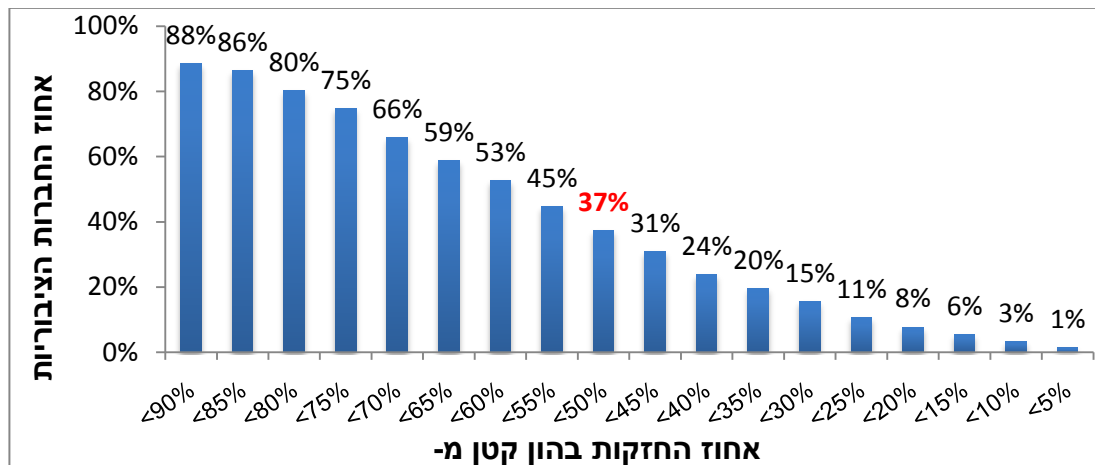


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 1: התפלגות השליטה בחברות הציבוריות (נכון לחודש ספטמבר 2010).

שליטה לא בהכרח מלווה בהחזקת רוב מניותיה של חברה בידי בעל השליטה. כשאנו בוחנים את אחוזי הבעלות של בעלי השליטה בחברות בישראל, אנו מוצאים כי מבנה השליטה בישראל מתאפיין לעתים קרובות בשיעור החזקה נמוך בהון. ביותר משליש מחברות המניות הציבוריות ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה נמוכה מ-50%.

¹³¹ החישוב לא כולל את שווייה של חברת "טבע". לחברת "טבע" אין בעל שליטה, חלקה מסך שווי השוק של החברות הציבוריות הוא כ-28% (נכון לספטמבר 2010, לפי שווי שוק) ונתח ניכר מפעילותה העסקית מתרחש מחוץ לישראל.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 2: התפלגות אחוזי החברות הציבוריות הנתונות בשליטה לפי אחוזי ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה (מצטבר). בציר ה-X מתוארים טווחי ההחזקה בהון של בעלי השליטה (במרווחים של 5%). ציר ה-Y הוא האחוזים המצטברים של החברות הנשלטות בהחזקה בהון המתוארת בציר ה-X. אחוזי ההחזקה הם האחוזים המשורשרים בהון של כלל בעלי השליטה ב-596 חברות ציבוריות אשר נסחרו בספטמבר 2010.

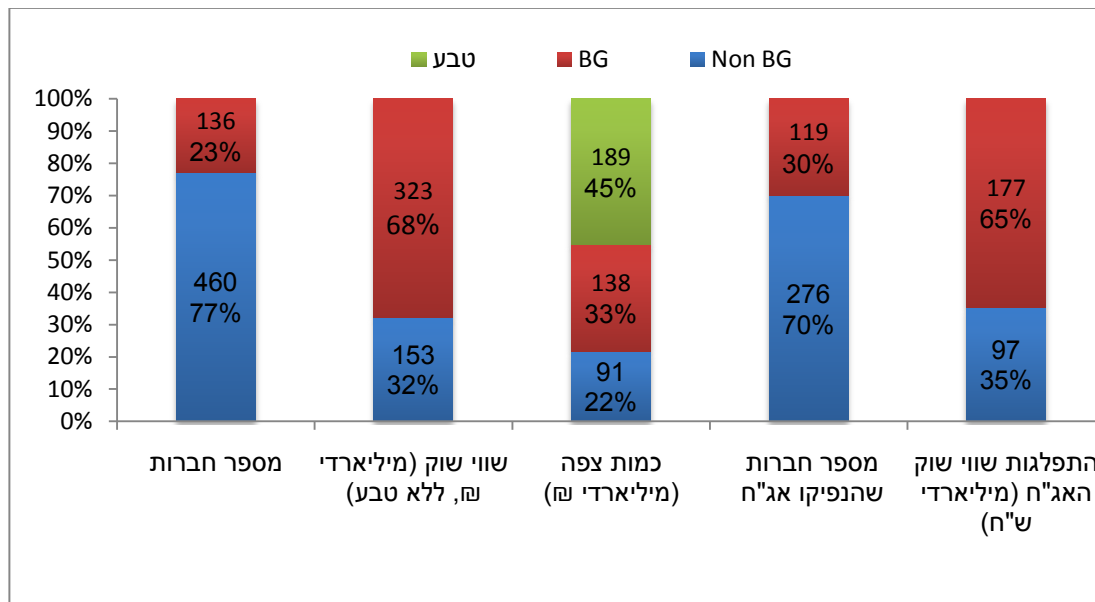
קבוצות עסקיות במשק הישראלי

התופעה של קבוצות עסקיות קיימת בישראל מאז הקמתה ולמעשה חלקה נובע מפעילות ממשלתית בשנותיה הראשונות של המדינה¹³². חלק זה מציג נתונים עדכניים לגבי הקבוצות העסקיות הגדולות במדינת ישראל, כפי שזוהו במחקר שנערך על ידי הרשות לניירות ערך.

24 קבוצות עסקיות שולטות ב-136 (כ-23%) חברות ציבוריות מתוך 596 חברות ציבוריות (ראו תרשים 3). שווי השוק של חברות אלה מהווה כ-68% משווי השוק הכולל של החברות הציבוריות.¹³³ מכאן ששווי השוק של החברות הציבוריות המשתייכות לקבוצות העסקיות גדול יחסית למספרן. באופן דומה ניתן להיווכח כי גם שווי שוק האג"ח המונפק על ידי חברות אלה גדול יחסית (כ-65%).

¹³² ק. קוסנקו, 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק', סדרת מאמרים לדיון 2008.02, אפריל 2008, מחלקת המחקר, בנק ישראל.

¹³³ זאת אם אין מכלילים את שווייה של חברת "טבע". לחברת "טבע" אין בעל שליטה, חלקה במדד ת"א 100 הוא כ-28% (נכון לספטמבר 2010, לפי שווי שוק) ונתח ניכר מפעילות העסקית מתרחש מחוץ לישראל.

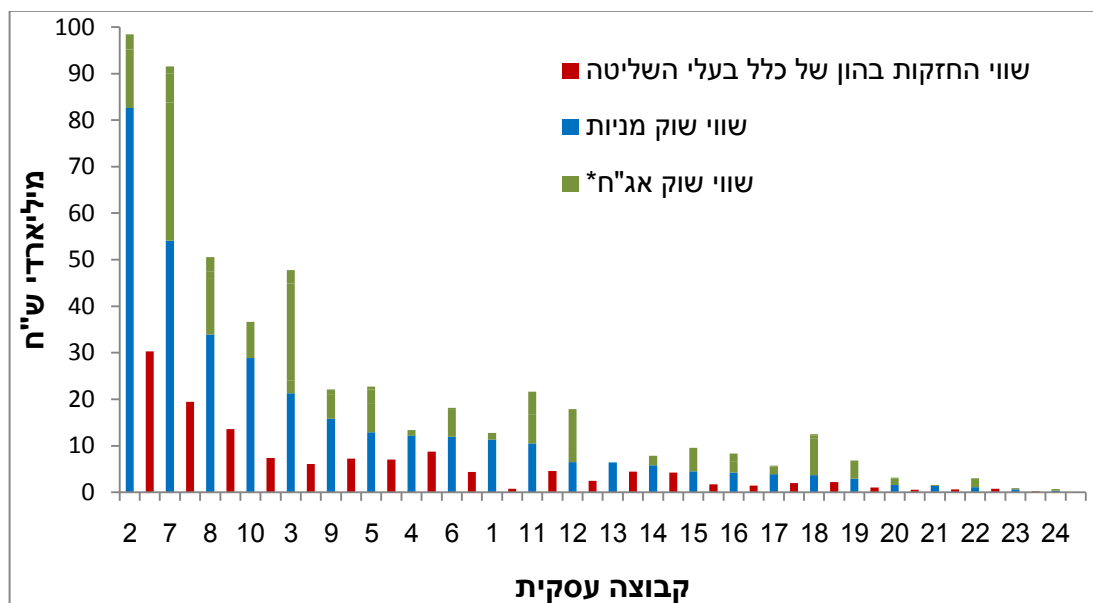


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 3: 136 חברות ציבוריות המשתייכות ל-24 הקבוצות העסקיות הגדולות שזוהו במשק.
 BG = חברות המשתייכות לקבוצה עסקית. Non BG = חברות שאינן משתייכות לאף קבוצה עסקית.

* הכלל לזיהוי קבוצה עסקית: שלוש חברות או יותר, העוסקות בשני תחומי פעילות שונים לפחות, והנתונות לשליטת אותם בעל/משפחת/קבוצת שליטה.

בתרשים 4 מתוארות האחזקות בהון של בעלי השליטה בחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות בהשוואה למרכיבי שווי השוק של המניות ושל איגרות החוב של חברות המשתייכות לקבוצות אלה. ההשוואה מלמדת על פער גדול בין שווי החזקות בעלי הקבוצה בהון לבין שווי שוק המניות והאג"ח של כלל החברות בקבוצה.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 4: התפלגות שווי השוק של המניות שבידי בעלי השליטה ושווי האג"ח שהונפק על ידי

בעלי השליטה. שווי שוק המניות של החברות בקבוצות העסקיות לעומת שווי השוק של האג"ח אשר הונפק על ידי חברות אלה. שווי שוק זה מוצג לעומת שווי ההחזקות בהון של כלל בעלי השליטה בחברות בכל קבוצה. המספרים בציר ה-X הם מספרים שרירותיים המייצגים את הקבוצות העסקיות שבמדגם לכל אורך מסמך זה (כלומר כל קבוצה עסקית מיוצגת באמצעות אותו מספר קבוצה בכל הגרפים שבהם נעשה שימוש במספרים מזהים אלה).

* שווי שוק האג"ח כולל אג"ח קונצרני, אג"ח להמרה, אג"ח של חברות פרטיות בקבוצה ורצף מוסדיים. כמו כן מדובר בהחזקה ישירה ועקיפה בהון. בתור אומדן לשווי שוק של אג"ח הנסחר ברצף מוסדיים נעשה שימוש בערך הון מונפק ונפרע.

** נתונים נכונים ל-30.6.2010

כדי לאמוד את מידת ההשפעה של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות על כלל המשק מוצגים בטבלה 1 אומדנים לכמות ההון בעשר הקבוצות הללו, יחסית למלאי ההון הנקי (הון נקי, לפי הגדרת הלמ"ס: סך כל הערך המופחת של כל הנכסים הקבועים שעדיין בשימוש).

יחסים אלה עשויים להוות אומדן לא רק למידת השפעתן של קבוצות עסקיות על המשק אלא גם לתלות המשק בכל אחת ואחת מהן בנפרד ולמידת שרידותו של המשק במקרה של קריסת אחת הקבוצות או היקלעות של מי מהן לקשיים.

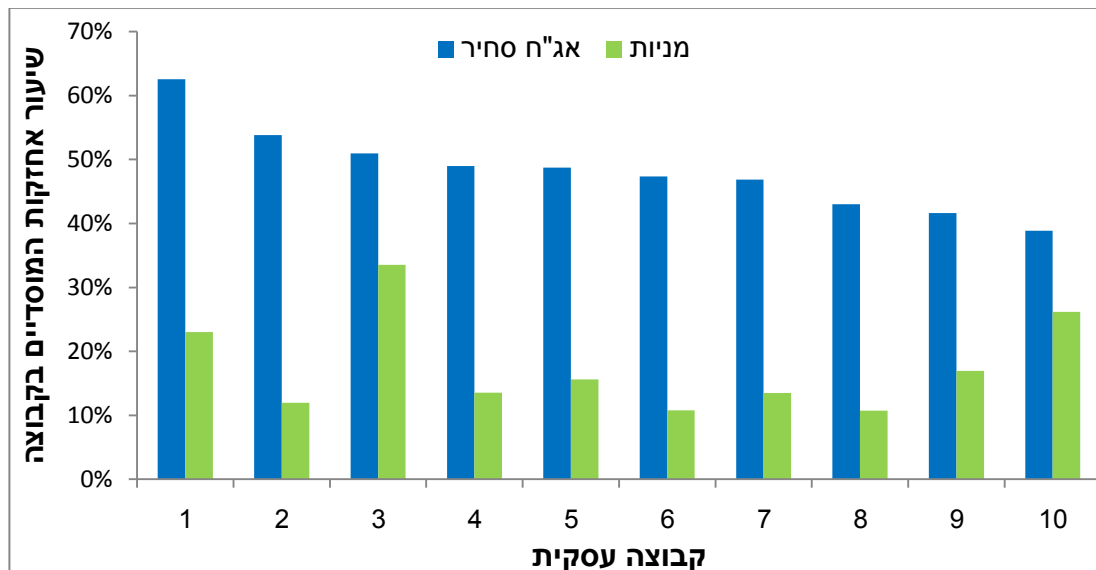
טבלה 1 : עשר הקבוצות הגדולות במונחי שווי שוק בניכוי פיקדונות הציבור בבנקים.

קבוצה	חלקי מלאי הון נקי				חלקי תמ"ג
	אחוז שווי שוק משווי כולל	נכסים בקבוצה	מכירות בקבוצה	נכסים בקבוצה	מכירות בקבוצה
א	12.15%	10.38%	6.82%	10.14%	6.66%
ב	7.85%	19.92%	5.91%	19.49%	5.77%
ג	4.98%	12.19%	5.96%	11.90%	5.82%
ד	4.24%	4.12%	0.23%	4.02%	0.23%
ה	3.14%	11.95%	1.92%	11.67%	1.87%
ו	2.33%	2.39%	1.65%	2.33%	1.61%
ז	1.38%	6.06%	0.96%	5.92%	0.93%
ח	1.80%	3.28%	0.61%	3.20%	0.59%
ט	1.76%	1.96%	0.24%	1.92%	0.23%
י	1.67%	1.37%	0.10%	1.33%	0.09%
סה"כ	41.28%	73.62%	24.39%	71.93%	23.82%

מקור הנתונים בנק ישראל ורשות ניירות ערך. עיבוד הנתונים המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

החזקות גופים מוסדיים בקבוצות, והחזקות הקבוצות בגופים מוסדיים

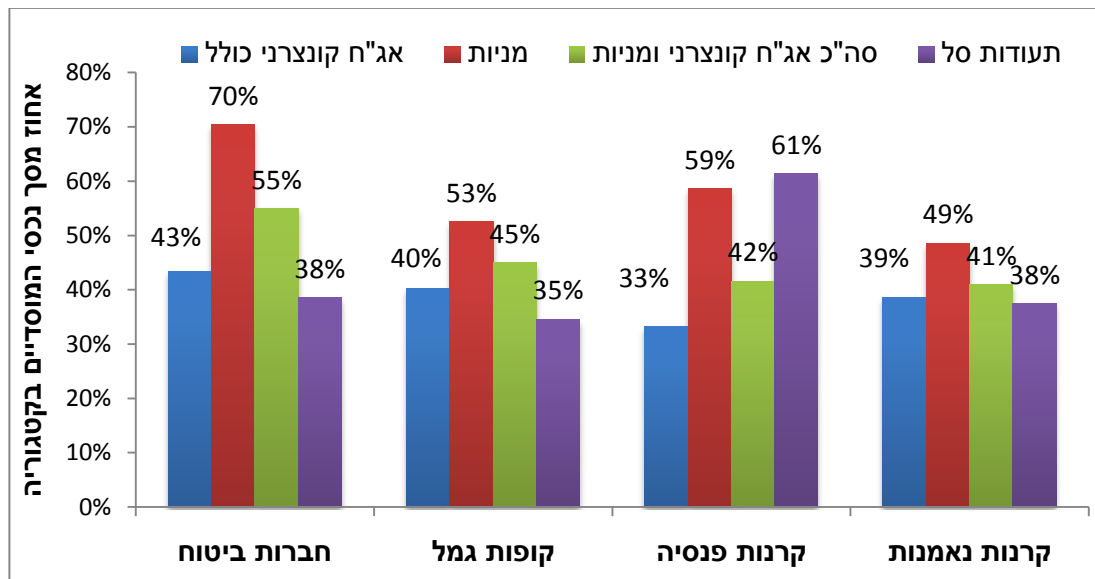
ניתן להיווכח ששיעור ניכר מהמניות ואף יותר מכך מהאג"ח, של החברות בקבוצות העסקיות, מוחזק בידי משקיעים מוסדיים.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 5: אחוזי ההחזקה של משקיעים מוסדיים בהון ובאג"ח של עשר הקבוצות הגדולות.
 הרכב ניירות הערך, נתונים על החזקות ונכסים של הגופים המוסדיים ונתוני שווי שוק נכונים ל- 31.12.2010. בחברה השייכת למספר קבוצות עסקיות, ייתכן וניירות הערך שלה ייספרו פעמיים.

יחד עם החלק בנכסי עשר הקבוצות הגדולות, המוחזק בידי משקיעים מוסדיים, מעניין להתבונן ביחס ה"הפוך" – החלק בהשקעות המוסדיים המורכב מנכסי עשר הקבוצות הגדולות. בתרשים 6 רואים כי שיעור ניכר מההון של המשקיעים המוסדיים משמש לשם השקעה בנכסים של חברות בקבוצות עסקיות. ניתן לראות שחלק גדול מהמניות ומחוב הקבוצות מוחזק בידי משקיעים מוסדיים, וכי החזקות אלה מייצגות שיעור ניכר מתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 6: השקעה בניירות ערך של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות במשק כשיעור באחוזים מסך הנכסים של הגופים המוסדיים (לפי סוג נייר ערך).

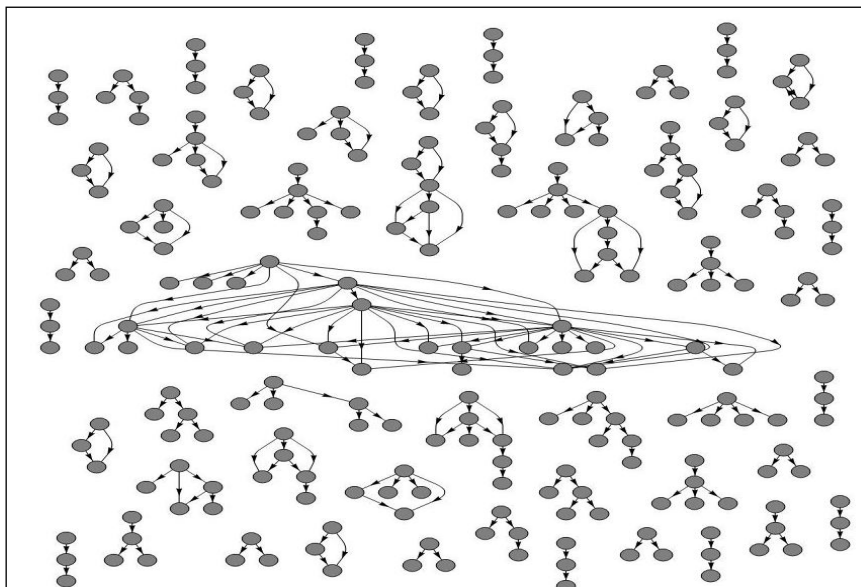
הערה: קבוצות עסקיות הוגדרו נכון לספטמבר 2010, הרכב ניירות הערך ונתונים לעניין החזקות ונכסים של הגופים המוסדיים נכונים ל-31.12.2010 (ככל שחברה שייכת לכמה קבוצות עסקיות, ניירות הערך שלה ייספרו פעמים מספר) * תעודות סל מונפקות על ידי חברות השייכות לעשר הקבוצות העסקיות הגדולות במשק.

פירמידות שליטה במשק הישראלי

פירמידות הן מבנה שליטה נפוץ בקרב הקבוצות העסקיות בשוק הישראלי. יש גיוון רב בתצורות הפירמידות, הן במידת הסינוף והן במורכבות הקשרים שבהן.

בקרב הקבוצות העסקיות, ישנן כאלה אשר הסינוף בהן גבוה יותר מאשר בקבוצות האחרות (חברות הנמצאות עמוק במורד השרשרת הפירמידאלית).¹³⁴ לדוגמה, אפשר לראות שבאחת הקבוצות, מקרב ה-24, יש חברה שדרגת הפירמידה שלה היא 7.

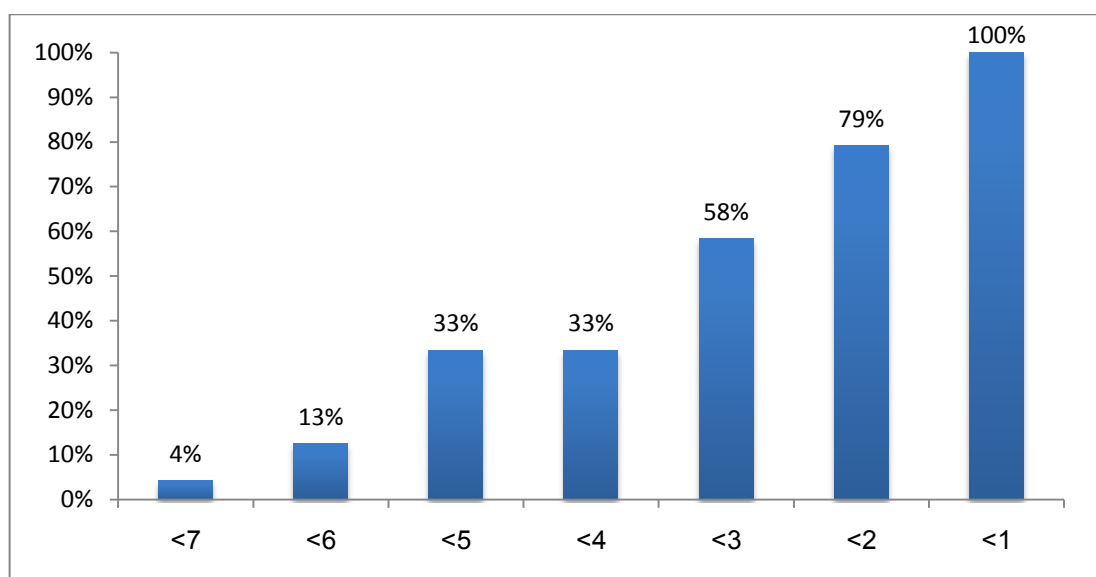
¹³⁴ הדרגה בפירמידה לחברה הוגדרה בתור מספר הצלעות המינימלי בעץ האחזקות המחבר בין החברה לבין פרט מבעלי השליטה בה או לבין חברה בבעלות מלאה של פרט או קבוצת פרטים כזאת, ובלבד שצלע בעץ האחזקות מכילה לפחות 5% של זכויות הונות.



מקור: בנק ישראל, חטיבת המחקר

תרשים 7: מבנה החזקות פירמידלי של קבוצות עסקיות (חברות ציבוריות בלבד), יולי 2010

כל אשכול נפרד מייצג קבוצה היררכית של בעלי מניות ו/או חברות שביניהן מתקיימים יחסי שליטה. הנקודה העליונה ביותר מתארת את הישות השולטת בקבוצה העסקית (ultimate owner), ושאר הנקודות מתארות את החברות המסונפות אליה. בכל קבוצה כזאת ישנן לפחות שתי חברות ציבוריות נשלטות. החצים המחברים כל שתי נקודות מתארים את יחסי השליטה: בכל קבוצה, שהנקודות הגבוהות יותר, שממנה החצים יוצאים, מציינות חברות השולטות באלה שהחצים מגיעים אליהן.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 8: התפלגות הקבוצות לפי דרגות הפירמידה המקסימליות של החברות בהן. בציר X ערכי הפירמידה ששוויו לחברות. בציר Y אחוזי הקבוצות שבהן יש חברה עם ערך גדול או שווה לערך בציר X.

ממשק מרובה שווקים

הקבוצות העסקיות בישראל פועלות במגוון רב של שווקים. ואף נפגשות בחלק ניכר משווקים אלה. נתונים ראשוניים שנאספו על ידי הרשות להגבלים עסקיים מעידים כי קבוצות אלו בולטות במספר שווקים המאופיינים בתחרות בין מעטים ואף בשווקים מונופוליסטים. עדויות אלו מעלות חשש מהיווצרות ממשק מרובה שווקים.

טבלה 2 : ממשק מרובה שווקים.

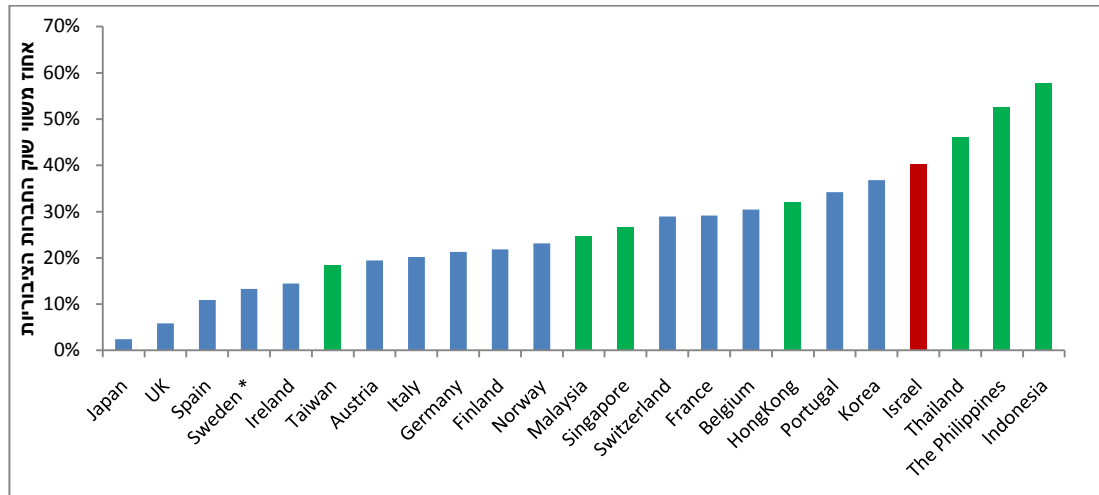
קבוצה	בנקאות	כרטיסי אשראי	ביטוח	ניהול כספים	מדיה	תקשורת	נדל"ן מניב	קמעונאות	אנרגיה (שווקים שונים)	שיווק דלק	התפלה	משקאות	מזון	תשומות לתעשייה, כימיה
קבוצה 1	X						X							
קבוצה 2									X		X			X
קבוצה 3			X	X	X	X	X	X	X			X		
קבוצה 4			X	X					X	X	X			
קבוצה 5						X	X							
קבוצה 6	X	X					X		X		X		X	
קבוצה 7	X	X					X		X	X				
קבוצה 8						X								
קבוצה 9							X		X					
קבוצה 10	X				X							X		
קבוצה 11	X	X								X				
קבוצה 12	X								X					

מקור : רשות ההגבלים העסקיים.

הערות :

- הטבלה שלהלן כוללת הן חברות ציבוריות והן חברות פרטיות.
- הקבוצות המפורטות בטבלה אינן בהכרח מקבילות לקבוצות שבמדגם הקבוצות העסקיות עליו מבוססים רבים מהגרפים בחלק זה.

בהשוואה בינלאומית, שיעור ההחזקה של עשר הקבוצות הגדולות בישראל גבוה יחסית לעולם. יתרה מזאת, שימוש בנתוני רשות ניירות ערך לחישוב החזקות עשר הקבוצות הגדולות (40%) מציב את ישראל במקום הגבוה ביותר מקרב מדינות ה-OECD, המסומנות בכחול.



תרשים 9: מידת הריכוזיות בישראל לעומת העולם – שיעור ההחזקות בהון (באחוזים) של עשר הקבוצות הגדולות מסך החברות הציבוריות.

מקורות הנתונים: Claessens, Djankov & Lang; Faccio & Lang. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך*.

* לפי Claessens et al., השיעור בשוודיה עומד על כ-10%. לפי Hogfeldt, בשנת 2000 שיעור זה היה גבוה מ-50%.

S. Claessens, S. Djankov and L. H.P. Lang, 'The separation of ownership and control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, Elsevier, 58(1-2), 2000, pp. 81-112, 108

M. Faccio and L. Lang, 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395, 393

P. Hogfeldt, 'The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden', In R. Morck (ed.), A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional, University of Chicago Press, 2005, p. 537
 תוני ישראל מ-2010. ****

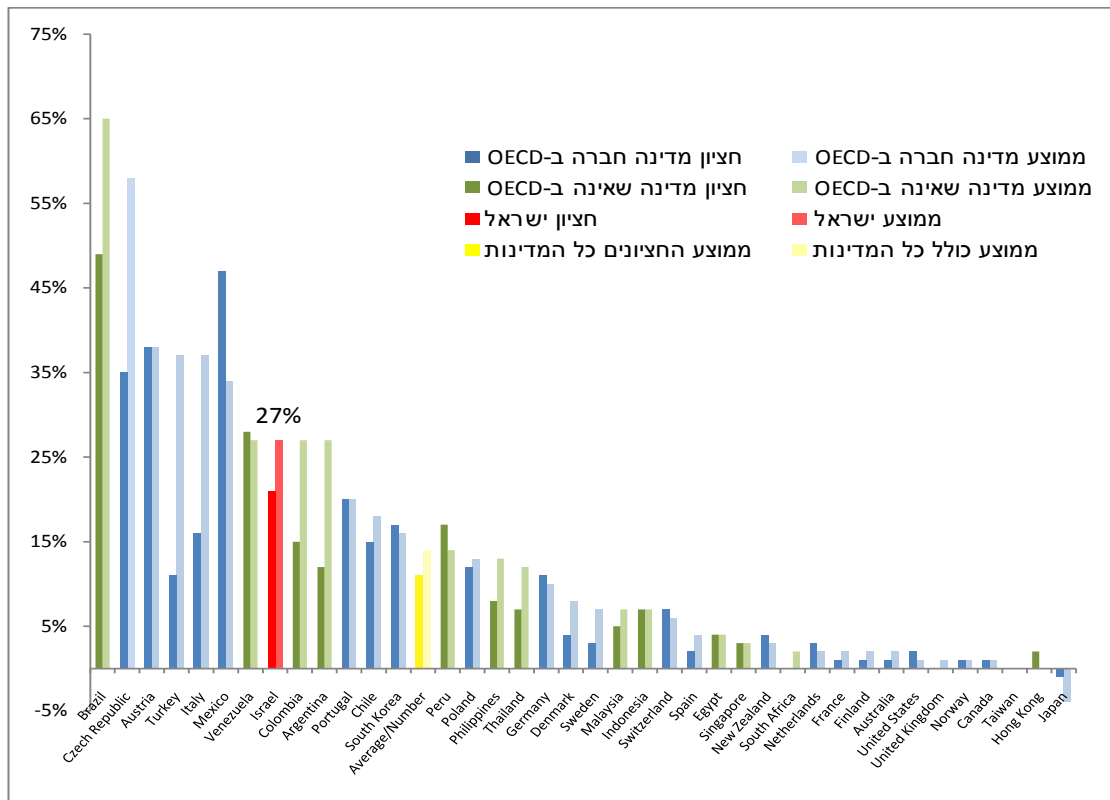
כאמור, פרמיית השליטה היא סך התועלות שבעל השליטה בחברה מפיק מתוקף היותו בעל השליטה.

מחקרים¹³⁵ במספר מחקרים שבחנו את פרמיית השליטה בישראל ובמדינות אחרות נמצא כי פרמיית השליטה בארץ גבוהה מאוד, כ-27% מעל למחיר השוק של מניות החברה, שיעור הגבוה כמעט פי שניים מהממוצע בעולם.^{136 137 138} שיעור זה מאמיר לכמעט פי שלושה מהממוצע

¹³⁵ מחקרים אלה השתמשו בשתי השיטות הנפוצות למדידת פרמיית השליטה. הראשונה היא חישוב הסכום המשולם בעת מכירת גרעין השליטה להוציא שווי השוק של המניות המרכיבות את הגרעין. השנייה, כאשר יש מניות המקנות זכויות נבדלות לבעליהן, היא חישוב ההפרש בין שוויין של מניות בעלות זכויות הצבעה נבדלות.

A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', The Journal of Finance, 59, 2004, pp. 537-600

המשוקלל למדינות ה-OECD, העולה מהמדגם של Dyck & Zingales, ועומד על כ-10%. ככלל, ממוצע פרמיית השליטה בישראל, במחקר זה, גדול מהממוצע של 29 מ-39 המדינות המשתתפות בו והחציון גדול מזה של 22 מהן. בממצאים אלו יש כדי להגביר את החשש כי קיים ניצול לרעה של בעלי מניות המיעוט. להלן נתוני פרמיית השליטה (באחוזים) ממחקר של Dyck & Zingales:¹³⁹



מקור: Dyck & Zingales. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 10: פרמיית השליטה בכל מדינה.

התרשים מציג את הממוצע והחציון של פרמיית השליטה בשלושים ותשע מדינות, מתוך מדגם הכולל 393 תצפיות, בשנים 1990-2000.

פרמיית השליטה מחושבת כמכפלת חלקו של בעל השליטה בזכויות ההונות בחברה, ביחס שבין ההפרש בין מחיר המניה, ששולם עבור גרעין השליטה, לבין מחיר המניה בבורסה, יומיים לאחר ההודעה על העברת השליטה, מחולק במחיר שלאחר ההודעה על העברת השליטה.

החציון והממוצע במדינות ה-OECD מסומנים בכחול כהה וכחול בהיר, בהתאמה. במדינות שאינן ב-OECD, החציון והממוצע מסומנים בירוק כהה וירוק בהיר, בהתאמה. הממוצע עבור ישראל מוצג באדום והחציון בכתום. בצהוב מסומנים הממוצע הכולל וממוצע החציונים.

¹³⁷ S. Hauser, 'The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-Class Stock Unifications', Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 17(4), 2004, pp. 1167-1184

¹³⁸ B. Lauterbach and B. Ronen, 'Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence', 2007, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper

A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', The Journal of Finance, 59, 2004, pp. 537-600

ניתן להתייחס למצב החוקי הקיים בארץ בהקשר לשלושת התחומים שנדונו להלן – פגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ופגיעה ביציבות.

ההגנה על המשקיעים

ממשל תאגידי

חוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") קובע בין היתר, הסדרים שנועדו להתמודד עם בעיית הנציג (agency problem) שנוצרת כתוצאה מההפרדה בין השליטה בחברה לבין הבעלות בה (השולטים בחברה והמנהלים אותה אינם בהכרח בעלי החברה או שהם בעלים רק של חלק ממנה).

כיוון שבעיית הנציג קיימת ביתר שאת בחברות ציבוריות, נקבעו בחוק החברות הסדרים מיוחדים ביחס לחברות אלה. הסדרים אלה נועדו להתמודד עם בעיית הנציג בין השאר, באמצעות צמצום יכולתו של בעל השליטה לשלוט בחברה באופן בלתי מבוקר, וריסון כוחו להפיק לעצמו טובות הנאה על חשבון ציבור בעלי מניות המיעוט בחברה.

כך, קובע חוק החברות הוראות החלות על חברות ציבוריות בנוגע להרכב הדירקטוריון ועצמאותו.

עצמאות הדירקטוריון

בהיבט של עצמאות הדירקטוריון בחברה ציבורית, נקבעה חובה למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים, אשר אין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה.¹⁴⁰ דירקטור חיצוני מתמנה בידי האסיפה הכללית לתקופה של שלוש שנים ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור המינוי (תקופה זו ניתנת להארכה).¹⁴¹

לצד החובה למנות דירקטורים חיצוניים, רשאית חברה ציבורית למנות גם דירקטורים "בלתי תלויים", קרי דירקטורים שאין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה, אולם הליך המינוי שלהם לא מחייב רוב מיוחד באסיפה הכללית, ואין מגבלה על משך תקופת כהונתם.¹⁴²

מקצועיות הדירקטוריון

בהיבט של מקצועיות הדירקטוריון, חוק החברות כולל שורה של הוראות שנוגעות להרכב הדירקטוריון ותנאי הכשירות של חבריו.

עסקאות עם בעלי שליטה

עסקאות של חברה עם בעלי השליטה אינן אסורות פי הדין הישראלי. ואולם על מנת להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין מי שביכולתו לכוון את פעילותה של החברה נקבעו בחקיקה הוראות אשר נועדו להציב בלמים ואיזונים לכוחו של בעל השליטה להעביר לכיסו ערך על חשבון בעלי מניות המיעוט.

לכן, עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה (או עסקה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש עניין אישי באישורה), וכן התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה או קרובו בנוגע לתנאי כהונתו והעסקתו בחברה, טעונים אישור "משולש" – אישור של ועדת הביקורת, אישור

¹⁴⁰ סעיף 239(א) לחוק החברות.

¹⁴¹ סעיף 245 וסעיף 239 לחוק החברות.

¹⁴² סעיף 245 וסעיף 245ג לחוק החברות.

הדירקטוריון ואישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.¹⁴³

הוראות ממשל תאגידי נוספות

בנוסף על האמור בחברות ציבוריות קיימות הוראות ממשל תאגידי נוספות ובין היתר: החובה למנות מבקר פנימי,¹⁴⁴ החובה למנות יושב ראש לדירקטוריון,¹⁴⁵ החובה למנות מנהל כללי,¹⁴⁶ חובת הפרדה בין יו"ר ומנכ"ל (אלא באישור מיוחד),¹⁴⁷ חובת קיומה של ועדת ביקורת,¹⁴⁸ החובה לאפשר לבעלי מניות להצביע "מרחוק" באסיפה כללית באמצעות משלוח כתבי הצבעה,¹⁴⁹ זכותם של בעלי מניות לקבל מידע מהחברה.¹⁵⁰

תיקון 16 לחוק החברות - הגברת הממשל התאגידי בחברות ציבוריות

בשנת 2011 אושר בכנסת תיקון 16 לחוק החברות,¹⁵¹ אשר נועד לשפר את התמודדות החוק עם בעיית הנציג הנובעת מהפרדת הבעלות והשליטה בחברות ציבוריות וניגודי העניינים בין בעל מניות המיעוט לבין בעל השליטה בחברה. בתיקון נקבעו מנגנונים חדשים וחזקו מנגנונים קיימים, שתכליתם להרחיק את בעל השליטה ככזה מניהולה של החברה (ככל שהוא אינו נושא בתפקיד נוסף בחברה, כנושא משרה) ולהעצים את כוחם של בעלי מניות המיעוט בחברה.

במסגרת תיקון 16 נקבעו הוראות המחזקות את עצמאות הדירקטוריון מול בעל השליטה - הובהר האיסור על כהונה של דירקטור צללים, והובהרה החובה על דירקטור להפעיל שיקול דעת עצמאי.¹⁵² כמו כן, נקבעו הוראות המחזקות את עצמאות הדירקטור החיצוני - הרוב הדרוש לעניין אישור מינוי הדירקטור החיצוני לכהונה הוגדל משליש לרוב בעלי המניות, שאין להם עניין אישי באישור המינוי. כן, נקבע כי ניתן להאריך את כהונתו של הדירקטור החיצוני גם ללא תמיכת בעל השליטה (ברוב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור המינוי). כמו כן הורחבה ההגדרה של זיקה לעניין הדירקטור החיצוני, גם ביחס לקרובי בעל השליטה. כן, הורחבה תחולת הצינון בתום תקופת הכהונה של הדירקטור החיצוני לכלל החברות שבשליטת בעל השליטה.¹⁵³

נקבעו הוראות שמרחיבות את סמכויותיה של ועדת הביקורת בחברה ומגבירות את עצמאותה - בין היתר, נקבע כי יו"ר ועדת הביקורת יהיה דירקטור חיצוני, רוב חברי הוועדה יהיו דירקטורים בלתי תלויים, וכל חברי הוועדה לא יועסקו בידי בעל השליטה ולא יתנו לו שירותים. בנוסף הורחבו תפקידי ועדת הביקורת - בין היתר, הוטלה עליה חובה לקיים ישיבה אחת לפחות על כל ליקוי מהותי שנמצא, להחליט על חריגותן של עסקאות בעלי עניין, לבחון את תכנית העבודה של מבקר הפנים ואת מערך הביקורת הפנימית, לבחון את היקף עבודתו של רואה החשבון, ולקבוע

¹⁴³ סעיף 275 לחוק החברות.

¹⁴⁴ סעיף 146 לחוק החברות.

¹⁴⁵ סעיף 94 לחוק החברות.

¹⁴⁶ סעיף 119 לחוק החברות.

¹⁴⁷ סעיף 121(ג) לחוק החברות.

¹⁴⁸ סעיף 114 לחוק החברות.

¹⁴⁹ סעיף 87 לחוק החברות.

¹⁵⁰ סעיפים 184-185 לחוק החברות.

¹⁵¹ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281 מיום 15.3.2011 (להלן: תיקון 16).

¹⁵² סעיף 10, תיקון 16.

¹⁵³ סעיפים 26-29 תיקון 16.

הסדרים לגבי אופן הטיפול בתלונות של עובדי החברה בקשר לליקויים ולגבי הגנה על עובדים שהתלוננו.¹⁵⁴

נקבעו הוראות מחמירות יותר לעניין עסקאות של חברה עם בעל השליטה - הרוב הדרוש לעניין אישור עסקאות עם בעל השליטה הוגדל משליש לרוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בעסקה. כן, הורחבה ההגדרה של עסקה עם בעל השליטה או קרובו גם להתקשרות עם חברה בשליטתם לעניין קבלת שירותים (דוגמת שירותי ייעוץ וניהול). תוקף האישור לעסקאות מתמשכות מעין אלה הוגבל לשלוש שנים שאז יהיה צורך באישור מחדש. כאמור, לגבי השאלה אם מדובר בעסקה חריגה, נקבע כי ועדת הביקורת תקבע זאת.¹⁵⁵

בנוסף, נקבעו בתוספת הראשונה לחוק נורמות מוגברות של ממשל תאגידי, שאימוץ הוא וולונטרי.¹⁵⁶ נורמות אלה קובעות רף התנהגות גבוה מהרף המתחייב על פי החוק, בין היתר ביחס לעצמאות הדירקטוריון. החידוש בשיטה זו בכך שהוא מותיר בידי החברה את האפשרות שלא לאמץ הוראות שאינן מתאימות לה, וכן הוא מאפשר לגופי הרגולציה לבחון את מידת התאמתן של ההוראות המומלצות למשק הישראלי, בטרם ייקבעו כנורמות המחייבות את כלל החברות הציבוריות.¹⁵⁷

שוויון זכויות הצבעה במניות הרשומות למסחר בבורסה (One Share One Vote)

עד לשנת 1990, חלק ניכר מן החברות הציבוריות נשלטו בידי בעלי עניין אשר החזיקו במניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות. בשנת 1990 תוקן חוק ניירות ערך ונוסף לו סעיף 46ב, לפיו בהון חברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב (One Share One Vote). עבור חברות שמניותיהן נרשמות לראשונה המשמעות היא שירשם סוג מניות אחד בלבד, ועבור חברות שכבר היו רשומות למסחר המשמעות היא שכל הנפקת מנות נוספת תעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות ההצבעה. הסעיף לא מונע הנפקת "מניות בכורה" המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה כלל.

הוראה זו נועדה להבטיח כי זכויות ההצבעה בחברה יהיו ביחס ישר להון המושקע, ולמנוע מצב שבו השליטה תרוכז בידי קומץ בעלי מניות שהשקעתם בחברה מועטה יחסית, בשעה שהציבור שהשקיע את מרב ההון נטול השפעה ממשית על פעילותה של החברה. בפועל, מצאו בעלי השליטה דרכים לעקוף את המגבלה האמורה באמצעות יצירת פירמידות שליטה בחברות ציבוריות ומשכך מתעורר הצורך בהתערבות רגולטורית נוספת להתמודדות עם תופעה זו.

כלי אכיפה פרטיים: תובענה ייצוגית ותביעה נגזרת

חוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 ("חוק תובענות ייצוגיות"), וההסדר הקבוע בחלק החמישי, פרק שלישי, לחוק החברות בנוגע לתביעות נגזרות, מהווים את האמצעים העיקריים לאכיפה פרטית של דיני ניירות ערך ושל ההסדרים המיוחדים שנקבעו בחוק החברות.

¹⁵⁴ סעיפים 12, 14, 15, תיקון 16.

¹⁵⁵ סעיפים 31-33 לתיקון 16.

¹⁵⁶ סעיף 2, תיקון 16.

¹⁵⁷ הוועדה מצאה כי אמנם רק לאחרונה נכנס לתוקף תיקון 16 המחזק את כוחם של בעלי מניות המיעוט אל מול כוחו של בעל השליטה, ואולם התיקון אינו נותן תשובה מספקת למערך התמריצים המתקיים בחברות הפירמידאליות. הוועדה מצאה כי יש הצדקה להתערבות נוספת וממוקדת על מנת לטפל בבעיות הייחודיות שמעוררות חברות פער בשל הסיבות שפורטו לעיל, שתוצאתן פוטנציאל לפגיעה הן בבעלי מניות המיעוט בחברות והן למשק בכללותו, עקב מבנה האחזקות כאמור ובמיוחד המבנים הפירמידאליים.

חוק תובענות ייצוגיות מאפשר לתובע יחיד לתבוע בשם קבוצה בלתי מסוימת שהוא משתייך אליה את מלוא הנזק שנגרם לאותה קבוצה בעילה הנובעת מ"זיקה לנייר ערך או ליחידה" ולהביא לאכיפת הדין ולהרתיע מפני הפרתו על ידי בעלי השליטה תוך מתן סעד מתאים לנפגעים.

ההסדר הקבוע בחוק החברות בנוגע לתביעות נגזרות מאפשר לבעל מניות (או לדירקטור) לנהל תביעה בשם החברה, בכפוף להתקיימות כל התנאים המפורטים בחוק ולאישור בית המשפט. באמצעות תביעה נגזרת ניתן למצות את הדין עם נושאי משרה שהפרו את חובת האמונים שלהם כלפי החברה.

בהקשר זה יש לציין כי רשות ניירות ערך מוסמכת לסייע למי שמגיש בקשות לאישור תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות במימון הוצאות ההליך, וגם בכך יש כדי לעודד את הגשת תביעות אלה ולתרום לאכיפה הפרטית.¹⁵⁸

המשקיעים המוסדיים

המשקיעים המוסדיים, להבדיל ממשקיעים פרטיים, מחזיקים לרוב נתח החזקות גדול ומשמעותי מספיק המצדיק מבחינה כלכלית בקרה על תפקוד בעלי השליטה בחברות וכן על החברות וההנהלה שלהן.

מתוך תפיסה זו הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות המשקיעים המוסדיים בשוק ההון בישראל ("ועדת חמדיני") המליצה בשנת 2008 על הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון הישראלי, מתוך הנחה שמעורבות פעילה מצדם תתרום לרווחת ציבור המשקיעים. בנוסף, מעורבות מוגברת יותר נועדה להבטיח את קיום חובתם של המוסדיים כלפי עמיתיהם ולהשיא את התשואה על כספיהם.

בין היתר הוועדה המליצה על הטלת חובת השתתפות על המשקיעים המוסדיים במקומות שבהם המחוקק להעניק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט, ובכלל זה באישור עסקאות בעלי עניין, מינוי דירקטורים ופיטוריהם. מעבר לכך הוועדה סברה כי יש לעודד מעורבות פעילה של המשקיעים המוסדיים מעבר להשתתפותם באספות, לרבות הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות. לפיכך המליצה הוועדה כי כל גוף יקבע מדיניות בנוגע לאופן הפיקוח על החברות שבהן הוא משקיע וידווח לפיה. הוועדה המליצה כי הרשות להגבלים עסקיים תקבע כללים שיאפשרו תיאום בין המשקיעים המוסדיים בכל הנוגע להצבעה באסיפה הכללית וענייני ממשל תאגידי נוספים. בנוסף הוועדה המליצה כי מינוי דירקטור חיצוני בחברה יאושר על ידי בעלי מניות המיעוט בלבד, בהמשך לכך הממונה על שוק ההון באוצר ורשות ניירות ערך פעלו להגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בהגברת השתתפותם ככל בעלי מניות המיעוט במסגרת אספות בעלי המניות וכן בעידודם להשתמש בכלי אכיפה כגון הגשת תביעות נגזרות.

¹⁵⁸ בפועל ישנה חולשה כללית בתחום האכיפה הפרטית של דיני ניירות ערך בישראל. בפועל מוגשות מספר נמוך של תביעות ייצוגיות ותביעות נגזרות בתחום דיני ניירות ערך. אפשר כי מצב דברים זה ישתנה בעתיד בעקבות הקמת המחלקה הכלכלית בבית משפט מחוזי בתל-אביב יפו בתחילת שנת 2011 שבו מכהנים שופטים ייעודיים, מקצועיים ומנוסים בתחום דיני החברות ודיני ניירות ערך. לעניין זה פסק הדין של כב' השופטת קרית-מאיר מיום 15.5.2011 בת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 **דב כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ ואח'** (טרם פורסם).

המצב המשפטי הקיים כיום מכיר בפגיעה הפוטנציאלית במשקיעים הנובעת ממבנה החזקה ריכוזי ולפיכך קבועים בו הסדרים שונים שנועדו להגן על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט מקרב מהציבור. הסדרים אלה מטבעם מחזקים את המשקיעים והממשל התאגידי בחברות, ובכך נותנים באופן עקיף מענה חלקי לבעיות הנובעות מחברות פער. אולם המצב המשפטי הקיים לא מגדיר, ולפיכך גם אינו מטפל ישירות ובצורה ממוקדת באותם מצבים בהם יש פער בין האינטרס הכלכלי של בעל השליטה לכוחו לשלוט בחברה או ליכולתו לשמר כוח זה. לפיכך במצב החוקי הקיים אינם מטופלים גם מצבים בהם ניגוד העניינים הפוטנציאלי מוחרף עד לנקודת קיצון בה לא רק ניתן לצפות שלבעל השליטה יהיה תמריץ להגדיל את רווחיו על חשבון המשקיעים מהמיעוט (כבכל בעיית סוכן) כי אם מלכתחילה לא ניתן לצפות כי בעל השליטה יפעל שלא מתוך אינטרס להשאת רווחי החברה.¹⁵⁹ כן נמצא כי יש מקום להסדרה נוספת לעידוד מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון.

הגנה על התחרות במשק

חוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988, עניינו בהסרת חסמים המונעים תחרות בענפי המשק השונים.

חוק ההגבלים העסקיים (תיקון מס' 12), התשע"א-2010 שנחקק לאחרונה, הרחיב את סמכות הממונה בכל הנגוע לאסדרת פעולתן של קבוצות ריכוז (אוליגופולים). סעיף 31 לחוק מסמך את הממונה על ההגבלים העסקיים להורות לחברי קבוצת ריכוז לנקוט צעדים שמטרתם למנוע פגיעה או חשש לפגיעה משמעותית בציבור או בתחרות בעסקים בין חברי הקבוצה או בענף שבו הם פועלים. החוק מונה, ברשימה בלתי ממצה, את רשימת הצעדים שעליהם מוסמך הממונה להורות. בין היתר, מוסמך הממונה לתן הוראות על הסרתם או צמצומם של חסמי כניסה לענף או של חסמים למעבר בענף, וכן הוראות על הפסקת פרקטיקות מקדמות התאמה, היינו, פעולות המקלות על השגה של שיווי משקל אוליגופולי או על שמירתו.

נוסף לכך, מסמך החוק כיום את בית הדין להגבלים עסקיים להורות על סעד מבני של ניתוק קשרי בעלות בין חברי קבוצות ריכוז בדרך של מתן הוראה על מכירת החזקות. אולם תופעות רבות אינן באות על פתרון בדרך של ניתוק בעלויות, אלא דורשות שינויים מבניים אחרים לקידום התחרות. החוק הקיים מעניק לממונה על ההגבלים העסקיים כלים להגנה על התחרות הענפית במשק, אך אין בכך מענה מלא לטיפול בבעיות הנגזרות מממשק מרובה שווקים.

שמירה על היציבות במשק

הגבלת החשיפה ללווה בודד או קבוצת לווי מצד הגופים המוסדיים

¹⁵⁹ חלק מן השינויים אושרו רק בחודשים האחרונים ועדיין לא ניתן לקבוע את מידת האפקטיביות שלהם בהשגת המטרות שלשמן הוסדרו.

אחד הגורמים שיכולים להגביר את הסיכון המערכתי הוא רמות גבוהות של מינוף, המתאפשרות בזכות קבלת אשראי, הן מהסקטור הבנקאי והן מהסקטור החוץ בנקאי. בנוגע לאשראי מהסקטור הבנקאי קיימות מגבלות על קבוצת לווים. הוראת ניהול בנקאי תקין 313 "מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים" קובעת את המגבלה על החשיפה של תאגיד בנקאי מסוים ללווה גדול או קבוצת לווים, כך שתאגיד בנקאי אחד מוגבל ביכולתו לממן קבוצת שליטה אחרת. באופן זה מוגבל סיכון הריכוזיות בתיק האשראי. בהוראה 3 מגבלות כמותיות מרכזיות:

1. חבות של לווה לא תעלה על שיעור של 15% מההון;
2. חבות של קבוצת לווים לא תעלה על 30% מההון. מגבלה זו הוחמרה ל-25% מההון, במסגרת תיקון להוראה שיכנס לתוקף ביום 01.01.12;
3. החבות הכוללת של ששת הלווים הגדולים וקבוצות הלווים הגדולות יחד, לא תעלה על 135% מההון. מגבלה זו הוחמרה לאחרונה בתיקון שיכנס לתוקף ביום 31.12.11. על פי התיקון, סך כל החבויות של לווים וקבוצות לווים שחבותם עולה על 10% מהון התאגיד הבנקאי לא יעלה על 120% מהונו של התאגיד. החמרת המגבלה נועדה לצמצם את החשיפות הגדולות של הבנקים, הן על ידי שינוי ההגדרה של "לווה/קבוצת לווים גדולה" והן על ידי הקטנת תקרת החשיפה המותרת.

בסקטור החוץ בנקאי, אשראי ניתן בין השאר על ידי הגופים המוסדיים, אשר הכללים הקיימים לגביהם פחות מגבילים. המגבלות קבועות בתקנות 5 ו-5א לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001 וכן בתקנות 41 ו-41א לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור וניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964: לגבי לווה בודד: מבטח או קופת גמל רשאים להחזיק בניירות ערך של תאגיד מסוים או להפקיד פיקדונות באותו תאגיד או להעניק לו הלוואות, בתנאים אלה:

1. עד 5% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין;
 2. אם ההשקעה מדורגת בדירוג BBB לפחות – עד 7.5% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין;
 3. אם ההשקעה מדורגת בדירוג AA לפחות – עד 10% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין.
- לגבי קבוצת לווים: מבטח או קופת גמל רשאים להחזיק בניירות ערך של קבוצת לווים או להפקיד פיקדונות או להעניק הלוואות לקבוצת לווים, בתנאים אלה:
1. עד 8% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין;
 2. אם ההשקעה מדורגת בדירוג BBB לפחות – עד 10% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין;
 3. אם ההשקעה מדורגת בדירוג AA לפחות – עד 15% מסכום כל סוג התחייבות בנפרד או משוויים המשווער של הנכסים, לפי העניין.

מיסוי מימון רכישות בהון זר

סעיף 17 רישא לפקודת מס הכנסה קובע כי לשם בירור הכנסתו החייבת של אדם ינוכו יציאות והוצאות שיצאו כולן בייצור הכנסתו בשנת המס ולשם כך בלבד. סעיף 18 לפקודה מונה סייגים לניכוי הוצאות מסוימות כאשר סעיף קטן (ג) שבו מתייחס לאופן ייחוס ההוצאות להכנסות.

הסעיף קובע כי היה ונקבע להכנסה שיעור מס מיוחד או פטור ממס (להלן: "ההכנסה המועדפת"), ההוצאות שהוצאו לשם השגת ההכנסה האמורה יותרו בניכוי לפי סעיף 17 לפקודה רק כנגד הכנסה זו (להלן: "ייחוס הוצאות ספציפיות"). אולם, היה ולא ניתן לבצע ייחוס הוצאות ספציפיות, ינוכו ההוצאות כנגד ההכנסה המועדפת באופן יחסי בהתאם ליחס ההכנסה המועדפת לכלל ההכנסות¹⁶⁰.

על אף האמור לעיל, הניסיון מלמד כי קיים קושי לבצע ייחוס הוצאות ספציפיות כאשר מדובר בחברה לה השקעות רבות ומקורות הכנסה שונים ומגוונים, ואף ניתנות פרשנויות רחבות מצד הנישומים לתחולת הסעיף האמור. כך, מחד נרשמות הכנסות פטורות לצרכי מס (לדוגמה הכנסות מדיבידנד בין חברות¹⁶¹) ומאידך ההוצאות שיצאו (חלקן או כולן) בגינתן, אינן מיוחסות להכנסות אלו ונדרשות בניכוי כנגד הכנסות אחרות. מצב זה שוחק את בסיס המס ומעניק תמריץ לרכישת חברות בהון זר.

¹⁶⁰ סעיף 18(ג) לפקודה וראו גם ע"א 635/68 פקיד השומה למפעלים גדולים נגד כלל חברה להשקעות בע"מ
¹⁶¹ סעיף 126(ב) לפקודה

הממצאים האמפיריים, מעידים כי במשק הישראלי קיימים תנאים להתממשות הבעיות והכשלים המאפיינים מבנה החזקות בו יש פער בין לשליטה (ובייחוד מבנה החזקות פירמידאלי). בהתבסס על ממצאים אלו ועל מכלול המידע שהובא בפני הוועדה, ובכלל זה השימועים שקיימה, הניירות שהוצגו בפניה, הידע והניסיון המקצועי שתרמו חבריה, הוועדה מוצאת כי המצב המשפטי הקיים אינו נותן מענה מלא לבעיות הייחודיות שנמצאו ויש מקום להתערבות בכל שלושת הזירות בהן מתקיים פוטנציאל לפגיעה כתוצאה ממבנה האחזקות – פגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ופגיעה ביציבות.

בתחום הפגיעה במשקיעים כתוצאה ממבנה האחזקות, הוועדה מצאה כי ישנם פערים במדיניות הרגולטורית הנוכחית בהקשר לטיפול בחברות בהן קיים פער בין הון לשליטה. הוועדה סבורה כי במקרים אלו יש צורך בהגברת כוחם של בעלי מניות המיעוט על מנת לרסן את כוחו של בעל השליטה. בנוסף לכך, הוועדה מצאה לנכון לעודד את הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים לשם פיקוח על התנהלותן של חברות ציבוריות, מעבר לצעדים שנעשו בשנים האחרונות על ידי הרגולטורים הרלוונטיים (הממונה על שוק ההון ורשות ניירות ערך).

בתחום הפגיעה בתחרותיות, נמצא כי המבנה הפירמידאלי מאפשר ליצור בקלות יחסית מבנים מורכבים של קבוצות עסקיות שיוצרות פוטנציאל לקיומו של ממשק מרובה שווקים בין הקבוצות העסקיות במשק. בנוסף, סמכויותיו של הממונה על ההגבלים העסקיים כיום מוגבלות באופן שאינו מאפשר לו לתת מענה בהקשר זה.

בתחום הפגיעה ביציבות, קיים חשש כי קיומן של קבוצות עסקים מגביר את הפוטנציאל לסיכון מערכתי. הסיכון הוא דינמי בגודלו ובהיתכנותו, ובשל מגוון הגורמים המשפיעים על מידת היתכנותו ומורכבותו, יש קושי לכמת את הפוטנציאל לפגיעה ביציבות הקיים בכל חברה, קבוצה עסקית ובמשק בכללותו.

זירת הפגיעה במשקיעים

כפי שתואר במסמך זה, לפער בין הון לשליטה השלכות פוטנציאליות שונות, ביניהן ניתוב רווחים אל בעל השליטה, הקצאה לא יעילה של משאבים, איכות ההנהלה, נטילת סיכונים עודפת ומינוף מוגבר בקבוצה העסקית. בעיות אלו יכולות להשפיע באופן ישיר על בעלי מניות המיעוט בחברות וכן במצטבר על כלל המשק (אם קבוצה עסקית גדלה עד כדי יכולת השפעה על המשק כולו קיים חשש ליצירת moral hazard).

הוועדה בחרה למקד חלק מהמלצותיה באותן חברות שיש בהן פער בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהון של בעל השליטה, וביחס לחברות הללו יפורטו ההמלצות להלן. זאת לאחר שמצאה כי בקיומן של חברות כאמור קיים פוטנציאל לפגיעה הן בציבור בעלי מניות המיעוט, והן במשק בכללותו, בשל היבטים של תחרותיות ויציבות. עם זאת, החליטה הוועדה שלא להמליץ לאסור על קיומו של מבנה זה מכיוון שהיא סבורה כי למבנה זה עשויים להיות יתרונות במקרים מסוימים. לפיכך המלצות הוועדה הן כאלו שיאפשרו לשוק לקבוע באילו מבנים הפירמידאליים יש יתרון ואילו פוגעים בחברות המשתייכות אליהן. ההמלצות יאפשרו למבנים פירמידאליים היוצרים ערך להמשיך לפעול אך יספקו כלים למזעור הפגיעה בבעלי מניות המיעוט במקרים בהם המבנה

כדי להתמודד עם הפגיעה הפוטנציאלית במשקיעים, יש להשתמש בסוגים שונים של כלי מדיניות. ישנם כלים המכוונים לטפל במישרין בהיווצרות הפער בעוד כלים אחרים פועלים בעקיפין להגבלת הפגיעה והכשלים הנובעים מניצולו של הפער ובכך, בד בבד, להפחתת המוטיבציה ליצירתו. הסוג הראשון של הכלים נסמך על פתרונות לשינוי מבני בעוד הסוג השני מבוסס על כללי ממשל תאגידי וגילוי.

הגדרת חברת פער

המלצה 1

הוועדה אינה סבורה כי יש להחיל את כל ההמלצות המפורטות להלן על כל החברות הציבוריות במשק, מכיוון שבחברות רבות אין פער בין הון לשליטה.¹⁶² בלא קיומו של פער, הסיכון בהתממשותן של הבעיות הפוטנציאליות הנובעות מפער זה הוא קטן יחסית ואינו מצריך התייחסות מיוחדת מעבר לנדרש ברגולציה הקיימת. לפיכך הוועדה מציעה להתמקד בעיקר בהסדרת פעילות של חברות ציבוריות שהן חלק מקבוצה עסקית במבנה פירמידאלי, על פי ההגדרה הבאה¹⁶³:

חברת פער היא חברה ציבורית שמתקיימים בה כל התנאים הבאים:

1. בחברה יש בעל שליטה, שליטה כהגדרתה בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
2. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בהון החברה אינו עולה על 50%.
3. א. שיעור אחזקותיו של בעל השליטה בזכויות ההצבעה בחברה עולה על שיעור אחזקותיו בהון החברה¹⁶⁴ בדרך של החזקת זכויות הונות דרך חברה ציבורית אחרת (מבנה פירמידאלי).

או

- ב. מקרים אחרים של שליטה מבוצרת שיוגדרו בחוק.¹⁶⁵

¹⁶³ הרציונל: "חברת פער" תוגדר כחברה ציבורית שבה קיים פער משמעותי בין חלקו של בעל השליטה בזכויות הכלכליות הנובעות מהחזקת המניות בחברה ובין יכולתו לכוון את פעילות התאגיד ולשמר את כוחו לעשות כן (שליטה מבוצרת).

¹⁶⁴ כאשר בעל השליטה מחזיק במניות חברת ציבורית בעקיפין באמצעות שרשרת של תאגידים בשליטתו, יחושבו זכויות בעל השליטה בהון החברה לפי "שיטת המכפלות" (קרי, הכפלת הזכויות ההונות שיש לבעל השליטה בכל חוליה בשרשרת התאגידים), ואילו זכויות ההצבעה שלו יחושבו לפי "שיטת איתור בעל השליטה" (קרי, יראו את בעל השליטה כמחזיק במלוא זכויות ההצבעה שכל תאגיד בשליטתו מחזיק בחוליה שמתחתיו בשרשרת התאגידים).

¹⁶⁵ ישנן כיום חברות ציבוריות שבהן קיימת שליטה מבוצרת, אם בשל שיעור האחזקות של בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנון או כל דרך אחרת. בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.

לעניין זה "שליטה מבוצרת" – מצב בו קיים קושי אפקטיבי לבצע השתלטות עוינת, אם בשל שיעור החזקות בעל השליטה בתאגיד בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור, ואם בשל הסכמים, הוראות בתקנות או כל דרך אחרת, והכל כפי שייקבע בחקיקה. החקיקה תגדיר התייחסות כוללת לנושא של שליטה מבוצרת,¹⁶⁶ וכן את ההסדרים שיחולו בכל מקרה של ביצור שליטה. יובהר כי יתכן שלעניין ביצור שליטה פרטני לא יוחלו כל ההסדרים שיחולו על חברת פער וייתכן שלא יוחלו כלל.

הוצאת פעילות כפולה ממדדים

המלצה 2

פעילות כפולה היא כאשר עיקר פעילותה של חברה ציבורית היא בהחזקת חברה בת ציבורית (ולפיכך חברת האם היא חברת דופליקציה). הימצאותן של חברות דופליקציה עלולה לפגוע במדדי המניות, המהווים כיום אמצעי השקעה ומקור מידע חיוני לשוק ההון. כאשר חברות "ריקות" מוכנסות לתוך המדד במשותף עם החברות שבבעלותן, הדבר מביא לידי כך שאותה פעילות כלכלית "נספרת" פעמיים על ידי המדד. לפיכך אותה פעילות עסקית מקבלת משקל יתר במדד, דבר הפוגע במהימנותו של המדד כמייצג את מצבם של הענף, המשק או הקטגוריה שהוא אמור לייצג. כמו כן מצב זה גורם לייצוג חסר של פעילויות עסקיות אחרות ומונע את חשיפתן למשקיעים. על מנת למנוע מצב זה, הוועדה ממליצה למנוע הכללת מניות ואגרות חוב של חברות דופליקציה ממדדי הבורסה.

מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על הכללת מניות או אגרות חוב של חברה שהנפיקה פעילות כפולה במדדי הבורסה.

לעניין זה, חברה תיחשב כחברה שהנפיקה פעילות כפולה אם היא מחזיקה בחברה ציבורית או חברת אג"ח (להלן – חברת דופליקציה), שמחזור הפעילות שלה, הרווח התפעולי שלה או סך נכסיה מהווה 70% או יותר ממחזור הפעילות, מהרווח התפעולי או מסך הנכסים של החברה המחזיקה, בהתאמה, אלא אם מדובר באינדיקטורים זמניים.

איסור על רישום למסחר של פעילות כפולה

המלצה 3

ייתכנו מקרים שבהם פעילות כפולה יוצרת ערך כלכלי מוסף, בין כשקיים ערך להנהלה (פיקוח מצד חברה אם יכול לייצר ערך, למשל בראייה רחבה יותר או ביצירת סינרגטיות בין חברות

¹⁶⁶ משרד המשפטים מקיים בימים אלה בחינה לעניין ביצורי השליטה. הוועדה ממליצה כי תושלם בהקדם הליך הבחינה האמור ותגובש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.

נוספות) ובין כשהדבר מאפשר השקעה באותה החברה ברמות שונות של מינוף.¹⁶⁷ עם זאת, פעילות כפולה יכולה לשמש גם כלי ליצירת פער בין הון החברה ובין השליטה בה, ולכן יש חשש שלעיתים היא נובעת ממניעים שאינם כלכליים-טהורים, אלא נועדה להרחיק את הסיכון מבעל השליטה ולאפשר לו לתעל נכסים מהחברה הבת לחברה האם. איסור רישום למסחר במצבים הללו ימנע מבעלי שליטה להשתמש בפעילות כפולה לשם יצירת פער בין הון לשליטה.

מוצע לתקן את תקנון הבורסה, ולאסור על רישום למסחר של חברה אשר נשלטת ע"י ידי חברת פער ציבורית ושהנפקתה תהפוך את חברת האם ל"חברת דופליקציה".

מגבלות על יצירת חברת פער חדשה

המלצה 4

מכירה או העברה של השליטה בחברה היא צעד אשר עלול לפגוע בבעלי מניות המיעוט, אך אין להם כל השפעה עליו. עם זאת, ישנן דרכים רבות שבהן העברת שליטה יכולה להביא ליצירת ערך (יצירת סינרגטיות, אינטגרציה אנכית ועוד) ולכן הטלת מגבלות גורפות על העברות שליטה היא בעייתית. לפיכך נחוץ הסדר אשר לא ימנע את כל העברות השליטה, אך ימנע את אלו אשר משפיעות לרעה על בעלי מניות המיעוט באמצעות הפיכת החברה לחברת פער. לכן ממליצה הוועדה כי במקרים בהם החלפת בעלות מובילה להפיכת החברה לחברת פער תינתן לבעלי המניות אפשרות יציאה באמצעות הצעת רכש שיגיש בעל השליטה החדש.

במקרה של העברת הבעלות על גרעין השליטה בחברה ציבורית שאיננה חברת פער, אשר כתוצאה ממנה החברה הופכת לחברת פער, חייב בעל השליטה החדש לפנות בהצעת רכש לכלל בעלי המניות בחברת הפער החדשה שנוצרה, במחיר למניה המשקף את סך התמורה ששילם לבעל השליטה המקורי בגין רכישת גרעין השליטה.

מתן זכות "יציאה" לבעלי מניות

המלצה 5

רווחי בעל שליטה ריכוזי נובעים משני מרכיבים נפרדים – הרווחים הנובעים מהזכויות ההוניות בחברה, והרווחים הנובעים מפרמיית השליטה. ככל שהפער בין בעלות לשליטה גדל, וחלקו ההוני של בעל השליטה יורד, התמריץ של בעל השליטה להעלות את שווי הפירמה ולפגוע בפרמיית השליטה על ידי שינוי מבנה הבעלות בחברה מצטמצם. לכן יש חשש כי קבוצות עסקיות במבנה פירמידאלי שאינן יעילות יתמידו במצבן הלא יעיל, גם אם צמצום או פירוק מבנה ההחזקה יכול להעלות את שווי החברה לטובת כל בעלי המניות. לפיכך נחוץ מנגנון שיספק תמריצים לקבוצות לעבור למבנה יעיל.

לשם כך יש צורך במנגנון אשר, בהינתן הצעת רכש, יאפשר לבעלי מניות המיעוט לבחור אם

¹⁶⁷ תיאורטית, במידה וקיים תמחור נכון של הפער בין בעלות לשליטה, הבחירה בין החברות מאפשרת למשקיעים גם לבחור את רמת הפער הרצויה להם.

לשמור על השקעותיהם בחברה או לממש אותן ויבטל את יכולתו של בעל השליטה להטיל ווטו על עסקאות שיועילו לכלל בעלי המניות. מצדם של בעלי השליטה, עצם האפשרות כי לא יוכלו לשמור על השליטה בחברה מהווה עבורם איום ולכן תמריץ לפקח על התנהלות החברה.

כמו כן, שכיחותן של הצעות רכש אפקטיביות צפויה זה לעודד את התפתחות השוק לשליטה מאחר שהיא תאפשר לגורמים חיצוניים המזהים חברה שבה הניהול לקוי או פרמיית השליטה גבוהה מדי, להציע לרכוש את השליטה בחברה על מנת להטיב עם עצמם ועם בעלי מניות המיעוט.

אם הוגשה על ידי מי שאינו בעל השליטה בחברה הצעת רכש מלאה לרכישת כלל מניותיה של חברת פער, שהונפקה לפחות 7 שנים לפני מועד הצעת הרכש, וההצעה נוקבת במחיר העולה ב- 10 אחוזים לפחות מעל מחיר השוק, והיא הייתה זוכה להסכמת הרוב הקבוע בחוק החברות לעניין הצעת רכש מלאה אלמלא התנגדותו של בעל השליטה, אז –

בעל השליטה יחויב להגיש הצעת רכש מלאה ליתר בעלי המניות במחיר השווה למחיר הצעת הרכש שהוגשה על ידי הצד השלישי.

ממשל תאגידי וגילוי - חיזוק עצמאות הדירקטוריון

נוכח בעיית הסוכן שבין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט, והחמרתה כאשר קיים פער בין בעלות לשליטה, ממליצה הוועדה להגביר את עצמאות הדירקטוריון בחברות פער על מנת לאזן את השפעת בעלי השליטה.

המלצה 6

הוועדה ממליצה להגדיל את שיעור הדירקטורים החיצוניים הנדרש על מנת להגביר את עצמאות הדירקטוריון כתוצאה מכך שתגדל מידת ההשפעה של הדירקטורים שאין להם זיקה לבעל השליטה.

א. מוצע להגדיל את המספר המזערי של דירקטורים חיצוניים בחברות פער, ולקבוע כי בחברות אלו יכהנו שני דירקטורים חיצוניים או מספר אחר שיהווה שליש לפחות מקרב כלל חברי הדירקטוריון, לפי הגבוה מבניהם.

כשחברת פער היא חברה אם לחברת פער אחרת, יש ניגוד עניינים בין החברה האם ובעל השליטה בה לעניין הזכות לפרמיית השליטה בחברה הבת. לפיכך לבעל השליטה עלול להיות אינטרס ברור במינוי הדירקטוריון בחברה הבת. מעורבות וועדת הביקורת בחברה האם באישור מינוי הדירקטורים בחברה הבת מאפשרת בחינה עצמאית של מינוי הדירקטורים ושמיונים יבטיח את האינטרסים של כלל בעלי המניות בחברה האם.

ב. מינוי דירקטור בחברת פער (בת) אשר נשלטת על ידי חברת פער (אם) - מוצע לקבוע כי אופן ההצבעה של חברת הפער (אם) באסיפה למינוי דירקטור בחברת פער (בת) יחייב אישור של ועדת הביקורת בחברת הפער (אם).

לפי חוק החברות, המינוי לראשונה של דירקטורים נעשה בהסכמת בעל השליטה. ככל שהליך האישור יהיה תלוי פחות בבעל השליטה, כך יהיו חברי הדירקטוריון הממונים עצמאים יותר. לפיכך ממליצה הוועדה כי במינוי דירקטורים חיצוניים לא יבואו בחשבון הצבעותיהם של בעלי השליטה ובעלי עניין אישי אחר במינוי.

המלצה זו מהווה למעשה הרחבה לתיקון 16 לחוק החברות בעניין מינוי דח"צים וקביעה כי כבר בכהונה הראשונה רשאי הציבור לבחור את הדח"צים ללא הסכמת בעלי השליטה.

ג. מוצע לקבוע כי מינוי דירקטור חיצוני בחברת פער יהיה טעון אישור אסיפה כללית ובמניין הקולות לא יובאו בחשבון קולות בעל השליטה או מי שיש לו עניין אישי במינוי המועמד¹⁶⁸.

לצד חיזוק עצמאות הדירקטוריון יש חשיבות הוא להגברת האפשרות לבקר אותו. ככל שדירקטור נתון יותר לביקורת, סביר שיהיה זהיר יותר בעת מילוי תפקידו במסגרת עבודת הדירקטוריון. נוסף על כך, ישנה חשיבות למידת שקיפות המידע אודות מועמדים לתפקיד דירקטור אשר מחזיקי המניות מן הציבור מצביעים בעניין מינויו.

ד. הרחבת הגילוי שניתן בפני האסיפה הכללית בקשר עם המועמדים למשרת דירקטור (לדוגמה, גילוי אודות תביעות שהוגשו ולא נדחו כנגד דירקטורים מתוקף תפקידם כדירקטורים). הוראות הגילוי בעניין זה יחולו על כלל התאגידים המדווחים, ולא רק על חברות פער.

ממשל תאגידי וגילוי - תגמול בכירים

המלצה 7

בחברות בהן קיים פער בין הזכויות בהון לזכויות בהצבעה לבעל השליטה השולט באמצעות אחוז נמוך בהון, אין אינטרס הוגי לפקח בצורה מיטבית על מדיניות השכר. במקרה כזה גדל הפוטנציאל למתן שכר מופרז לשם הגברת התלות של המנהל בבעל השליטה, על חשבון שאר בעלי המניות. קיומו של מנגנון אישור מיוחד, לרבות על ידי האסיפה הכללית, לשכר בכירים בחברות פער יכול לצמצם את מידת השימוש שיעשה באמצעי זה. המלצה זו הינה חלק מהמלצות ועדת נאמן אשר הועדה ממליצה לקדם במקביל ליישום דו"ח זה.

מוצע לקדם את הצעת חוק החברות (שכר נושאי משרה בחברות ציבוריות), התשע"א- 2011 כפי שהומלצה על ידי ועדת נאמן, ובמסגרת זו לקבוע הליך אישור מיוחד לתגמול בכירים בחברות פער, ולהתנות את מתן התגמול באישור מיוחד באסיפה כללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט.

¹⁶⁸ לעניין זה עניין אישי למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשריו עם בעל השליטה.

ממשל תאגידי וגילוי - עסקאות בעלי עניין

עסקאות בעלי עניין הן אמצעי נפוץ לתיעול נכסים, בעיה פוטנציאלית הפוגעת בבעלי מניות המיעוט ועלולה להתרחש בכל חברה שבה ישנו בעל שליטה. הוועדה ממליצה להוסיף על הליך האישור הקיים של עסקאות בעלי עניין כללים אשר יגבירו את הפיקוח על אישורן של עסקאות בעלי עניין שייעודן הוא תיעול נכסים.

המלצה 8

נוכח האפשרות לתיעול נכסים בחברות פער, ממליצה הוועדה להטיל על החברה חובה מסוג של "אמץ או גלה" לכך שהעסקה שהוצעה היא אכן העסקה הטובה ביותר שהיה אפשר להשיג ולקיומו של הליך בדיקת הצעות נוספות על הצעת בעל השליטה המנוהל על ידי ועדת דירקטוריון בלתי תלויה.

א. בחברות פער – מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפיקוח ועדת הביקורת לפני אישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה. במידה והחברה אימצה נורמה כאמור היא תחויב, ככל שהתקשרה בעסקת בעל עניין כאמור ללא הליך תחרותי לגלות לציבור מדוע בחרה שלא לעשות כן.

גם עסקאות שאינן נחשבות חריגות יכולות להיות משמעותיות להתנהלות החברה ולרווחיה, ולשמש את בעל השליטה לתיעול נכסים או על מנת לשרת אינטרסים אחרים שלו. לפיכך מוצע לקבוע פיקוח מצד גורם שאינו קשור לבעל השליטה גם על עסקאות שאינן חריגות, אם הן משמעותיות מבחינה פיננסית. וועדת הביקורת, שתפקידה לייצג את האינטרסים של כלל בעלי המניות בחברה, תפקח על עסקאות כאמור, ותוטל עליה חובה לדווח על אופן הפיקוח. זאת, מבלי לקבוע מסמרות לעניין אופן הפיקוח (כל ועדת ביקורת תקבע מהם הכללים המתאימים לה) על מנת שלא לפגוע בהתנהלותן השוטפת של החברות.

ב. מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של ועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות".

החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של ועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.

ממשל תאגידי וגילוי - חיזוק בעלי מניות המיעוט

המלצה 9

השאפה למקסם את יכולתו לתעל רווחים או הרצון להגדיל את היקף הקבוצה עלולים לתמרץ את בעל השליטה לרכוש חברות חדשות או להרחיב את פעילותן של חברות קיימות גם כאשר הדבר איננו נושא עמו ערך מוסף (ואף מביא לאבדן ערך) לכלל בעלי המניות. במקרה של רכישת חברה, אבדן הערך לחברה הרוכשת ינבע מתשלום פרמיית השליטה, המבטאת גם את הערך של

התועלות הללו לבעל השליטה. בעלי מניות המיעוט בחברה הרוכשת למעשה משלמים בעד פרמיית השליטה אף שאינם מקבלים את כל חלקם היחסי בתמורתה אותו רווח עודף לבעל השליטה עלול לעודד אותו לבצע רכישות ולהרחיב את קבוצת העסקים או שינוי תחום פעילותן ללא הכר גם כאשר אין לדבר היגיון כלכלי. מוצע כי החלטות הנוגעות להרחבת היקף העסקים של חברות פער יחייבו את אישורם של גוועים רוב מבעלי מניות המיעוט על מנת להפחית את קיומן של עסקאות שאינן תורמות ליעילות הכלכלית.

א. בחברות פער – מוצע לקבוע כי ההחלטות הבאות יחייבו אישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט:

i. רכישה של פעילות משמעותית.**

ii. רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת.

iii. גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי, בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות חברות בנות.**

****הערה- קיימת דעת מיעוט בוועדה המסתייגת מהמלצות א(i) ו-א(iii):** ההמלצה המוצעת מעבירה סמכויות לקבלת החלטות תפעוליות מסוימות ממנהלים ובעלי שליטה לבעלי מניות המיעוט בעוד בעלי מניות המיעוט אינם בעלי ידע ומיומנות הנדרשים לכך. העברה כאמור, עלולה לפגוע מהותית בפעילותן של חברות ציבוריות לרעת בעלי מניות המיעוט עצמם.

כפי שהוסבר, עבור בעל מניות יחיד מהמיעוט עלות הפיקוח על התנהלות החברה אינה פרופורציונאלית לשווי אחזקותיו בחברה, וכתוצאה מכך בעלי מניות מיעוט רבים אינם מממשים את זכויות ההצבעה שלהם באספות בעלי מניות. בשל כך, שיעור השתתפות בעלי מניות המיעוט בהצבעות באסיפה הכללית הוא יחסית נמוך. התרת הצבעה ללא נוכחות פיזית באסיפה תקל על בעלי מניות המיעוט לממש את זכותם ולהשפיע על נושאים מהותיים בהתנהלות החברה.

ב. בחברות פער תחויבנה החברות לאפשר למשקיעים הצבעה באמצעות האינטרנט.

ממשל תאגידי וגילוי - עידוד שוק לשליטה

המלצה 10

שוק לשליטה מציג את הפוטנציאל להשתלטות עוינת והחלפה של הנהלת החברה כאשר היא מציגה ביצועי חסר, סיכון המהווה אמצעי בקרה להבטחת איכות ההנהלה. גורם חיצוני הרוכש את החברה במהלך של השתלטות עוינת יכול להציע לבעלי מניות המיעוט שווי גבוה משווי השוק על חשבון הגדלת שווי שתקבל מהחלפת ההנהלה או מהחלפת בעל השליטה. לכן בשוק לשליטה משוכלל, הנהלה המציגה ביצועי חסר או בעל שליטה הגובה פרמיית שליטה גבוהה מדי יודחו בעקבות השתלטות עוינת. לשוק לשליטה יש הפוטנציאל לפתור רבות מהבעיות אשר הוצגו לעיל - ככל שהפוטנציאל להשתלטות עוינת גדול יותר, כך תקטן פרמיית השליטה ותרסון התנהגותו של בעל השליטה.

מוצע כי משרד המשפטים ישלים את בחינתו לעניין ביצורי שליטה, ויגבש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.¹⁶⁹

עידוד אכיפה פרטית בידי בעלי מניות

המלצה 11

תביעות נגזרות ותביעות ייצוגיות הן אמצעים מתחום האכיפה הפרטית, המהווים חלופה לאכיפה הציבורית המתבצעת על ידי רשויות רגולטוריות. אכיפה פרטית בכלל ותביעות נגזרות וייצוגיות בפרט כרוכות בהוצאות גבוהות, והבעייתיות טמונה בכך שמשקיעים רבים בוחרים שלא לפתוח בהליכים אלו בשל גובה העלויות. ההמלצות בנושא זה מיועדות להקל על משקיעים בהגשת תביעות נגזרות וייצוגיות. הגברת השימוש בתביעות נגזרות וייצוגיות עשויה לתרום למשמעת שוק טובה יותר בזכות ביצוע האכיפה. יתרה מכך, הידיעה כי למשקיעים יהיה קל יותר לתבוע תניע חברות להימנע מצעדים שעלולים להביא לתביעות מסוג זה. כיום מוסמכת רשות ניירות ערך לסייע במימון תביעות נגזרות וייצוגיות, אך אין לה סמכות דומה בנוגע לתביעות פרטיות ולסעדי ביניים.

א. מוצע להרחיב את סמכויות המימון שבידי רשות ניירות ערך הקיימות כיום גם לתובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות, ולהתיר לה לממן גם תובענות פרטיות ובקשות לסעד זמני בתחום של דיני חברות או דיני ניירות ערך.

כיום עלות הגשת תביעות נגזרות וייצוגיות מושתת על הגופים המוסדיים עצמם, אך הרווח מתביעות אלו מועבר ללקוחותיהם. הדבר הוא בגדר תמריץ שלילי המרתיע גופים מוסדיים מלקחת חלק בתביעות נגזרות וייצוגיות. הסדר למימון תביעות נגזרות וייצוגיות שיוגשו על ידי המשקיעים המוסדיים יאזן תמריץ שלילי זה ויעודד את הגופים המוסדיים להגיש תביעות אלו.

ב. מוצע לקבוע הסדרים לעניין מימון תובענות ייצוגיות או נגזרות שיוגשו על ידי משקיעים מוסדיים.

הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים

נוכח בעיית הסוכן הפוטנציאלית בין המשקיעים המוסדיים לבין לקוחותיהם בנוגע ליחסים עם בעלי השליטה, נחוצה קביעת סטנדרטים ונהלים מקובלים להתנהלותם של המשקיעים המוסדיים כבעלי מניות. מטרת נהלים אלו היא מצד אחד לעודד את המשקיעים המוסדיים להקדיש מאמץ רב יותר לתפקידם כבקרי משטר תאגידי ומצד שני ליידע באופן טוב יותר את לקוחותיהם על התנהלותם מול בעלי השליטה.

¹⁶⁹ כאמור, בנסיבות מסוימות קיומה של שליטה מבוצרת כאמור עשוי להיות מנוגד להוראות הדין הקיים, ואין בהחלת ההמלצות המפורטות בדוח זה כדי לשנות מהוראות הדין בעניין זה.

אחוזי האחזקות של המשקיעים המוסדיים בחברות הם נמוכים משום שהם כפופים למגבלות רגולטוריות בהשקעותיהם, וגם משום שיש להם עניין בפיזור ההשקעה על מנת לפזר את הסיכון הכרוך בה. כתוצאה מכך, הן האינטרס והן כוחו של כל גוף מוסדי אל מול המנפיקים הוא קטן. עם זאת, על המשקיעים המוסדיים חלה חובה רגולטורית להשתתף באסיפה הכללית בקבלת החלטות מסוימות. מתן אפשרות לשיתוף פעולה בין בעלי מניות המיעוט, ובכללם המשקיעים המוסדיים, באמצעות תיאום עמדות לאסיפת בעלי מניות יכול להגדיל את יכולת הפיקוח של כל בעלי מניות המיעוט, ובפרט את זו של המשקיעים המוסדיים.

א. מוצע לקבוע כי בעלי מניות המיעוט, ובכלל זה המשקיעים המוסדיים, יהיו רשאים לתאם עמדות לקראת אסיפה כללית, וזאת מבלי לגרוע מהוראות כל דין לעניין תיאום הצבעות בחברות שלגביהן נדרש לקבל היתר שליטה (כגון בנקים).

איכות הממשל התאגידי אינה משמשת כיום שיקול בפועל בבואם של משקיעים מוסדיים לבחור בין השקעה בחברות שונות. שילוב מרכיב איכות הממשל התאגידי במכלול השיקולים של המשקיעים המוסדיים יוכל להגדיל במישרין את הביקוש לממשל תאגידי איכותי, וכך לחייב את החברות לשפר את היצע הממשל התאגידי אם ברצונן לגייס הון מן המשקיעים המוסדיים.

ב. מוצע לבחון דרישה כי משקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בד"ן). כן יחויבו המשקיעים המוסדיים להביא בחשבון מתן הלוואות שנועדו לרכישת שליטה ממונפת (LBO).

בהתחשב בבעיית הסוכן הפוטנציאלית בין המשקיעים המוסדיים לבין לקוחותיהם, כאמור, יש חשיבות לגילוי ברור ושקוף יותר של האופן בו המשקיעים המוסדיים מצביעים בעסקאות בעלי שליטה. גילוי ברור יותר יגביר את יכולתם של לקוחותיהם של המשקיעים המוסדיים לבחון את התנהלות המוסדיים מול בעלי השליטה בחברות בהן בחרו להשקיע.

ג. מוצע להרחיב את הוראות הגילוי בנוגע לאופן הצבעתם של משקיעים מוסדיים בעסקאות המחייבות רוב מיוחד.

ניתן למסד את תפקידם של הגופים המוסדיים כבקרי משטר תאגידי באמצעות קביעת תמרורי אזהרה (אירועים או נסיבות) שיחייבו בחינת נקיטת פעולות מצד המוסדיים כלפי החברה. קביעת תמרורי אזהרה כאלו תיצור אחידות מסוימת באופן הפיקוח מצד הגופים המוסדיים על החברות בכך שייקבעו סוגי ההתרחשויות המחייבות דיון בשאלה כיצד יש להגיב עליהן, אך תותיר בידי הגופים המוסדיים סמכות להפעיל שיקול דעת בהחלטה האם וכיצד יש לפעול בקרונם.

ד. מוצע לחייב משקיעים מוסדיים לקבוע "תמרורי אזהרה", בהתקיימם יידרשו לנקוט בפעולות מול החברה (ככל שאין הסדרה של מחויבות כאמור בד"ן).

תעשיית ייעוץ הפרוקסי לגופים מוסדיים (proxy advisors) התפתחה רק בעשרים השנים האחרונות. יוזמות רגולטוריות, אקטיביזם מצד בעלי המניות והתפתחויות משקיות אחרות נתנו

בשנים אחרונות תנופה חזקה לתחום בישראל, כמו בשאר העולם. בישראל כיום נעשה מיקור חוץ לזכויות ההצבעה הנלוות לחלק הארי מנכסי הגופים המוסדיים. אי-שקיפות, ניגודי עניינים פוטנציאליים¹⁷⁰ וכוח השפעה הנצבר בידיהן של חברות ייעוץ פרוקסי, משכו את תשומת הלב של ה-SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), והיא בוחנת בימים אלה דרכים אפשריות לצמצום ניגודי העניינים¹⁷¹ לאור השימוש הרב בשירותי הייעוץ בישראל, בשילוב העובדה שגופים מוסדיים המנויים על השירותים מאמצים את המלצות ההצבעה ברוב המכריע של המקרים, דרושה גם בישראל הסדרה בתחום.

ה. מוצע ליצור פיקוח והסדרה על גופים המייעצים למשקיעים מוסדיים לעניין אופן ההצבעה באספות (לרבות בהיבטים של כשירות וניגודי עניינים).

זירת הפגיעה בתחרות

המלצה 13

קבוצות עסקים עשויות להוות בסיס נוח להתפתחות ממשק מרובה שווקים, כפי שהוסבר בפרקים הקודמים. ממשק מרובה שווקים יכול, במקרים מסוימים, להביא ליצירת שיווי משקל דמוי קרטל, גם כתוצאה מהבנה שבשתיקה. רשות ההגבלים העסקיים היא הגוף האמון על הגנה על התחרות הענפית במשק, ועל כן מומלץ כי בעת שהרשות עושה שימוש בסמכויותיה שבחוק (לרבות בהקשר של טיפול בקבוצות ריכוז), תבחן הרשות, במקרים המתאימים, גם את ההיבט הזה, של ממשק מרובה שווקים, ואת השפעתו המסתברת על התחרות, כך שתמנע פגיעה משמעותית בתחרות. על מנת לסייע בכך, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ תיקון לחוק ההגבלים העסקיים המבהיר כי לבית הדין להגבלים עסקיים, לבקשת הממונה, יש סמכות להטיל על חברי קבוצת ריכוז סעדים מבניים לקידום התחרות. כך למשל, במצבים של בעלויות צולבות ומשותפות, יוכל בית הדין להורות על מכירת נכסים בתוך קבוצות ריכוז ולא על ניתוק בעלויות בלבד.

בנוסף, הוועדה ממליצה לממשלה לאמץ את תזכיר החוק העומד לעלות לאישור בוועדת השרים לענייני חקיקה, המסמיך את הממונה על הגבלים עסקיים להטיל עיצומים כספיים בגין הפרות של חוק ההגבלים העסקיים - בכלל זה, הוועדה ממליצה כי ייקבע מנגנון להטלת עיצום כספי בסכום מרבי שאינו קבוע מראש, אלא תלוי בהיקף המכירות של מבצע ההפרה, אשר יהיה כפוף לביקורת שיפוטית בערר לבית הדין להגבלים עסקיים.

¹⁷⁰ מוסד הביקורת הפדראלית בארה"ב (Government Accountability Office) מצא מספר ניגודי עניינים פוטנציאליים בתעשיית ייעוץ פרוקסי האמריקאית. ראשון, המודל העסקי של יועצי הפרוקסי שלפיו השירותים מסופקים בעת ובעונה אחת הן לגופים מוסדיים והן לתאגידים ציבוריים שניירותיהם מוחזקים על ידי אותם גופים מוסדיים. שני, בעלי השליטה או נושאי תפקידים בכירים של יועץ הפרוקסי יכולים להיות בעלי עניין או לשרת כדירקטורים באותם תאגידים שבעניינם היועץ נותן המלצות. שלישי, יועץ הפרוקסי עלול לאמץ גישה חיובית יותר להצעות החלטה המועלות על ידי גופים מוסדיים שהם לקוחותיו. ואחרון, יועצי פרוקסי, המוחזקים על ידי תאגידים המספקים שירותים פיננסיים, עלולים לסבול מניגודי עניינים בפעילותם.

¹⁷¹ בין היתר נבחנות הדרכים הבאות: הגדרת תחום ייעוץ הפרוקסי כפעילות של "solicitation of proxies", פתיחת אפשרות לכל יועצי הפרוקסי להירשם כיועצי השקעות, והטלת דרישות רגולטוריות נוספות בדומה לדרישות שבתעשיית חברות הדירוג.

בקיומן של קבוצות עסקיות יש גורמים המגבירים את הסיכון המערכתי ואינם קיימים במבני החזקה אחרים, ולעומתם גם גורמים שיכולים למתן את הסיכון המערכתי. מכיוון שהסיכון המערכתי הוא דינאמי, משתנה לאורך זמן ומושפע מגורמים רבים, הוועדה מוצאת לנכון להמליץ על בחינה מתמשכת של הנושא.

הוועדה רואה בכלים שפורטו להלן, ובעיקר בכלים המטפלים בתמריצים ליצירת פער בין הון לשליטה, כבעלי יכולת לצמצם את היקף הבעיה. ככל שההמלצות שלעיל יקטינו את פרמיות השליטה שבעלי השליטה גובים, יפחת התמריץ להחזקת קבוצות עסקים גדולות. ככל שמבנה החזקות זה יהיה נפוץ פחות, סביר כי תהיה לכך השפעה חיובית על מידת הסיכון המערכתי במשק.

עם זאת, מאחר שסביר שלפחות בטווח הזמן הקצר מבנה האחזקות בשוק ימשיך להיות פוטנציאל לסיכון מערכתי, ובשל היותו של סיכון זה דינמי הן בגודלו והן בהתכנותו, הוועדה ממליצה כי הצוות הבין-משרדי, בראשות בנק ישראל ובהשתתפות רשות ניירות ערך ומשרד האוצר, האמון על סיכון מערכתי, יקצה משאבים לניטור וטיפול בקבוצות עסקיות תוך התייחסות לאינדיקטורים הרלוונטיים.

מוצע לקיים בחינה בנוגע לצורך בהרחבת המגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לתאגיד בודד ולהגדיר מגבלות על חשיפה של גוף מוסדי לקבוצת תאגידיים (חשיפה הנגרמת בעקבות מתן הלוואות, לרבות רכישת אגרות חוב בשוק המשני, והחזקה במניות).

לצורך הפחתת הסיכון המערכתי העלול להיווצר כתוצאה ממינוף עודף בקבוצות עסקים מוצע לקבל את המלצת רשות המיסים לבטל את התמריץ המיסוי לרכישת חברות בהון זר. המלצת רשות המיסים מובאת כאן כלשונה:

מכל האמור לעיל ועל מנת למנוע את השחיקה בבסיס המס ויצירת התמריץ המיסוי לרכישת חברות בהון זר, **מומלץ לקבוע כי הוצאות מימון בחבר בני אדם ייחוסו תחילה להכנסה מדיבינדנד שיתקבל מחבר בני אדם אחר בו המקבל הינו "בעל מניות מהותי"** כהגדרתו בסעיף 88 לפקודה (10%¹⁷²). בנוסף, למען שמירה על עקרון הקבלת הוצאות להכנסות ולשם מניעת תכנוני מס בעניין זה, **מומלץ לקבוע עוד כי היה והוצאות המימון בשנת מס מסוימת גבוהות מההכנסה מדיבינדנד באותה שנה, יותר ההפרש בהתאם להוצאות סעיף 18(ג) לפקודה כנוסחו היום. היה ונותרו הוצאות מימון לאחר הייחוס האמור לעיל, יותר ההפרש בניכוי רק כנגד הכנסות מדיבינדנד בשנים שלאחר מכן. היה ועדיין נותר הפרש במועד מכירת המניות ייווסף הפרש זה לעלות**

¹⁷² סעיף 88 לפקודה - "בעל מניות מהותי" - "מי שמחזיק, במישרין או בעקיפין, לבדו או יחד עם אחר, ב-10% לפחות באחד או יותר מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בחבר בני אדם".

המניות לעניין חישוב רווח/הפסד ההון ממכירתן.

עוד יצוין, כי הועדה בחנה גם המלצה לקבוע כי כאשר ההכנסה מדיבידנד בשנת מס מסוימת גבוהה מהוצאות המימון באותה שנה – יופחת ההפרש מעלות המניות הנרכשות. אולם הוועדה בחרה להשאיר סוגיה זו בצריך עיון, הואיל ומשמעות ההמלצה במקרים מסוימים, הינה מיסוי הלכה למעשה של דיבידנד בין חברתי, ללא הבחנה לדוגמה בין חלוקת דיבידנד שמקורו ברווחים צבורים בחברה הנרכשת בעת רכישתה לבין חלוקת דיבידנד שמקורו רווחים שנוצרו לאחר מועד זה.

הגבלת כוחו של בעל השליטה באסיפה הכללית

הצעה 16

הוועדה דנה בהצעה הבאה אך טרם הכריעה בה ולכן הצעה זו אינה כרגע חלק מהמלצות הוועדה. עם זאת, הוועדה רואה חשיבות בהבאת ההצעה להליך השימוע לצורך קבלת הערות הציבור.

בהתקיים הפער בין הון לשליטה, זכויות ההצבעה בידי בעל השליטה גדולות מזכויותיו בהון ולכן קבלת ההחלטות לא בהכרח משקפת את האינטרס הכלכלי של מי שחשוף לעיקר הסיכון הנובע ממצב זה. פער זה עלול להוביל לבעיות הפוטנציאליות אשר נדונו במסמך זה.

כאמצעי התמודדות עם הפער האמור בין הזכויות בהון לזכויות הצבעה נבחנת האפשרות, להגביל את זכויות ההצבעה של בעלי עניין על פי זכויותיהם בהון, וזאת כאשר הפער נוצר כתוצאה מהחזקה בחברה על ידי חברה ציבורית אחרת, קרי – בעל השליטה הסופי (אדם פרטי או תאגיד שאינו ציבורי) שולט בחברה הציבורית באמצעות החזקות אשר נרכשו בכספם של בעלי המניות בחברות ציבוריות שבשליטתו.

אותם בעלי מניות מיעוט בחברות האם אינם יכולים להשפיע על האופן בו מופעלות זכויות ההצבעה בחברת הפער. זאת נוכח דרך קבלת ההחלטות באסיפה הכללית בחברה ציבורית, לרבות לגבי מינוי דירקטורים ("הרוב קובע"). לכן התועלת המוקנית להם מחלקם בזכויות ההצבעה מוגבלת.

על פי המוצע, זכויות הצבעה של בעל השליטה אשר משקפות החזקות שנקנו בכספי הציבור של חברה אם (הפער בין זכויות ההצבעה לזכויות הוניות בהון), לא יבואו במניין הקולות בעת הצבעה באסיפה הכללית. כך לדוגמא, אם בעל השליטה מחזיק ב-60% מזכויות ההצבעה (משום שזכויות ההצבעה של חברת האם מיוחסות במלואן לבעל השליטה) אך רק ב-20% מהזכויות בהון (משום שלמשל מחזיק בחברת הפער באמצעות מבנה פירמידאלי, וכאמור שיעור החזקות בעל השליטה בהון נמדד לפי שיטת המכפלות), באסיפה הכללית לא יספרו אותן 40% זכויות ההצבעה הציבוריות ובעל השליטה יחשב כמחזיק בכ-33% מזכויות ההצבעה הנספרות.¹⁷³

¹⁷³ להלן אופן החישוב. במונה: שיעור חלקו בהון – 20%. במכנה: שיעור חלקו בהון (20%) בצירוף חלק הציבור בחברת הפער – 40%. החישוב בהנחה שאין בעלי עניין אחרים עליהם יחול הכלל המוצע.

חישוב כוח ההצבעה באופן המוצע יביא לביטוי את השקעתו האמיתית של בעל השליטה או בעל העניין עצמו בחברה.

עד כה כל ההצעות בהם דנה הוועדה התייחסו לבעיית הפער בין הון להצבעה באמצעים עקיפים. המלצה זו מתמודדת על הבעיה באופן ישיר ומונעת שימוש בכוח העודף של בעל השליטה. היא אף מבחינה בתוצאותיה בין חברות שונות ותוצאותיה משתנות על פי אופי הפער.

על פי המוצע במצבים אלה,

בחברת פער, זכויות ההצבעה האפקטיביות באסיפה הכללית בהחלטות המתקבלות ברוב רגיל באסיפה הכללית יימנו באופן הבא –

זכויות ההצבעה האפקטיביות של בעל עניין יהיו שוות לשיעור זכויותיו בהון החברה. החזקות של בעל עניין מעבר לשיעור זה לא יובאו בחשבון לעניין מניין הקולות באסיפה הכללית.

"בעל עניין" - כהגדרתו בחוק ניירות ערך.

ההמלצה מתייחסת לא רק לבעל שליטה אלא גם לבעל עניין, אם הוא מחזיק באמצעות חברה ציבורית, על מנת למנוע ככל שניתן עיוות של מבנה החזקות לאחר הפעלת הכלל המוצע.

אימוץ מנגנון זה יחייב בחינה של היבטים רגולטורים שונים וכן היבטים מיסויים וחשבונאים המבוססים של מבנה חוק החברות הנוכחי והגדרת אמצעי שליטה. נבקש התייחסות הציבור גם להיבטים אלה.

כמו כן נבקש התייחסות לתוצאות האפשריות האחרות של מהלך זה בעיקר ליכולתם של המשקיעים המוסדיים להשפיע על מינוי הדירקטורים בחברה.

הצעה זו יכולה להוביל לשלושה תרחישים שונים – היא יכולה להוביל לאובדן השליטה של בעל השליטה הנוכחי (בעיקר דרך איבוד יכולתו למנות דירקטורים), להביא להחלשת כוחו, או שלא להשפיע כלל על מידת השליטה של בעל השליטה.¹⁷⁴

החלשת כוחו של בעל השליטה או אובדן השליטה כאמור, עלולה לאלץ את בעל השליטה לבחור בין הגדלת השקעתו בהון החברה על מנת לשמור על השליטה באמצעות הזרמת הון או בדרך של שינוי מבנה ההחזקה בחברה, לבין ויתור על השליטה בחברה. זאת ללא התחשבות ברמת הפער או במבנה השליטה היעילים עבור כל חברה ספציפית.

הוראות מעבר

הוועדה שוקלת לקבוע הוראות מעבר בנוגע לחלק מהמלצות ומבקשת את התייחסות הציבור גם לעניין זה.

¹⁷⁴ לדוגמא כאשר בעל השליטה מחזיק ב-80% מזכויות ההצבעה וב-21% מזכויות ההון ההצעה הנ"ל לא תפגע כלל ברמת השליטה שלו. משמעות הדבר היא שההצעה עלולה לעודד דווקא שיעורי פער קיצוניים מאין זה.

נספח 4.1

עבודת מטה רשות לניירות ערך הצוות לבחינת מבנה אחזקות בקבוצות העסקיות



רשות ניירות ערך

**הצוות לבחינת מבנה האחזקות
בקבוצות העסקיות
הוועדה להגברת התחרותיות במשק**

ספטמבר 2011

עבודת המטה של הצוות רוכזה על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך, בראשותה של ד"ר גיתית גור-גרשגורן .
בין השותפים לכתיבת עבודה זו :אבנר לנגוט, יוני פנינג, לירון קצב ואיציק שורקי .

תודתנו לעובדי רשות ניירות ערך שסייעו לכתיבת העבודה, ובפרט למוטי ימין, שיראל גוטמן-עמירה, אייל אופיר ,
שריה אורגד, דורית גילת, ודניאל רימון, וכן לדנה נויפלד ממשד המשפטים, ולאחרון כהן-מוהליבר מאוניברסיטת
קולומביה.

תוכן

114	מבוא
115	פרק 1 – הגדרת הבעיה
115	מבנה שליטה
118	הפרדה בין הון לשליטה (Decoupling)
124	פרק 2 – השלכות פוטנציאליות
124	תיעול נכסים (Tunneling)
127	רכישה והתרחבות
127	מינוף כפול
128	ניפוח מדדים
128	נטילת סיכונים עודפים והקצאת משאבים לא יעילה
130	התמדה
131	איכות ההנהלה
132	ממשק מרובה שווקים
133	פגיעה ביציבות
134	מנגנוני שוק
137	פרק 3 – המשק הישראלי
137	מבנה הבעלות על חברות במשק הישראלי
140	קבוצות עסקיות במשק הישראלי
154	פירמידות שליטה במשק הישראלי
161	ממשק מרובה שווקים
162	ישראל והעולם
165	פרק 4 - המצב המשפטי: הדין הקיים
165	תחום ההגנה על המשקיעים
174	הגנה על התחרות במשק

175	שמירה על היציבות במשק
176	פרק 5 – דרכי התמודדות
176	צד ההיצע
179	צד הביקוש
181	ביבליוגרפיה
187	נספח א' – סיכון מערכתי וקבוצות עסקים

הצוות לבחינת מבנה האחזקות בקבוצות העסקיות, הפועל במסגרת הוועדה להגברת התחרותיות במשק, התכנס על מנת לבחון את מבנה האחזקות בחברות ציבוריות בישראל והשפעתו הפוטנציאלית בשלוש זירות שונות - טובת המשקיעים, מידת התחרותיות במשק ויציבותו. עבודה זו נועדה לבחון את השפעת מבנה האחזקות על המשקיע, קרי, האם מבנה האחזקות הקיים פוגע בתשואה ומגביר את הסיכון אליו נחשף המשקיע הפרטי. העבודה בוחנת האם נוצר ממשק מרובה שווקים (Multi Market Contacts) ואת השפעתו על מידת התחרותיות במשק הישראלי בכללו. כמו כן נבחנת השפעת מבנה האחזקות על יציבות המשק, כלומר, הצוות ינסה לענות על השאלה האם הוא מגביר את הסיכון המערכתי הקיים במשק הישראלי. העבודה מתבססת על ספרות אקדמית אמפירית ותיאורטית מהארץ ומהעולם, וניתוח נתונים אמפיריים מן המשק הישראלי.

מבנה שליטה

שאלת מבנה הבעלות על חברה היא למעשה השאלה מי הבעלים של החברה, וכיצד הבעלות באה לידי ביטוי בניהול החברה. בעולם המודרני קיימים שני מבני שליטה עיקריים: ¹⁷⁵ ¹⁷⁶

בעלות מבוזרת. במבנה בעלות זה, אשר הוצג על ידי Berle & Means,¹⁷⁷ יש לחברה בעלי מניות רבים, וכל בעל מניות מחזיק באחוזים זניחים מסך המניות. תיאורטית, בעלי המניות שולטים בחברה על ידי מינוי מנהלת החברה (הדירקטוריון והמנכ"ל). בפועל, לכל בעל מניות יחיד אין היכולת או העניין להשפיע על החלטות החברה, מאחר שעלות הפיקוח על ההנהלה היא קבועה ואילו הרווח של בעל המניות תלוי בכמות המניות שברשותו, שהיא כאמור זניחה. לכן בעלי המניות אינם מפקחים על הנהלת החברה פיקוח שוטף אלא רק באמצעות קביעה של חוזי השכר.¹⁷⁸ היעדר היכולת והעניין מצד בעלי המניות לפקח על ההנהלה פיקוח הדוק יכול להביא למצב שבו הנהלת החברה תקבל החלטות המנוגדות לרצון או לאינטרס של בעלי המניות, ומכאן התקיימותה של בעיית הסוכן.

בעיית הסוכן

בעיית הסוכן מתעוררת בצורות מגוונות בכל חברה אשר אינה בבעלות פרטית מלאה. בעיית הסוכן (Principle-Agent Problem) היא היעדר זהות אינטרסים בין הגורם המושפע מתהליך קבלת ההחלטות לבין הגורם אשר הוסמך על ידיו לקבל החלטות אלה.¹⁷⁹ מבנה הבעלות הוא שמכתיב את אופי בעיית הסוכן אשר אתה החברה מתמודדת.

בעיית הסוכן במבנה בעלות מבוזר

חוסר היכולת של בעלי המניות לפקח על ההנהלה פיקוח שוטף מביא להיווצרותה של בעיית סוכן בין בעלי המניות להנהלת החברה. האינטרס של בעלי המניות הוא למקסם את שווי המניות שברשותם. האינטרס של הנהלת החברה הוא למקסם את שכרה ואת ההטבות שהיא מקבלת, ולהימנע מפיטוריה, תוך מזעור כמות המאמץ הנדרשת למילוי תפקידה. מאחר שלהנהלת החברה אין עניין ישיר בשווי המניות, בהחלט ייתכן שההנהלה תנקוט צעדים אשר

¹⁷⁵ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Corporate Ownership Around the World', The Journal of Finance, 54(2), Apr. 1999, pp. 471-517

¹⁷⁶ מלבד מבנים אלה יש בעולם מבנים נוספים, נפוצים פחות, כגון מצב שבו העובדים או הלקוחות מעורבים בניהול החברה.

¹⁷⁷ A. Berle and G. Means, 'The Modern Corporation and Private Property', Harcourt, Brace & World, 1968

¹⁷⁸ מודל הבעלות המבוזרת נפוץ בעיקר בארה"ב, אנגליה, יפן ואוסטרליה.

¹⁷⁹ J. Pratt and R. Zeckhauser, 'Principles and Agents: An Overview', in J. Pratt and R. Zeckhauser (eds.), Principals and Agents: The Structure of Business (1985, Harvard Business School Press), pp. 2

יפגעו בשווי מניות החברה. בשל כך בעלי המניות נאלצים לאזן בין רצונם לתמרץ את ההנהלה לבין העלות הנדרשת לתמרוץ זה בדמות בונוסים, אופציות ועוד.¹⁸⁰

בעלות ריכוזית. במבנה בעלות זה, שהוצג על ידי La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, יש בעל מניות אחד, או קואליציה של בעלי מניות אחדים, אשר שולטים בפעילותה של החברה (Concentrated Ownership).¹⁸¹ בעל השליטה (או קואליציית השליטה) מחזיק באחוזים ניכרים ממניות החברה שבה הוא שולט, והוא אשר קובע את זהות חברי הדירקטוריון והמנכ"ל. מאחר שיתרת המניות מוחזקת בידי מספר רב של בעלי מניות קטנים, בעל השליטה איננו צריך להחזיק ב-50% ממניות החברה אלא יכול להחזיק באחוזים מעטים בהרבה ועדיין לשלוט בפועל בהחלטות החברה. מבנה הבעלות הריכוזית נפוץ ברוב מדינות העולם ובייחוד במדינות מתפתחות.^{182 183 184} יש להבחין בין זכות השליטה של בעל השליטה, כלומר אחוזי זכויות ההצבעה שבשליטתו, ובין זכותו בהון, כלומר האחוזים שהוא זכאי להם בעת חלוקת דיבידנד. מובן שמעל לרף ה-50%, לבעל השליטה שליטה מלאה בחברה ואין חשיבות לאחוזי השליטה המדויקים. בין שבעל השליטה מחזיק ברוב מניות החברה או בפחות מכך, בידי היכולת הפוטנציאלית להביא לאישורן של החלטות גם כנגד רצונם של שאר בעלי המניות. החלטות אלה יכולות להשפיע על שווי מניותיהם של בעלי מניות המיעוט, ומכאן התקיימותה של בעיית הסוכן גם במודל זה.¹⁸⁵

בעיית הסוכן במבנה בעלות ריכוזי

מבנה שליטה ריכוזי פותר את בעיית הסוכן המתעוררת בבעלות מבוזרת, מכיוון שלבעל השליטה יש הן האינטרס הכלכלי והן היכולת לפקח פיקוח שוטף על הנהלת החברה. עם זאת, מבנה בעלות ריכוזי יוצר בעיית סוכן חדשה בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. לבעל השליטה זכות רק בחלק מהרווחים, אך בידי הסמכות לכוון את מהלכי החברה. לכן יש לו מניע שהחברה תנקוט צעדים אשר ייטיבו עמו במישרין, לעתים גם במחיר פגיעה ברווחי החברה. ככל שהזכות של בעל השליטה בהון יורדת, והוא נפגע פחות מירידה בשווי החברה, כך מניע זה גובר. לכן ככל שבעל השליטה יכול לרכוש את השליטה במחיר אחוזי הון נמוכים יותר, כך העניין שלו במקסום שווי מניות החברה פוחת. היכולת של בעל השליטה לממש אינטרס זה גדלה ככל שזכות השליטה שלו עולה מאחר שיכולתם של בעלי מניות המיעוט להתנגד למעשיו (או יכולתו של גורם חיצוני ליזום השתלטות עוינת) יורדת בהתאמה. חשוב

¹⁸⁰ A. Berle and G. Means, 'The Modern Corporation and Private Property', Harcourt, Brace & World, 1968

¹⁸¹ יכולת תאגיד, למעט של פעילותו את לכוון היכולת - "שליטה" חוק החברות (תיקון מס' 9) תשמ"ח-1988 הוא אם בתאגיד שולט שהוא אדם על בתאגיד, וחזקה אחרת משרה או דירקטור של תפקיד ממילוי רק הנובעת בתאגיד. "שליטה אמצעי של מסוים מסוג יותר או מחצית מחזיק

¹⁸² M. Faccio and L. Lang, 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395

¹⁸³ S. Claessens, S. Djankov and L. Lang, 'The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, 58, 2000, pp. 81-112

¹⁸⁴ מדינות שבהן ניתן למצוא מודל זה הן, למשל, שוודיה, צרפת, איטליה, הודו וצ'ילה.

¹⁸⁵ L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class

Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights', NBER Working Papers 6951, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999

לציין שישנם גורמים מספר הקובעים את כוחו של בעל השליטה, אך תמיד ובכל מצב, ככל שאחוזי זכויות ההצבעה שבידי בעל השליטה עולים, גם יכולתו להביא לאישורן של החלטות עולה.¹⁸⁶

סך התועלות שבעל השליטה בחברה מפיק מתוקף היותו בעל שליטה מכוננת "שווי השליטה". ניתן לסווג את שווי השליטה לשניים :

1. התשלום הלגיטימי שבעל השליטה מקבל תמורת הפיקוח על הנהלת החברה (monitoring).
2. רווחים עודפים שבעל השליטה מפיק על חשבון בעלי מניות המיעוט מעל לעלות אשר הייתה יוצרת הנהלה בלתי מפקחת בחברה בבעלות מבוזרת.

ניתן להעריך את שווי השליטה על ידי חישוב פרמיית השליטה, היינו הסכום שבעל השליטה מוכן לשלם תמורתה מעל לשווי ההון שברשותו. ישנן שתי שיטות נפוצות למדידת פרמיית השליטה. הראשונה היא חישוב הסכום המשולם בעת מכירת גרעין השליטה להוציא שווי השוק של המניות המרכיבות את הגרעין. השנייה, כאשר קיימות מניות המקנות זכויות שונות,¹⁸⁷ היא חישוב ההפרש בין שוויין של מניות בעלות זכויות הצבעה נבדלות.^{188 189} במחקרם הראו Dyck & Zingales שיש קורלציה בין פרמיית שליטה גבוהה ובין תת-התפתחות של שוק ההון. כמו כן הראו החוקרים כי ככל שכלי האכיפה הרשמיים והבלתי רשמיים במדינה אפקטיביים יותר, כך פרמיית השליטה נמוכה יותר.¹⁹⁰

• קבוצות עסקיות

בעולם המודרני, ברבות מהמדינות המאופיינות בשליטה מרוכזת, ניכרת גם התופעה של קבוצות עסקיות – אוסף חברות הפועלות בענפים שונים אך נמצאות תחת אותו בעל שליטה או אותה הנהלה ריכוזית.¹⁹¹ לקבוצות עסקים יש כמה מאפיינים אשר לא ימצאו בחברה יחידה: שוקי הון פנימיים, קשרים עסקיים ועוד. המשמעות של מאפיינים אלה היא שבעיות

¹⁸⁶ R. Morck and B. Yeung, 'Agency Problems in Large Family Business Groups', Entrepreneurship Theory and Practice, 27, 2003, pp. 367–382

¹⁸⁷ מניות שמקנות זכויות שונות בהון ובהצבעה. רוב המניות הללו מעניקות זכויות עודפות בהצבעה, אך ישנן גם מניות בכורה המעניקות זכויות עודפות בדיבידנד.

S. Hauser, 'The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence From Dual-Class Stock Unifications', Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 17(4), 2004, pp. 1167-1184

¹⁸⁹ B. Lauterbach and B. Ronen, 'Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence', 2007, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper

A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', ¹⁹⁰ Journal of Finance 59, 2004, 537-600

¹⁹¹ מחקרים רבים נוהגים להוסיף על הגדרה זו גם את הדרישה שהחברות המשתייכות לקבוצה יעסקו בכמה תעשיות נבדלות, ובכך הם מסייעים להבחין בין קונגלומרט, שהוא קבוצת עסקים המורכבת מחברות בעלות תחומי עיסוק לא שרשרת בעלות של כמה חברות העוסקות בvertical integration, לבין קבוצה המקיימת אינטגרציה אנכית (כל אחת בשלב אחר ביצור של אותו מוצר סופי (למשל, איחוד של חברת מלט וחברת בנייה). המבנה השני לרוב מאפיין שוק ספציפי, ואילו הראשון לרוב מאפיין משק שלם.

N Leff, 'Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups', Economic Development and Cultural Change, University of Chicago Press, vol. 26(4), 1978, pp 661-75

T. Khanna and K. Palepu, 'Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups', Journal of Finance, American Finance Association, 55(2), 2000, pp. 867-891

רבות המוזכרות במסמך זה בהקשר של שליטה ריכוזית מוחרפות במסגרת קבוצה עסקית, ואחרות יכולות להתקיים רק כאשר השליטה הריכוזית היא במסגרת קבוצה עסקית.^{192 193} כאשר לבעל השליטה אינטרסים שונים בחברות שבהן הוא שולט, בעיית הסוכן הנוצרת מורכבת אף יותר.

לכן לבעל השליטה יש עניין רב ביותר להפריד בין ההון לבין השליטה בחברה כדי למקסם את זכויות השליטה בלי להגדיל את הפוזיציה ההונית שלו.

הפרדה בין הון לשליטה (Decoupling)

Decoupling משמעותו הפרדה בין האינטרס הכלכלי לבין היכולת לכוון את התנהלות החברה,¹⁹⁴ כלומר מצב שבו היחס בין אחוזי ההחזקה בהון לאחוזי זכויות ההצבעה קטן מ-1. ככל שההפרדה יוצרת פער (wedge) גדול יותר בין זכויות ההצבעה לזכויות בהון, כך הן פוטנציאל ניגוד העניינים והן הפוטנציאל לפגיעה בבעלי מניות המיעוט ובמחזיקי האג"ח גדלים. גידול ברמת ה-decoupling מצביע על עלייה הן ביכולת והן באינטרס של בעל השליטה לנקוט צעדים שיפגעו בשווי החברה. ה-decoupling הוא למעשה הרמה שבה מינף בעל השליטה את ההון העצמי שלו לרכישת זכויות שליטה, ולכן אם יש שווי לשליטה (control value), בעל השליטה ישאף למקסם את רמת ה-decoupling.

Decoupling יתקיים באופן טבעי בכל חברה ציבורית שבה לבעל השליטה יותר מ-50% מזכויות ההצבעה, שכן לבעל השליטה יכולת מובנית להכריע בכל הצבעה ולהביס כל ניסיון השתלטות, כלומר יש לו 100% שליטה, אך חלק מזכויות ההון נמצאות בידי בעלי מניות המיעוט. יתרה מזו, ישנם כלים רבים המאפשרים לבעל השליטה למקסם את שיעור ה-decoupling גם כשיש בידיו אחוזי הון נמוכים בהרבה מ-50%.¹⁹⁵ המצב הקיצוני ביותר, ההחזקה של זכויות ההצבעה בלא כל פוזיציה בהון, קרוי "הצבעה ריקה" ("empty voting"). במקרה זה בעל השליטה יכול למכור בחסר את מניות החברה ולהרוויח במישרין מירידה בערכה.

נוסף על כך, כדי שיוכל ליהנות מיתרונות השליטה שברשותו בלא שיצטרך לחשוש מהשתלטות עוינת, בעל השליטה צריך לבצר את מעמדו אל מול בעלי מניות המיעוט. בעל השליטה המחזיק ביותר מ-50% מזכויות ההצבעה, מבטיח עצמו מפני השתלטות עוינת ומפני התגבשות של

¹⁹² שם, שם.

¹⁹³ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Corporate Ownership Around the World', The Journal of Finance, 54(2), Apr. 1999, pp. 471-517

¹⁹⁴ ניתן לראות הפרדה כזו גם במצב קיצון של שליטה מבוזרת המכונה "שלטון מנהלים", שבה הכוח לכוון את מהלכי התאגיד נתון בידי המנהלים, אף שהזכויות ההוניות שבידיהם הן מעטות. יכולתם של מנהלים לעשות כן תלויה כמובן במידת ביצור השליטה (מפני השתלטות של גורם חיצוני).

¹⁹⁵ L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights', 1999, NBER Working Papers 6951, National Bureau of Economic Research, Inc.

קואליציית שליטה של בעלי המניות האחרים. הפרדה בין בעלות לשליטה מאפשרת לבעל השליטה לעשות זאת בלא שייאלץ להגדיל את אחוזי ההון שלו (ובכך להפחית את שווי השליטה).¹⁹⁶

בעולם המערבי יש מגוון אמצעים ליצירת הפרדה בין השליטה להון :

• פירמידת שליטה

אמצעי נפוץ להגדלת ההפרדה בין הון לשליטה הוא פירמידת שליטה.^{197 198} פירמידת שליטה היא שרשרת חברות, או אוסף של כמה שרשרות, אשר בראשן עומד בעל שליטה משותף. כל חברה בשרשרת שולטת בחברה שמתחתיה, אך אינה מחזיקה ב-100% מההון שבה. בעל השליטה שולט, במישרין, רק בחברה שבראש השרשרת, אך בעקיפין בשרשרת כולה. כך, לדוגמה, אם שרשרת השליטה מורכבת משתי שכבות, וגרעין השליטה מהווה 50% מכל חברה, אזי בעל השליטה מחזיק רק בכ-25% מההון בחברה התחתונה, אבל ב-50% מזכויות ההצבעה בה. בעל השליטה יגדיל את רווחיו אם יוכל להעביר רווחים מחברות שבתחתית הפירמידה לחברות שבראשה, מאחר שהזכות ההונית שלו עולה במעלה הפירמידה.¹⁹⁹

¹⁹⁶ R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth', Journal of Economic Literature, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655-720

¹⁹⁷ M. Faccio and L. Lang, 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395

¹⁹⁸ S. Claessens, S. Djankov and L. Lang, 'The separation of Ownership and Control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, 58, 2000, pp. 81-112

¹⁹⁹ L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights', 1999, NBER Working Papers 6951, National Bureau of Economic Research, Inc.



בעל שליטה שולט בחברה א' באמצעות החזקה ב-51% מהזכויות בהון ובהצבעה שבה. חברה א' שולטת בחברה ב' באמצעות החזקה ב-51% מהזכויות בהון ובהצבעה שבה. חברה ב' שולטת בחברה ג' באמצעות החזקה ב-51% מהזכויות בהון ובהצבעה שבה. לפיכך בעל השליטה שולט ב-51% מזכויות ההצבעה בכל אחת מן החברות.

- בחברה א' בעל השליטה מחזיק ב-51% מהזכויות בהון וב-51% מזכויות ההצבעה.
- בחברה ב' בעל השליטה מחזיק ב-26% מהזכויות בהון $(51\% \times 51\%)$ בעוד הוא שולט ב-51% מזכויות ההצבעה.
- בחברה ג' בעל השליטה מחזיק ב-13% מהזכויות בהון $(51\% \times 51\% \times 51\%)$ בעוד הוא שולט ב-51% מזכויות ההצבעה.

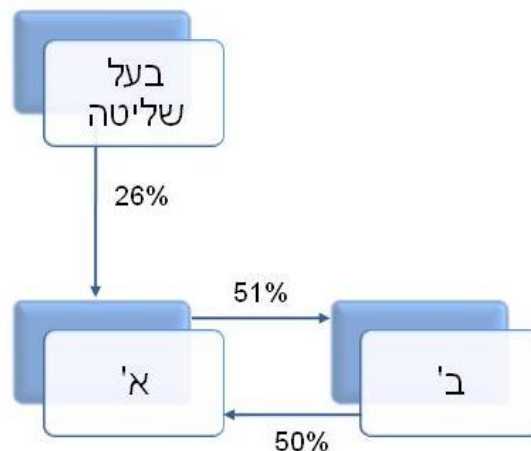
אסטרטגיה קיצונית בבניית פירמידה היא באמצעות דופליקציה, כלומר שרשרת שליטה שבה עיקר הפעילות העסקית מרוכזת בחברה התחתונה שבשרשרת, בעוד פעילות החברות העליונות מתרכזת בהחזקת החברה התחתונה. דופליקציה יכולה להתרחש כאשר חברה ציבורית יוצרת לעצמה חברה בת, מעבירה אליה את עיקר הפעילות שלה ואז מנפיקה אותה בבורסה כדי לגייס הון נוסף, תוך שמירת השליטה, או כאשר חברה ציבורית רוכשת חברה ציבורית אחרת, עם נפח פעילות גדול משלה, ומרכזת את כל המשאבים שלה בטיפול בנכסי החברה הנרכשת. דופליקציה יכולה לקרות גם כאשר החברה הבת היא כבר ציבורית, אך החברה האם, שהייתה בעבר פרטית, מונפקת לציבור – כל עוד עיקר הפעילות של החברה האם נובע מהחברה הבת. דופליקציה מאפשרת למעשה לבעל השליטה להגדיל את הפער בין בעלות לשליטה בלא הצורך לרכוש פעילות עסקית חדשה. יש להבדיל בין מצב של דופליקציה ובין קיומה של חברת אחזקות, כלומר חברה שעיקר פעילותה הוא החזקה וניהול של חברות ריאליות.

• **מניות סוג (Dual-Class Shares)**²⁰⁰

שיטה פשוטה ושקופה יותר לפיצול בין בעלות לשליטה היא השיטה המתבססת על הנפקה של כמה סוגי מניות, והקניית זכות הצבעה עדיפה למניות המוחזקות בידי בעל השליטה על פני אלה שבידי שאר בעלי המניות, אף אם לכל המניות זכויות הוניות שוות. לדוגמה, בעל השליטה יכול להנפיק לעצמו מניות "סוג א'", המהוות כ-10% מהון המניות של החברה, אך מזכות יחדיו ב-50% מזכויות ההצבעה למינוי דירקטורים. בדוגמה זו בעל השליטה מחזיק ב-10% מההון אך יש בידיו שליטה מלאה.²⁰¹

• **החזקות צולבות (Cross-Holdings)**

בשיטה זאת חברה א' מחזיקה במניות של חברה ב', אשר מחזיקה במניות של חברה א'. לדוגמה, אדם רוכש שליטה בחברה א' ומשתמש בהון שלה כדי לרכוש את השליטה בחברה ב'. לאחר מכן הוא משתמש במניות חברה ב' כדי לרכוש מניות נוספות בחברה א'. הואיל וב' נמצאת בשליטתה של חברה א', המניות של חברה א' שבבעלותה מאבדות את זכות ההצבעה, באופן שאחוזי זכויות ההצבעה בחברה א' שבידי בעל השליטה גדלים והוא יכול למכור חלק מההון שברשותו ולשמר את השליטה בידי. מאחר שהדירקטוריונים של שתי החברות מונו בידי בעל השליטה, ויצביעו על פי דברו, מבנה זה מאפשר למעשה לבעל המניות להשתמש בחלק מכספם של בעלי המניות האחרים בחברה לרכישת זכויות הצבעה לעצמו.



• **כלים כלליים לביצור שליטה**²⁰²

²⁰⁰ מניות שמקנות זכויות שונות בהון ובהצבעה. רוב המניות הללו מעניקות זכויות עודפות בהצבעה, אך ישנן גם מניות בכורה המעניקות זכויות עודפות בדיבידנד.

²⁰¹ תיקון 11 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, שהונהג בישראל ב-1990, הביא לאיחוד סוגי המניות ברובן המכריע של החברות שהנפיקו כמה סוגי מניות, באופן שמניות שיש להן יותר מזכות הצבעה אחת כמעט נכחדו.

B. Lauterbach and Y. Yafeh, 'Long Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares,' Journal of Corporate Finance, 17(2), April 2011, pp. 215-228

²⁰² משרד המשפטים מקיים בימיים אלה בחינה לעניין ביצור השליטה. הצוות ממליץ כי יושלם בהקדם הליך הבחינה האמור ותגובש הצעת חוק שתתייחס בין היתר לשליטה מבוצרת כתוצאה מהוראות הסכמיות, הוראות בתקנון, שיעור החזקות בעל השליטה בשים לב לפיזור יתר המניות בציבור או בכל דרך אחרת.

ישנם כלים נוספים לביצור שליטה אשר אינם מבוססים על יצירת מבנה בעלות קבוע.

- גוללות רעל (Poison Pill). מנהל החברה יכול להכניס לתקנון החברה תקנות שמטרתן להרתיע גורמים חיצוניים מלבצע השתלטות עוינת. ישנן מגוון אסטרטגיות שנועדו למנוע השתלטות או לייקר את עלותו של מהלך ההשתלטות. האסטרטגיה המוכרת מבניהן היא *shareholder rights plan*, ולפיה כאשר בעל מניות חדש רוכש מניות בשיעור הגבוה מרף מסוים, שאר בעלי המניות יהיו זכאים לרכוש *warrant* במחיר מוזל, אך ישנם מודלים אחרים רבים שמטרתם לדלל את האחזקות של בעל המניות החדש.
- דירקטוריון מדורג (Staggered Board of Directors). דירקטוריון מדורג הוא כינוי לסוג נהלים אשר נועדו לעכב או אף למנוע מבעל שליטה חדש למנות דירקטורים חדשים. תקנות אלה כוללות לרוב הגבלה של מספר חברי הדירקטוריון הניתנים להחלפה בכל פרק זמן נתון ודרישת ותק מינימאלי בחברה ליו"ר מועצת המנהלים. במקרים רבים דירקטוריון מדורג מהווה אמצעי להגנה מפני ביטול על גוללות רעל שנקבעו בתקנות החברה. במחקרם הראו Bebachuk, Coates & Subramanian כי דירקטוריון מדורג מפחית במידה ניכרת את ההסתברות להצלחת ניסיון השתלטות, מאריך את משך הזמן הדרוש להשתלטות אפקטיבית, מוריד את רווחי בעל השליטה החדש ואינו מביא לתשואות גבוהות יותר אשר יפצו את בעלי המניות הוותיקים על חסימת האפשרות להשתלטות עוינת.²⁰³
- חוב מורעל (Poison Debt). חוב מורעל הוא חוב המכיל התניות (covenants) שנועדו להרתיע גורם חיצוני מלבצע השתלטות עוינת על החברה. התניות חוב מורעל יכולות לכלול שינוי תנאי החוב לרעת החברה במקרה של החלפת ההנהלה או אף דרישה להחזר מיידי של החוב.²⁰⁴
- פוזיציות נגזרים (Derivatives Positions). ניתן להגיע ל"הצבעה ריקה" באמצעות קניית מניות ושימוש בפוזיציות נגזרים כדי לנטרל את הפוזיציה ההונית (או אפילו ליצור פוזיציה הון שלילית). הדבר יכול להיעשות במישרין (באמצעות "equity swaps") או באמצעות הרכבת פוזיציה סינתטית (לדוגמה על ידי מכירת אופציית Call [אופציית רכש] וקניית אופציית Put [אופציית מכר]). באופן זה בעל המניות יכול להביא לאישורן של הצעות הפוגעות בערך מניית החברה כדי לתמוך בפוזיציה אחרת (לדוגמה, פוזיציה על חברה מתחרה). טיבן של אופציות מגביל אסטרטגיה זו לטווחי זמן קצרים בלבד, ולכן היא לרוב משמשת קרנות גידור כדי להצביע בהצבעות חשובות במיוחד (כגון הצבעה על מיזוג). מאחר ששוק הנגזרים בישראל איננו מפותח, אסטרטגיה זו רלוונטית פחות לשוק הישראלי.
- Record Date Capture. במדינות רבות הזכות להצביע באספת בעלי המניות נקבעת על פי החזקה במניה בתאריך הקובע (ה-"record date"). לפיכך ניתן לזכות בזכות הצבעה באמצעות שאילת מניות בתאריך הקובע והחזרתן מיד לאחר מכן. מאחר

²⁰³ L. Bebchuk, J. Coates and G. Subramanian, 'The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy', Stanford Law Review 54, 2002, pp. 887-951

²⁰⁴ R. Clemens, 'Poison Debt: The New Takeover Defense', 42 Bus. Law. 747 (1986-1987)

שההצבעה תתרחש זמן מה לאחר התאריך הקובע, לא תהיה לשואל פוזיציה על המניה ולמעשה תתבצע "הצבעה ריקה".

מבנה הבעלות והשליטה יכול להשפיע על התמריצים לפעילות, על התחרות במשק ועל הסיכונים שבו. פגיעה במשקיעים באמצעות הפרדה בין האינטרס הכלכלי לאמצעי השליטה (decoupling) יכולה לבוא לידי ביטוי בתיעול נכסים אל בעל השליטה, בהקצאה לא יעילה של משאבים ובירידה באיכות ההנהלה. פגיעה בתחרות יכולה להתרחש בשל ממשק מרובה שווקים (multi market contact). פגיעה ביציבות יכולה לקרות עקב עלייה בפוטנציאל לסיכון מערכתי (סיסטמי).

תיעול נכסים (Tunneling)

תיעול נכסים הוא העברה של משאבים מחברה ציבורית לידי בעל השליטה בה. תיעול נכסים יכול ללוש מגוון רחב של צורות, חלקן חוקיות וחלקן לא. בחלק גדול מהשיטות הנכסים אינם מועברים הישר לכיסו של בעל השליטה אלא לחברה אחרת, ציבורית או פרטית, אשר נתונה בשליטתו. באופן טבעי תיעול נכסים מוריד את שווי החברה ובהתאמה גם את שווי המניות. לכן יעדיף בעל השליטה לתעל נכסים מחברה שבה זכותו על ההון נמוכה (להלן: "החברה המתועלת") לחברה שבה זכותו על ההון גבוהה (להלן: "חברת היעד"). במבנה שליטה פירמידאלי משמעות הדבר היא שתיעול הנכסים ייעשה מחברות שבתחתית הפירמידה לחברות שבראשה.^{205 206}

תיאורטית, בשוק הון יעיל, שיש בו אינפורמציה מלאה, מחיר מניית החברה המתועלת יכול את עלות התיעול והמשקיע החיצוני לא ייפגע מתיעול הנכסים, אולם גם במצב זה אי-הוודאות המובנית בתיעול נכסים מוסיפה למעשה פרמיית סיכון נוספת להשקעה בשוק המניות. לכן ניתן לצפות שתיעול נכסים ירתיע משקיעים מהשקעה בשוק המניות וידכא את התפתחות שוק ההון.²⁰⁷

ישנן דוגמאות רבות לדרכים שבאמצעותן ניתן לבצע תיעול, כשבעל השליטה יכול לתעל נכסים באמצעות העברה ישירה לכיסו או לחברות שבבעלותו. ייתכן תיעול באמצעות הנפקה פרטית: החברה המתועלת מנפיקה ניירות ערך במחיר מוזל, והן נקנות על ידי בעל השליטה במישרין או באמצעות חברת היעד. ההפרש בין מחיר ההנפקה למחיר השוק מועבר למעשה מהחברה המתועלת לבעל השליטה.²⁰⁸ דוגמה אחרת לתיעול היא באמצעות העברת נכסים בעסקאות בין החברה לבעל השליטה. בעל השליטה יכול להנחות את החברה המתועלת לרכוש ממנו או מחברת היעד מוצרים או שירותים במחיר הגבוה ממחיר השוק.²⁰⁹ באופן דומה בעל השליטה יכול להלוות לחברה המתועלת הלוואות בעלים בריבית גבוהה ממחיר השוק. הקושי לקבוע את שיעור ריבית השוק להלוואות בלתי נזילות מעניק יתרון לשיטה זו שכן בעקבותיו קשה גם לזהות את תיעול

²⁰⁵ S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Tunneling', The American Economic Review, 90(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27

²⁰⁶ M. Bertrand, P. Mehta and S. Mullainathan, 'Ferretting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups' The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, 117(1), February, 2002, pp. 121-148

²⁰⁷ A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', *Journal of Finance* 59, 2004, pp. 537-600

²⁰⁸ J. Baek, J. Kang and I. Lee, 'Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols', *Journal of Finance*, American Finance Association, 61(5), 2006, pp. 2415-2449

²⁰⁹ Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer. שם,

הנכסים.²¹⁰ בעל השליטה יכול גם למנות את עצמו או את קרובי משפחתו לתפקידים בחברה המתועלת ולמשוך משכורות גבוהות שאינן הולמות. כמו כן בעל השליטה יכול לתגמל בעלי תפקידים אחרים בחברה המתועלת (מנכ"ל, חברי דירקטוריון ועוד) על נאמנותם לו ועל שיתוף הפעולה שלהם בפעולות תיעול הנכסים באמצעות מינוי בכירים אלה לתפקידים בחברה המתועלת ובחברת היעד. בעל השליטה יכול לתגמל אותם על עבודה בחברת היעד באמצעות משכורת מנופחת מהחברה המתועלת. נוסף על תיעול נכסים ישיר, בעל השליטה יכול להעביר נכסים בין החברות באמצעות בניית אסטרטגיה עסקית המפלה לרעה את החברה המתועלת לטובת חברת היעד.²¹¹

אסטרטגיה אחת לכך היא הפליה בהזדמנויות עסקיות. כאשר החברה המתועלת מזהה הזדמנות עסקית בעלת NPV (Net Present Value) חיובי, בין שמדובר בשוק חדש, בפיתוח טכנולוגיה חדשה או במיזם עסקי ספציפי, יעדיף בעל השליטה שהחברה המתועלת תוותר על ההזדמנות ותאפשר לחברת היעד לתפוס את מקומה. באופן זה חלק גדול יותר מהרווח הפוטנציאלי יעבור לכיסו של בעל השליטה.²¹²

אסטרטגיה פוגענית אחרת היא מניעת תחרות. בעל השליטה יעדיף שחברות שבשליטתו לא יתחרו ביניהן, ובייחוד שחברה מתועלת לא תתחרה בחברת יעד. לכן החברה המתועלת תונחה שלא להיכנס לשווקים שבהם פועלת חברת יעד, או אף לסגת מהם. בשוק שמספר השחקנים בו קטן הדבר יכול לפגוע מאוד ברמת התחרותיות.

אסטרטגיה דומה היא חסימת פיתוח טכנולוגי. במקרים רבים טכנולוגיה חדשה עלולה להוות איום על שווקים קיימים. כך, לדוגמה, פיתוח של טכנולוגיית שיחה על גבי חיבור אינטרנט (VoIP) מהווה איום פוטנציאלי על שוק שירותי הטלפון. לכן בעל השליטה יעדיף שהחברה המתועלת לא תשקיע בפיתוח טכנולוגיות העלולות לאיים על חברת היעד. אם גיוס ההון בשוק מוגבל, אסטרטגיה זו עלולה לפגוע בצמיחה המאקרו-כלכלית של המשק.²¹³

אינדיקציה לשיעורו של תיעול נכסים יכולה להיות גודל פרמיית השליטה. ככל שתיעול הנכסים נרחב יותר, כך הפער בין שווי החברה לבעל השליטה ובין שווי החברה לבעלי המניות האחרים גדל.²¹⁴

בספרות האקדמית בעולם יש תיעוד ואפיון אמפירי לתיעול נכסים. במחקרם בחנו Bertrand, Paras & Sendhil כיצד משפיע שוק אקסוגני (זעזוע מן החוץ) חיובי בשווקים שחברות הנמצאות בתחיתתה של פירמידת שליטה שייכות אליהם, על רווחיותן של חברות הנמצאות בראש אותה הפירמידה, כאשר החברות אינן עוסקות באותו התחום. החוקרים מצאו כי שוק אקסוגני חיובי בחברה המתועלת הביא לעלייה ברווחיות חברת היעד גם כאשר החברות לא השתייכו לאותו

²¹⁰ G. Jiang, C. Lee and H. Yue 'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China Experience', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1-20

²¹¹ בשווקים שבהם יש הגנה על מחזיקי מניות המיעוט, היכולת לתעל באמצעות עסקאות בעלי עניין היא מוגבלת, אולם כאשר קשה לקבוע את כדאיות העסקה או את מחיר השוק האמיתי שלה, ייתכן תיעול גם כשנתנויות הגנות.

²¹² R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655-720

²¹³ R. Morck and B. Yeung, 'Agency Problems in Large Family Business Groups', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 2003, pp. 367-382

²¹⁴ R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

השוק וגם מעל לזכותה של חברת היעד בדיבידנדים מהחברה המתועלת. יתרה מזו, נמצא שהגידול ברווחיות בחברת היעד עקב השוק היה יותר מכפול מהגידול בחברה המתועלת. כמו כן נמצא שעיקר היתרון התבצע בין חברות שבראש הפירמידה לחברות שבתחתיתה, בלא מעורבות של חברות בשלבי הביניים של הפירמידה. עוד נמצא שעיקר פעילות היתרון התקיימה כבר ברוב הרווח הלא תפעולי.²¹⁵ מחקרים רבים נוספים הציגו מקרים או שיטות ספציפיות לתיעול נכסים במדינות בהן ישנו שיעור גבוה של הפרדה בין הון לשליטה – דרום קוריאה, צרפת, בלגיה, איטליה, הודו ורוב מדינות מזרח אסיה, ובהן סין וטאיוואן.^{216 217 218 219}

במחקרם ניצלו Albuquerque & Schroth הבדלים בגודל גרעין השליטה בחברות שונות כדי לבדוד את שווי הזכות לתעל נכסים מתוך פרמיית השליטה והראו כי ברוב המקרים עלייה בגודל גרעין השליטה מצביעה על עלייה בשיעור היתרון.²²⁰

כמה מחקרים בדקו את ההשפעה של משברים, ובפרט המשבר בדרום מזרח אסיה בסוף שנות ה-90, על תיעול נכסים ועל חברות בתחתית פירמידת שליטה. מחקרם של Lemmon & Lins בחן אם מניות של חברות שבהן התקיימה הפרדה בין הון לשליטה הציגו ביצועים שונים ממניות של חברות שבהן לא התקיימה הפרדה. המחקר הראה שחברות המקור הציגו ביצועים נחותים במובהק מביצועי חברות המטרה. החוקרים הציגו אינדיקציות לכך שבעת המשבר הגבירו בעלי השליטה את מידת תיעול הנכסים, והדבר הביא לירידה בשווי המניות. טענת החוקרים הייתה שכאשר יש לחברה אפשרויות השקעה רווחיות, יעדיפו בעלי השליטה שלא לתעל נכסים ולאפשר לחברה להשקיע את רווחיה. בפרוץ משבר הצטמצמו אפשרויות ההשקעה הרווחיות הנתונות לחברות המקור ולכן פחת התמריץ של בעלי השליטה להימנע מתיעול.²²¹ מחקרים דומים אשר בחנו את השפעת המשבר על חברות בדרום קוריאה הראו תוצאות דומות. מחקרים אלה הראו גם שחברות שבהן היו חסמים חזקים נגד תיעול נכסים, סבלו פחות מהמשבר לעומת חברות שבהן נעדרו חסמים אלה.^{222 223}

²¹⁵ M. Bertrand, M. Paras and M. Sendhil, 'Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups', The Quarterly Journal of Economics, 117(1), Feb., 2002, pp. 121-148

²¹⁶ J. Baek, J. Kang and I. Lee, 'Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols', Journal of Finance, American Finance Association, 61(5), 2006, pp. 2415-2449

²¹⁷ G. Jiang, C. Lee and H. Yue, 'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China experience', Journal of Financial Economics, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1-20

²¹⁸ K. Bae, J. Kang and J. Kim, 'Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', The Journal of Finance, 57, 2002, pp. 2695-2740

²¹⁹ S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 'Tunneling', The American Economic Review, 90(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27

²²⁰ R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

²²¹ M. Lemmon and K. Lins, 'Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis', The Journal of Finance, 58, 2003, pp. 1445-1468

²²² B. Kim and I. Leeo, 'Agency Problems and Performance of Korean Companies During the Asian Financial Crisis: Chaebol vs. Non-Chaebol Firms', Pacific-Basin Finance Journal, Elsevier, 11(3), 2003, pp. 327-348

²²³ J. Baek, J. Kang and K. Suh Park, 'Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis', Journal of Financial Economics, Elsevier, 71(2), 2004, pp. 265-313

למשטר התאגידי ולפער בין בעלות לשליטה תפקיד חשוב בקביעת מדיניות הרכישה וההתרחבות של קבוצות עסקים ופירמידות שליטה. השאיפה למקסם את יכולתו לתעל רווחים,²²⁴ או הרצון להגדיל או להרחיב את היקף הקבוצה, עלולים לתמרץ את בעל השליטה לרכוש חברות חדשות, או להרחיב את פעילותן של חברות קיימות, גם כאשר הדבר איננו נושא עמו ערך מוסף (או אף מביא לאבדן ערך) לכלל בעלי המניות. במקרה של רכישת חברה, אבדן הערך לחברה הרוכשת ינבע מתשלום פרמיית השליטה. פרמיית השליטה, הסכום המשולם בעד מניות החברה הנרכשת מעל לשווי בשוק, מבטאת גם את הערך של התועלות הללו לבעל השליטה. משמעות הדבר היא שבעלי מניות המיעוט בחברה הרוכשת משלמים בעד פרמיית השליטה אף שאינם מקבלים את תמורתה. אותו רווח עודף לבעל השליטה עלול לעודד אותו לבצע רכישות ולהרחיב את קבוצת העסקים גם כאשר אין לדבר היגיון כלכלי.²²⁵

כאשר עיקר החוב בקבוצת העסקים נמצא בחלקה העליון של הפירמידה הדבר עלול להוביל לחלוקת דיבידנדים עודפת. בעל השליטה עלול לשרת את החוב בראש הפירמידה באמצעות משיכת דיבידנד מחברות בתחתיתה. משמעות הדבר היא שמדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הנרכשת נקבעת על פי אילוצי המימון של בעל השליטה, ולא על פי אפשרויות ההשקעה העומדות בפני החברה או מצבה הפיננסי. הדבר עלול להוביל לפגיעה בשווי החברה הנרכשת או לערעור יציבותה הפיננסית עקב קיטון יתר של ההון העצמי.²²⁶

מינוף כפול

אסטרטגיה אפשרית של קבוצת עסקים במהלך של התרחבות היא יצירת מינוף כפול. מינוף כפול הוא מהלך פיננסי שבו החברה האם לוקחת לעצמה הלוואה, ומשתמשת בכספי ההלוואה לצורך רכישת מניות בחברה הבת. לאחר מכן החברה האם משתמשת במניות החברה הבת כדי להלוואה לגיוס חוב נוסף, ומשתמשת ברווחי החברה הבת כדי לשרת את שני סוגי החוב. התוצאה של מהלך זה היא מינוף מוגבר.²²⁷

ניפוח מדדים

מקרה קיצון של התרחבות הוא דופליקציה, מצב שבו חברה חסרת פעילות עסקית עצמאית מנכסת לעצמה ערך על ידי החזקה בשליטה בחברה אחרת (ראו לעיל פרק 1). דופליקציה עלולה לפגוע במדדי המניות, המהווים כיום אמצעי השקעה ומקור מידע חיוני לשוק ההון. כאשר חברות "ריקות" מוכנסות לתוך המדד במשותף עם החברות שבבעלותן, הדבר מביא לידי כך שאותה פעילות כלכלית "נספרת" פעמיים על ידי המדד. לפיכך אותה פעילות עסקית מקבלת משקל יתר

²²⁴ בין שמדובר ברכישת חברות אשר קל יותר לתעל נכסים מהן, או בהרחבת בסיס הנכסים שניתן לתעל. K. Bae, J. Kang and J. Kim, 'Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', Journal of Finance, American Finance Association, 57(6), 2002, pp. 2695-2740

²²⁶ כי לרמת המינוף בפירמידת שליטה השפעה מובהקת Mertenenes, De Jong, De Jong & Hege בנייר עבודה מצאו. A. De Jong, D. DeJong, G. Mertens and U. Hege, 'Leverage in Pyramids: When Debt Leads to Higher Dividends', ECGI - Finance Working Paper No. 261/2009, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1461492>

²²⁷ S. Ali Abbas and R. Espinoza, 'Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998-99)', Oxford Development Studies, Taylor and Francis Journals, 34(2), 2006, pp. 151-191. מאמר זה מציג את המינוף הכפול כאחד הגורמים שתורמו לפגיעות השוק המאלזי לפני המשבר בדרום מזרח אסיה.

במדד, דבר הפוגע במהימנותו של המדד כמייצג את מצבם של הענף, המשק או הקטגוריה שהוא אמור לייצג.

נטילת סיכונים עודפים והקצאת משאבים לא יעילה

נוסף על העיוות בהקצאת המקורות, העלול להיווצר עקב רצונו של בעל השליטה לתעל משאבים, קיומן של קבוצות העסקים יכול להביא להקצאה לא יעילה של משאבים גם בהיעדר תיעול. גם אם נניח שבעל השליטה מספק הגנה מושלמת לבעלי המניות, ונניח שאין תופעה של תיעול נכסים, יש חשש שקיומן של קבוצות יביא להקצאה לא יעילה של הון במשק ולפגיעה בצמיחה.²²⁸

במקרים רבים יוכל בעל השליטה בקבוצה להשתמש בהלוואות, בהנפקות פרטיות ובעסקאות בעלי עניין כדי להעביר הון בין החברות השונות שבקבוצת העסקים וכך לקיים שוק הון פנימי. כפי שצוין לעיל, שוק הון פנימי זה יכול להיות מעוות עקב שיקולים של תיעול נכסים. באין שיקולים אלה, שוק ההון הפנימי יהיה יעיל לחלוטין מאחר שבעל השליטה פותר את בעיית האינפורמציה שיש בין מלווה ללווה. ליעילות פנימית זו יכולות להיות השפעות מגוונות על יעילות המשק.

אם שוק ההון החיצוני אינו יעיל, כלומר אם עלות הביקורת מצד המלווים על לוויים היא גבוהה, קיומם של שוקי הון פנימיים יתרום להתפתחות המשק. מחוץ לקבוצת העסקים עלות הביקורת הגבוהה מרתיעה את המלווים ונוצר מצב של השקעת חסר. בתוך קבוצת העסקים בעל הון יכול להשתמש בשוק ההון הפנימי כדי לנתב השקעות בתוך הקבוצה ולהשקיע ביעילות. מנגנון זה יכול לאפשר צמיחה והתפתחות גם במשקים שבהם שוקי ההון פגומים או חסרים. ניתן לראות אינדיקציה לכך בתפקיד החיוני שמילאו קבוצות עסקים בהתפתחות הראשונית של מדינות רבות.²²⁹

אם שוק ההון החיצוני יעיל לחלוטין, לקיומן של קבוצות בעלות שוק הון פנימי לא תהיה כל השפעה. בעל השליטה יהיה אדיש לבחירה בין השקעה בפרויקטים בתוך הקבוצה לבין השקעה בפרויקטים מחוץ לקבוצה, ולא תהיה כל השקעת חסר.

בין שני מצבים אלה (מחסור בשוק הון ושוק הון יעיל לחלוטין) קיים טווח שבו קיומן של קבוצות עסקים עלול להביא לאי-יעילות ברמת המשק. בהיעדר קבוצות עסקים, וכשעלות הביקורת בינונית, רוב הפרויקטים היעילים יצאו אל הפועל ורק פרויקטים אשר התשואה שלהם קטנה מעלות הביקורת לא יבוצעו. לעומת זאת, כשיש קבוצות עסקים, בעל השליטה יוציא אל הפועל תחילה את הפרויקטים שבהם אין לו עלות ביקורת – פרויקטים בתוך קבוצת העסקים, ורק לאחר שימוצו כל הפרויקטים הללו הוא יפנה משאבים לעבר פרויקטים חיצוניים. במצב זה פרויקטים "טובים" מחוץ לקבוצה עלולים להיזנח לטובת פרויקטים "בינוניים" (פרויקטים שבהם ה-NPV נמוך יותר) בתוך הקבוצה. התוצאה הסופית ברמת המשק תהיה הקצאה לא יעילה של הון,

²²⁸ H. Alemida and D. Wolfenzon, 'A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups', The Journal of Finance, 61, 2006, pp. 2637–2680

²²⁹ T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', Journal of Economic Literature, American Economic Association, 45(2), 2007, pp. 331–372

למרות ההנחה ששוק ההון הפנימי של קבוצות העסקים יעיל לחלוטין. מצב זה רק יחמיר אם נניח שיש יתרון לגודל בגיוס הון ושרוב ההון להשקעה בשוק מרוכז בידי מספר קטן של בעלי הון.²³⁰

מלבד ההשפעה השלילית הפוטנציאלית של קבוצות עסקים על רמת התשואה של בעלי מניות המיעוט, להפרדה בין בעלות לשליטה עלולה להיות השפעה שלילית על רמת הסיכון של בעלי מניות המיעוט.

רבות נכתב בספרות האקדמית על הקשר שבין תגמול מנהלים בחברות מבוזרות ובין נטילת סיכונים עודפים. הטענה הבסיסית היא שכאשר מנהל החברה מתוגמל באמצעות אופציות, פונקציית התגמול המצופה היא א-סימטרית: הרווח הפוטנציאלי של המנהל במקרה של הצלחה גדול במידה ניכרת מההפסד הפוטנציאלי במקרה של כישלון. לכן יבקש המנהל להעלות את רמת הסיכון של הפעילות למרב האפשרי כדי למקסם את תוחלת התועלת שלו.^{231 232 233}

גם במקרה של בעלות מרוכזת, כאשר יש פער ניכר בין בעלות לשליטה, תהיה פונקציית התגמול הצפוי לבעל השליטה א-סימטרית. כאשר אחוזי הבעלות בהון של בעל השליטה נמוכים, הוא כמעט איננו חשוף להפסדי הון, ולכן כמעט לא ייפגע אם החברה תסבול הפסדים. לעומת זאת במקרה של הצלחה יוכל בעל השליטה לתעל את הרווחים לכיסו הפרטי. לכן נוצר מצב שבו הפוטנציאל לרווח של בעל השליטה במקרה של הצלחה גדול במידה ניכרת מהפוטנציאל להפסד במקרה של כישלון. לפיכך ישאף בעל השליטה לרכז את הסיכון בפעילות קבוצת העסקים באותן חברות שבהן שיעור ההחזקה שלו בהון הוא הנמוך ביותר. במצב זה בעל השליטה עלול ליטול סיכון עודף בידיעה שפוטנציאל ההפסד שלו מוגבל. במקרים שבהם פירמידות הן תופעה מאקרו-כלכלית, הדבר עלול להגביר את הסיכון המערכתי במשק.

במחקר על חברות החזקה בשוודיה נעשה ניסיון לבחון מדוע חברות החזקה שוודיות בשלבי הביניים של פירמידות שליטה שוות פחות מהמניות שבבעלותן. להשפעה של תיעול נכסים יכלו החוקרים לתת במחקרם משקל נמוך משום שתופעה זו נפוצה פחות בשוודיה (כפי שניתן ללמוד מפרמיית השליטה הנמוכה במדינה) וגם משום שכפי שהראו מחקרים קודמים, החברות בשלבי הביניים של פירמידות השליטה חשופות פחות לתיעול נכסים. החוקרים טענו שעיקר ההפרש נובע מהאמונה של בעלי מניות בחברות אלה כי השקעות עתידיות של חברת האחזקות ייבחרו על פי עלות הון נמוכה מעלות ההון בשאר המשק.²³⁴

במחקרם בחנו Gopalan, Nanda & Seru את שוקי ההון הפנימיים בהודו ומצאו כי בתוך קבוצות עסקים נפוצה התופעה של מתן הלוואות בריבית אפסית (בשנה ממוצעת סכום הלוואות

²³⁰ H. Almeida and D. Wolfenzon, 'Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 79(1), 2006, pp. 99-144

²³¹ L. Bebchuk and J. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

²³² B. Holmlstrom, 'Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment', *Journal of Corporation Law*, HeinOnline, 2004, pp.703-716

²³³ G. Sanders and D. Hambrick, 'Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance', *The Academy of Management Journal*, 50(5), 2007, pp. 1055-1078

²³⁴ M. Holmén and P. Högfeldt, 'Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment?', *International Review of Finance Ltd.*, 9(1-2), 2009, pp. 133-175

אלה עמד על 242 מיליון רופי. אצל החברות הלוות היוו הלוואות אלה 59% מה-EBIDTA.²³⁵ מחקרם הראה שהלוואות אלה לא הועברו דווקא בין חברות בתחתית הפירמידה וחברות במעלה הפירמידה, ולכן ניתן להסיק שמטרתן העיקרית לא הייתה תיעול נכסים. על פי Gopalan, Nanda & Seru, עיקר ההלוואות נועדו לקיים חברות כושלות אשר עמדו לפני פשיטת רגל.²³⁶

המחקר האמפירי על השפעתן של אופציות על סיכון ארוך טווח עדיין בחיתוליו. עם זאת בתנאי מעבדה מצאו Lefebvre & Vieider שפרטים אשר תפקדו כמנהלים ותוגמלו באמצעות אופציות בחרו רמות סיכון גבוהות מהמיטביות לבעלי המניות.²³⁷

התמדה

רווחי בעל שליטה ריכוזי נובעים משני מרכיבים נפרדים – הרווחים הנובעים מהזכויות ההוניות בחברה, והרווחים הנובעים מפרמיית השליטה. כאשר מבנה הבעלות הריכוזי אינו יעיל, עד כדי הורדת ערך החברה, שינוי של מבנה הבעלות עשוי להעלות את שווי החברה. עם זאת, מסיבות חוקיות, במהלך שינוי מבנה הבעלות רבה הסבירות שבעל השליטה לא יפוצה על פרמיית השליטה. לכן אבדן שווי הפרמיה מושת על בעל השליטה בלבד, ואילו עליית שווי החברה מתחלקת שווה בשווה בין כל בעלי המניות.²³⁸ לפיכך ככל שהפער בין בעלות לשליטה גדל, וחלקו ההוני של בעל השליטה יורד, התמריץ של בעל השליטה להעלות את שווי הפירמה ולפגוע בפרמיית השליטה על ידי שינוי מבנה הבעלות בחברה מצטמצם, ולכן קבוצות עסקיות לא יעילות יתמידו במצבן הלא יעיל, גם אם צמצום או פירוק מבנה ההחזקה יכול להעלות את שווי החברה לטובת כל בעלי המניות.^{239 240}

²³⁵ רווח לפני פחת, ריבית, מסים והפחתות.

²³⁶ Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups', Journal of Financial Economics, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795

²³⁷ M. Lefebvre and F. Vieider, 'Reining in Excessive Risk Taking by Executives: Experimental Evidence', Working Papers 1006, Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (GATE), Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS), Université Lyon 2, Ecole Normale Supérieure, 2010

²³⁸ L. Bebchuk and M. Roe, 'A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance', Stanford Law Review, 52, No. 1, 1999, pp. 127-170

²³⁹ עולה השאלה אם מצב זה יחול בכל סביבה משפטית ובכל סוג של תנאי שוק – אם החברה הלא יעילה תתמיד גם במצבים האפשריים האלה:

- רוכש חיצוני מציע הצעת רכש מפלה לטובת בעל השליטה – מצב שבו המציע יכול לפצות את בעל השליטה על אבדן פרמיית השליטה ולאחר מכן להנפיק מחדש את החברה במבנה בעלות אחר, יעיל יותר.
- בעל השליטה מחליט לקנות בעצמו את מניות החברה ולמחוק אותה ממסחר. במצב זה בעל השליטה אינו נאלץ לוותר על פרמיית השליטה וההצעה יכולה לצאת אל הפועל. הבעייתיות היא בכך שאם אין לבעל השליטה אפשרות להציע הצעת רכש מותנה (היוצאת אל הפועל רק אם כל בעלי המניות קיבלו אותה) או לכפות מכירה (squeeze out), יש סבירות שאותם בעלי מניות המסרבים להצעה, יזכו למחיר גבוה יותר בעתיד. לכן לבעלי המניות יש תמריץ לסרב להצעת הרכש והיא עשויה להיכשל.
- עולה השאלה אם תיעול הרווחים היוצר את פרמיית השליטה אינו מביא במרוצת הזמן לירידה בבסיס הערך אשר מאפשר את התיעול, ומכאן לירידה בפרמיית השליטה, עד לשלב שבו כדאי לבעל השליטה להסכים למכירת החברה.

²⁴⁰ ממחקרו של קונסטנטין קוסנקו עולה כי קבוצות עסקים בישראל מתמידות על פני שנים וזאת למרות הפרמיה של החברות המשוכחות להן Tobin's Q השלילית אשר הן מפעילות על מדד ה-ק. קוסנקו, 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק', סדרת מאמרים לדיון 2008.02, אפריל 2008, מחלקת המחקר, בנק ישראל.

כאמור, תיאורטית בעלות מרוכזת אמורה לפתור את בעיית הסוכן שבין בעלי המניות להנהלה ולהבטיח שהנהלת החברה תפעל למקסום שווי מניות החברה, אך במבט מעמיק יותר, ככל שאחוזי ההון שבידי בעל השליטה מעטים יותר, כך יקטן התמריץ שלו להגדיל את שווי מניות החברה ולעומת זאת יגדל האינטרס שלו לנצל את השליטה למטרות אחרות (ראו לעיל "תיעול נכסים"). הדבר ישפיע גם על האופן שבו הוא יבחן את מנהלי החברה ויתגמל אותם. בעל שליטה, אשר העניין העיקרי שלו הוא בתיעול נכסים, עלול שלא לבחור להעסיק ולתגמל מנהלים על פי יכולתם להגדיל את שווי מניות החברה אלא על פי נאמנותם האישית אליו והסיוע שיעניקו לו בתיעול נכסים.

מקרה בולט של תופעה זו הוא כאשר בעל השליטה או בן משפחתו הם בעלי תפקיד בחברה. במצב זה ייתכן שהם לא יבחרו להחליף את עצמם באחרים ולוותר על השליטה והמשכורת שהחברה מעניקה להם גם כאשר הם אינם מתאימים לתפקיד. כשמדובר במינוי קרוב משפחה של בעל השליטה, ייתכן שהוא איננו האדם המתאים ביותר לתפקיד אלא ששיקולים אחרים הביאו למינויו.

מחקרים המתארים את איכות ההנהלה מצאו שגידול בפער בין בעלות לשליטה פוגע ברמת ההקפדה על איכות הנהלת החברה. במחקרו בחן Volpin את הקשר שבין מבנה השליטה לבין תגמול המנהלים באיטליה בתקופה שקדמה לרפורמות המשטר התאגידי של העשור האחרון. Volpin בחן את רגישות הקשר שבין ביצועי חברה לבין ההחלפה של הנהלתה, כלומר את מידת ההשפעה של ביצועי החברה על הסיכוי להחלפת הנהלתה. תוצאות המחקר הראו שחברות בבעלות ריכוזית הציגו רגישות גבוהה כאשר אחוזי ההון של בעל השליטה היו גבוהים. ככל שירדו אחוזי ההון של בעל השליטה, כך פחתה הרגישות, כלומר התרופף הקשר בין ביצועי החברה לסיכוי להחלפת המנהל. הרגישות הנמוכה ביותר נמצאה במקרים שבהם בעל השליטה או בן משפחתו היו מנהלי החברה. במחקר דומה הגיעו Brunello, Graziano & Parigi לתוצאות דומות.^{241 242}

ממשק מרובה שווקים

ממשק מרובה שווקים מתרחש כאשר אותם מתחרים נפגשים ביותר משוק מוצרים אחד. במצב זה, בהינתן ששווקי מוצרים אלה הם מעוטי מתחרים, העלות של הורדת מחיר והגברת התחרותיות בשוק בודד על ידי אחד החברים בו עולה בצורה משמעותית. זאת מאחר וגם אם לאותו שחקן בודד לכאורה רווחי להוריד מחירים בשוק אחד הוא יחשוש לעשות זאת עקב החשש כי מתחריו יפגעו ברווחיו בשווקים האחרים שבהם הם נפגשים. כתוצאה מכך, ככל שהפירמות

²⁴¹ P. Volpin, 'Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 64(1), 2002, pp. 61-90

²⁴² G. Brunello, C. Graziano and B. Parigi, 'CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case', *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 27(6), 2003, pp. 1027-1051

נפגשות ביותר שווקים ממועטי מתחרים, ומועדים לקרטליזציה, כך נצפה לקרטליזציה גבוהה יותר בשווקים אלה.²⁴³

היכולת ליצור מבנים פירמידאליים בהם קיים פער בין בעלות לשליטה מקלה על יצירת קבוצות עסקים במבנה פירמידאלי, אשר עשויות להוות פלטפורמה נוחה ליצירת ממשק מרובה שווקים. בהינתן מספר קטן יחסית של קבוצות עסקים, קיימת הסתברות גבוהה יותר להיווצרות ממשק מרובה שווקים. ממשק מסוג אחר יכול להתרחש במצב בו קבוצה בודדת שולטת ברובו של שוק אחד ומרתיעה קבוצות אחרות מלהיכנס לשוק זה באמצעות איום בכניסה לשווקים בהם הקבוצות האחרות הן הגורם הדומיננטי. על פי מודל זה נצפה לראות כי הפעילות של קבוצות העסקים תתמקד בתחומים ממועטי תחרות.²⁴⁴

עיקר הספרות המקצועית בתחום עוסק בממשק מרובה-שווקים בתוך תחום תעשייה אחד, הפועל במספר אזורים גיאוגרפיים, או בין קבוצות גדולות עם מגוון תחומי עיסוק ותחומי חפיפה רבים. במחקרם בדקו Evans & Kessides את ההשפעה של ממשק מרובה-שווקים בין חברות תעופה בארה"ב ששירתו את אותן ערים ובאותם מסלולים על מחירי כרטיסי הטיסה, והראו שלמרות התחרות הרבה בתחום המחירים נשארים גבוהים. תופעה זו מוסברת לדעתם ע"י ה"הבלגה ההדדית" (Mutual forbearance), ו"חוק הזהב" בתעשיית התעופה- חברות חייבות לנהוג ב"סובלנות" וב-"נימוס" אחת עם השנייה, כך שאף אחת מהן לא מעזה להוזיל מחירים בנתיב או עיר מסוימים, מחשש לתגובה של החברות האחרות, שעלולות להוריד מחיר בנתיב תעופה אחר בו חברות התעופה נפגשות. על כן, נשמר סטאטוס קוו שמונע מכוחות תחרותיים לפעול בתעשייה זו.²⁴⁵

פגיעה ביציבות (ראה נספח א')

סיכון מערכתי מוגדר כאפשרות שאירוע מחולל, כגון קֶשֶׁל של חברה, קבוצת חברות או שוק, יפגע במידה ניכרת בחברות או בשווקים נוספים ויגרום נזק לכלל המשק.²⁴⁶ ניתוח של הסיכון המערכתי צריך להיעשות הן ברמת החשיבות הסיסטמית של החברה והן ברמת הפגיעות הפיננסית שלה. ארגונים בעלי חשיבות סיסטמית גבוהה מאופיינים בנפח עסקים ושיעור חוב גבוהים, בקישוריות רבה (קשרי גומלין בין החברה לחברות אחרות ובייחוד חברות העוסקות בענפים אחרים) ומידת חלופיות נמוכה (המאפיינת גורם המספק שירות חיוני כאשר אין גורם

²⁴³ D Bernheim and M Whinston, 'Multimarket Contact and Collusive Behavior', RAND Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 21(1), 1990, pp 1-26

²⁴⁴ T Khanna and Y Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', Journal of Economic Literature, American Economic Association, vol. 45(2) 2007, pp 331-372

²⁴⁵ W Evans and I Kessides. *Living by the "Golden Rule": Multimarket Contact in the U.S. Airline Industry*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 2 (May 1994), pp. 341-366

²⁴⁶ J. Bullard, C. Neely and D. Wheelock, 'Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer', Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009

אחר שיכול לתפוס את מקומו במקרה של כשל). חברות ברמת פגיעות פיננסית גבוהה מאופיינות בין השאר בשיעור מינוף גבוה, חוסר נזילות, מורכבות גבוהה והיעדר שקיפות.²⁴⁷

פער בין בעלות לשליטה מקל על יצירת קבוצות עסקים גדולות ומורכבות, הפועלות במגוון רחב של ענפים, אשר עלולות להגביר את הסיכוי לקיומו של סיכון מערכתי. זאת בשל השפעת מאפייני חברה המשתייכת לקבוצה עסקית הן על החשיבות הסיסטמית והן על הפגיעות הפיננסית. מאפיינים אלו נובעים מכך שבתוך הקבוצה העסקית יכולה להיווצר מערכת גדולה ומורכבת של קשרים מסועפים בין החברות (קשרי עסקים וקשרי חוב), אשר ניהולה מרוכז בידי גורם יחיד או מספר אנשים מצומצם (בעל השליטה ונושאי תפקידים, בכללם דירקטורים, המכהנים במספר חברות בקבוצה במקביל).

בין הגורמים המגבירים את רמת הפגיעות הפיננסית של חברה הנמצאת בקבוצת עסקים נמנים נטילת סיכונים מיותרים, תיעול נכסים על ידי בעל השליטה, חלוקת דיבידנדים עודפת ושיעור מינוף גבוה. גורמים אחרים בעלי פוטנציאל להפחית את רמת הפגיעות הפיננסית של חברה בקבוצת חברות הם, בין השאר, ביטוח הדדי – היכולת של חברות בתוך הקבוצה לפזר סיכונים ביניהן, והעובדה שהמוניטין של בעל השליטה תלוי באיכות החברות שבשליטתו, ולכן יהיה לו תמריץ לסייע להן. החשיבות הסיסטמית של חברה בקבוצת עסקים גדלה ככל שקשרי העסקים וקשרי החוב בין החברות בקבוצה רבים יותר, כל אחת מהן עשויה לגרום ל"תגובת שרשרת" דרך הקשרים שלה גם עם ספקים ולקוחות מחוץ לקבוצה וגופים פיננסיים המספקים לה אשראי (זאת בשל הריכוזיות בתחום האשראי בארץ), ו"להדביק" שווקים וחברות אחרים במשבר. החשיבות הסיסטמית מושפעת גם מההתייחסות של גורמים חיצוניים לרמת הקבוצה – התדמית של הקבוצה כולה והמוניטין של בעל השליטה משפיעים על החלטות ברמת החברה.

בנוסף למאפיינים הייחודיים לחברה המשתייכת לקבוצה עסקית, ישנם גורמים הקשורים לקבוצה העסקית עצמה ומשפיעים על רמת הפגיעות הפיננסית והחשיבות הסיסטמית ואינם בהכרח קיימים בקבוצת חברות במבנה החזקה אחר. אירועים ברמת בעל השליטה (כמו מוות או הסתבכות בפילייס) המשפיעים על כל החברות בקבוצה, כמו גם מדיניות ניהול סיכונים אחידה, יכולים להגביר את הפגיעות הפיננסית. המורכבות הרבה בקשרים בתוך הקבוצה העסקית והעמימות הנובעת מכך שהציבור לא חשוף למצבן של חברות פרטיות המוחזקות על ידי הקבוצה יוצרים קושי בהערכת סיכונים כל קבוצה בכללותה והשפעתם על הסיכון המערכתי, דבר המשפיע גם כן על הפגיעות הפיננסית של הקבוצה כולה. גיוון מוצרים ושווקים מאפשר לקבוצת העסקים לפזר סיכונים ולהתמודד טוב יותר עם הלם אקסוגני ברמת המערכת, ולכן מפחית את רמת הפגיעות הפיננסית שלה, אך מגביר את החשיבות הסיסטמית שלה בשל יכולתה להפוך אותה לגורם מוליד שיפיץ את המשבר לשווקים ומגזרים נוספים. יתר על כן, משבר בחברה אחת בקבוצת עסקים עשוי להביא לקריסה של חברות אחרות בקבוצה.²⁴⁸

²⁴⁷ Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009', Basel, 2009

²⁴⁸ Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups', Journal of Financial Economics, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795

לסיכום, קיים חשש כי קיומן של קבוצות עסקים מגביר את הפוטנציאל לסיכון מערכתי. הסיכון הוא דינאמי בגודלו ובהיתכנותו, ובשל מגוון הגורמים המשפיעים על מידת היתכנותו ובשל מורכבותם, יש קושי לכמת את הפוטנציאל לפגיעה ביציבות הקיים בכל חברה, קבוצה עסקית ובמשק בכללותו – מה שבתורו יכול להוות סיכון מערכתי שלעצמו.

מנגנוני שוק

בשוק משוכלל יש כמה פתרונות שוק לבעיית הסוכן, ובהם שוק לשליטה, בקרה באמצעות המשקיעים המוסדיים ושוק המוצרים.

שוק לשליטה

שוק לשליטה מציג את הפוטנציאל להשתלטות עוינת והחלפה של הנהלת החברה כאשר היא מציגה ביצועי חסר, סיכון המהווה אמצעי בקרה להבטחת איכות ההנהלה. גורם חיצוני הרוכש את החברה במהלך של השתלטות עוינת יכול להציע לבעלי מניות המיעוט שווי גבוה משווי השוק על חשבון הגדלת שווי שתקבל מהחלפת ההנהלה או מהחלפת בעל השליטה. לכן בשוק לשליטה משוכלל, הנהלה המציגה ביצועי חסר, או בעל שליטה הגובה פרמיית שליטה גבוהה מדי, יודחו בעקבות השתלטות עוינת. לעומת זאת, אם היכולת של גורם חיצוני לרכוש את השליטה בחברה היא מוגבלת או יקרה מדי, הדבר יאפשר להנהלת החברה לפגוע בבעלי מניות המיעוט באין מפריע, שכן בעלי מניות המיעוט אינם יכולים להחליפה.²⁴⁹

כאשר הבעלות היא ריכוזית, כמו בבעלות מבוזרת, ייעשה ניסיון לביצור השליטה בחברה. באמצעות ההפרדה בין זכויות הצבעה לזכויות הוניות (decoupling) בעל השליטה יכול להבטיח, בעלות נמוכה, שתהיה לו בעלות על רוב זכויות ההצבעה הקיימות בשוק.

מחקרים רבים הראו שחברות אשר אימצו בתקנוניהן הגבלות על החלפת השליטה, הגבלות המכונות "גוללות רעל", מציגות ביצועים נמוכים יותר לבעלי המניות מחברות החשופות להשתלטות עוינת. מחקרים אלה נעשו לרוב בעניין חברות הנתונות בבעלות מבוזרת.²⁵⁰

במחקרם טוענים Albuquerque & Schroth שבכל מקרה שבו ישנו בעל שליטה, יעדיף הרוכש הפוטנציאלי להגיע עמו להסכם להעברת השליטה לידי של הרוכש ושלא לנקוט השתלטות עוינת. ובכל זאת המחקר מראה כי ככל שהפוטנציאל להשתלטות עוינת גדול יותר, כך תקטן פרמיית השליטה ותרוסן התנהגותו של בעל השליטה.²⁵¹

בקרה באמצעות המשקיעים המוסדיים

המשקיעים המוסדיים, שלא כמשקיעים פרטיים, מחזיקים לרוב נתח החזקות גדול מספיק, ומשמעותי מספיק בתוך תיק ההשקעות שלהם, המצדיק מבחינה כלכלית בקרה על תפקוד בעל

²⁴⁹ M. Jensen and R. Ruback, 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 11(1-4), 1983, pp. 5-50

²⁵⁰ L. Bebchuk, A. Cohen and A. Ferrell, 'What Matters in Corporate Governance?', *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 22(2), 2009, pp. 783-827

²⁵¹ R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 96(1), 2010, pp. 33-55

השליטה. כאשר החזקות המשקיע המוסדי בחברה גדולות דיין, יצדיק הדבר קיום פיקוח על בעל השליטה או על הנהלת החברה. כמו כן נתח החזקות זה סולל לפני המשקיעים המוסדיים כמה דרכי השפעה על התנהלות החברה:

- המשקיעים המוסדיים, כמו כל בעל מניות ציבוריות, יכולים לפעול במסגרת אספת בעלי המניות ולהטות את הכף באותם מקרים שבהם בעל השליטה אינו מחזיק ברוב אוטומטי.
- המשקיעים המוסדיים יכולים גם להימנע מלהשתתף בהנפקה עתידית של הקבוצה, וכך למנוע מבעל השליטה והנהלת החברה גיוס הון נוסף.
- המשקיעים המוסדיים יכולים למכור מספר גדול של מניות וליצור "הצפה" של השוק. מכירה כזו תוריד את מחיר המניה ותפגע בשווי ההון של בעל השליטה.
- המשקיעים המוסדיים יכולים גם להשתמש בכלי אכיפה פרטית, כגון הגשת תביעות נגזרות.

ישנם כמה תנאים לקיומה ולמידת יעילותה של בקרה זו. תנאי אחד הוא עצמאותם של המשקיעים המוסדיים וחסינותם מהשפעתו של בעל השליטה, השפעה שיכולה להיות ישירה, במקרה שבו בעל השליטה בחברה מחזיק גם בשליטה במשקיע המוסדי, או עקיפה במצב שבו יש לבעל השליטה קשרים עסקיים עם המשקיע המוסדי ולכן הוא עשוי להגיב על התנהגותו של המשקיע באפיק אחר. לדוגמה, כאשר המשקיע המוסדי הוא חברת ביטוח, עשוי בעל השליטה, במקרה של חוסר שיתוף פעולה מצד המשקיע, להעביר את החברות שבשליטתו למבטח אחר.²⁵² ההסתברות לקיומו של מצב כזה עולה כאשר המשקיע המוסדי הוא חלק מקבוצת עסקים. במצב כזה המשקיע המוסדי צריך לחשוש לא רק מיכולתו של בעל השליטה לפגוע בפעילותו שלו אלא גם מיכולתו לפגוע בפעילות של כל החברות שבקבוצת העסקים (ראו לעיל "ממשק מרובה שווקים"). לאילוצים אלה פוטנציאל לעורר בעיית סוכן בין המשקיע המוסדי, אשר נאלץ לרצות את בעל השליטה, לבין לקוחותיו, השואפים למקסם את תשואת מניית החברה הנשלטת.^{253 254}

במחקרם הראו Per-Olof, Eklund, and Wiberg כי בחברות פירמידה בשוודיה נמצא קשר חיובי בין שיעור האחזקות של משקיעים מוסדיים ובין ביצועי החברה.²⁵⁵

שוק המוצרים

בשוק מוצרים תחרותי, החברה הלא-יעילה תוצא מהשוק. תיעול נכסים, מטבעו, פוגע ביעילות החברה. לכן בשוק מוצרים תחרותי רמות התיעול חייבות להצטמצם כדי שהחברה תמשיך להתקיים. בשוק שאינו תחרותי, יש לבעל השליטה אפשרות לקחת מהרווחים העודפים של החברה בלי להסתכן בכך שהחברה תידרדר להפסדים ותפשוט את הרגל. ככל שרמת התחרותיות

²⁵² G. Davis, and H. Kim, 'Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds', Journal of Financial Economics, Elsevier, 85(2), 2007, pp. 552-570

²⁵³ Y. Yishay and H. Assaf, 'Institutional Investors as Minority Shareholders' (April 2011). 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; ECGI – Law Working Paper No. 172/2010

²⁵⁴ M. Bianchi and L. Enriques, 'Corporate Governance In Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?', Corporate Ownership & Control, 2 (4), pp. 11-31

²⁵⁵ B. Per-Olof, J. Eklund and D. Wiberg, 'Institutional Owners and the Return on Investments', CESIS. Electronic Working Paper, 2007

עולה, הרווחים העודפים מצטמצמים ואתם גם פרמיית השליטה.²⁵⁶ כמה מחקרים בתחום מצאו שאכן יש קשר שלילי בין תחרות בשוק המוצרים לבין שווי השליטה. הדבר נמצא נכון הן בשווקים המתאפיינים בבעלות ריכוזית והן בשווקים המתאפיינים בבעלות מבוזרת.²⁵⁷

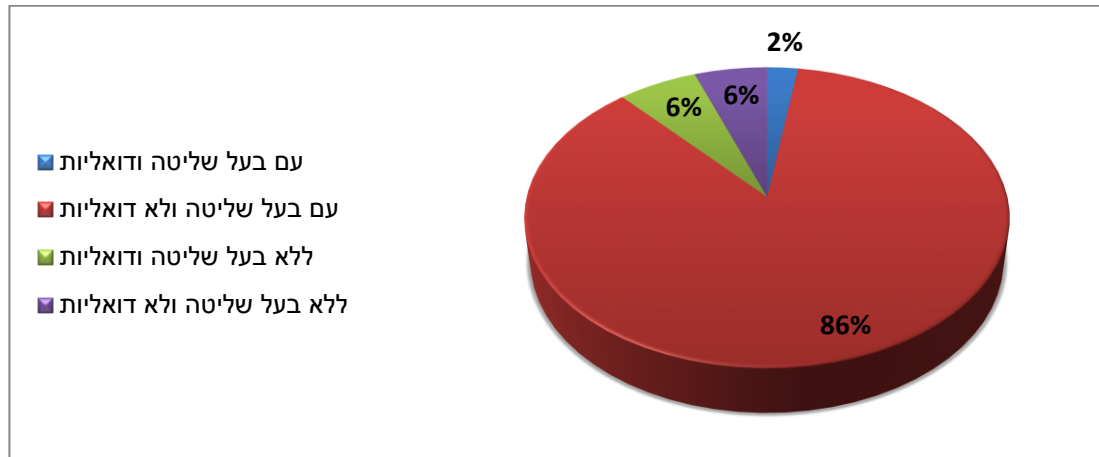
²⁵⁶ O. Hart, 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, 14(2), 1983, pp. 366-382

²⁵⁷ R. Griffith, 'Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis', IFS Working Papers W01/12, Institute for Fiscal Studies, 2001

[לא כולל את העבודה האמפירית של בנק ישראל]

מבנה הבעלות על חברות במשק הישראלי

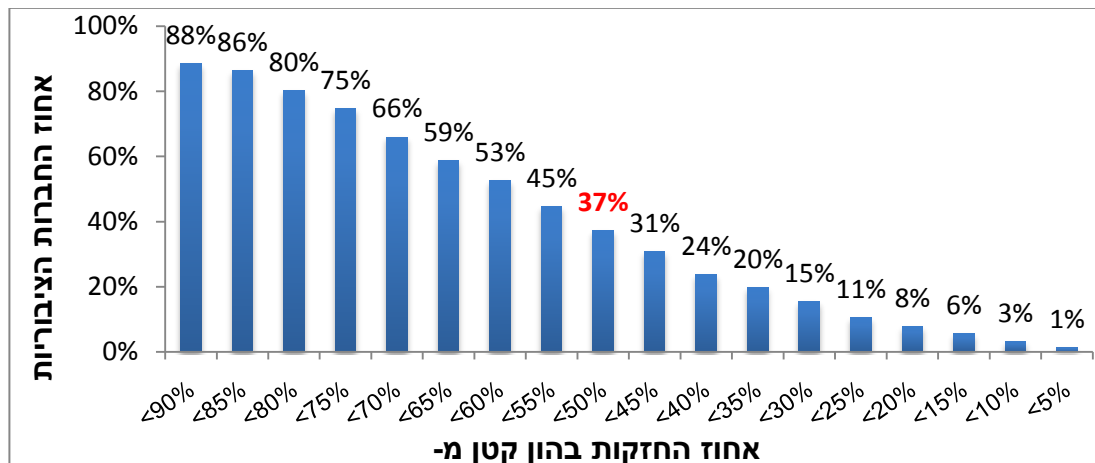
הרוב המכריע של החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה בישראל הן בבעלות ריכוזית, בין של בעל שליטה יחיד ובין של גרעין שליטה. רק 12% מן החברות הנסחרות נתונות בבעלות מבוזרת (כלומר בלא בעל שליטה) ומחציתן (כ-6%), הן חברות דואליות.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 1: התפלגות השליטה בחברות הציבוריות (נכון לחודש ספטמבר 2010).

שליטה לא בהכרח מלווה בהחזקת רוב מניותיה של חברה בידי בעל השליטה. כשאנו בוחנים את אחוזי הבעלות של בעלי השליטה בחברות בישראל, אנו מוצאים כי מבנה השליטה בישראל מתאפיין לעתים קרובות בשיעור החזקה נמוך בהון. ביותר משליש מחברות המניות הציבוריות ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה נמוכה מ-50%.



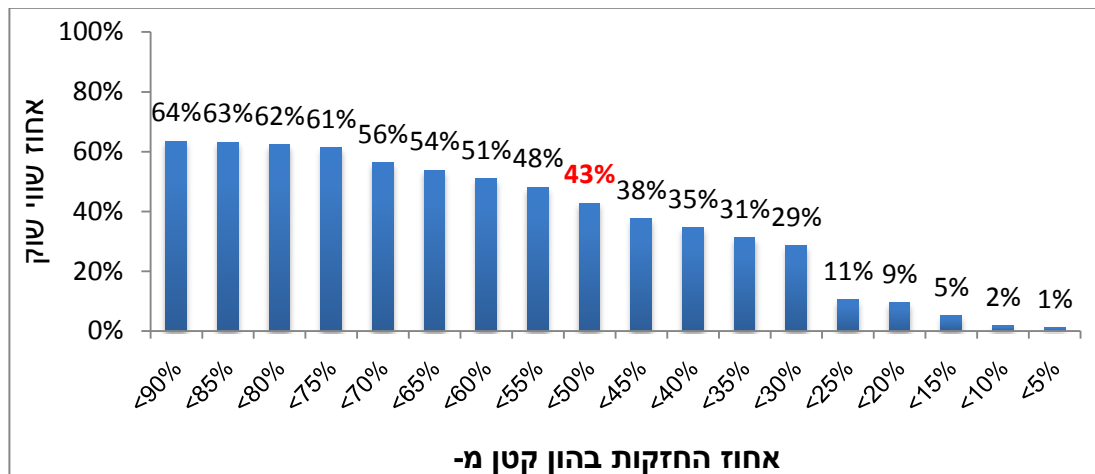
מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 2: התפלגות אחוזי החברות הציבוריות הנתונות בשליטה לפי אחוזי ההחזקה בהון של

כלל בעלי השליטה (מצטבר). בציר ה-X מתוארים טווחי ההחזקה בהון של בעלי השליטה (במרווחים של 5%).

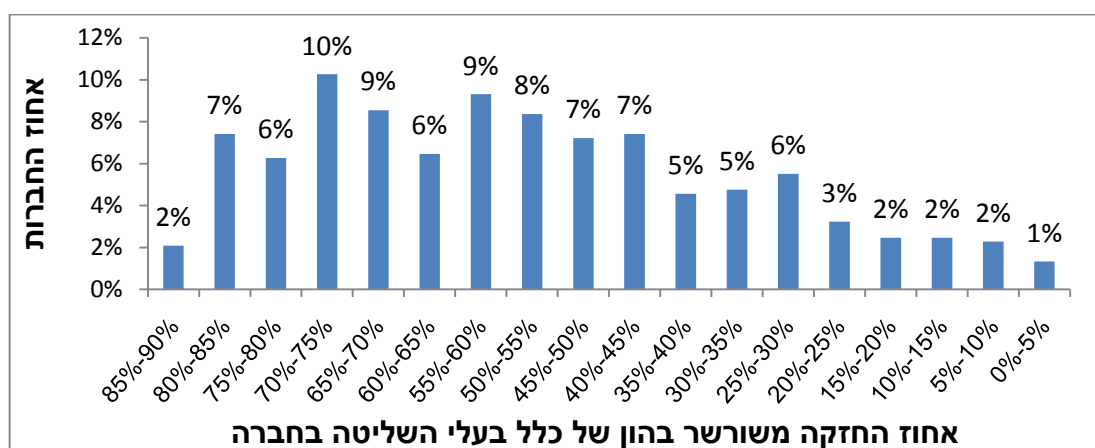
ציר ה-Y הוא האחוזים המצטברים של החברות הנשלטות בהחזקה בהון המתוארת בציר ה-X. אחוזי ההחזקה הם האחוזים המשורשים בהון של כלל בעלי השליטה ב-596 חברות ציבוריות אשר נסחרו בספטמבר 2010.

נוסף על בחינת מספר החברות, חשוב לבחון גם את גודל החברות הנשלטות בידי בעלי שליטה בהתחשב באחוזי ההחזקה בהון של בעלי השליטה בחברות אלה. בתרשים 3 מתוארות האחוזות של בעלי השליטה בהון החברה בציר ה-X, אך בשונה מתרשים 2, בציר ה-Y החברות מתוארות לפי אחוזים מצטברים משווי השוק הכולל ולא לפי אחוזים מצטברים ממספר החברות בשוק. ניתן להיווכח שחברות שאחוזי האחזקות בהון של בעלי השליטה בהן קטנים מ-30% מייצגות 29% משווי השוק של כלל החברות הציבוריות. כן ניתן לראות ששווי השוק המצטבר של חברות, שבהן ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה נמוכה מ-50%, מהווה 43% משווי השוק הכולל של כל החברות הציבוריות בעוד בחינת מספר החברות מציגה תמונה אחידה יחסית של פיזור החברות על פני אחוזי ההחזקה, כעולה מתרשים 4, מניתוח תרשים 5 עולה שבמונחי שווי שוק, 6% מהחברות, המהוות כ-30% משווי השוק של כלל החברות הציבוריות הנתונות בשליטה, מרוכזות במקטע הצר שבין 25%-ל-30% מהון החברה. כלומר במקטע זה מרוכזות חברות גדולות יחסית.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

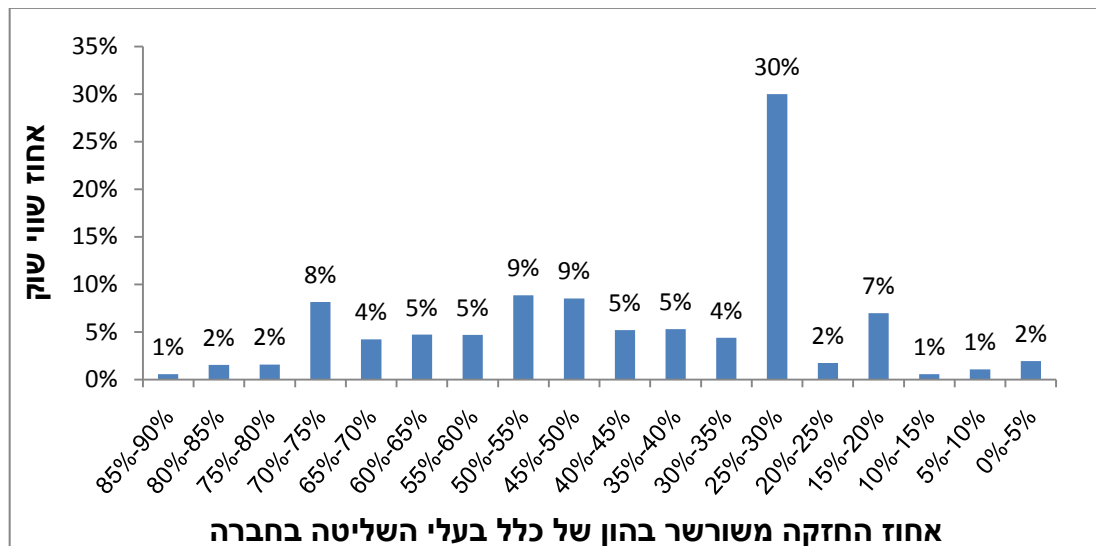
תרשים 3: התפלגות שווי שוק החברות הציבוריות הנתונות בשליטה לפי שיעור ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה. בציר ה-X מתוארים טווחי ההחזקה בהון של בעלי השליטה (במרווחים של 5%). ציר ה-Y הוא אחוזי שווי השוק המצטבר של החברות הנשלטות בהחזקה בהון המתוארת בציר X מתוך שווי השוק של כלל החברות הציבוריות במשק. אחוזי ההחזקה הם האחוזים המשורשים בהון של כלל בעלי השליטה ב- 596 חברות ציבוריות אשר נסחרו בספטמבר 2010.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 4: התפלגות מספר החברות הציבוריות הנתונות בשליטה* לפי שיעור ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה. טווח אחוזי ההחזקות המשורשות בהון במדגם, אשר נע בין 0% ל-90%, חולק ל-18 מקטעים בני 5% כל אחד, המופיעים בציר X. בהתאם למקטעים אלה, נספרו החברות אשר אחוזי ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה בהן נכללו בכל מקטע. לאחר מכן חושבו אחוזי החברות שנכללו בכל מקטע. אחוזים אלה מוצגים בציר Y.

* שליטה שאיננה בידי המדינה.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

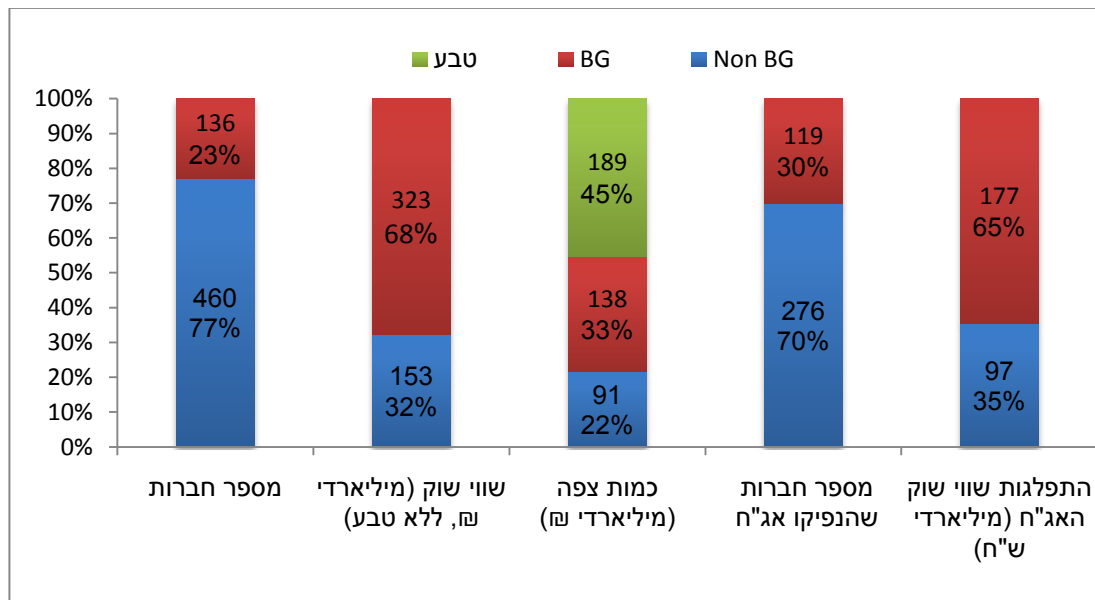
תרשים 5: התפלגות שווי שוק החברות הציבוריות הנתונות בשליטה* לפי שיעור ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה. טווח אחוזי ההחזקות המשורשרות בהון במדגם חולק ל-18 מקטעים בני 5% כל אחד, המוצגים בציר X. בהתאם למקטעים אלה נסכם שווי שוק החברות אשר אחוזי ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה בהן נכלל בכל מקטע. לאחר מכן חושבו אחוזי שווי שוק החברות שנכללו בכל מקטע. אחוזים אלה מוצגים בציר Y.

* שליטה שאיננה בידי המדינה.

קבוצות עסקיות במשק הישראלי

24 קבוצות עסקיות שולטות ב-136 (כ-23%) חברות ציבוריות מתוך 596 חברות ציבוריות (ראו תרשים 6). שווי השוק של חברות אלה מהווה כ-68% משווי השוק הכולל של החברות הציבוריות.²⁵⁸ שווי השוק של החברות הציבוריות המשתייכות לקבוצות העסקיות גדול יחסית למספרן. באופן דומה ניתן להיווכח כי גם שווי שוק האג"ח המונפק על ידי חברות אלה גדול יחסית (כ-65%).

²⁵⁸ זאת אם אין מכלילים את שווייה של חברת "טבע". לחברת "טבע" אין בעל שליטה, חלקה מסך שווי השוק של ²⁵⁸ החברות הציבוריות הוא כ-28% (נכון לספטמבר 2010, לפי שווי שוק) ונתח ניכר מפעילותה העסקית מתרחש מחוץ לישראל.



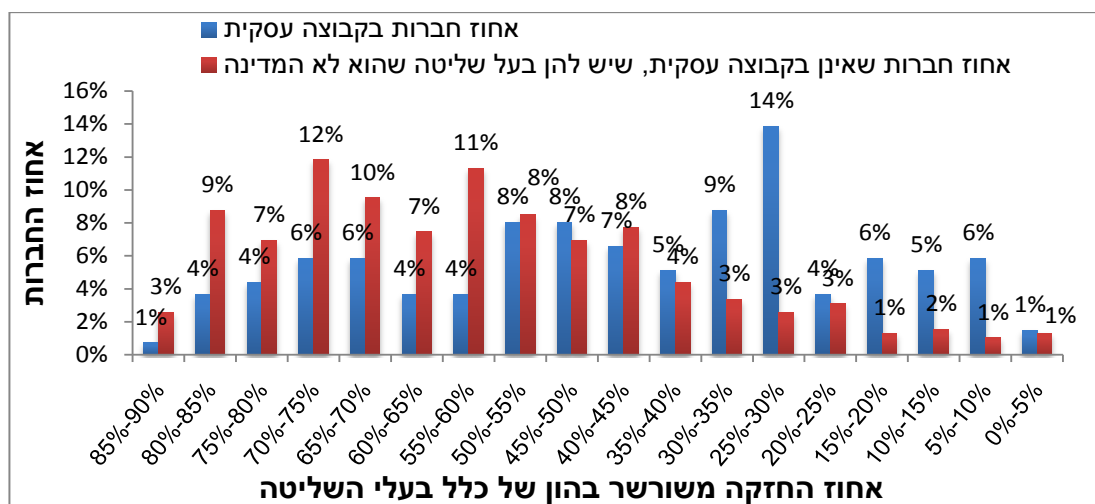
מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 6: 136 חברות ציבוריות המשתייכות ל-24 הקבוצות העסקיות* הגדולות שזוהו במשק.

BG = חברות המשתייכות לקבוצה עסקית. Non BG = חברות שאינן משתייכות לאף קבוצה עסקית.

* הכלל לזיהוי קבוצה עסקית: שלוש חברות או יותר, העוסקות בשני תחומי פעילות שונים לפחות, והנתונות לשליטת אותם בעל/משפחת/קבוצת שליטה.

בממוצע, יותר חברות המשתייכות לקבוצה עסקית נשלטות על ידי שיעור החזקות בהון הנמוך מ-50%. לעומת זאת מרבית החברות אשר אינן משתייכות לקבוצה עסקית נשלטות על ידי שיעור החזקות בהון הגבוה מ-50% מההון.



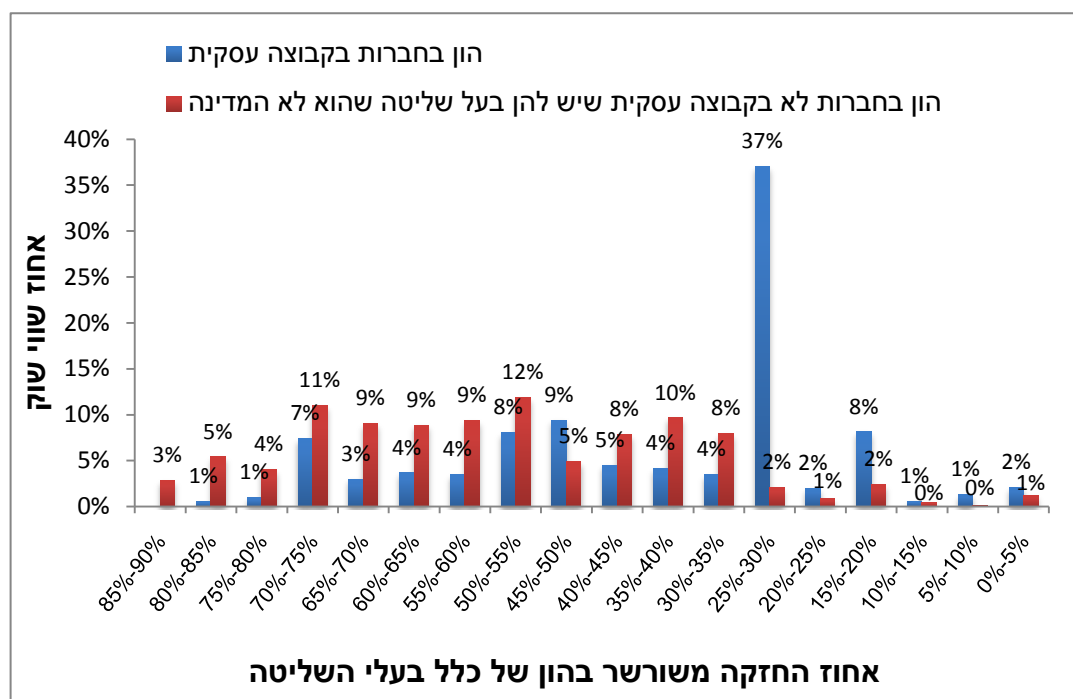
מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 7: התפלגות מספר החברות הציבוריות הנתונות בשליטה לפי שיעור ההחזקה בהון של

כלל בעלי השליטה. טווח אחוזי ההחזקות המשורשרות בהון במדגם, אשר נע בין 0% ל-90%, חולק ל-18

מקטעים בני 5% כל אחד, בציר X. עבור כל מקטע נסכם, בציר Y, מספר החברות אשר אחוזי ההחזקה בהון של בעלי השליטה בהן משתייך אליו, תוך הבחנה בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין אלה שאינן משתייכות כאמור.

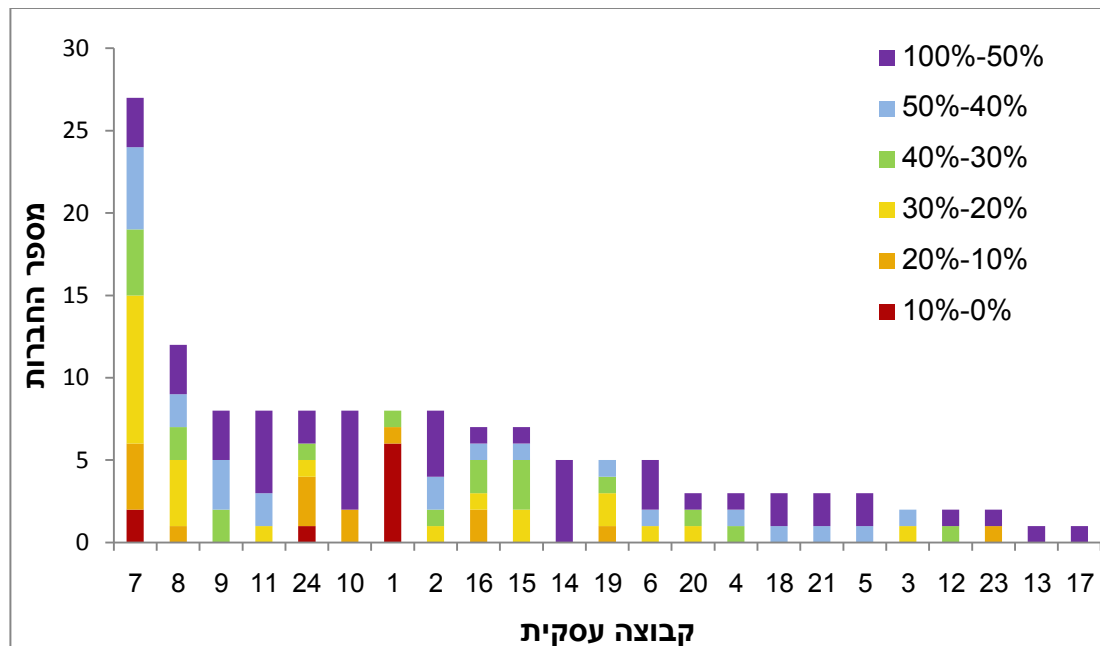
התבוננות בפיזור השליטה בכלל החברות הציבוריות שבשליטה, תוך הבחנה בין החזקות ההון של בעלי שליטה בקבוצות עסקיות לעומת החזקות ההון של בעלי שליטה בחברות שאינן בקבוצות עסקיות, מראה כי בטווח השליטה הצר שבין 25% ל-30% מהאחזקות בהון מתקיים פער חריג. בטווח שליטה זה קבוצות עסקיות שולטות בחברות המייצגות כשליש משווי שוק החברות במשק וכ-37% מכלל החברות שבשליטה. בעלי שליטה בחברות שאינן בקבוצות עסקיות כמעט אינם נוכחים בטווח שליטה צר זה. ייתכן שהדבר מלמד על העדפה של קבוצות עסקיות לבחור בשיעור החזקות הנע בטווח שבין 25% ל-30%.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 8: התפלגות שווי שוק החברות הציבוריות שבשליטה לפי שיעור ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה. טווח אחוזי ההחזקות המשורשרות בהון במדגם, אשר נע בין 0% ל-90%, חולק ל-18 מקטעים בני 5% כל אחד, בציר X. עבור כל מקטע נסכם, בציר Y, מספר החברות אשר אחוזי ההחזקה בהון של בעלי השליטה בהן משתייך אליו, תוך הבחנה בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין אלה שאינן משתייכות אליהן. וחושב סך שווי השוק של החברות, לפי אחוזי השליטה של כלל בעלי השליטה בהן, מחולק לסך שווי השוק של החברות, בכל קטגוריה.

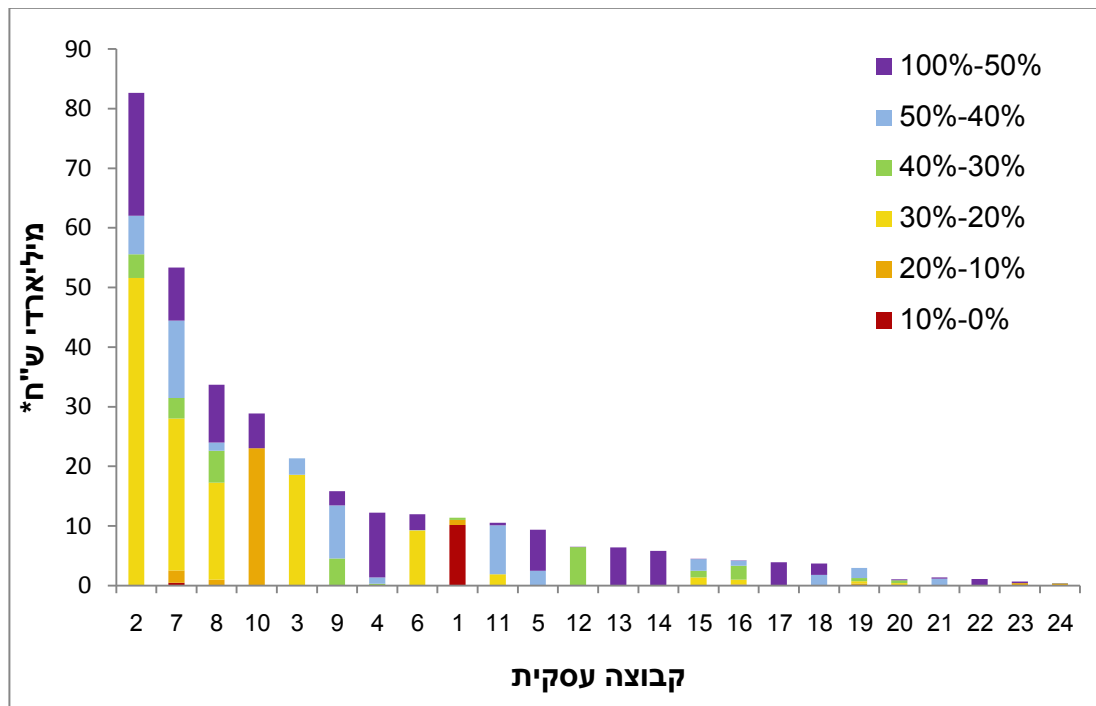
נדגיש כי גם הסתכלות במספר החברות ושווי שוק החברות בתוך כל קבוצה עסקית, בחלוקה לקטגוריות של שיעורי ההחזקה בהן, מלמדת כי רק שיעור קטן מן החברות נמצא במקטע השליטה של 50% ומעלה, וכן כי נתח עיקרי משווי השוק מוחזק במקטע השליטה של 50% או פחות מהון המניות של החברה.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 9: התפלגות מספר החברות – לפי מדרגות שיעור החזקה של כלל בעלי השליטה.

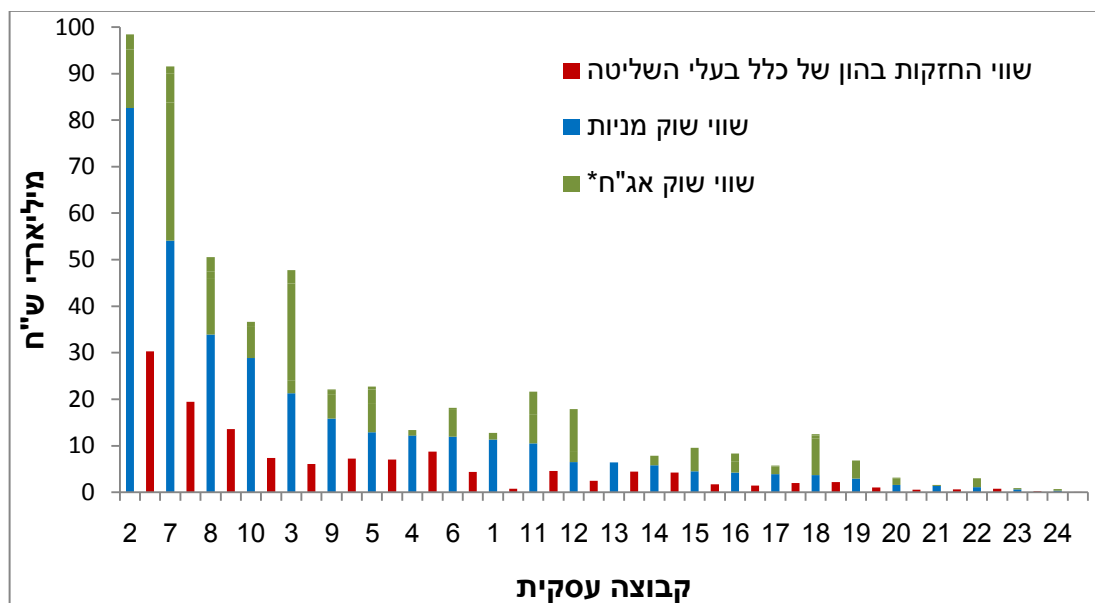
החברות הציבוריות בקבוצות העסקיות ממוינות לפי שישה מקטעים של אחוזי ההחזקות בהן, המשורשר, של כלל בעלי השליטה בהן וסכימתן, בכל קבוצה, לפי מקטעים אלה.



מקור : המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 10 : **התפלגות שווי שוק לפי מדרגות שיעור ההחזקה של כלל בעלי השליטה.** החברות בקבוצות העסקיות ממוינות לפי שישה מקטעים של אחוזי ההחזקות בהון, המשווים, של כלל בעלי השליטה בהן, וסכימת שווי השוק בכל קבוצה לפי מקטעים אלה.
* שווי שוק מעודכן ל-30.6.2010

בתרשים 11 מתוארות האחזקות בהון של בעלי השליטה בחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות בהשוואה למרכיבי שווי השוק של המניות ושל איגרות החוב של חברות המשתייכות לקבוצות אלה. ההשוואה מלמדת על פער גדול בין שווי החזקות בעלי הקבוצה בהון לבין שווי שוק המניות והאג"ח של כלל החברות בקבוצה.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 11: התפלגות שווי השוק של המניות שבידי בעלי השליטה ושווי האג"ח שהונפק על ידי

בעלי השליטה. שווי שוק המניות של החברות בקבוצות העסקיות לעומת שווי השוק של האג"ח אשר הונפק על ידי

חברות אלה. שווי שוק זה מוצג לעומת שווי ההחזקות בהון של כלל בעלי השליטה בחברות בכל קבוצה. המספרים

בציר ה-X הם מספרים שרירותיים המייצגים את הקבוצות העסקיות שבמדגם לכל אורך מסמך זה (כלומר כל קבוצה

עסקית מיוצגת באמצעות אותו מספר קבוצה בכל הגרפים שבהם נעשה שימוש במספרים מזהים אלה).

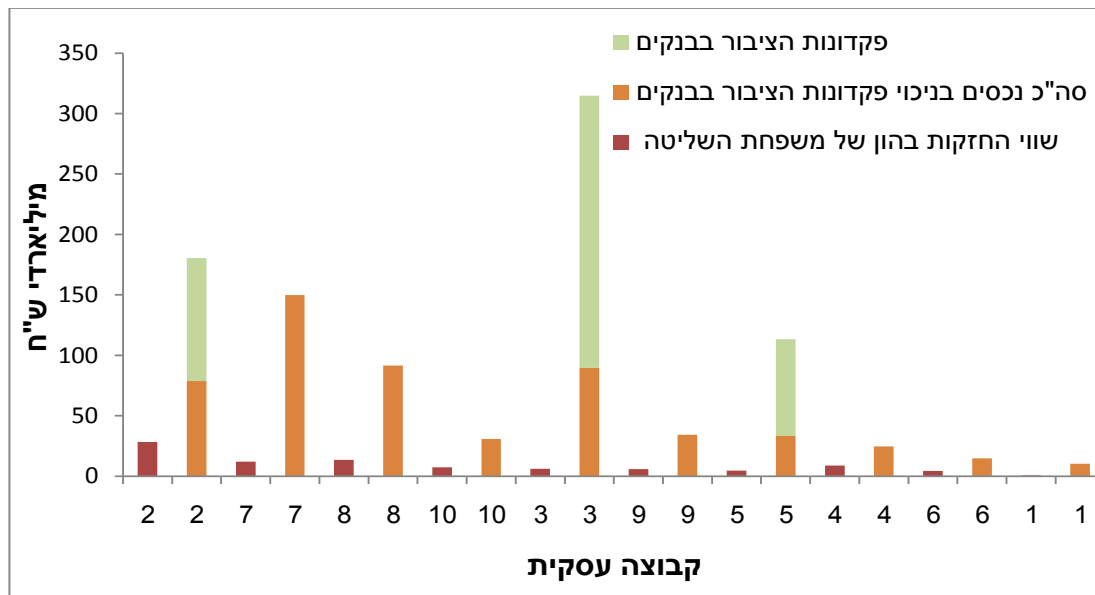
* שווי שוק האג"ח כולל אג"ח קונצרני, אג"ח להמרה, אג"ח של חברות פרטיות בקבוצה ורצף מוסדיים. כמו כן

מדובר בהחזקה ישירה ועקיפה בהון. בתור אומדן לשווי שוק של אג"ח הנסחר ברצף מוסדיים נעשה שימוש בערך הון

מונפק ונפרע.

** נתונים נכונים ל-30.6.2010

דרך נוספת להמחשת הפער שבין ההחזקה בהון של בעלי השליטה בקבוצות העסקיות לבין גודל הקבוצות היא השוואת סך שווי האחזקות בהון של כלל בעלי השליטה, בחברות בקבוצה, לשווי הנכסים הנובע מהחזקות אלה. הנכסים המנוהלים בידי בעלי שליטה בקבוצות עסקיות מורכבים מפיקדונות הציבור בבנקים וסוגי נכסים אחרים. ההבחנה בין פיקדונות הציבור לבין הנכסים האחרים נובעת מהרגולציה שפיקדונות הציבור כפופים לה. בתרשים 12 שלהלן ניתן לראות את הפער שבין ההון השייך לבעלי השליטה בקבוצות לבין שווי הנכסים אשר בשליטתם.

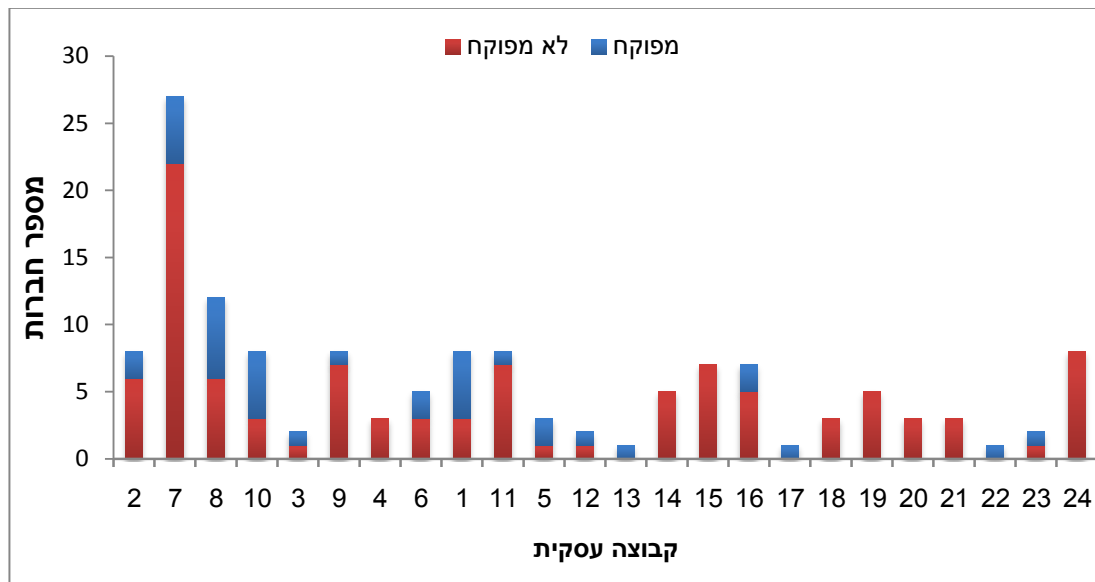


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 12: שווי הנכסים לעומת שווי ההחזקה בהון של משפחת השליטה (10 הקבוצות הגדולות).

סך שווי הנכסים בחברות המשתייכות לעשר הקבוצות העסקיות הגדולות, מופרד לפיקדונות הציבור בבנקים ולשאר הנכסים, ולעומתם, סך שווי ההחזקה בהון של כלל בעלי השליטה בחברות המשתייכות לקבוצות אלה. * נתונים נכונים ל-30.6.2010

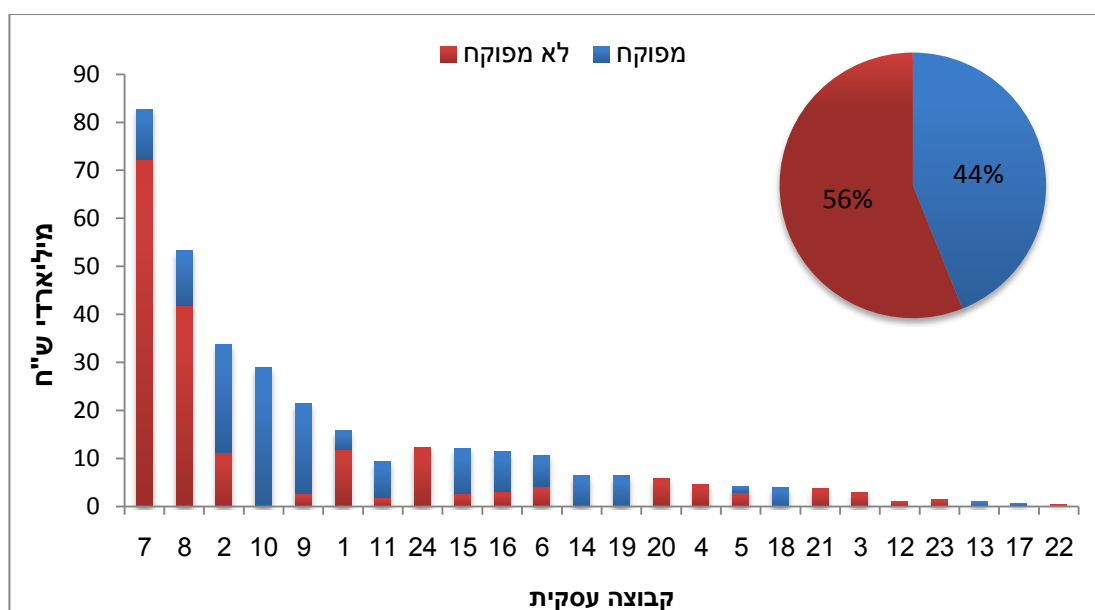
בדיקת התפלגות האחזקות של הקבוצות העסקיות בתחומים מפוקחים לעומת תחומים שאינם מפוקחים מראה כי רוב ההון ברוב הקבוצות העסקיות שייך לתחומים אשר אינם מפוקחים. סביר שהפרדה בין נכסים ריאליים לנכסים פיננסיים תגדיל את שיעור החברות הלא מפוקחות בקבוצות. הפרדה כזאת תקטין מגע בין קבוצות בכמה תחומים לא מפוקחים ותצמצם אולי גם את בעיית הממשק מרובה השווקים המתוארת לעיל בפרק 2.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 13: מספר החברות בכל קבוצה עסקית – לפי פיקוח בתחום.

תחומי העיסוק לקוחים ממאגר הנתונים של "דן אנד ברדסטריט ישראל", מסווגים לקטגוריות תעשייה סטנדרטיות (SIC) וממוינים לתחומים מפוקחים ולתחומים שאינם מפוקחים. חברות אשר מספר התעשייה שלהן התאים לתחומים המפוקחים: בנקים – 60, חברות ביטוח – 64, קמעונאות דלק – 55, תקשורת – 48, הוגדרו כחברות מפוקחות. באופן זה, בכל אחת מ-24 הקבוצות העסקיות נסכמו החברות בכל קטגוריה.

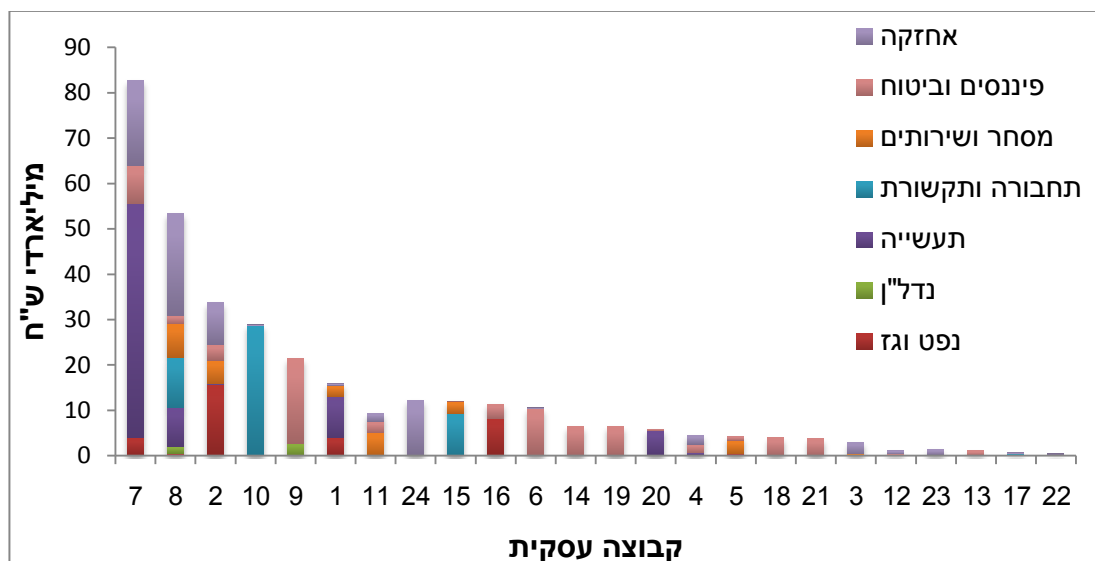


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 14: שווי החברות בכל קבוצה עסקית לפי פיקוח בתחום.

שווי השוק של החברות, ב-24 הקבוצות העסקיות, לפי חלוקה לחברות מפוקחות ולחברות שאינן מפוקחות. בתור חברות לא מפוקחות, הוכללו גם חברות אחזקה. לפיכך תיתכן ספירה כפולה של הון ככל שחברות המוחזקות על ידי חברות אלה הן גם ציבוריות. *שווי שוק נכון ל-30.6.2010

חלוקת שווי השוק בחברות שבקבוצות העסקיות לפי תחומי פעילות מראה שבהרבה מהקבוצות יש גיוון רב והחברות עוסקות בתחומים שונים ואינן מרוכזות בתחום פעילות אחד.

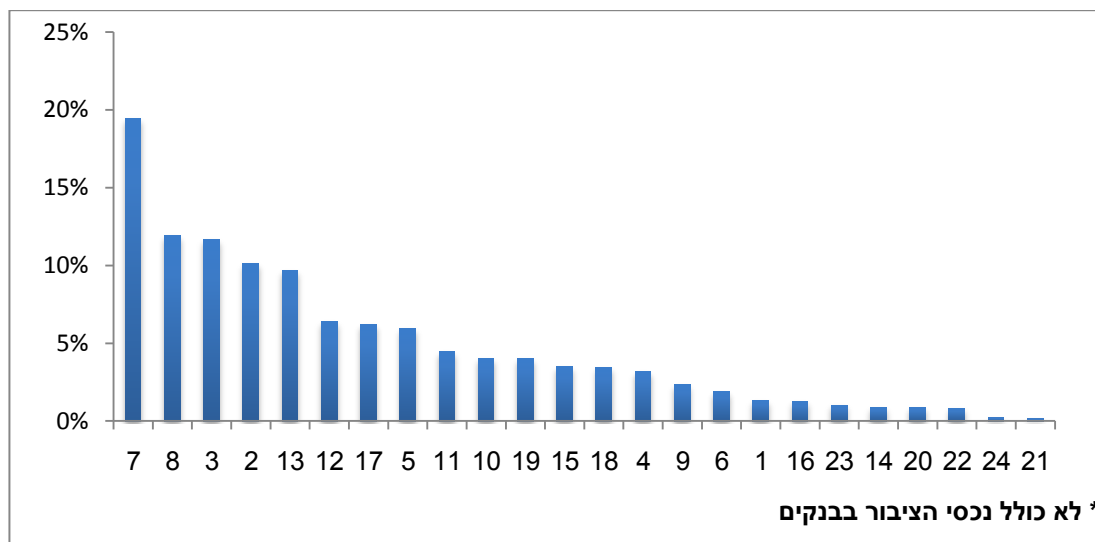


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 15: שווי חברות מצטבר בכל קבוצה עסקית – לפי תחומי פעילות. עבור כל חברה במדגם נאספו תחומי העיסוק ממאגר הנתונים של "דן אנד ברדסטריט ישראל" ואלה סווגו לקטגוריות תעשייה סטנדרטיות (SIC). מתוך סיווגים אלה מוינו החברות לשישה תחומי פעילות עסקיים ולחברות אשר הוגדרו כ"חברות אחזקה". לבסוף נסכם סך שווי השוק (נכון ל-30.6.2010) של החברות, בכל תחום עיסוק ובכל קבוצה עסקית.

גודל הקבוצות העסקיות כשיעור מהתמ"ג

הקבוצה העסקית הגדולה ביותר מחזיקה נכסים בשווי 19.4% מהתמ"ג. חמש הקבוצות הגדולות מחזיקות בנכסים בשווי 62.8% מהתמ"ג.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 16: נכסים בקבוצה כחלק מהתמ"ג – לפי קבוצות עסקיות. כדי לאמוד את מידת ההשפעה של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות על כלל המשק מוצגים

בטבלה 1 אומדנים לכמות ההון בעשר הקבוצות הללו, יחסית למלאי ההון הנקי (הון נקי, לפי הגדרת הלמ"ס: סך כל הערך המופחת של כל הנכסים הקבועים שעדיין בשימוש).

יחסים אלה עשויים להוות אומדן לא רק למידת השפעתן של קבוצות עסקיות על המשק אלא גם לתלות המשק בכל אחת ואחת מהן בנפרד ולמידת שרידותו של המשק במקרה של קריסת אחת הקבוצות או היקלעות של מי מהן לקשיים.

טבלה 1: עשר הקבוצות הגדולות במונחי שווי שוק בניכוי פיקדונות הציבור בבנקים.

חלקי מלאי הון נקי*		חלקי תמ"ג			
קבוצה	אחוז שווי שוק משווי כולל	נכסים בקבוצה מכירות בקבוצה	נכסים בקבוצה מכירות בקבוצה	מכירות בקבוצה	מכירות בקבוצה
א	12.15%	10.38%	6.82%	10.14%	6.66%
ב	7.85%	19.92%	5.91%	19.49%	5.77%
ג	4.98%	12.19%	5.96%	11.90%	5.82%
ד	4.24%	4.12%	0.23%	4.02%	0.23%
ה	3.14%	11.95%	1.92%	11.67%	1.87%
ו	2.33%	2.39%	1.65%	2.33%	1.61%
ז	1.38%	6.06%	0.96%	5.92%	0.93%
ח	1.80%	3.28%	0.61%	3.20%	0.59%
ט	1.76%	1.96%	0.24%	1.92%	0.23%
י	1.67%	1.37%	0.10%	1.33%	0.09%
סה"כ	41.28%	73.62%	24.39%	71.93%	23.82%

מקור: בנק ישראל ורשות ניירות ערך. עיבוד הנתונים: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

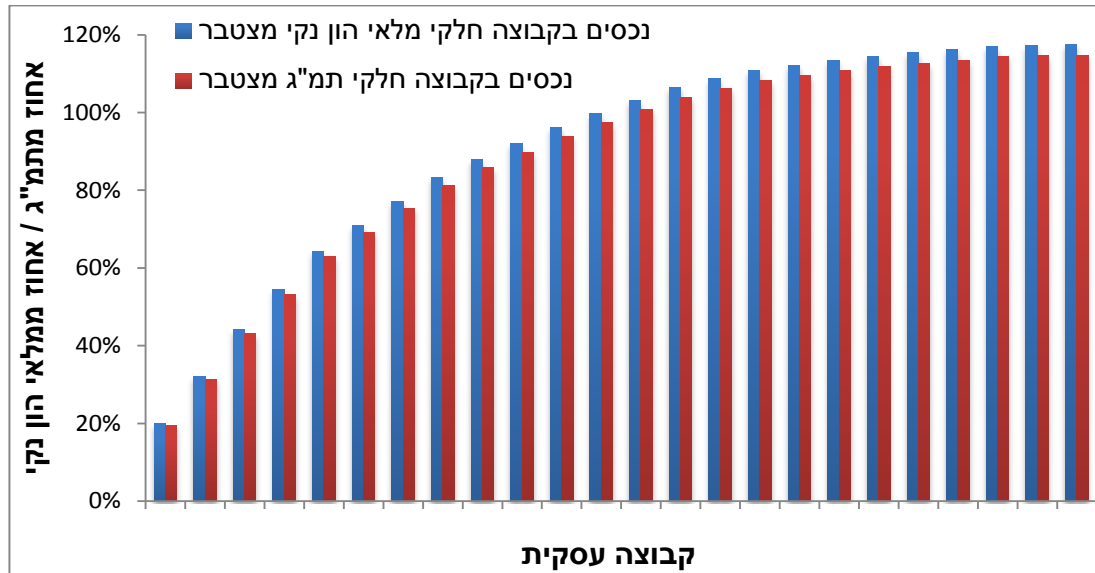
טבלה 2 מתארת את הנכסים בקבוצה, לרבות פיקדונות הציבור בבנקים שבשליטת הקבוצה. תוספת זאת מעידה על יכולתם של הבנקים להשתמש בפיקדונות הציבור כדי לתת הלוואות לחברות בתוך הקבוצה או מחוץ לה. עם זאת יש לציין כי קיומו של הפיקוח על הבנקים, כמו גם החקיקה בעקבות ועדת בכר, מצמצמים את הסיכונים העלולים לנבוע מכך.

טבלה 2: עשר הקבוצות הגדולות במונחי שווי שוק, לרבות פיקדונות הציבור בבנקים.

קבוצה	אחוז שווי שוק משווי כולל	חלקי מלאי הון נקי*		חלקי תמ"ג*	
		נכסים בקבוצה	מכירות בקבוצה	נכסים בקבוצה	מכירות בקבוצה
א	12.15%	23.93%	6.82%	23.37%	6.66%
ב	7.85%	19.92%	5.91%	19.46%	5.77%
ג	4.95%	12.19%	5.96%	11.90%	5.82%
ד	4.24%	4.12%	0.23%	4.02%	0.23%
ה	3.14%	41.97%	1.92%	40.99%	1.87%
ו	2.33%	2.39%	1.65%	2.33%	1.61%
ז	1.38%	16.74%	0.96%	16.35%	0.93%
ח	1.80%	3.28%	0.61%	3.20%	0.59%
ט	1.76%	1.96%	0.24%	1.92%	0.23%
י	1.67%	1.37%	0.10%	1.33%	0.09%
סה"כ	41.28%	127.85%	24.39%	124.86%	23.82%

מקור הנתונים בנק ישראל ורשות ניירות ערך. עיבוד הנתונים המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 17 מתאר את היחס בין שווי הנכסים המצטבר, מהקבוצה הגדולה ביותר ועד לקבוצה הקטנה ביותר, לבין התמ"ג ומלאי ההון הנקי. ניתן לראות כי מהקבוצה ה-13 בגודלה ואילך, התוספת השולית ליחסים אלה קטנה במידה ניכרת בהשוואה לקבוצות הגדולות במשך.



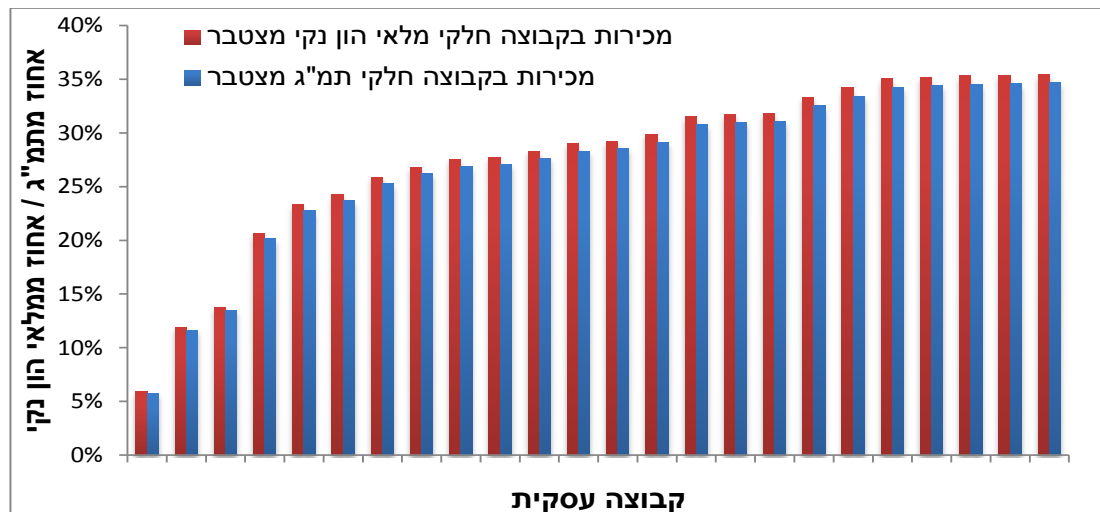
מקור: בנק ישראל. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 17: שווי נכסים חלקי תמ"ג ומלאי הון נקי, נתונים מצטברים.

הערה: נכסי הבנקים לרבות פיקדונות הציבור

בתרשים 18 מתואר היחס המצטבר בקרב הקבוצות העסקיות, מהקבוצה הגדולה ביותר ועד לקבוצה הקטנה ביותר, בין המכירות בקבוצה לבין התמ"ג ומלאי ההון הנקי. יש לציין שהנכסים

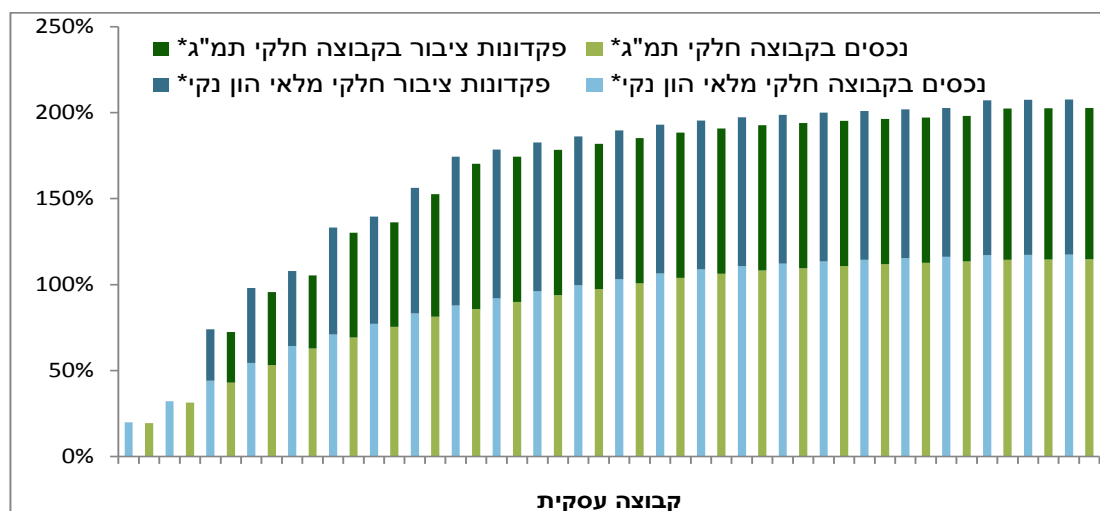
בקבוצה, כמו מלאי ההון הנקי, הם נתוני מלאי, ואילו התמ"ג, כמו גם המכירות בקבוצה, הם נתוני זרם. הדמיון בין התוצאות עשוי לחדד את תמונת הסיכון המערכתית שעלול לנבוע מקיומן של הקבוצות. גם כאן ניתן לראות שישנן כמה קבוצות המוסיפות שיעור גדול ליחס זה, לעומת הקבוצות הקטנות המוסיפות שיעור קטן ליחס.



מקור: בנק ישראל. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 18: סך מכירות חלקי תמ"ג ומלאי הון נקי, נתונים מצטברים.

חישוב היחס בין שווי הנכסים המצטבר, הכולל את פיקדונות הציבור, מהקבוצה הגדולה ביותר ועד לקבוצה הקטנה ביותר, לבין התמ"ג ומלאי ההון הנקי, מראה כי הנכסים ב-18 הקבוצות העסקיות הגדולות, יחד עם פיקדונות הציבור בבנקים, מהווים כפליים ממלאי ההון הנקי ומהווים, אגב כך, אומדן ליחס שבין ההון שבשליטת הקבוצות העסקיות לנתונים המאקרו-כלכליים של המשק.



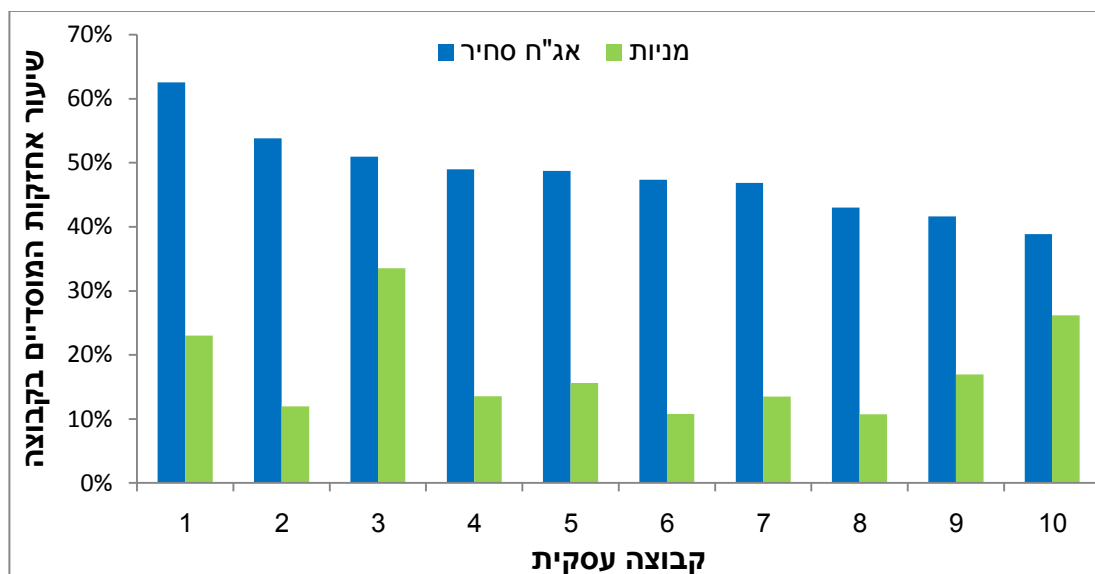
מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 19: שווי נכסים בקבוצה בתוספת פיקדונות ציבור חלקי התמ"ג ומלאי ההון הנקי, נתונים מצטברים.

החזקות גופים מוסדיים בקבוצות, והחזקות הקבוצות בגופים מוסדיים

ניתן להיווכח ששיעור ניכר מהמניות, ואף יותר מכך מהאג"ח, של החברות בקבוצות העסקיות, מוחזק בידי משקיעים מוסדיים. החזקות אלה, יחד עם שיוכם של חלק מהגופים הפיננסיים

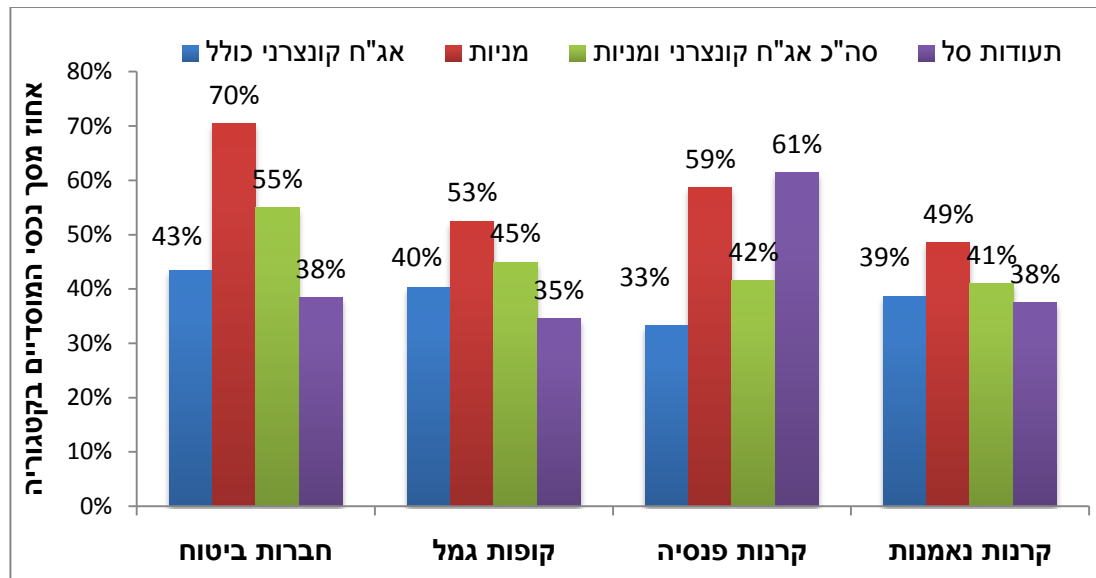
לקבוצות העסקיות, עלולים לרמוז על האפשרות לבעיות הממשק מרובה השווקים שהוצגו לעיל בפרק 2.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 20: אחוזי ההחזקה של משקיעים מוסדיים בהון ובאג"ח של עשר הקבוצות הגדולות. הרכב ניירות הערך, נתונים על החזקות ונכסים של הגופים המוסדיים ונתוני שווי שוק נכונים ל-31.12.2010. בחברה השייכת למספר קבוצות עסקיות, ייתכן וניירות הערך שלה ייספרו פעמיים.

יחד עם החלק בנכסי עשר הקבוצות הגדולות, המוחזק בידי משקיעים מוסדיים, מעניין להתבונן ביחס ה"הפוך" – החלק בהשקעות המוסדיים המורכב מנכסי עשר הקבוצות הגדולות. בתרשים 22 רואים כי שיעור ניכר מהונם של המשקיעים המוסדיים משמש לשם השקעה בנכסים של חברות בקבוצות עסקיות. ניתן לראות שחלק גדול מהמניות ומחוב הקבוצות מוחזק בידי משקיעים מוסדיים, וכי החזקות אלה מייצגות שיעור ניכר מתיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים.

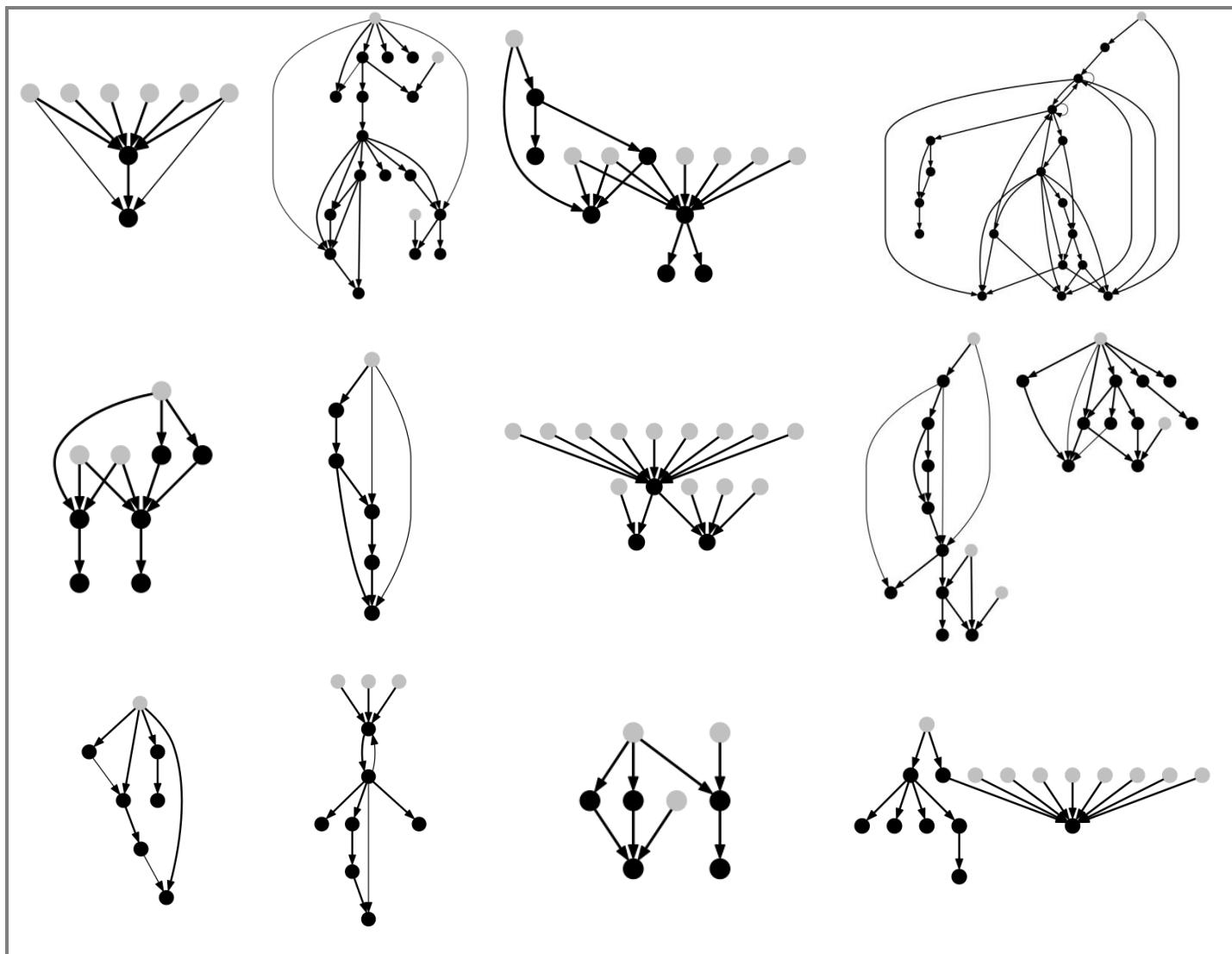


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

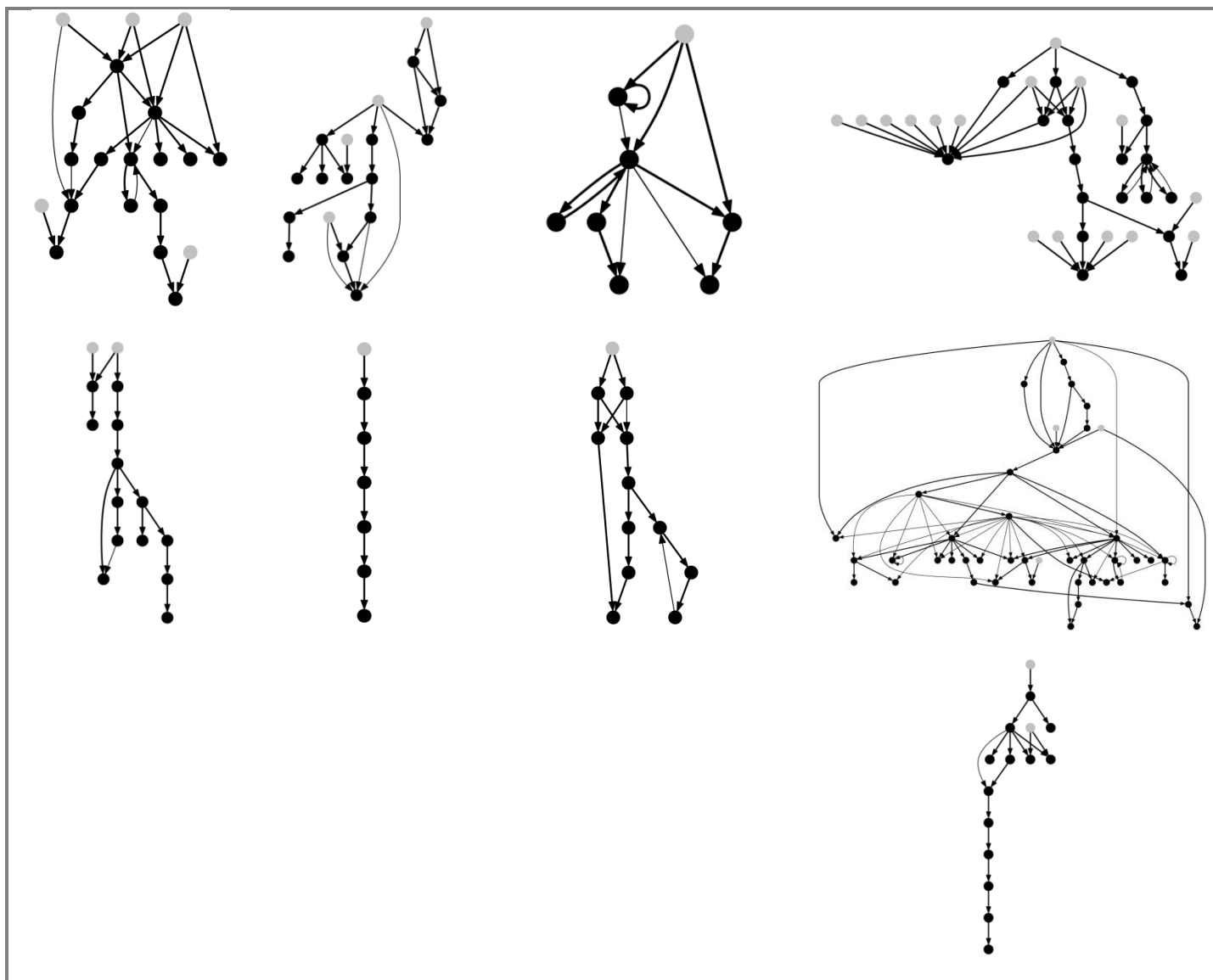
תרשים 21: השקעה בניירות ערך של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות במשק כשיעור באחוזים מסך הנכסים של הגופים המוסדיים (לפי סוג נייר ערך).

הערה: קבוצות עסקיות הוגדרו נכון לספטמבר 2010, הרכב ניירות הערך ונתונים לעניין החזקות ונכסים של הגופים המוסדיים נכונים ל-31.12.2010 (ככל שחברה שייכת לכמה קבוצות עסקיות, ניירות הערך שלה ייספרו פעמים מספר) * תעודות סל מונפקות על ידי חברות השייכות לעשר הקבוצות העסקיות הגדולות במשק.

פירמידות הן מבנה שליטה נפוץ בקרב הקבוצות העסקיות בשוק הישראלי. יש גיוון רב בתצורות הפירמידות, הן במידת הסינוף והן במורכבות הקשרים שבהן. מגוון תצורות זה מזכיר מבנים משווקים אחרים שבהם רווחת התופעה.²⁵⁹ בתרשימים 22-23 בהתאמה מובא תיאור גרפי של כמה ממבנים אלה.



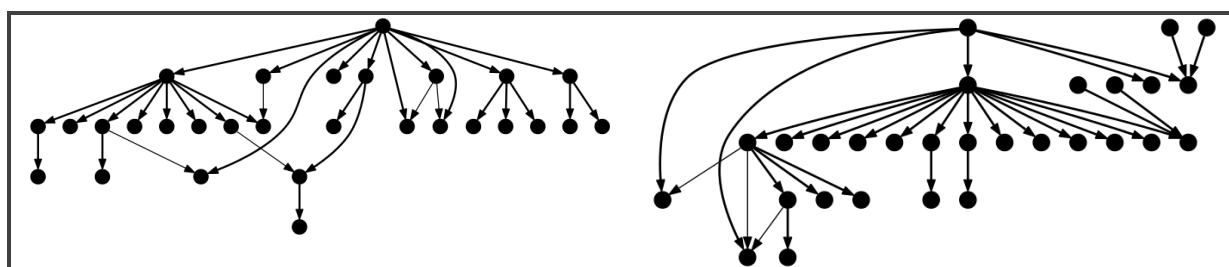
²⁵⁹ פירמידות במזרח אסיה, ובפרט בקוריאה, היוו את אחד ממבני השליטה העיקריים, ואף הוצגו כאחד ממושאי הביקורת העיקריים, לפני הרפורמה שהונהגה בקוריאה ב-1998.

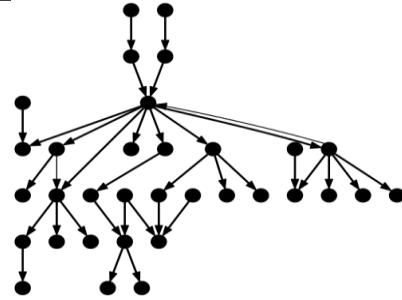


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 22: תרשימי פירמידות בישראל.

הנקודות העליונות, הצבעות באפור, בכל תרשים מייצגות את האדם או את המשפחה השולטת. הנקודות השחורות הן חברות ציבוריות או כאלה שתורמות לאחוזי ההחזקה בהון של הישויות השולטות בחברות הציבוריות.

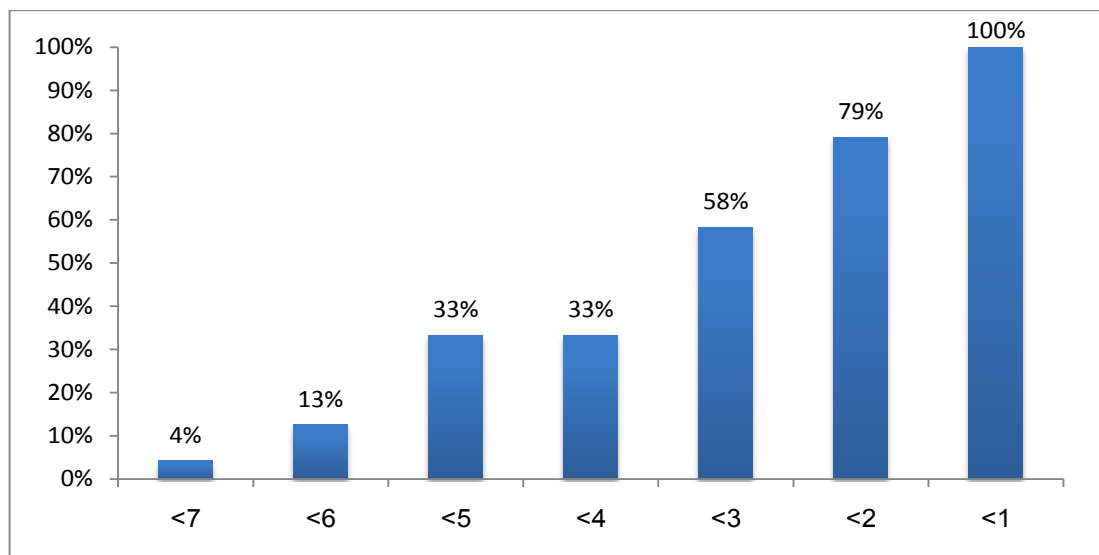




מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 23: פירמידות במזרח אסיה.²⁶⁰

בקרב הקבוצות העסקיות, ישנן כאלה אשר הסינוף בהן גבוה יותר מאשר בקבוצות האחרות (חברות הנמצאות עמוק במורד השרשרת הפירמידאלית).²⁶¹ לדוגמה, אפשר לראות שבאחת הקבוצות מקרב ה-24, יש חברה שדרגת הפירמידה שלה היא 7.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

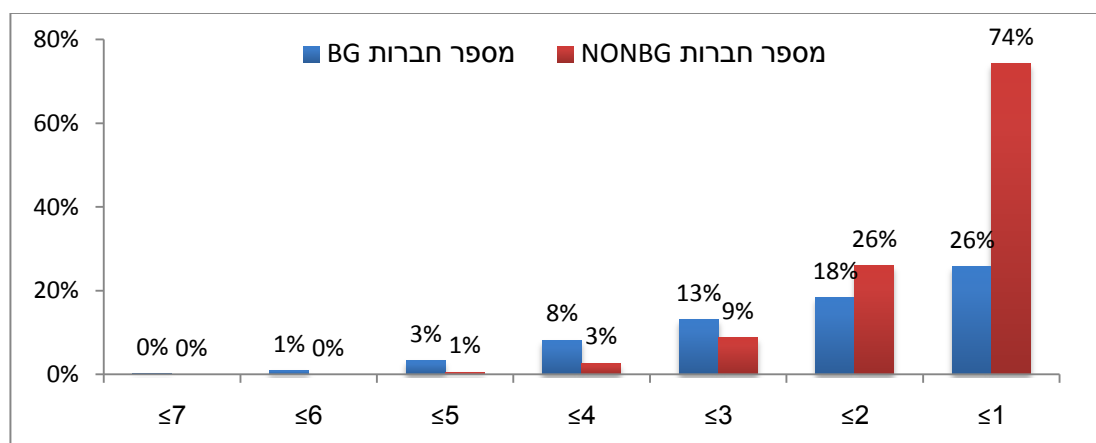
תרשים 24: התפלגות הקבוצות לפי דרגות הפירמידה המקסימליות של החברות בהן. בציר X ערכי הפירמידה ששויכו לחברות. בציר Y אחוזי הקבוצות שבהן יש חברה עם ערך גדול או שווה לערך בציר X.

כדי לאמוד את מידת הסינוף בקרב הקבוצות העסקיות, יחסית למידת הסינוף בקרב חברות אשר אינן בקבוצות עסקיות, נסכמו החברות על פי דרגת הפירמידה שלהן בקבוצה. תרשים 25 מתאר את אחוזי החברות שדרגת הפירמידה שלהן גדולה מערכים שונים, מתוך 527 החברות אשר יש להן בעל שליטה. 98 מ-136 מהחברות שבקבוצות עסקיות, המהוות 18% מהחברות במשק,

²⁶⁰ S. Claessens, S. Djankov and L. H.P Lang, 'The separation of ownership and control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, Elsevier, 58(1-2), 2000, pp. 81-112, 108

²⁶¹ הדרגה בפירמידה לחברה הוגדרה בתור מספר הצלעות המינימלי בעץ ההחזקות המחבר בין החברה לבין פרט מבעלי השליטה בה או לבין חברה בבעלות מלאה של פרט או קבוצת פרטים כזאת, ובלבד שצלע בעץ ההחזקות מכילה לפחות 5% של זכויות הוניות.

מוחזקות במבנה אחזקה פירמידאלי. זאת לעומת החברות שאינן בקבוצות עסקיות ומהוות 26%. מאידך, החברות שדרגת הפירמידה שלהן הינה שלוש או יותר שייכות ברובן לקבוצות העסקיות.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

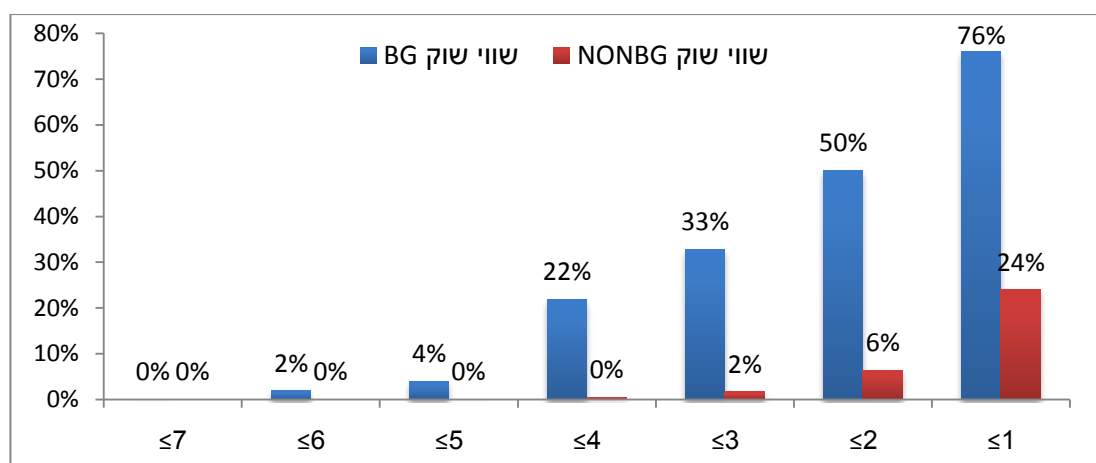
תרשים 25: אחוזי חברות לפי שלב בפירמידה, מצטבר.

בציר X ערכי הפירמידה ששויכו לחברות. בציר Y אחוזי החברות עם ערך גדול או שווה לערך בציר X, מופרד לחברות שבקבוצות עסקיות ולחברות שאינן בהן.

* 527 חברות הנתונות לשליטת בעל שליטה בספטמבר 2010

** מתוך סך שווי השוק של חברות שיש להן בעל שליטה

תרשים 26 מתאר את שיעור שווי השוק של החברות במבנה החזקות פירמידאלי על פי דרגת הפירמידה שלהן בקבוצה, מתוך שווי השוק של כלל החברות שיש להן בעל שליטה. אפשר להיווכח, למשל, שיותר ממחצית מההון השייך לחברות שיש להן בעל שליטה מוחזק במבני שליטה פירמידאליים.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 26: אחוזי שווי שוק לפי שלב בפירמידה, מצטבר.

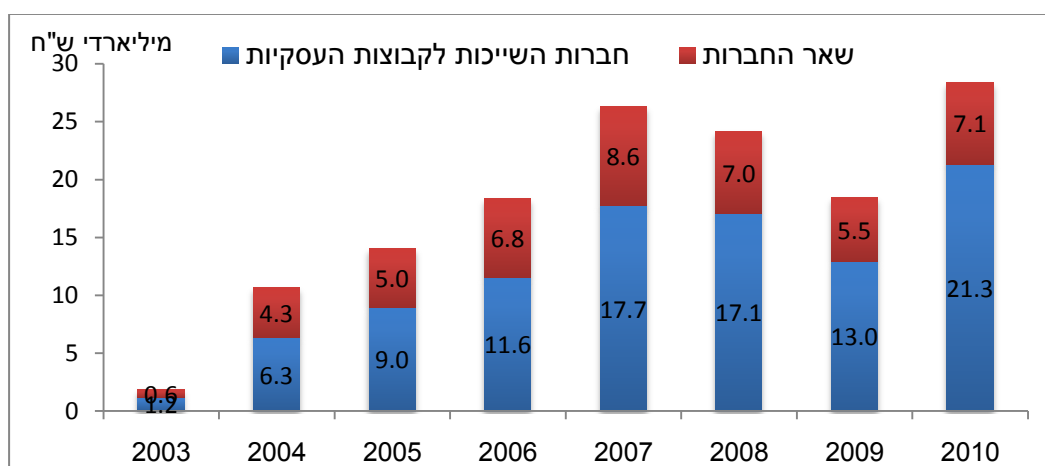
בציר X ערכי הפירמידה ששויכו לחברות. בציר Y אחוזי שווי השוק בחברות עם ערך גדול או שווה לערך בציר X.

* 527 חברות שיש להן בעל שליטה בספטמבר 2010

** מתוך סך שווי השוק של חברות שיש להן בעל שליטה

בחינת התפלגות חלוקת הדיבידנדים בשנים האחרונות בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין חברות שאינן משתייכות לקבוצות עסקיות מגלה כי חלקן של החברות שבקבוצות העסקיות

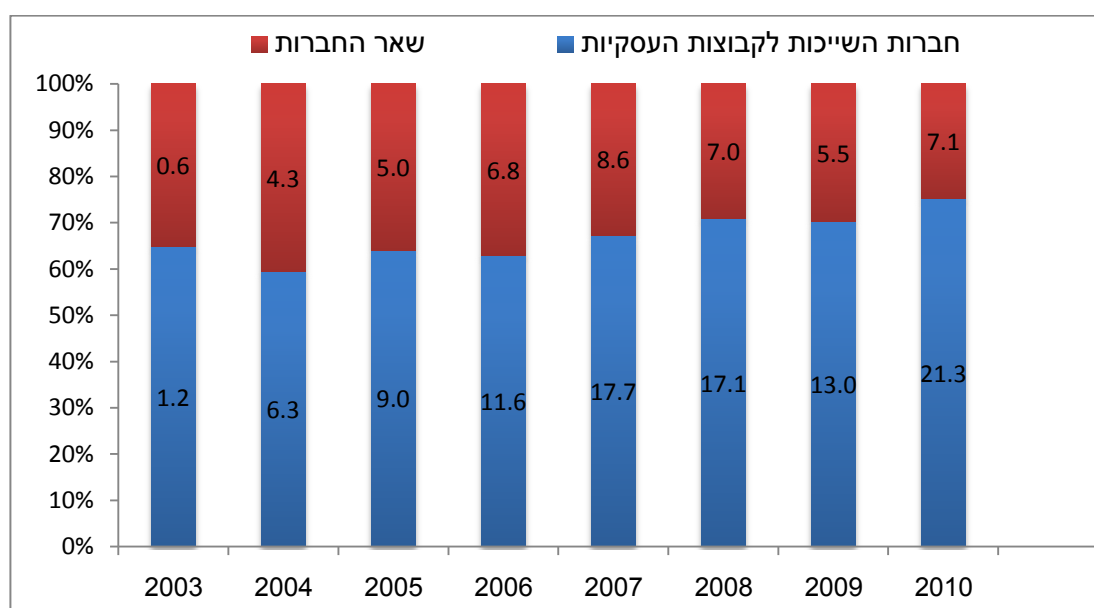
בסך הדיבידנד שחולק נשאר יחסית קבוע לאורך העשור האחרון, והוא עומד על שיעור שנע בין כ- 60% ל-75% מסך הדיבידנדים שחולקו על ידי כל החברות. שיעור החברות המחלקות דיבידנד והמשתייכות לקבוצות העסקיות מתוך כל החברות, עומד על כ-23%.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 27: התפלגות סך הדיבידנד המחולק לפי השתייכות לקבוצה עסקית.

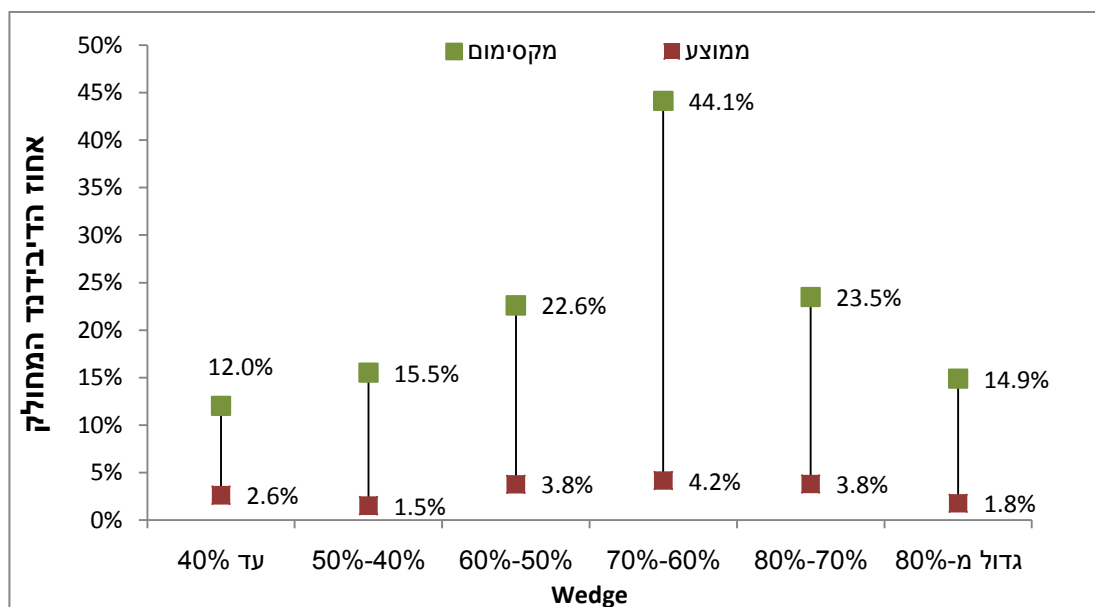
נתונים על חלוקת דיבידנדים נאספו מדיווחי החברות לכל אחת מן השנים. לכל שנה נסכמו כל הדיבידנדים ששולמו, תוך הפרדה בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין חברות שאינן משתייכות לקבוצות עסקיות. * קבוצות עסקיות הוגדרו נכון לספטמבר 2010. חלוקות הדיבידנד חושבו לפי יום הכליל (cum day) בכל אחת מהשנים.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 28: התפלגות סך הדיבידנד המחולק לפי השתייכות לקבוצה עסקית.

נתונים על חלוקת דיבידנדים נאספו מדיווחי החברות לכל אחת מן השנים. לכל שנה נסכמו כל הדיבידנדים ששולמו, תוך הפרדה בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות לבין חברות שאינן משתייכות לקבוצות עסקיות. הערות: קבוצות עסקיות הוגדרו נכון לספטמבר 2010. חלוקות הדיבידנד חושבו לפי יום הכליל בכל אחת מהשנים.

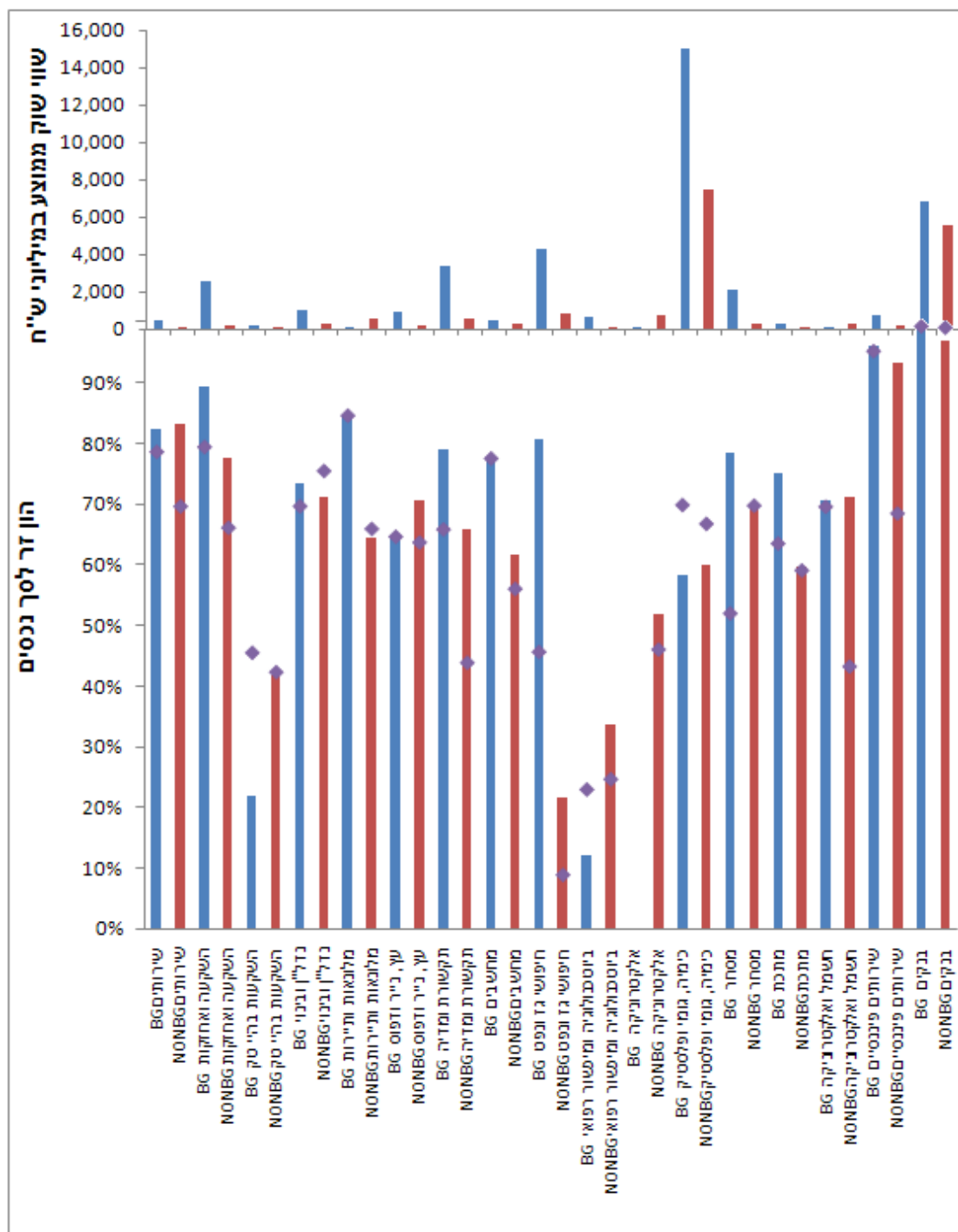


מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 29: אחוזי סך הדיבידנד המחולק מגודל החברה, על פי wedge.

עבור כל חברה, שבשליטה, מוצג בציר ה- X הפער בין הזכויות ההוניות לזכויות השליטה (wedge) בתור המשלים ל-100% של ההחזקות בהון של כלל בעל השליטה. בציר ה- Y מתואר השיעור שהדיבידנד שחולק מהווה מגודל החברה, כאשר המדד לגודל החברה הוא שווי השוק הממוצע לשנת 2010.

כפי שניתן לראות מתרשים 29, בממוצע, אחוזים רבים יותר של דיבידנד מחולקים היכן שה-wedge גבוה, ובעיקר בין 50% ל-80%.



מקור: המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 31: שווי שוק ומינוף ממוצע לפי תחומי פעילות – השוואה בין חברות השייכות לקבוצות עסקיות ובין חברות שאינן שייכות לקבוצות עסקיות.

בחלק העליון של תרשים מוצגים שווי השוק הממוצעים, נכון ל- 18.8.2011, של כלל החברות לפי ענפי הבורסה שלהן ולפי שיוכן או אי-שיוכן לקבוצות עסקיות. בעמודות התחתונות בתרשים מוצג סך ההון הזר לסך הנכסים בכל ענף לפי שיוך החברות לקבוצות עסקיות, עבור החברות שהונן העצמי חיובי. הסימנים בצבע סגול מייצגים את הערך החציוני בכל קטגוריה.

ממשק מרובה שווקים

הקבוצות העסקיות בישראל פועלות במגוון רב של שווקים. ואף נפגשות בחלק ניכר משווקים אלה. נתונים ראשוניים שנאספו על ידי הרשות להגבלים עסקיים מעידים כי קבוצות אלו בולטות במספר שווקים המאופיינים בתחרות בין מעטים ואף בשווקים מונופוליסטים. עדויות אלו מעלות חשש מהיווצרות ממשק מרובה שווקים.

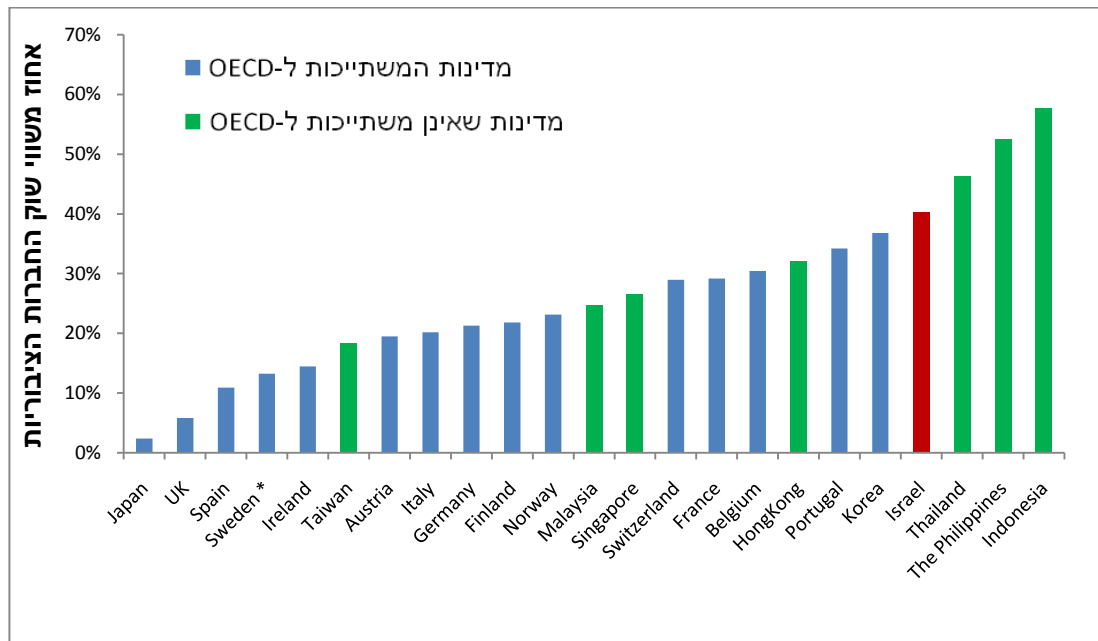
ענף / קבוצה	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
בנקאות	X					X		X			X	X	X
כרטיסי אשראי						X		X				X	
ביטוח			X	X									
ניהול כספים			X	X									
מדיה			X								X		
תקשורת			X		X				X				
נדל"ן מניב	X		X		X	X		X		X			
קמעונאות			X										
אנרגיה (שווקים שונים)		X	X	X		X		X		X			X
שיווק תזקיקי דלק				X				X				X	
התפלה		X		X		X							
משקאות			X								X		
מזון						X							
תשומות לתעשייה, כימיה		X											

מקור: רשות ההגבלים העסקיים.

הערות:

- הטבלה שלהלן כוללת הן חברות ציבוריות והן חברות פרטיות.
- הקבוצות המפורטות בטבלה אינן בהכרח מקבילות לקבוצות שבמדגם הקבוצות העסקיות עליו מבוססים רבים מהגרפים בפרק זה.

בהשוואה בינלאומית, שיעור ההחזקה של עשר הקבוצות (משפחות) הגדולות בישראל גבוה יחסית לעולם. יתרה מזאת, שימוש בנתוני רשות ניירות ערך לחישוב החזקות עשר הקבוצות הגדולות (40%) מציב את ישראל במקום הגבוה ביותר מקרב מדינות ה-OECD, המסומנות בכחול.



מקורות: Faccio & Lang***; Claessens, Djankov & Lang**. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 32: מידת הריכוזיות בישראל לעומת העולם – שיעור ההחזקות בהון (באחוזים) של עשר הקבוצות הגדולות מסך החברות הציבוריות.

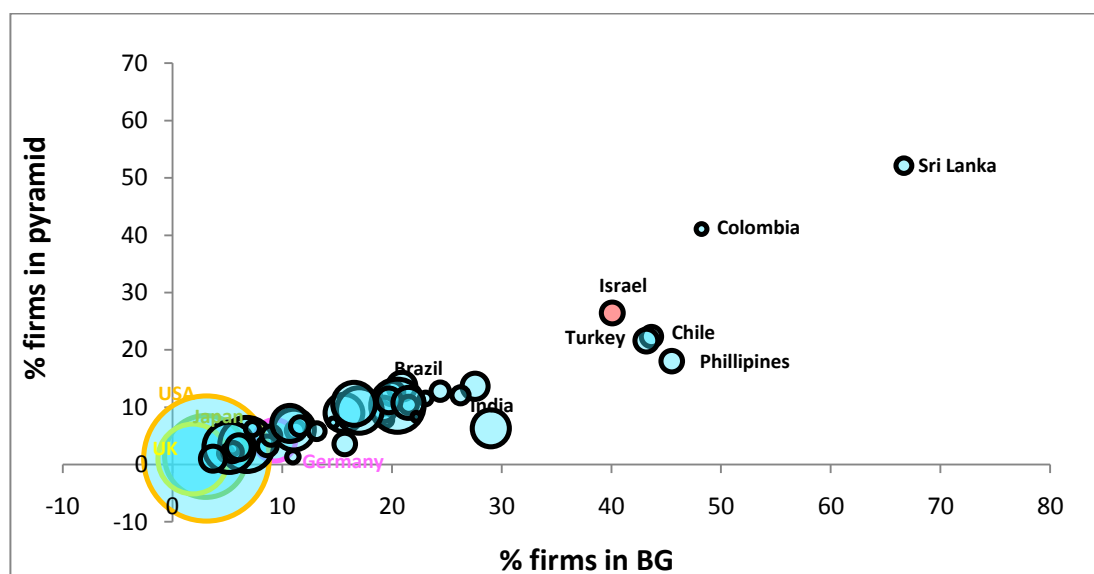
* לפי Claessens et al., השיעור בשוודיה עומד על כ-10%. לפי Hogfeldt, בשנת 2000 שיעור זה היה גבוה מ-50%.

(ראו P. Hogfeldt, 'The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden', In R. Morck (ed.), A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional, (University of Chicago Press, 2005, p. 537).

** S. Claessens, S. Djankov and L. H.P. Lang, 'The separation of ownership and control in East Asian Corporations', Journal of Financial Economics, Elsevier, 58(1-2), 2000, pp. 81-112, 108

*** M. Faccio and L. Lang, 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395, 393

במאמר העתידי להתפרסם השנה ב-Review of Financial Studies, מציג רונאלד מאסוליס נתונים על אודות 23,013 חברות מ-28 מדינות ב-OECD. מעניין להיווכח שיש בישראל נטייה למבנה שליטה פירמידאלי, אפילו יחסית לשיעור החברות הנמצאות בקבוצה עסקית:



מקור: Masulis, Pham and Zein**. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 33: שיעור החברות הנמצאות בקבוצה עסקית בכל מדינה לעומת שיעור אלה אשר בפירמידה.

* גודל העיגול מייצג את מספר החברות במדגם במדינה.

R. Masulis., P. Pham and J. Zein, 'Family Business Groups around the World: Financing ** Advantages, Control Motivations and Organizational Choices', forthcoming, Review of Financial Studies, 2011

ההגדרות של Masulis לקבוצה עסקית ולפירמידה אשר שימשו לביצוע המדגם:

- Business group: "When two or more firms in the same market share the same ultimate controlling family, they are defined as a family business group".
- Pyramid: "The percentage of listed firms that both belong to a family group and are controlled by another listed group member (% Family Pyramid)".

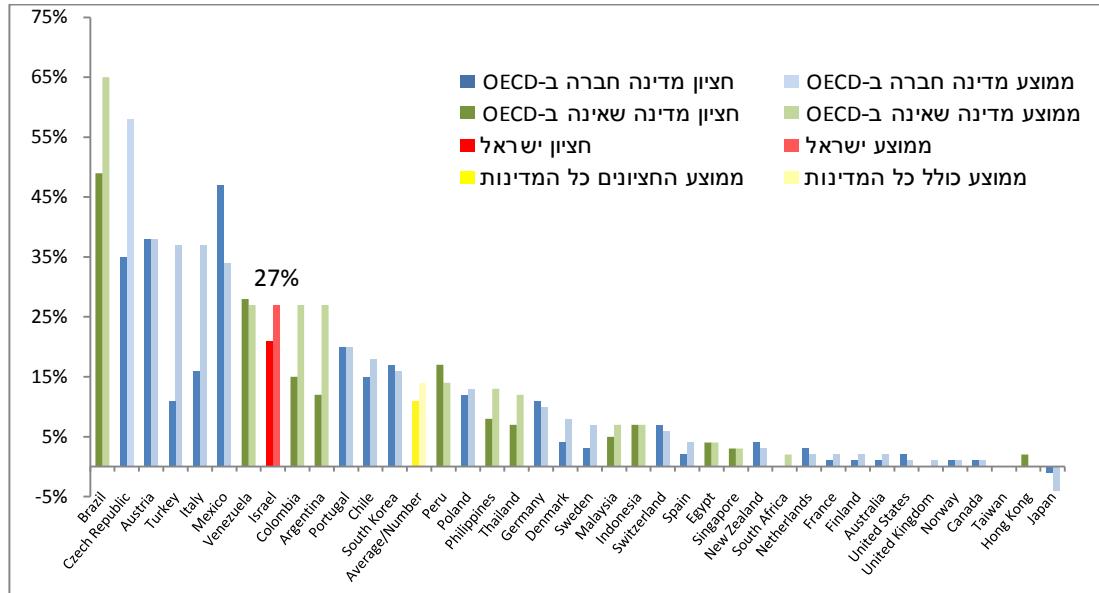
כאמור, פרמיית השליטה היא סך התועלות שבעל השליטה בחברה מפיק מתוקף היותו בעל השליטה.

מספר מחקרים²⁶² בחנו את פרמיית השליטה בישראל ובמדינות אחרות ומצאו כי פרמיית השליטה בארץ גבוהה מאוד, כ-27% מעל למחיר השוק של מניות החברה, שיעור הגבוה כמעט פי

²⁶² מחקרים אלה השתמשו בשתי השיטות הנפוצות למדידת פרמיית השליטה. הראשונה היא חישוב הסכום המשולם בעת מכירת גרעין השליטה להוציא שווי השוק של המניות המרכיבות את הגרעין. השנייה, כאשר יש מניות המקנות זכויות נבדלות לבעליהן, היא חישוב ההפרש בין שוויין של מניות בעלות זכויות הצבעה נבדלות.

שניים מהממוצע בעולם.^{265 264 263} שיעור זה מאמיר לכמעט פי שלושה מהממוצע המשוכלל למדינות ה-OECD, העולה מהמדגם של Dyck & Zingales, ועומד על כ-10%. ככלל, ממוצע פרמיית השליטה בישראל, במחקר זה, גדול מהממוצע של 29 מ-39 המדינות המשתתפות בו והחציון גדול מזה של 22 מהן.

להלן נתוני פרמיית השליטה (באחוזים) ממחקר של Dyck & Zingales:²⁶⁶



מקור: Dyck & Zingales. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

תרשים 34: פרמיית השליטה בכל מדינה.

התרשים מציג את הממוצע והחציון של פרמיית השליטה בשלושים ותשע מדינות, מתוך מדגם הכולל 393 תצפיות, בשנים 1990-2000.

פרמיית השליטה מחושבת כמכפלת חלקו של בעל השליטה בזכויות ההון בחברה, ביחס שבין ההפרש בין מחיר המניה, ששולם עבור גרעין השליטה, לבין מחיר המניה בבורסה, יומיים לאחר ההודעה על העברת השליטה, מחולק במחיר שלאחר ההודעה על העברת השליטה.

החציון והממוצע במדינות ה-OECD מסומנים בכחול וכחול בהיר, בהתאמה. במדינות שאינן ב-OECD, החציון והממוצע מסומנים בירוק כהה וירוק בהיר, בהתאמה. הממוצע עבור ישראל מוצג באדום והחציון בכתום. בצהוב מסומנים הממוצע הכולל וממוצע החציונים.

²⁶³ A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', The Journal of Finance, 59, 2004, pp. 537-600

²⁶⁴ S. Hauser, 'The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-Class Stock Unifications', Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 17(4), 2004, pp. 1167-1184

²⁶⁵ B. Lauterbach and B. Ronen, 'Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence', 2007, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper

²⁶⁶ A. Dyck and L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', The Journal of Finance, 59, 2004, pp. 537-600

פרק 4 - המצב המשפטי: הדין הקיים

ניתן להתייחס למצב החוקי הקיים בארץ בהקשר לשלושת התחומים שנדונו להלן – פגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ופגיעה ביציבות. הדין הקיים בישראל נכון למועד זה נותן מענה לחלק מן הבעיות הפוטנציאליות שהוזכרו לעיל. מקצת הפתרונות קבועים בדיני החברות, ומקצתם בדינים אחרים. להלן יובא פירוט של עיקרי הדינים הרלוונטיים.

תחום ההגנה על המשקיעים

הסדרי ממשל תאגידי בחוק החברות

חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות) קובע, בין היתר, הסדרים שנועדו להתמודד עם בעיית הנציג בחברות פרטיות וציבוריות בשלושה רבדים: (א) ניגוד אינטרסים בין בעלי מניות לבין נושאי משרה; (ב) ניגוד אינטרסים בין בעלי מניות לבין עצמם (ובייחוד בין בעלי מניות שליטה לבין בעלי מניות מיעוט); (ג) ניגוד אינטרסים בין בעלי מניות לבין נושי החברה.

הואיל ובעיית הנציג קיימת ביתר שאת בחברות ציבוריות, נקבעו בחוק החברות הסדרים מיוחדים ביחס לחברות אלה. הסדרים אלו נועדו להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין בעל השליטה, בין השאר, באמצעות צמצום כוחו של בעל השליטה לשלוט בחברה באופן בלתי מבוקר, וריסון כוחו להפיק לעצמו טובות הנאה על חשבון ציבור בעלי מניות המיעוט בחברה. לשם המחשה, ניתן להצביע על שני ההסדרים הבאים:

הרכב הדירקטוריון

סוגיית הרכב הדירקטוריון תופסת מקום מרכזי בהסדרת תחום הממשל התאגידי, וניתנת לחלוקה לשני מישורים: מקצועיות הדירקטוריון ועצמאות הדירקטוריון.

מקצועיות הדירקטוריון

בהיבט של מקצועיות הדירקטוריון, חוק החברות כולל שורה של הוראות שנוגעות להרכב הדירקטוריון ותנאי הכשירות של חבריו. הוראות אלה חוו אבולוציה במשך השנים, מתוך מטרה להבטיח שבדירקטוריון יכהנו דירקטורים אשר הנם בעלי הכישורים המתאימים למלא את תפקידם, בשים לב לחובות הזהירות והאמונים שמוטלות עליהם.

כך, למשל, נקבע בחוק (בתיקון משנת 2008) כי לא ימונה לדירקטור בחברה ציבורית ולא יכהן בה דירקטור, מי שאין לו הכישורים הדרושים והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע תפקיד של דירקטור, בשים לב, בין היתר, לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.

לצד ההוראה הכללית, נקבע חובה למנות לדירקטוריון של חברה ציבורית דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, קרי, דירקטורים שבשל השכלתם, ניסיונם וכישוריהם הם בעלי מיומנות גבוהה והבנה בנושאים עסקיים-חשבונאיים ודוחות כספיים, באופן המאפשר להם להבין לעומקם את הדוחות הכספיים של החברה ולעורר דיון בקשר לאופן הצגתם של הנתונים הכספיים.

מספרם המזערי של הדירקטורים בעלי המומחיות החשבונאית והפיננסית שיכהנו בחברה ייקבע בידי הדירקטוריון, בהתחשב, בין השאר, בסוג החברה, גודלה, היקף פעילות החברה ומורכבות פעילותה.

עצמאות הדירקטוריון

בהיבט של עצמאות הדירקטוריון בחברה ציבורית, נקבעה חובה למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים, אשר אין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה. אחד מהם לפחות חייב להיות בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית והאחר יכול להיות בעל מומחיות כאמור או בעל "כשירות מקצועית" מתאימה מכוח השכלתו או ניסיונו העסקי. דירקטור חיצוני מתמנה בידי האסיפה הכללית לתקופה של שלוש שנים ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור המינוי. לצד החובה למנות דירקטורים חיצוניים, רשאית חברה ציבורית למנות גם דירקטורים "בלתי תלויים", קרי דירקטורים שאין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה, אולם הליך המינוי שלהם לא מחייב רוב מיוחד באסיפה הכללית, ואין מגבלה על משך תקופת כהונתם. במסגרת תיקון מספר 16 לחוק החברות, אשר יתואר בהרחבה בהמשך, נקבעה תוספת ראשונה לחוק, הכוללת הוראות ממשל תאגידי מומלצות. חברה שתבחר לא לאמץ אחת או יותר מההוראות שנקבעו בתוספת תידרש לתת על כך גילוי. אחת ההוראות שנכללו בתוספת המומלצת נוגעת לעצמאות הדירקטוריון, והיא קובעת כי בחברה ציבורית אשר יש בה בעל שליטה – שליש מבין חברי הדירקטוריון, לפחות, יהיו דירקטורים בלתי תלויים. ובחברה ציבורית אשר אין בה בעל שליטה או מי שמחזיק בדבוקת שליטה – רוב חברי הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים. בכך, למעשה, נשמרת בחוק הפררוגטיבה של בעל השליטה למנות את רוב הדירקטורים בחברה ולכוון את פעילות התאגידי משיקולים עסקיים ולטובת החברה. הוראה אחרת שנכללה בתוספת לחוק כנורמה מומלצת בנוגע להרכב הדירקטוריון קובעת כי בחברה ציבורית לא יכהנו כדירקטורים נושאי משרה הכפופים למנהל הכללי, וזאת כדי לשמור על אי-תלותם לשם פיקוח אפקטיבי על פעילות ההנהלה.

בהקשר זה חשוב לציין את המתח שעשוי להתקיים בין האינטרס להבטיח על עצמאות הדירקטוריון לבין האינטרס להבטיח את מקצועיותו. מתח זה נובע לאור התפקיד הכפול שעליו מופקד הדירקטוריון: התוויית מדיניותה העסקית של החברה בד בבד עם פיקוח על ניהול עסקי החברה. התפקיד הראשון מחייב הבנה עסקית ויחסי אמון קרובים עם הנהלת החברה ויחסי אמון קרובים עם הנהלת החברה שיאפשרו לדירקטור לשמש גורם מיעץ ומכוון בגיבוש מדיניות עסקית לחברה, ואילו התפקיד השני מחייב אובייקטיביות וריחוק מסוים מהנהלת החברה.²⁶⁷ הוראות חוק החברות, ובעיקר אלו שעוגנו לאחרונה במסגרת תיקון 16, מבקשות להתמודד עם ההתנגשות בין האינטרסים, ולהתוות מסגרת רגולטורית שתאפשר איזון ראוי ביניהם.

עסקאות בעלי שליטה

אחד ההיבטים החשובים בממשל התאגידי נוגע לעסקאות בעלי שליטה, ולצורך להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין מי שביכולתו לכוון את פעילותה של החברה. בהקשר זה נקבעו בחקיקה הוראות אשר נועדו להציב בלמים ואיזונים לכוחו של בעל השליטה להעביר לכיסו ערך על חשבון יתר בעלי מניות. בתחום זה היו במהלך השנים התפתחויות בחקיקה, אשר האחרונה שבהם עוגנה בתיקון מספר 16 לחוק החברות.

(בישראל, דצמבר 2006. Corporate Governance דוח הוועדה לביחנות קוד ממשל תאגידי)²⁶⁷

בהתאם לדין הקיים, עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה (או עסקה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש עניין אישי באישורה), וכן התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה או קרובו בנוגע לתנאי כהונתו והעסקתו בחברה, טעונים אישור "משולש":

- אישור ועדת ביקורת.
- לאחר מכן – אישור הדירקטוריון.
- ולבסוף – אישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.

לצד ההסדרים המתוארים לעיל קיימים בחוק החברות מנגנונים נוספים לחיזוק הממשל התאגידי בחברות הציבוריות, כגון: החובה למנות מבקר פנימי, החובה למנות יושב ראש לדירקטוריון, החובה למנות מנהל כללי, החובה לאפשר לבעלי מניות להצביע "מרחוק" באסיפה כללית באמצעות משלוח כתבי הצבעה, החובה לקיים אסיפה בישראל, זכותם של בעלי מניות לקבל מידע מהחברה, ועוד.

בעיית נציג מסוג אחר, המחייבת אף היא התערבות רגולטורית, היא בעיית הנציג בין נושי החברה לבין בעלי מניותיה. בעיה זו עשויה להתקיים, בין היתר, בחברות פרטיות שהנפיקו לציבור אגרות חוב. החשש הוא כי בצמתי החלטה שבהם קיים ניגוד אינטרסים בין בעלי החוב לבין בעלי המניות (ונושאי החברה המייצגים את האינטרסים של בעלי המניות) יעדיפו האחרונים את האינטרס שלהם על פני האינטרס של בעלי החוב. הפיזור של בעלי אגרות החוב מן הציבור מקשה מטבע הדברים על יכולת ההתמודדות שלהם עם הבעיה, ונדרשת התערבות רגולטורית כדי להבטיח את האינטרסים של בעלי אגרות החוב מהציבור.

הוראות ממשל תאגידי נוספות

בנוסף על האמור בחברות ציבוריות קיימות הוראות ממשל תאגידי נוספות ובין היתר: החובה למנות מבקר פנימי,²⁶⁸ החובה למנות יושב ראש לדירקטוריון,²⁶⁹ החובה למנות מנהל כללי,²⁷⁰ חובת הפרדה בין יו"ר ומנכ"ל (אלא באישור מיוחד),²⁷¹ חובת קיומה של ועדת ביקורת,²⁷² החובה לאפשר לבעלי מניות להצביע "מרחוק" באסיפה כללית באמצעות משלוח כתבי הצבעה,²⁷³ זכותם של בעלי מניות לקבל מידע מהחברה.²⁷⁴

תיקון 16 לחוק החברות - הגברת הממשל התאגידי בחברות ציבוריות

בשנת 2011 אושר בכנסת תיקון מספר 16 לחוק החברות,²⁷⁵ אשר נועד לשפר את הוראות החוק המתמודדות עם בעיית הנציג הנובעת מהפרדת הבעלות והשליטה בחברות ציבוריות וניגודי האינטרסים בין בעל מניות המיעוט לבין בעל השליטה בחברה. בתיקון נקבעו מנגנונים חזקים

²⁶⁸ סעיף 146 לחוק החברות.

²⁶⁹ סעיף 94 לחוק החברות.

²⁷⁰ סעיף 119 לחוק החברות.

²⁷¹ סעיף 121(ג) לחוק החברות.

²⁷² סעיף 114 לחוק החברות.

²⁷³ סעיף 87 לחוק החברות.

²⁷⁴ סעיפים 184-185 לחוק החברות.

²⁷⁵ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281 מיום 15.3.2011 להלן: תיקון 16.

וחוזקו מנגנונים קיימים, שתכליתם להרחיק את בעל השליטה ככזה מניהולה של החברה (ככל שהוא אינו נושא בתפקיד נוסף בחברה, כנושא משרה) ולהעצים את כוחם של בעלי מניות המיעוט בחברה.

במסגרת תיקון 16 נקבעו הוראות המחזקות את עצמאות הדירקטוריון - הובהר האיסור על כהונה של דירקטור צללים, והובהרה החובה על דירקטור להפעיל שיקול דעת עצמאי.²⁷⁶ כמו כן, ועל מנת להגביר את הפיקוח של הדירקטוריון על ניהולה של החברה, הורחב האיסור על כהונתו של יו"ר דירקטוריון כמנכ"ל ללא אישור מיוחד של האסיפה הכללית גם על קרובי משפחה, והובהר האיסור על מי שכפוף למנכ"ל, במישרין או בעקיפין, לשמש כיו"ר הדירקטוריון.²⁷⁷ מגבלות אלה נקבעו על בסיס התפיסה כי בחברה ציבורית ראוי שתתקיים הפרדה בין יושב ראש הדירקטוריון לבין המנהל הכללי. תכלית ההפרדה היא ליצור חיץ בין הגורם המתווה מדיניות והמפקח שהוא הדירקטוריון ושב ראשו יו"ר הדירקטוריון לבין הגורם המבצע שבראשו המנהל הכללי, וזאת כדי שהפיקוח האמור יהיה אפקטיבי.

כמו כן, נקבעו הוראות המחזקות את עצמאות הדירקטור החיצוני - הרוב הדרוש לעניין אישור מינוי הדירקטור החיצוני לכהונה הוגדל משליש לרוב בעלי המניות, שאין להם עניין אישי באישור המינוי. כן, נקבע כי ניתן להאריך את כהונתו של הדירקטור החיצוני בשתי תקופות כהונה נוספות של שלוש שנים כל אחת. נקבע כי הארכה כאמור אפשרית גם ללא תמיכת בעל השליטה (ברוב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור המינוי). כמו כן הורחבה ההגדרה של זיקה לעניין הדירקטור החיצוני, גם ביחס לקרובי בעל השליטה. כן, הורחבה תחולת הצינון בתום תקופת הכהונה של הדירקטור החיצוני לכלל החברות שבשליטת בעל השליטה.²⁷⁸

נקבעו הוראות שמרחיבות את סמכויותיה של ועדת הביקורת בחברה ומגבירות את עצמאותה - בין היתר, נקבע כי יו"ר ועדת הביקורת יהיה דירקטור חיצוני, רוב חברי הוועדה יהיו דירקטורים בלתי תלויים, וכל חברי הוועדה לא יועסקו בידי בעל השליטה ולא יתנו לו שירותים. כן נקבעו מגבלות על מי שרשאי להשתתף בדיוני הוועדה ובהחלטותיה על מנת לאפשר בוועדה דיון אמיתי וחופשי. בנוסף הורחבו תפקידי ועדת הביקורת - בין היתר, הוטלה עליה חובה לקיים ישיבה אחת לפחות על כל ליקוי מהותי שנמצא, להחליט על חריגותן של עסקאות בעלי עניין, לבחון את תכנית העבודה של מבקר הפנים ואת מערך הביקורת הפנימית, לבחון את היקף עבודתו של רואה החשבון, ולקבוע הסדרים לגבי אופן הטיפול בתלונות של עובדי החברה בקשר לליקויים ולגבי הגנה על עובדים שהתלוננו.²⁷⁹

נקבעו הוראות לעניין עסקאות של חברה עם בעל השליטה - הרוב הדרוש לעניין אישור עסקאות עם בעל השליטה הוגדל משליש לרוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בעסקה. כן, הורחבה ההגדרה של עסקה עם בעל השליטה או קרובו גם להתקשרות עם חברה בשליטתם לעניין קבלת שירותים (דוגמת שירותי ייעוץ וניהול). תוקף האישור לעסקאות מתמשכות מעין אלה

²⁷⁶ סעיף 10, תיקון 16.

²⁷⁷ סעיפים 7 ו-16, תיקון 16.

²⁷⁸ סעיפים 26-29, תיקון 16.

²⁷⁹ סעיפים 12, 14, 15, תיקון 16.

הוגבל לשלוש שנים שאז יהיה צורך באישור מחדש. כאמור, לגבי השאלה אם מדובר בעסקה חריגה, נקבע כי ועדת הביקורת תקבע זאת.²⁸⁰

בנוסף, נקבעו בתוספת הראשונה לחוק נורמות מוגברות של ממשל תאגידי, שאימוצן הוא וולונטרי.²⁸¹ נורמות אלה קובעות רף התנהגות גבוה מהרף המתחייב על פי החוק, בין היתר ביחס לעצמאות הדירקטוריון. החידוש בשיטה זו בכך שהוא מותיר בידי החברה את האפשרות שלא לאמץ הוראות שאינן מתאימות לה, וכן הוא מאפשר לגופי הרגולציה לבחון את מידת התאמתן של ההוראות המומלצות למשק הישראלי, בטרם ייקבעו כנורמות המחייבות את כלל החברות הציבוריות.

ואולם, על אף שההנחה הינה שההוראות הללו הן בגדר הנורמות הרצויות הן נותרו בגדר הוראות מומלצות בלבד מכמה טעמים:

ראשית, בשל ההכרה שיש בהוראות משום הכבדה מסוימת על פעילות החברה ויש בהן משום עלות על ניהולה של החברה, כאשר ההוראות אינן בהכרח מתאימות להחלה גורפת על כל חברה וחברה. לכן, ראוי לבחון את האופן שבו השוק יקלוט ויאמץ את אותן הוראות ולאחר תקופת התנסות והסתגלות לשוב ולבדוק את השלכות יישומן של ההוראות האמורות.

שנית, לעניין חלק מההוראות בתוספת, בשל הטענה כי בעל השליטה הוא בעל האינטרס הכלכלי הרב ביותר בחברה ובהצלחתה והוא בעל העניין הרב ביותר שהחברה תשיג את התוצאות הכלכליות המיטביות או אז נוצרת זהות אינטרסים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט ולכן ראוי לאפשר לבעל השליטה לכוון את פעילותה של החברה ולהימנע מהתערבות יתר בניהולה של החברה (כך לעניין מינוי דירקטורים בלתי תלויים, ואופן מינוי הדירקטורים החיצוניים).

הסדרי גילוי וסקיפות בדיני ניירות ערך

בחינת הפתרונות המתוארים בדיני החברות לחלק מן הבעיות הנזכרות בדוח אינה שלמה ללא בחינה משלימה של ההסדרים הקבועים בדיני ניירות ערך. ככלל, ניתן לומר כי דיני החברות עוסקים בהסדרת אופן התנהלותן של חברות, בעוד דיני ניירות ערך קובעים בעיקר את חובות הגילוי למשקיעים, שנועדו לשקף את פעילות החברות. קיים קשר הדוק בין שתי מערכות הדינים הללו, ויש לבחון אותן כמקשה אחת, כדי להבין את החובות החלות על חברות ציבוריות וחברות אג"ח ואת הזכויות המוקנות לבעלי המניות ולמחזיקי אגרות החוב.

לשם המחשה, מפורטים להלן מספר דוגמאות המעידות על הקשר בין דיני החברות לדיני ניירות ערך בכל הנוגע להיבטים של ממשל תאגידי והגנה על זכויות בעלי המניות:

²⁸⁰ סעיפים 31-33 לתיקון 16.

²⁸¹ סעיף 2, תיקון 16.

המגבלות והתנאים שקבע המחוקק להתקשרות חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, נחלקים לשני סוגים: אישור וגילוי. אופן האישור נקבע בדיני החברות, ואופן הגילוי נקבע בדיני ניירות ערך.

גילוי נאות של כל הפרטים הרלוונטיים בדוח המוגש לקראת זימון אסיפה כללית לאישור עסקת בעלי שליטה הוא חיוני לבעלי המניות לצורך קבלת החלטה מושכלת כיצד להצביע באסיפה הכללית. תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001, מסדירות את דרישות הגילוי ואת מועד הגשת הדיווחים בדבר עסקאות בעלי שליטה.

הגילוי בתקנות נועד להגשים שני יעדים עיקריים: היעד הראשון הוא הצגת המידע הדרוש לבעלי המניות כדי שיוכלו להפעיל שיקול דעת עצמאי בבואם להחליט אם להצביע באסיפה הכללית בעד אישור העסקה או נגדה. יעד זה מושג באמצעות דרישה לתיאור מפורט של העסקה בדוח. היעד השני הוא מתן אפשרות לביקורת על נאותות הליך קבלת ההחלטה לאשר את העסקה בוועדת הביקורת ובדירקטוריון. יעד זה מושג באמצעות דרישות גילוי אחדות בדוח: גילוי נימוקי ועדת הביקורת והדירקטוריון לאישור העסקה, לשווי התמורה ולדרך שבה היא נקבעה; גילוי נימוקי הדירקטורים שהתנגדו לאישור העסקה; גילוי שמות הדירקטורים שהשתתפו בדיוני הדירקטוריון וועדת הביקורת בדבר אישור העסקה; גילוי שמו של דירקטור שיש לו עניין אישי בעסקה ומהות עניין זה.

בנוסף על האמור, נקבעו בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן – **תקנות הדיווח**), חובות גילוי ודיווח מידי ביחס לעסקאות עם בעל שליטה שאינן בגדר "עסקאות חריגות" ואינן מחייבות אישור מיוחד של האסיפה כקבוע בחוק החברות. כמו כן קיימות הוראות גילוי נרחבות בקשר עם עסקאות בעלי עניין במסגרת הדיווח השנתי של התאגיד.

תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה בכירה

אופן אישור תנאי הכהונה וההעסקה של נושאי המשרה הבכירה בחברה מוסדר בדיני החברות, והיבטי הגילוי בעניין זה מוסדרים בדיני ניירות ערך.

כך, לדוגמה, נקבעה בתקנות הדיווח החובה להגיש דיווח מידי בקשר עם התגמול למנהל הכללי של החברה, ונקבעו חובות דיווח תקופתיות (במסגרת הדוח השנתי) בקשר עם תגמולים לנושאי משרה בכירה נוספים. הוראות הגילוי בעניין זה הן נרחבות וכוללות, בין היתר, פירוט של רכיבי התגמול (שכר, בonus, תשלום מבוסס מניות); המנגנון לקביעת התגמול, לרבות המדדים והיעדים המשמשים לקביעתו; פירוט סכומים ששולמו בשל ביצועים ותוצאות חד-פעמיים, ועוד.

מינוי דירקטורים חיצוניים

החובה למנות דירקטור חיצוני קבועה בסעיף בחוק החברות, והדיווח על כינוס האסיפה לצורך מינוי דירקטור חיצוני, לרבות פרטים רלוונטיים בנוגע למועמד, מתפרסם לציבור לפי תקנות הדיווח. פרטים אלה כוללים, בין היתר, את השכלת המועמד, ניסיונו המקצועי, האם הוא בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית או בעל כשירות מקצועית, האם הוא בגדר דירקטור חיצוני "מומחה", ועוד. פרטים דומים ביחס לדירקטורים החיצוניים מדווחים גם במסגרת הדוח השנתי.

בתחילת שנת 2011 פרסם סגל הרשות להערות הציבור טיוטה של הוראות גילוי הכוללות "שאלון ממשל תאגידי". השאלון כולל קובץ של שאלות במספר נושאים: עצמאות הדירקטוריון, כשירות חבריו ואופן עבודתו; עצמאות ועדת הביקורת ואופן עבודתה; אישור עסקאות עם בעלי שליטה; עבודת המבקר הפנימי; אי-תלות רואה החשבון המבקר, ועוד.

השאלון צפוי להיערך באופן שבו מתן תשובה חיובית לשאלה תהווה אינדיקציה לקיומו של ממש תאגידי תקין, ולהיפך. במסגרת השאלון יידרשו החברות להתייחס, בין היתר, לנומרות מוגברות של ממשל תאגידי, שהוגדרו בתיקון 16 לחוק החברות כנומרות מומלצות, הניתנות לאימוץ באופן וולונטרי באמצעות דרישת "אמץ או גלה".

ההנחה היא שיצירת שאלון סטנדרטי בנוגע להיבטי ממשל תאגידי תהווה פלטפורמה יעילה, ממוקדת ותמציתית, שתקנה למשקיע אמצעי השוואתי לבחינת איכות הממשל התאגידי בתאגיד ותמחור נייר הערך. באמצעות השאלון ניתן יהיה גם לתת ציון יחסי לאיכות הממשל התאגידי בתאגיד.

חשיבות הגילוי בשאלון אינה מצטמצמת ביצירת שקיפות גרידא. הוראות גילוי מכתובות את דרך הפעולה לעתים קרובות, אף שלכאורה עניין רק במסירת גילוי. חובת גילוי עשויה להניא את התאגיד מלנקוט בפעולה מסוימת או לחלופין לעודד אותו לנקוט בפעולה אחרת.

שוויון זכויות הצבעה במניות הרשומות למסחר בבורסה (One Share One Vote)

הסדרה בתחום דיני ניירות ערך מתבססת, ככלל, על עיקרון הגילוי הנאות. במקרים חריגים לא הסתפק המחוקק בעיקרון הגילוי הנאות ובחר להתמודד עם כשלי שוק בתחום דיני ניירות ערך באמצעות כלים של התערבות. דוגמה לכך היא ההסדר בנוגע לשוויון זכויות הצבעה במניות הרשומות למסחר בבורסה.

בשנת 1990 תוקן חוק ניירות ערך ונוסף בו סעיף 46 הקובע כי בורסה לא תרשום למסחר מניות או ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש במניות, אלא אם כן ראתה כי הובטחו תנאים אלה:

(1) לעניין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר – בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערך הנקוב (One Share – One Vote).

אין הוראה זו מונעת מהחברה מלהנפיק "מניות בכורה" אשר מקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה כלל, ובלבד שחלפה שנה מיום שנרשמו מניותיה לראשונה למסחר;²⁸²

(2) לעניין חברה רשומה אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה – כל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה.

אין הוראה זו מונעת מחברה רשומה שיש בהונה רק סוגי מניות המותרות לפי פסקה (1) לעיל מלהנפיק "מניות בכורה" החל מיום 1 בינואר 1992 או בתום שנה מן היום שבו היו בהונה רק מניות כאמור, לפי המאוחר.

²⁸² חריג מניות הבכורה מבוסס על ההנחה לפיה ישנם בעלי מניות הרוכשים את מניותיהם רק לצורכי השקעה, ואין הם מעוניינים להשתתף באסיפות הכלליות ולעשות שימוש בזכויות הצבעה הנלוות למניות. בהתאם לכך התיר המחוקק הנפקת מניות חסרות זכויות הצבעה, המיועדות לאותם משקיעים אשר מלכתחילה אין בכוונתם ליטול חלק בקבלת ההחלטות בחברה.

הוראת סעיף 46 לחוק ניירות ערך באה לעולם על רקע מציאות שבה חלק ניכר מן החברות הציבוריות נשלטו בידי בעלי עניין, אשר החזיקו במניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות. הוראה זו נועדה להבטיח כי זכויות ההצבעה בחברה יהיו ביחס ישר להון המושקע, ולמנוע מצב שבו השליטה תרוכז בידי קומץ בעלי מניות שהשקעתם בחברה מועטה יחסית, בשעה שהציבור שהשקיע את מרב ההון נטול השפעה ממשית על פעילותה של החברה. בפועל, מצאו בעלי השליטה דרכים לעקוף את המגבלה האמורה באמצעות יצירת פירמידות שליטה בחברות ציבוריות, כפי שתואר בפרקים הקודמים, ומשכך מתעורר הצורך בהתערבות רגולטורית נוספת להתמודדות עם תופעה זו.

תובענה ייצוגית ותביעה נגזרת ככלים מתחום האכיפה הפרטית להתמודדות עם בעיית הסוכן

חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (להלן - חוק תובענות ייצוגיות), והסדר הקבוע בחלק החמישי, פרק שלישי, לחוק החברות בנוגע לתביעות נגזרות, מהווים את האמצעים העיקריים לאכיפה פרטית של דיני ניירות ערך ושל ההסדרים המיוחדים שנקבעו בחוק החברות לשם התמודדות עם בעיית הסוכן.

חוק תובענות ייצוגיות מאפשר ליחיד לתבוע בשם קבוצה בלתי מסוימת שהוא משתייך אליה את מלוא הנזק שנגרם לאותה קבוצה בעילה הנובעת מ"זיקה לנייר ערך או ליחידה" (כהגדרת מונחים אלה בחוק תובענות ייצוגיות), בכפוף להתקיימות כל התנאים המפורטים בחוק ולאישור בית המשפט. בדרך זו מאפשר חוק תובענות ייצוגיות להביא לאכיפת הדין ולהרתיע מפני הפרתו על ידי בעלי השליטה תוך מתן סעד מתאים לנפגעים.

ההסדר הקבוע בחוק החברות בנוגע לתביעות נגזרות מאפשר לבעל מניות (או לדירקטור) לנהל תביעה בשם החברה, בכפוף להתקיימות כל התנאים המפורטים בחוק ולאישור בית המשפט. באמצעות תביעה נגזרת בעל מניות רשאי, לדוגמא, לנהל בשם החברה תביעה שעילתה עוולה או הפרת חוזה שבוצעה, לטענתו, כלפי החברה על ידי תאגיד אחר בשליטת בעל השליטה, ושללא מנגנון זה לא הייתה מתנהלת עקב השליטה המשותפת. הסדר זה מאפשר להרתיע את בעלי השליטה מביצוע מהלכים פסולים בעסקאות בעלי שליטה, ולמצות את הדין עם נושאי משרה שהפרו את חובת הזהירות או חובת האמונים שלהם כלפי החברה.

בהקשר זה יש לציין כי רשות ניירות ערך מוסמכת לסייע למי שמגיש בקשות לאישור תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות במימון הוצאות ההליך, וגם בכך יש כדי לעודד את הגשת תביעות אלה ולתרום לאכיפה הפרטית.

יצוין כי בפועל ישנה חולשה כללית בתחום האכיפה הפרטית של דיני ניירות ערך בישראל. הביטוי החיצוני לחולשה זו הוא מספר נמוך מאד של תביעות ייצוגיות בתחום דיני ניירות ערך ומספר נמוך אף יותר של תביעות נגזרות, והימנעות כמעט מוחלטת של משקיעים מוסדיים מלשמש כתובעים ייצוגיים או תובעים נגזרים. אפשר כי מצב דברים זה ישתנה בעתיד בעקבות הקמת בית המשפט הכלכלי בתל-אביב בתחילת שנת 2011. הקמת בית המשפט הכלכלי, שבו מכהנים שופטים ייעודיים, מקצועיים ומנוסים, צפויה להניח תשתית להתמודדות יעילה יותר עם סוגיות

בתחום דיני החברות ודיני ניירות ערך, ולהגביר את ההגנה על הזכויות של ציבור המשקיעים. קיימת ציפייה כי בית המשפט הכלכלי יקבע נורמות התנהגות ראויה לבעלי שליטה ונושאי משרה בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח, יצוק תוכן לחובות האמונים, חובות הזהירות וחובות ההגיונות שלהם, ובכך יביא להגברת הוודאות המשפטית בנוגע להשלכות האפשריות של פעולות והחלטות המתקבלות בחברות.

המשקיעים המוסדיים

המשקיעים המוסדיים, להבדיל ממשקיעים פרטיים, מחזיקים לרוב נתח החזקות גדול ומשמעותי מספיק המצדיק מבחינה כלכלית בקרה על תפקוד בעלי השליטה בחברות וכן על החברות וההנהלה שלהן.

מתוך תפיסה זו הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות המשקיעים המוסדיים בשוק ההון בישראל ("ועדת חמדיני") המליצה בשנת 2008 על הגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון הישראלי, מתוך הנחה שמעורבות פעילה מצדם תתרום לרווחת ציבור המשקיעים. בנוסף, מעורבות מוגברת יותר נועדה להבטיח את קיום חובתם של המוסדיים כלפי עמיתיהם ולהשיא את התשואה על כספיהם.

בין היתר הוועדה המליצה על הטלת חובת השתתפות על המשקיעים המוסדיים במקומות שבהם המחוקק להעניק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט, ובכלל זה באישור עסקאות בעלי עניין, מינוי דירקטורים ופיטוריהם. מעבר לכך הוועדה סברה כי יש לעודד מעורבות פעילה של המשקיעים המוסדיים מעבר להשתתפותם באספות, לרבות הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות. לפיכך המליצה הוועדה כי כל גוף יקבע מדיניות בנוגע לאופן הפיקוח על החברות שבהן הוא משקיע וידווח לפיה. לבסוף, הוועדה המליצה כי הרשות להגבלים עסקיים תקבע כללים שיאפשרו תיאום בין המשקיעים המוסדיים בכל הנוגע להצבעה באסיפה הכללית וענייני ממשל תאגידי נוספים. בנוסף הוועדה המליצה כי מינוי דירקטור חיצוני בחברה יאושר על ידי בעלי מניות המיעוט בלבד, בהמשך לכך הממונה על שוק ההון באוצר ורשות ניירות ערך פעלו להגברת מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בהגברת השתתפותם ככל בעלי מניות המיעוט במסגרת אספות בעלי המניות וכן בעידודם להשתמש בכלי אכיפה כגון הגשת תביעות נגזרות.

לסיכום, פתרונות שוק תיאורטיים לבעיות שתוארו להלן אינם באים לידי ביטוי מספק במשק כיום, ולפיכך עולה הצורך בפתרונות רגולטורים נוספים. המצב המשפטי הקיים כיום מכיר בפגיעה הפוטנציאלית במשקיעים הנובעת ממבנה החזקה ריכוזי ולפיכך קבועים בו הסדרים שונים שנועדו להגן על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט מקרב מהציבור. הסדרים אלה מטבעם מחזקים את המשקיעים והממשל התאגידי בחברות, ובכך נותנים באופן עקיף מענה חלקי לבעיות הנובעות מחברות פער. אולם המצב המשפטי הקיים לא מגדיר, ולפיכך גם אינו מטפל ישירות ובצורה ממוקדת באותם מצבים בהם יש פער בין האינטרס הכלכלי של בעל השליטה לכוחו לשלוט בחברה או ליכולתו לשמר כוח זה. לפיכך במצב החוקי הקיים אינם מטופלים גם מצבים בהם ניגוד העניינים הפוטנציאלי מוחרף עד לנקודת קיצון בה לא רק ניתן לצפות שלבעל השליטה

יהיה תמריץ להגדיל את רווחיו על חשבון המשקיעים מהמיעוט (כבכל בעיית סוכן) כי אם מלכתחילה לא ניתן לצפות כי בעל השליטה יפעל שלא מתוך אינטרס להשאת רווחי החברה.²⁸³

הגנה על התחרות במשק

חוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988, עניינו בהסרת חסמים המונעים תחרות בענפי המשק השונים.

חוק ההגבלים העסקיים (תיקון מס' 12), התשע"א-2010 שנחקק לאחרונה, הרחיב את סמכות הממונה בכל הנגוע לאסדרת פעולתן של קבוצות ריכוז (אוליגופולים). סעיף 31 לחוק מסמך את הממונה על ההגבלים העסקיים להורות לחברי קבוצת ריכוז לנקוט צעדים שמטרתם למנוע פגיעה או חשש לפגיעה משמעותית בציבור או בתחרות בעסקים בין חברי הקבוצה או בענף שבו הם פועלים. החוק מונה, ברשימה בלתי ממצה, את רשימת הצעדים שעליהם מוסמך הממונה להורות. בין היתר, מוסמך הממונה לתן הוראות על הסרתם או צמצומם של חסמי כניסה לענף או של חסמים למעבר בענף, וכן הוראות על הפסקת פרקטיקות מקדמות התאמה, היינו, פעולות המקלות על השגה של שיווי משקל אוליגופולי או על שמירתו.

נוסף לכך, מסמך החוק כיום את בית הדין להגבלים עסקיים להורות על סעד מבני של ניתוק קשרי בעלות בין חברי קבוצות ריכוז בדרך של מתן הוראה על מכירת החזקות. אולם תופעות רבות אינן באות על פתרון בדרך של ניתוק בעלויות, אלא דורשות שינויים מבניים אחרים לקידום התחרות. החוק הקיים מעניק לממונה על ההגבלים העסקיים כלים להגנה על התחרות הענפית במשק, אך אין בכך מענה מלא לטיפול בבעיות הנגזרות מממשק מרובה שווקים.

שמירה על היציבות במשק

הגבלת החשיפה ללווה בודד או קבוצת לוויים מצד הגופים המוסדיים

אחד הגורמים שיכולים להגביר את הסיכון המערכתי הוא רמות גבוהות של מינוף, המתאפשרות בזכות קבלת אשראי, הן מהסקטור הבנקאי והן מהסקטור החוץ בנקאי. בנוגע לאשראי מהסקטור הבנקאי קיימות מגבלות על קבוצת לוויים. בסקטור החוץ בנקאי, אשראי ניתן בין השאר על ידי הגופים המוסדיים, אשר הכללים הקיימים לגביהם פחות מגבילים.

חלק מהמינוף המתרחש בקבוצות עסקיות הוא תוצאה של רכישת חברות נוספות בהון זר.

מיסוי מימון רכישות בהון זר

סעיף 17 רישא לפקודת מס הכנסה קובע כי לשם בירור הכנסתו החייבת של אדם ינוכו יציאות והוצאות שיצאו כולן בייצור הכנסתו בשנת המס ולשם כך בלבד. סעיף 18 לפקודה מונה סייגים לניכוי הוצאות מסוימות כאשר סעיף קטן (ג) שבו מתייחס לאופן ייחוס ההוצאות להכנסות. הסעיף קובע כי היה ונקבע להכנסה שיעור מס מיוחד או פטור ממס (להלן: "**ההכנסה המועדפת**"), ההוצאות שהוצאו לשם השגת ההכנסה האמורה יותרו בניכוי לפי סעיף 17 לפקודה רק כנגד הכנסה זו (להלן: "**ייחוס הוצאות ספציפיות**"). אולם, היה ולא ניתן לבצע ייחוס הוצאות

²⁸³ חלק מן השינויים אושרו רק בחודשים האחרונים ועדיין לא ניתן לקבוע את מידת האפקטיביות שלהם בהשגת המטרות שלשמן הוסדרו.

ספציפי, ינוכו ההוצאות כנגד ההכנסה המועדפת באופן יחסי בהתאם ליחס ההכנסה המועדפת לכלל ההכנסות.²⁸⁴

על אף האמור לעיל, הניסיון מלמד כי קיים קושי לבצע ייחוס הוצאות ספציפי כאשר מדובר בחברה לה השקעות רבות ומקורות הכנסה שונים ומגוונים, ואף ניתנות פרשנויות רחבות מצד הנישומים לתחולת הסעיף האמור. כך, מחד נרשמות הכנסות פטורות לצרכי מס (לדוגמה הכנסות מדיבידנד בין חברות²⁸⁵) ומאידך ההוצאות שיצאו (חלקן או כולן) בגינן, אינן מיוחסות להכנסות אלו ונדרשות בניכוי כנגד הכנסות אחרות. מצב זה שוחק את בסיס המס ומעניק תמריץ לרכישת חברות בהון זר.

סעיף 18(ג) לפקודה וראו גם ע"א 635/68 פקיד השומה למפעלים גדולים נגד כלל חברה להשקעות בע"מ²⁸⁴
סעיף 126(ב) לפקודה²⁸⁵

הספרות האקדמית מתייחסת למספר מנגנוני שוק אשר במשק יעיל ומשוכלל יכולים לצמצם את הבעיות שהוצגו בפרקים הקודמים (ביניהם שוק השליטה, שוק מוצרים תחרותי ובקרת שוק באמצעות המשקיעים). במבנה השוק הקיים בישראל, בתנאים מסוימים תפקודם של מנגנונים אלה לא תמיד מספק. בשל כך יש צורך לנקוט צעדים אשר יעודדו ככל האפשר בקרות מצד כוחות השוק או יהוו תחליף לבקרות אלה במקרים אחרים.

צד ההיצע

אסטרטגיה אחת להתמודדות עם הבעיות הנובעות מהפער בין החזקה בהון להחזקה בזכויות הצבעה היא שיפור איכות ההיצע של המשטר התאגידי במשק הישראלי. כלים אחדים יכולים לשמש למטרה זו: שיפור איכות גילוי המידע שהחברות נדרשות לספק (לרבות כללי "אמץ או גלה"); קביעת נורמות מחייבות לשיפור המשטר התאגידי; יצירת תמריצי מס חיוביים ושלייליים; ואף קביעת הגבלות בחוק המכוונות להתמודד עם הבעיות באמצעות שינוי מבני.

כלי מס

מערכת המס נועדה לממן את תקציב המדינה ולאפשר חלוקה מחדש של הכנסות הציבור בלי לפגוע בפעילות הכלכלית ובסביבה העסקית. נוסף על כך, מערכת המס משמשת ליצירת תמריצים חיוביים ושלייליים לקידום מדיניות כלכלית וכפיצוי על קיומן של השפעות חיצוניות.²⁸⁶

מערכת המס היא לכאורה מהכלים החזקים ביותר שבידי המדינה לפתרון בעיות חברתיות, שכן כללי המס יוצרים תמריצים חיוביים ושלייליים המשפיעים באופן חד וברור על השחקנים במשק. עם זאת, יש לזכור שאין מדובר בכלי מדויק, ושהחברות והיחידים בשוק יפתחו דרכים לעקוף את כללי המס. הדבר עלול להביא לפער בין כוונת המחוקק לתוצאות בפועל. זאת ועוד, יש להתחשב בהשפעה השלילית שיש להגדלת נטל המס על הפעילות הכלכלית.

אמצעי המס הישיר ביותר להתמודדות עם פירמידות שליטה הוא ביטול הפטור ממס על דיבידנד המוענק לחברות, כפי שנעשה בארה"ב. בשנות ה-30 של המאה ה-20 הטילה ארה"ב מס בשיעור של 15%-10% על תשלום דיבידנד בין חברות. משמעות המס הייתה שהבעלים של פירמידת שליטה נאלץ לשלם מס על כל חוליה בשרשרת השליטה שבינו לבין החברה המשלמת את הדיבידנד. ישנם חוקרים הטוענים שעלות החזקת הפירמידה שיצר מס זה הביאה לפירוק הפירמידות בארה"ב ולמעבר למבנה של בעלות מבוזרת.²⁸⁷ מחקרים אחדים יצאו נגד טענה זו. מצד אחד המתנגדים טוענים כי ההשפעה של המס הייתה מועטה, וכי עיקר הפירמידות פורקו בעקבות חקיקה בתחום דיני ההגבלים העסקיים, אשר אסרה על חברות תשתית להיות מוחזקות בידי פירמידות²⁸⁸ ובעקבות המס הפרוגרסיבי שהוטל באותה תקופה.²⁸⁹ מצד אחר, יש הטוענים כי

²⁸⁶ "היכרות עם מערכת המס", המחלקה לתכנון וכלכלה, רשות המסים בישראל, עמ' 4.

²⁸⁷ R. Morck, 'How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-corporate Dividends and other Incisive Uses of Tax Policy', CEI Working Paper Series 2005-15, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2006

²⁸⁸ S. Bank and B. Cheffins, 'The Corporate Pyramid Fable', Business History Review, Harvard Business School, 84(3), 2010, pp. 435-458

²⁸⁹ M. Desai, D. Dharmapala and W. Fung, 'Taxation and the Evolution of Aggregate Corporate Ownership Concentration', NBER Working Papers 11469, National Bureau of Economic Research, Inc, 2005. הערה: מבנה המס באירופה שונה מזה שבשראל.

גם מס דיבידנד לא הכחיד את ההפרדה בין הון לשליטה בארה"ב, ושהיא מתקיימת גם בימים אלה.²⁹⁰

מלבד הטלת מס על דיבידנדים בין חברות, ישנם כמה כלי מס נוספים (כגון מס עיזבון ומתנות) שמאפייניהם מדויקים יותר והם יכולים לשמש כלי להתמודדות עם הבעיות הנובעות מבעלות מרוכזת. מסים אלה מוטלים בקנדה, ארה"ב, בריטניה וגרמניה, והם נועדו למנוע הצטברות עושר על פני דורות בידי מספר קטן של משפחות.²⁹¹ שימוש ממוקד בכלי מס יכול להיות פתרון גם לבעיות ספציפיות הנובעות ממבנה החזקה. דוגמה לכך היא יצירת תמריץ שלילי למימון פנימי באמצעות אי-הכרה בהוצאות מימון לצורכי מס במקרים של מימון דק, או במקרים של הלוואות בעלים.

שינוי המבנה הארגוני של המשק

בידי המדינה הסמכות לכפות שינויים ישירים במבנה הארגוני של המשק. יתרונה של מדיניות זו היא בכך שהיא יוצרת תוצאות מהירות, ברורות ומוגדרות היטב. חסרונה העיקרי הוא בכך שמאחר והיא לא מאפשרת לברור בצורה מדויקת בין מקרים יעילים למקרים בלתי יעילים היא עלולה להוביל לאובדן משמעותי של יעילות כלכלית. משום כך, מומלץ להשתמש באסטרטגיה זו רק כאשר לא קיים פתרון רגולטורי אפקטיבי אחר. הדוגמה הבולטת ביותר מדיניות מסוג זה היא האיסור שנקבע בארה"ב להחזיק חברות תשתית (גז וחשמל) באמצעות פירמידות שליטה. האיסור נקבע בשנות ה-30, ומכיוון שהפירמידות בארה"ב היו בעיקר בענפי התשתיות, ככל הנראה הביאה החקיקה במישורין לפירוק הפירמידות.²⁹² יש להדגיש שהמחוקק האמריקני בחר להתמקד דווקא בתעשיות אלה משום היותן מונופולין בתחום התשתיות אשר נדרשו לתמחר את שירותיהם על פי העיקרון של Cost Plus. החשש היה שהשימוש בפירמידות אפשר לתעשיות אלה לבצע סבסוד צולב בקשריהן עם עסקים אחרים (כגון רכבות קלות) ולעקוף את דרישות הרגולטור.²⁹³

השינויים שהמדינה יכולה לבצע במבנה הארגוני של המשק יכולים להיות קיצוניים פחות. דוגמה לכך היא הכלל של הצעת רכש כפויה. כלל הצעת רכש כפויה קובע שבמקרה של: (1) גיבוש ראשון של גרעין שליטה, (2) החלפת בעל שליטה, או (3) גידול בזכויות ההצבעה של בעל השליטה בתחום שבין 30% ל-50%, בעל השליטה חייב לפנות לציבור בהצעת רכש מלאה של כל מניות החברה במחיר הכולל את מחיר השוק ופרמיית השליטה או חלק ממנה. כלל הצעת רכש כפויה מאפשר לבעלי מניות המיעוט לבחור אם למכור את מניותיהם, ובכך הוא מעניק להם "אפשרות יציאה" כאשר בחברה חל שינוי שליטה. כלל הצעת רכש כפויה נקבע תחילה בבריטניה אך בשנים האחרונות התרחב ואומץ במדינות נוספות רבות באירופה. הכלל אומץ כחלק מתקנות ההשתלטות של האיחוד האירופי ונקבע כחוק ברוב מדינות אירופה ובהן גרמניה, צרפת ואיטליה. מחקר שערכה קרן המטבע הבינלאומית הראה קורלציה בין רפורמה זו לבין ירידה בפרמיית

²⁹⁰ B. Villalonga and R. Amit, 'How Are U.S. Family Firms Controlled?', Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 22(8), 2009, pp. 3047-3091

²⁹¹ M. Kohli, 'Intergenerational Transfers and Inheritance: a Comparative View', in M. Silverstein (ed.) Intergenerational Relations Across Time and Place, Annual Review of Gerontology and Geriatrics, Vol. 24, New York: Springer 2004

²⁹² S. Bank and B. Cheffins, 'The Corporate Pyramid Fable', Business History Review, Harvard Business School, 84(3), 2010, pp. 435-458

²⁹³ D. Bloom and S. Hampshire, 'What the PUHCA Repeal Means for US Utilities', 24 IFLR, 2005, p. 44

השליטה במדינות אלה.²⁹⁴ כלל זה מאפשר חלוקה הוגנת של פרמיית השליטה במהלך גיבוש גרעין השליטה, מבטיח שהעברות שליטה בלתי יעילות לא יצאו אל הפועל ומאפשר שינוי הדרגתי של מבנה השליטה במשק. למרות זאת, יש חשש שכלל זה יחסום חלק מהעברות השליטה היעילות בשוק מאחר שהוא מוריד את התגמול לבעל השליטה הנוכחי, שבידו הכוח למנוע את הרכישה.²⁹⁵ אפשרות נוספת היא למנוע רישום למסחר של חברות אשר אינן מייצגות פעילות נפרדת מפעילות חברה ציבורית נסחרת אלא נועדו רק להרחיב את פירמידת השליטה ולחזק את ההפרדה בין ההון לשליטה.

ממשל תאגידי וגילוי

1. סמכויות ועצמאות הדירקטוריון

לדירקטוריון בכלל ולדירקטורים חיצוניים בפרט תפקיד חיוני בפיקוח על הנהלת החברה ובשמירה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.²⁹⁶ כדי שיוכלו למלא תפקיד זה כראוי, החוק חייב להעניק להם סמכויות פיקוח ולהבטיח את עצמאותם כלפי ההנהלה ובעל השליטה. דוגמה לצעדים מסוג זה היא הדרישה בארה"ב שבמטרה להתמודד עם משטר מנהלים, לפחות 50% מדירקטוריון של חברה ללא בעל שליטה יורכב מדירקטורים חיצוניים.²⁹⁷ או הדרישה בדרום קוריאה שלדירקטורים החיצוניים תהיה זכות ווטו בהחלטות על מינויים ועל חוזי תגמול.²⁹⁸ צעד משלים להוספת סמכויות לדירקטוריון הוא חידוד חובותיו של הדירקטוריון כלפי בעלי המניות. במרבית המדינות הדירקטוריון חייב בחובת נאמנות כלפי כלל בעלי המניות, אך במקרים מסוימים אין בכך כדי למנוע פגיעה בבעלי מניות המיעוט ויש צורך בחובות נוספות. דוגמה לצעדים משלימים כאלה היא החובה אשר הוטלה באיטליה על דירקטורים לחשוף את עסקאות הטיעון בתביעות שהוגשו נגדם מתוקף תפקידם כדירקטורים.²⁹⁹

2. עסקאות בעלי עניין

²⁹⁴ P. Koeva Brooks and I. Ivaschenko, 'Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?', IMF Working Papers 08/91, International Monetary Fund, 2008

²⁹⁵ C. Bolle, *A Comparative Overview of the Mandatory Bid Rule in Belgium, France, Germany and the United Kingdom*, Nomos Verlagsgesellschaft, August 2008

²⁹⁶ (בישראל ("ועדת גושן"), Corporate Governance, דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי) http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf.

²⁹⁷ חוק Sarbanes-Oxley קבע כי על זירות המסחר לדרוש בתקנות הרישום למסחר את עצמאות הדירקטוריון, בעקבות זאת הוסיפו ה-NYSE ו-NASDAQ לתקנות הרישום למסחר את הדרישה כי לפחות 50% מהדירקטוריון של חברה עצמאית יורכב מדירקטורים עצמאים. יש להדגיש כי קיימים הבדלים בין הגדרת דירקטור עצמאי בישראל ובארה"ב.

J. Linck, J. Netter and T. Yang, 'The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors', *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 22(8), 2009, pp. 3287-3328

²⁹⁸ (וכן) או לכלול גם את CEO, CFO סמכות ועדת המינויים יכולה לכלול רק מינוי בעלי תפקידים במנהלת התאגיד (מינויים של דח"צים חדשים בתאגיד).

J. Choi, S. Park and S. Yoo, 'The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, 42(04), 2007, pp. 941-962

²⁹⁹ L. Enriques and P. Volpin, 'Corporate Governance Reforms in Continental Europe', *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, 21(1), 2007, pp. 117-140

תיעול רווחים פוגע במישרין ברווחתם של בעלי מניות המיעוט. אחת הדרכים הנפוצות לתיעול רווחים היא באמצעות עסקאות בעלי עניין. לכן מוטלת חובה על המדינה להגן על בעלי מניות המיעוט באמצעות הטלת הגבלות שונות וקביעת כללים ברורים לעסקאות מסוג זה. דוגמה להגבלה כזאת היא החובה המוטלת בארה"ב על הדירקטוריון להציג לאספת בעלי המניות לא רק עסקה שתנאיה סבירים אלא את העסקה הטובה ביותר אשר היה אפשר להשיג.³⁰⁰

3. עידוד שוק לשליטה

כפי שצוין, השוק לשליטה תאגידית (Market for Corporate Control) יכול למלא תפקיד חשוב בבקרה על בעל השליטה ועל הנהלת החברה. עוד הוסבר לעיל שגם כאשר השתלטות עוינת איננה יוצאת אל הפועל, עצם הפוטנציאל להשתלטות עוינת יכול להוות גורם בקרה בעל השפעה חיובית. כיום שוק השליטה בישראל מוגבל, והשתלטויות עוינות כמעט אינן מתרחשות. דוגמאות לדרכי עידוד הבקרה מצד השוק יכולות להיות החלטת האיחוד האירופי על ביטול הגנות שליטה ו"גוללות רעל" בעת ניסיון השתלטות, או ההגבלות שהוטלו באיטליה על הסכמי הצבעה בכלל ובעת השתלטות בפרט.

צד הביקוש

אסטרטגיה שנייה לטיפול בבעיות הנובעות מן הפער בין השליטה להון היא העלאת הביקוש למשטר תאגידי איכותי ועל ידי כך עידוד משמעת שוק. גם באפיק זה יש מגוון אמצעי מדיניות העומדים לרשות המדינה – שיפור רמת הגילוי, עידוד אקטיביזם מצד בעלי המניות, חיזוק כוחם ועצמאותם של המשקיעים המוסדיים ואף קביעת כללי השקעה תוך הדגשת חברות שבהן מונהג משטר תאגידי נאות בלבד.

עידוד אקטיביזם מצד המשקיעים המוסדיים

במדינות רבות בעולם יש למשקיעים המוסדיים יכולת נרחבת לפקח על בעלי השליטה ועל ההנהלות ולדרוש שיפור ברמת המשטר התאגידי.³⁰¹ למרות זאת, בעיות סוכן עלולות לפגוע באינטרס של המשקיעים המוסדיים להציג דרישות לבעלי השליטה. המדינה יכולה לקבוע רגולציה אשר תעודד את המשקיעים המוסדיים לנקוט פיקוח יעיל. לדוגמה, המדינה יכולה לאפשר למשקיעים המוסדיים לשתף פעולה זה עם זה, במעמדם כבעלי מניות, בעת משא ומתן עם בעל השליטה או כהכנה לאספת בעלי המניות או אספת בעלי האג"ח בלא חשש לעבור עברה על דיני ההגבלים העסקיים.

³⁰⁰ הדין הדלווארי מטפל בעסקאות אלה בשני מסלולים מקבילים: אישור הוגנות מלא ע"י בעל השליטה (אינטייר פיירנס) או אישור ברוב בלתי נגוע שקיבל את כל המידע הרלוונטי. היחס בין שתי החלופות הוא במידה רבה עניין של נטלים - בראשונה הנטל על בעל השליטה להראות שהעסקה טובה לחברה הגם שלא אושרה ברוב בלתי נגוע. בשנייה - על התובע להראות שהעסקה אינה טובה לחברה הגם שכן אושרה ברוב בלתי נגוע.

³⁰¹ S. Gillan and L. Starks, 'Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors', Journal of Financial Economics, Elsevier, 57(2), 2002, pp. 275-305

חלק מהותי מממשל תאגידי תקין הוא יכולתם של בעלי המניות (ובכללם גם בעלי מניות המיעוט) לפקח על הנהלת החברה. ההשפעה של בעלי מניות המיעוט יכולה לבוא לידי ביטוי בשלושה אמצעים – הצבעה באספת בעלי מניות, מכירת מניותיהם ועל ידי כך הורדת מחיר המניה, או שימוש בכלי אכיפה פרטית כגון תביעות נגזרות או ייצוגיות. השימוש באמצעים אלה יהיה מעשי אם בעלי מניות המיעוט יקבלו מידע על התנהלות החברה בכלל ועל התנהלות דירקטוריון החברה בפרט. השפעתם (באמצעות זכויות ההצבעה שלהם) מותנית בזמינות היכולת להצביע (למשל באמצעות האינטרנט), והיכולת שלהם לתבוע את החברה מושפעת ממחסור זכותם לקבל מסמכים, מימון התביעות ועוד. המדינה יכולה אפוא לנקוט מדיניות שתסייע בידיהם של בעלי מניות המיעוט לבצע פעולות אלה, למשל באמצעות הרחבת חובת הגילוי המוטלת על החברות והדירקטוריונים, הקלת דרכי ההצבעה באספת בעלי המניות³⁰² או סיוע במימון תביעות נגזרות או ייצוגיות.

³⁰² J. Kobler, 'Shareholder Voting Over the Internet: A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance', Alabama Law Review, 49(2), 1998, p. 673

- V. Acharya, D. Gale and T. Yorulmazer, '*Rollover Risk and Market Freezes*', NBER Working Papers 15674, National Bureau of Economic Research, Inc., 2010
- R. Albuquerque and E. Schroth, '*Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades*', Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55
- H. Alemida and D. Wolfenzon, '*A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*' The Journal of Finance, 61, 2006 pp. 2637–2680
- S. Ali Abbas and R. Espinoza, '*Evaluating the Success of Malaysia's Exchange Controls (1998-99)*', Oxford Development Studies, Taylor and Francis Journals, vol. 34(2),(2006) pp 151-191
- H. Almeida and D. Wolfenzon, '*Should Business Groups Be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets*', Journal of Financial Economics, Elsevier, 79(1) ,2006, pp. 99-144
- K. Bae, J. Kang and J. Kim, '*Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups*', The Journal of Finance, 57, 2002, pp. 2695-2740
- J. Baek, J. Kang and I. Lee , '*Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols*', Journal of Finance, American Finance Association, 61(5), 2006 pp. 2415-2449
- J. Baek, J. Kang and K. Suh Park, '*Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis*', Journal of Financial Economics, Elsevier, 71(2), 2004, pp. 265-313
- S. Bank and B. Cheffins, '*The Corporate Pyramid Fable*', Business History Review, Harvard Business School, 84(3) ,2010, pp. 435-458
- L. Bebchuk, J. Coates and G. Subramanian, '*The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards*:'
- L. Bebchuk, A. Cohen and A. Ferrell, '*What Matters in Corporate Governance?*', Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, v22(2), 2009, pp. 783-827
- L. Bebchuk and J. Fried, '*Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*', Harvard University Press, 2004
- L. Bebchuk, R. Kraakman and G. Triantis, '*Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*', NBER Working Papers 6951, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999
- L. Bebchuk and M. Roe, '*A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*', Stanford Law Review, Vol. 52, No. 1 , 1999, pp. 127-170

- M. Bennedsen ,K. Nielsen ,F. Pérez-González ,D. Wolfenzon, 'Inside the Family Firm: the Role of Families in Succession Decisions and Performance', *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 122, No. 2, 2007, pp. 647-691
- A. Berle and G. Means, '*The Modern Corporation and Private Property*', Harcourt, Brace & World, 1968
- D. Bernheim and M. Whinston, '*Multimarket Contact and Collusive Behavior*', *RAND Journal of Economics*, The RAND Corporation, 21(1), 1990, pp. 1-26
- M. Bertrand, S. Johnson, K. Samphantharak and A. Schoar, '*Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them*', *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 88(3), 2008, pp. 466-498
- M. Bertrand, P. Mehta and S. Mullainathan, '*Ferretting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups*' *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 117(1), February, 2002, pp. 121-148
- S. Bhagat and R. Roberta, '*Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term*', *Yale Law & Economics Research Paper No. 374*, 2009
- M. Bianchi, L Enriques, '*Corporate Governance In Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*', *Corporate Ownership & Control* 2 (4), pp. 11-31
- D. Bloom and S. Hampshire, '*What the PUHCA Repeal Means for US Utilities*', 24 *IFLR*, 2005, p. 44
- C. Bolle, '*A Comparative Overview of the Mandatory Bid Rule in Belgium, France, Germany and the United Kingdom*', Nomos Verlagsgesellschaft, August 2008
- G. Brunello, C. Graziano and B. Parigi, '*CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case*', *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, v27(6), 2003, pp. 1027-1051
- J. Bullard, C. Neely and D. Wheelock, '*Systemic risk and the financial crisis: a primer*', Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009
- M. Burkart, and F. Panunzi, , '*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*'. ECGI - Law Working Paper No. 10/2003, 2003
- B. Caroline, '*A Comparative Overview of the Mandatory Bid Rule in Belgium, France, Germany and the United Kingdom*' (Nomos Verlagsgesellschaft August, 2008)
- A. Carvalhal da Silva and A. Subrahmanyam, '*Dual-Class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence From the Brazilian Stock Market*', *Journal of Corporate Finance* Volume 13, Issue 1, 2007, pp 1-24
- F. Caselli and N. Gennaioli, '*Dynastic Management*', *Journal of the European Economic Association* 3, 2-3 ,2005, pp. 679-689

- J. Choi, S. Park and S. Yoo, *'The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea'*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, 42(04), 2007, pp. 941-962
- S. Claessens, S. Djankov and L. Lang., *'The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations'*, Journal of Financial Economics, 58, 2000, pp. 81-112
- R. Clemens, *'Poison Debt: The New Takeover Defense'*, 42 Bus. Law. 747 (1986-1987)
- G. Davis, and H. Kim, *'Business ties and proxy voting by mutual funds'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 85(2), 2007, pp 552-570
- A. De Jong, D. DeJong, G. Mertens and U. Hege, *Leverage in Pyramids: When Debt Leads to Higher Dividends*, ECGI - Finance Working Paper No. 261/2009, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1461492>
- M. Desai, D. Dharmapala and W. Fung, *'Taxation and the Evolution of Aggregate Corporate Ownership Concentration'*, NBER Working Papers 11469, National Bureau of Economic Research, Inc, 2005
- A. Dyck. and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59, pp. 537–600, (2004)
- L. Enriques and P. Volpin, *'Corporate Governance Reforms in Continental Europe'*, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, 21(1), 2007, pp. 117-140
- M. Faccio and L. Lang, *'The Ultimate Ownership of Western European Corporations'*, Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 365-395
- G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, (eds.) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, , Annex 2 (2004, Oxford University Press) pp. 825-924
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, *'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009'*, Basel 2009
- S. Gillan and L. Starks, *'Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, 57(2), 2002, pp. 275-305
- R. Gopalan, V. Nanda and A. Seru, *'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795
- R. Griffith, *'Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis'*, IFS Working Papers W01/12, Institute for Fiscal Studies, 2001
- O. Hart, *'The Market Mechanism as an Incentive Scheme'*, Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, 14(2) ,1983 ,pp. 366-382

- S. Hauser, *'The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence From Dual-Class Stock Unifications'*, Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 17(4), 2004, pp. 1167-1184
- M. Holmén and P. Högfeldt, *'Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment?'* International Review of Finance Ltd., 9(1-2), 2009, pp. 133-175
- B. Holmlstrom, *'Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment'*, Journal of Corporation Law, HeinOnline, 2004, pp.703-716
- International Monetary Fund, *'Global Financial Stability Report, Apr 2009; Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk'*, Washington, D.C., 2009
- M. Jensen and R. Ruback, *'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, 11(1-4), 1983, pp. 5-50
- G. Jiang, C. Lee and H. Yue *'Tunneling Through Inter-Corporate Loans: The China experience'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, 98(1), 2010, pp. 1-20
- S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, *'Tunneling'*, The American Economic Review, 90(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 2000, pp. 22-27
- T. Khanna and K. Palepu, *'Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups'*, Journal of Finance, American Finance Association, 55(2), 2000, pp. 867-891
- T. Khanna and C. Thomas, *'Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging Market'*, Journal of Financial Economics, 92(2), May 2009
- T. Khanna and Y. Yafeh, *'Business Groups and Risk Sharing around the World'*, Journal of Business, University of Chicago Press, 78(1), 2005, pp. 301-340
- T. Khanna and Y. Yafeh, *'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?'*, Journal of Economic Literature, American Economic Association, 45(2), 2007, pp. 331-372
- B. Kim and I. Leeo, *'Agency Problems and Performance of Korean Companies During the Asian Financial Crisis: Chaebol vs. Non-Chaebol Firms'*, Pacific-Basin Finance Journal, Elsevier, 11(3), 2003, pp. 327-348
- J. Kobler, *'Shareholder Voting Over the Internet: A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance'*, Alabama Law Review, 49(2), 1998, p. 673
- P. Koeva Brooks and I. Ivaschenko. *'Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?'*, IMF Working Papers 08/91, International Monetary Fund, 2008
- M. Kohli, *'Intergenerational Transfers and Inheritance: a Comparative View'*, in M. Silverstein (ed.) Intergenerational Relations Across Time and Place, Annual Review of Gerontology and Geriatrics, Vol. 24, New York: Springer 2004

- R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, '*Corporate Ownership Around the World*', *The Journal of Finance*, 54(2), Apr. 1999, pp. 471-517
- B. Lauterbach and B. Ronen, '*Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence*', 2007, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper
- B. Lauterbach and Y. Yafeh, '*Long Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares*', *Journal of Corporate Finance*, 17(2), April 2011, pp. 215-228
- M. Lefebvre and F. Vieider, '*Reining in Excessive Risk Taking by Executives: Experimental Evidence*', Working Papers 1006, Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (GATE), Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS), Université Lyon 2, Ecole Normale Supérieure, 2010
- N. Leff, '*Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups*', *Economic Development and Cultural Change*, University of Chicago Press, vol. 26(4), 1978, pp. 661-75
- M. Lemmon and K. Lins, '*Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*', *The Journal of Finance*, 58, 2003, pp. 1445-1468
- J. Linck, J. Netter and T. Yang, '*The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors*', *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 22(8), 2009, pp. 3287-3328
- R. Masulis, P. Pham and J. Zein, '*Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations and Organizational Choices*', forthcoming, *Review of Financial Studies*, 2011
- R. Morck, '*How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-corporate Dividends and other Incisive Uses of Tax Policy*', CEI Working Paper Series 2005-15, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2006
- R. Morck, D. Wolfenzon and B. Yeung, '*Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth*', *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 43(3), 2005, pp. 655-720
- R. Morck and B. Yeung, '*Agency Problems in Large Family Business Groups*', *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 2003, pp. 367-382
- OICV IOSCO Technical Committee, '*Mitigating Systemic Risk - A Role for Securities Regulators Feb 2011*', Madrid, 2011
- M. Pagano and P. Volpin, '*Securitization, Transparency and Liquidity*', IFA working paper, 2010

- B. Per-Olof, J. Eklund, and D. Wiberg, *'Institutional Owners and the Return on Investments'*, CESIS. Electronic Working Paper. 2007
- F. Pérez-González, *'Inherited Control and Firm Performance'*, American Economic Review, American Economic Association, 96(5), 2006, pp. 1559-1588
- J. Pratt and R. Zeckhauser, *'Principles and Agents: An Overview'*, in J. Pratt and R. Zeckhauser (eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business* (1985, Harvard Business School Press), pp. 2
- J. Rochet and J. Tirole, *'Interbank Lending and Systemic Risk'*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 28, No. 4, Part 2: Payment Systems Research and Public Policy Risk, Efficiency and Innovation (Nov. 1996), pp. 733-762
- G. Sanders and D. Hambrick, *'Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance'*, The Academy of Management Journal, 50(5), 2007, pp. 1055-1078
- A. Shleifer and R. Vishny, *'Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach'*, Journal of Finance, American Finance Association, 47(4), 1992, pp. 1343-1366
- B. Villalonga and R. Amit, *'How Are U.S. Family Firms Controlled?'*, Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 22(8), 2009, pp. 3047-3091
- P. Volpin, *'Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy'*, Journal of Financial Economics, Elsevier, 64(1), 2002, pp. 61-90
- P. Volpin and R. Stefano, *'Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions'*, Journal of Financial Economics 74 ,2004, pp. 277–304
- J. Wouters, P. Van Hooghten and M. Bruyneel, *'The European Takeover Directive: A Commentary'*, in *The European Takeover Directive and Its Implementation*, P Van Hooghten (ed) Oxford University Press, Oxford ,2009, pp. 86-87
- Y. Yishay and H. Assaf, *'Institutional Investors as Minority Shareholders'* (April 2011). 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; ECGI - Law Working Paper No. 172/2010
- ק. קוסנקו, 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק', סדרת מאמרים לדיון 2008.02, אפריל 2008, מחלקת המחקר, בנק ישראל
- (בישראל ("ועדת גושן"), Corporate Governance דו"ח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי)
http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf.
- 'היכרות עם מערכת המס', המחלקה לתכנון וכלכלה, רשות המסים בישראל, עמ' 4.

מהו סיכון מערכתי (Systemic Risk)?

סיכון מערכתי מוגדר כאפשרות שאירוע מחולל, כגון פֶּשֶׁל של חברה או קבוצת חברות, יפגע באופן משמעותי בחברות או שווקים נוספים ויגרום נזק לכלל המשק.^{303 304} סיכון מערכתי צריך להבחן על פי קנה המידה המבוקש: חברה יכולה להוות סיכון מערכתי ברמת השוק, ברמת המשק כולו ואף ברמה עולמית. סיכון מערכתי איננו משתנה בינארי או קבוע, ורמות שונות של סיכון מערכתי יכולות להתקיים באותה חברה, קבוצה או מבנה החזקה מעת לעת.³⁰⁵

העיסוק בסיכון מערכתי החל בעקבות משבר בנקאי שפקד את ארה"ב בשנות ה-80 (The Savings and Loans Crisis)³⁰⁶ אך התרחב מאוד רק בעקבות המשבר הפיננסי האחרון. חקר הסיכון המערכתי עדיין בתחילת דרכו, ועיקר העיסוק האקדמי והרגולטורי התמקד עד כה בסיכון מערכתי בפירמות ושווקים פיננסיים. עד היום כמעט לא היה ניסיון לבחון את הסיכון המערכתי בחברות ריאליות או בקבוצות עסקים.

מה מאפיין מוסדות היוצרים סיכון מערכתי?

על פי המודל שהופק במשותף על ידי FSB, IMF וה-BIS, ושאומץ על ידי IOSCO, סיכון מערכתי נבחן בשני מישורים: יש לבחון אם למוסד הנבחן יש **חשיבות סיסטמית**, כלומר אם כשל במוסד יביא לידי נזק ניכר לתפקודם של שווקים שלמים או אף לתפקוד המשק כולו. כן יש לבחון את רמת **הפגיעות הפיננסית** של המוסד, ובעיקר לבחון אם רמת הסיכון של המוסד נמדדת ומתומחרת נכונה על ידי השווקים (ראו לעיל "מורכבות והיעדר שקיפות").³⁰⁷

החשיבות הסיסטמית של המוסד מוערכת לפי שלושה גורמים עיקריים: גודל, קישוריות (interconnectedness), ומידת חלופיות (substitutability).

גודל. גודל הוא לרוב המאפיין הבולט והאינטואיטיבי ביותר של מוסדות נושאי סיכון מערכתי. התמוטטות של חברה גדולה, בעלת שיעור חוב ונפח עסקים גדול עלולה לגרום נזק נרחב למערכת הפיננסית והריאלית כאחד. עובדה זו הביאה לתפיסה שישנן חברות "גדולות מכדי ליפול" ואשר המדינה תיאלץ לחלץ אותן אם ייקלעו לקשיים. גודל לא בהכרח חייב להימדד ברמת החברה האחת; אוסף של חברות קטנות או בינוניות המפגינות התנהגות ו/או מדיניות ניהול סיכונים דומה עלול להוות סיכון שווה ערך לזה של חברה יחידה בעלת נפח פעילות גבוה.³⁰⁸

³⁰³ J. Bullard, C. Neely and D. Wheelock, 'Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer', Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009

³⁰⁴ International Monetary Fund. 'Global Financial Stability Report, Apr 2009; Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk', Washington, D.C., 2009

³⁰⁵ Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009', Basel, 2009

³⁰⁶ J. Rochet and J. Tirole, 'Interbank Lending and Systemic Risk', Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 28, No. 4, Part 2: Payment Systems Research and Public Policy Risk, Efficiency and Innovation (Nov. 1996), pp. 733-762

³⁰⁷ Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009', Basel, 2009

³⁰⁸ OICV IOSCO Technical Committee, 'Mitigating Systemic Risk - A Role for Securities Regulators Feb 2011', Madrid, 2011

קישוריות. גורמים להם מספר רב של לקוחות וספקים מגוונים עלולים להאיץ את התפשטות משבר לשווקים וענפים רבים במשק. טיב הקשרים לא תמיד ידוע וברור לחלוטין, ולכן קשה להעריך מראש את מידת הנזק שייגרם במקרה של נפילת החברה. הדבר מביא לידי כך שגם חברה לא גדולה עלולה להיות "מקושרת מכדי ליפול".^{309 310}

מידת חלופיות. כל גורם המספק שירות חיוני, ואשר אין גורם אחר היכול לתפוס את מקומו, עלול להיות סיכון מערכתי למערכת שהוא משרת. על כן ניתן לטעון כי ככל שתעלה רמת הריכוזיות הענפית במשק, כך תעלה בו רמת הסיכון המערכתי.³¹¹

אשר לרמת הפגיעות הפיננסית, גורמים רבים רלוונטיים לבחינתה, ובהם מינוף, נזילות, מורכבות והיעדר שקיפות.

מינוף. רמת המינוף של חברה קשורה במישרין לרמת הסיכון שלה. ככל ששיעור המינוף של החברה גדול יותר, כך תשפיע ירידה בהון העצמי או בתזרים המזומנים באופן חד יותר על יכולתה של החברה לעמוד בתשלומי ריבית, ועלולה אף להוביל לדרישה לפירעון מיידי של קרן החוב. **מורכבות והיעדר שקיפות.** תנאי הכרחי לתמחור נכון וגידור אפקטיבי של סיכון על ידי המשקיעים הוא נגישותו של מידע מדויק ואמין. היעדר מידע יכול לגרום לתוצאות שליליות מגוונות.

- הערכת חסר של רמת הסיכון בחברה, ועקב כך ריכוז סיכון יתר בלתי מגודר בחברה.
 - החלטה של השוק שאי-אפשר להעריך כלל את רמת הסיכון של הנכס. נכס בסיכון לא ידוע אינו ניתן לתמחור, ולכן ייתכן שייפסק המסחר בו, והשוק "יקפא".³¹² לדוגמה, בשיא המשבר "קפא" המסחר בשווקים בנכסים נגזרים מסוימים אשר לא היה אפשר לתמחר את נכסי היסוד שלהם.³¹³
 - סחרור מידע (Information Cascade). השוק נאלץ להתבסס על מידע בנוגע לחברה אחת כדי לשפוט את יציבותה של חברה אחרת. קריסה של חברה אחת עלולה להביא לעלייה במחיר הנזילות של חברות דומות ולהביא לקריסתן.³¹⁴
- מורכבות יתר עלולה להביא למעשה להיעדר שקיפות. הערכת הסיכון עלולה לדרוש עיבוד כמות גדולה כל כך של נתונים עד שעלות חישוב רמת הסיכון תהיה יקרה מדי וחישוב מדויק שלה לא יהיה משתלם. כך, לדוגמה, לצורך הערכה מדויקת של חלק מנכסי ה-CDO נדרש ניתוח של יותר ממיליון עמודי טקסט.³¹⁵

³⁰⁹ Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Oct 2009', Basel 2009

³¹⁰ OICV IOSCO Technical Committee, 'Mitigating Systemic Risk - A Role for Securities Regulators Feb 2011', Madrid, 2011

³¹¹ Lehman Brothers "כך לדוגמה, חלק גדול מהנזק הסיסטמי שנגרם בעקבות התמוטטות בנק ההשקעות "שם. CDS. לא נבע מגודלו אלא מתפקידו המרכזי כמתווך בשוק ה-

³¹² M. Pagano and P. Volpin, 'Securitization, Transparency and Liquidity', IFA working paper, 2010
V. Acharya, D. Gale and T. Yorulmazer, 'Rollover Risk and Market Freezes', NBER Working Papers ³¹³ 15674, National Bureau of Economic Research, Inc., 2010

³¹⁴ J. Bullard, C. Neely and D. Wheelock, 'Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer', Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2009

³¹⁵ OICV IOSCO Technical Committee, 'Mitigating Systemic Risk - A Role for Securities Regulators Feb 2011', Madrid, 2011

בבואנו לבחון את רמת הסיכון המערכתי הנשקף מקבוצות, עלינו להקפיד על שלושה דגשים:

- ניתוח השוואתי בנוגע לאלטרנטיבות. יש לבחון אם חברה בקבוצת עסקים מסוכנת יותר מחברה מקבילה במבנה החזקות אחר, ואם קבוצת העסקים כולה מסוכנת יותר מאוסף מקביל של חברות המוחזקות במבנה החזקות אחר. לדוגמה, אף שהגודל המצטבר של קבוצת עסקים עלול להוות סיכון מערכתי, אי-אפשר לקבוע א-פריוורית שסיכון זה יהיה גדול יותר מהסיכון הטמון בחברות מקבילות בגודלן הנתונות במבנה בעלות אחר.
- ניתוח ברמת החברה האחת וברמת הקבוצה כולה. המבנה המבוזר של קבוצת עסקים מצריך הבחנה בין רמת הסיכון האידיאליסטי של כל חברה השייכת לקבוצה ובין הסיכון שהקבוצה כולה תיקלע למשבר. גורמים רבים עלולים לתרום לרמת היציבות של כל חברה וחברה בקבוצה אך לפגוע ברמת היציבות של הקבוצה כולה ולהפך.
- ניתוח בשני המישורים – חשיבות סיסטמית ופגיעות פיננסית.

רמת הפגיעות הפיננסית של חברה השייכת לקבוצת עסקים

גורמים המעלים את רמת הפגיעות הפיננסית בחברה השייכת לקבוצת עסקים:

- **נטילת סיכונים עודפים.** הפער בין הבעלות לשליטה מדרבן את בעל השליטה לרכז בתחתית פירמידת השליטה את עיקר הפעילות המסוכנת שלו, ואף יותר מכך, מעודד אותו לנקוט צעדים מסוכנים הרבה יותר מאלה שהיו נקטים באותה החברה לו הייתה נתונה במבנה בעלות אחר (ראו לעיל "נטילת סיכונים עודפים והקצאת משאבים לא יעילה").
- **תיעול.** הפער בין בעלות לשליטה ממריץ את בעל השליטה לתעל נכסים מחברות בתחתית פירמידת השליטה לחברות בחלקה העליון. הדבר עלול להביא לידי כך שחברות בתחתית הפירמידה יחזיקו בהון עצמי נמוך מזה שמקובל בחברות העוסקות באותו תחום ולכן שיעור דומה של חוב (ראו לעיל "תיעול נכסים").
- **מינוף.** ככל ששיעור המינוף של החברה גדול יותר, ירידה קטנה יותר בהון העצמי או בתזרים המזומנים מספיקה כדי לגרום לאי-יכולת לשלם ריבית ואף להביא לדרישה לפירעון מיידי של קרן החוב.

גורמים המצמצמים את רמת הפגיעות הפיננסית בחברה השייכת לקבוצת עסקים:

- **ביטוח הדדי.** אחת מהפונקציות המיוחסות לקבוצות עסקים היא היכולת לפזר סיכונים על פני כמה שווקים ומגזרים עסקיים ובאופן זה לאפשר לחברות בקבוצה לבטח זו את זו מפני משבר במגזר ספציפי. יתרון זה אמור להיות רלוונטי רק במשקים שבהם אין שוק הון מפותח אשר יכול להציע אותם שירותים לחברה עצמאית. למרות זאת, כאשר יש משבר נזילות, או נסיבות אחרות שבהן שוק ההון איננו מתפקד, שוק הון פנימי יכול להוות לו תחליף. נוסף על כך הקבוצה יכולה לספק ביטוח הדדי על ידי קניית שירותים מחברות בתוך הקבוצה וכך להחליף לקוחות אשר עזבו בעקבות המשבר. הדבר בולט במיוחד כאשר המשבר נובע מאי-ודאות גבוהה בנוגע לסיכון הצד שכנגד (Counter Party Risk) מאחר שסיכון זה איננו חל בתוך קבוצות עסקים. במחקרם הראו Khanna & Yafeh כי במדינות מסוימות (טאיוואן,

דרום קוריאה, יפן והודו) יש שוק ביטוח פנימי. לעומת זאת הראה המחקר שבמדינות אחרות אין קבוצות העסקים ממלאות פונקציה זאת. יש לציין שהמחקר לא הבחין בין זמני משבר לזמנים שבהם שוק ההון מתפקד כהלכה.³¹⁶

- **מוניטין והון עצמי של בעל השליטה.** המוניטין של בעל השליטה מועיל לו ולחברות שבהן הוא שולט מאחר שהוא מהווה תחליף זול ומהיר להתחייבות חוזית. פשיטת רגל של אחת מהחברות שבשליטתו פוגעת במוניטין ולכן מטילה עליו עלות נוספת על העלות הישירה של אבדן החברה. לכן ייתכן שבעל השליטה ייאזר להפנות משאבים, לרבות הוננו שלו, להצלתן של חברות שבשליטתו אשר נקלעו לקשיים.³¹⁷

- **ראייה ארוכת טווח של בעל השליטה.** בחברה בבעלות מבוזרת קיימת אי-סימטריה במידע בין המנהל לבעלי המניות. לכן למנהל החברה יכולת לבצע החלטות אשר ישפרו את ביצועי החברה בטווח הקצר אך יגרמו נזק בטווח הארוך בלא שהנזק בטווח הארוך יבוא לידי ביטוי במחיר המניה. מאחר שחוזי העסקה רבים מתגמלים את מנהל החברה על פי ביצועי המניה בטווח הקצר, הוא יבחר לבצע החלטות אשר יעלו את ערך החברה הנוכחי על חשבון נזקים בעתיד.³¹⁸ לעומתו, בעל שליטה יתחשב לרוב בכל אורך חיי החברה משום שהאפשרות היחידה שלו להעביר לאחרים את החשיפה שלו לביצועי החברה היא למכור אותה לגורם אחר, והליך המכירה כרוך בבדיקת נאותות העלולה לחשוף את סיכוני הטווח הארוך.

גורמים המעלים את רמת החשיבות הסיסטמית בחברה יחידה ביחס לקבוצת העסקים :

- **קשרי עסקים בין קבוצות בחברה.** יש כמה סיבות אפשריות לכך שחברה השייכת לקבוצת עסקים תעדיף חברה אחרת השייכת לאותה קבוצה כספק או כלקוח על פני חברות עצמאיות: אינפורמציה מלאה, תיעול נכסים, אינטגרציה אנכית ועוד. לכן ייתכן שהקישוריות בין חברות בתוך קבוצת העסקים תהיה גבוהה מהקישוריות בין חברות מקבילות במבנה החזקה אחר. משמעות הדבר היא שקריסה של חברה אחת בקבוצת העסקים עלולה להביא לקריסה של חברות נוספות בקבוצה. נזק חמור במיוחד יתרחש אם החברה שקרסה ממלאת תפקיד חיוני בתוך קבוצת העסקים, כגון חברה בעלת תזרים מזומנים גדול המהווה ספק נזילות לכל הקבוצה. במחקרם Thomas & Khanna מראים שיש קורלציה גבוהה יחסית במחירים בין המניות של חברות השייכות לאותה הקבוצה, כלומר ירידה במחיר המניה של חברה אחת בקבוצה עלולה לגרום ירידה במחיר המניה של חברות נוספות בקבוצה.³¹⁹

- **קשרי חוב בין חברות בקבוצה.** שוק הון פנימי בקבוצת העסקים מגביר את קשרי החוב בין החברות בקבוצה, לעומת קשרי החוב שבין חברות מקבילות במבנה החזקה אחר. משמעות הדבר היא שחדלות פירעון של חברה אחת עלולה להביא לחדלות פירעון של חברות נוספות בקבוצה. במחקרם בחנו Gopalan, Nanda & Seru את שוקי ההון הפנימיים בהודו ומצאו כי

³¹⁶ T. Khanna and Y. Yafeh, 'Business Groups and Risk Sharing around the World', Journal of Business, University of Chicago Press, 78(1), 2005, pp. 301-340

³¹⁷ Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups', Journal of Financial Economics, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795

³¹⁸ S. Bhagat and R. Roberta, 'Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term', Yale Law & Economics Research Paper No. 374, 2009

³¹⁹ T. Khanna and C. Thomas, 'Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging Market', Journal of Financial Economics, 92(2), May 2009

בתוך קבוצות עסקים נפוצה תופעה של הלוואות בריבית אפסית (בשנה ממוצעת סכום הלוואות אלה עמד על 242 מיליון רופי. אצל החברות הלוות היוו הלוואות אלה 59% מה-EBIDTA). מחקרים הראה שהלוואות אלה לא הועברו דווקא בין חברות בתחתית הפירמידה וחברות במעלה הפירמידה, ולכן אפשר להסיק שמטרתן העיקרית לא הייתה תיעול נכסים.³²⁰

- **התייחסות גופים חיצוניים לרמת הקבוצה.** ייתכן שקשרי העסקים של החברות בקבוצה עם ספקים ולקוחות חיצוניים מבוססים על כדאיות כלכלית ברמת הקבוצה ולא ברמת החברה (לדוגמה, ספק הנהנה מיתרונות לגודל עלול לקבוע את מחיר המוצרים המסופקים בהתחשב בהספקתם לכלל הקבוצה ולא לחברה ספציפית). ביטוי חמור במיוחד לתופעה זו הוא החשש שקריסה של חברה אחת בקבוצה תביא לסחרור מידע, השוק יתמחר מחדש את סיכון הצד שכנגד אצל כלל החברות בקבוצה. התוצאה תהיה עלייה בעלות הנזילות של כל החברות בקבוצה.
- **מוניטין.** קריסה של חברה עלולה להביא לפגיעה במוניטין של בעל השליטה. מאחר שהשוק מתבסס על המוניטין של בעל השליטה בתמחור המניות, ובעיקר בתמחור החוב של שאר החברות בקבוצה, הדבר עלול לפגוע בכל הקבוצה.³²¹

רמת הפגיעות הפיננסית והחשיבות הסיסטמית של קבוצת עסקים ביחס לאוסף מקביל של חברות במבנה שליטה אחר

גורמים בעלי פוטנציאל להגברת רמת הפגיעות הפיננסית:

- **אירועים ברמת בעל השליטה.** היכולת הניהולית והמוניטין של בעל השליטה מהווים חוט מקשר בין כל החברות השייכות לקבוצה. לכן אירוע שלילי המשפיע על בעל השליטה או נובע ממנו עצמו (כגון מוות או האשמה בפלילים) יגרום נזק לכל החברות בקבוצת העסקים. סיכון אמנם קיים גם בחברות הנתונות במבנה שליטה אחר, אך כאשר בוחנים אוסף של חברות לא קשורות, הסיכון מתפזר ביניהן. השפעה זו של אירוע שלילי אצל בעל השליטה נדונה במחקר שנערך בעניין חברות עצמאיות. במחקרו הראה Pérez-González כי מוות של בעל השליטה מביא לירידה מובהקת בשווי החברה. עוצמתו של אפקט זה תלויה בטיב היורש – יורשים בעלי הכשרה פיננסית איכותית צמצמו את מידת הירידה בשווי החברה.³²²
- **אחידות במדיניות ניהול הסיכונים.** מדיניות השקעה וניהול סיכונים אחידה היא אחד מהגורמים החשובים לסיכון מערכתי (ראו לעיל "גודל").³²³ כשיש בעל שליטה מרכזי, עולה הסבירות שבקבוצת עסקים יונהג מודל ניהול סיכונים אחיד. משמעות הדבר היא שפגם במודל זה, או שוק אקסוגני שכנגדו ייכשל המודל, עלולים לפגוע בקבוצה כולה.

³²⁰ Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups', Journal of Financial Economics, Elsevier, 86(3), 2007, pp. 759-795

³²¹ שם.

³²² F. Pérez-González, 'Inherited Control and Firm Performance', American Economic Review, American Economic Association, 96(5), 2006, pp. 1559-1588

³²³ OICV IOSCO Technical Committee, 'Mitigating Systemic Risk - A Role for Securities Regulators Feb 2011', Madrid, 2011

- **מורכבות וחוסר שקיפות.** שוק ההון הפנימי בקבוצת העסקים מגביר במידה ניכרת את רמת המורכבות וחוסר השקיפות של מצבה הפיננסי של הקבוצה בעיני משקיעים חיצוניים. הערכה של היציבות הפיננסית של כל חברה בקבוצה מחייבת למעשה הערכה של היציבות הפיננסית של כל החברות בקבוצה ושל יכולתן לסייע לחברה בעת משבר. מלבד מורכבות זו יש חוסר שקיפות ביציבותה של הקבוצה כולה מאחר שלמשקיע חיצוני אין מידע נגיש על מצבן הפיננסי של החברות הפרטיות בקבוצה. לכך יש להוסיף את אי-הוודאות המובנית בכך שהביטוח ההדדי הוא משתמע ולא חוזי, ולכן משקיעים חיצוניים אינם יכולים לדעת את רמת המחויבות של בעל השליטה ליציבותה של כל חברה יחידה. חישוב חסר של רמת הסיכון עלול להביא את בעל השליטה לקבל עליו סיכונים יתר, ומצד אחר חוסר המידע עלול להביא לבהלת משקיעים ולקיפאון שווקים בעת משבר. לכן, אף שקבוצות יתמודדו בצורה טובה יותר עם משבר נזילות בכלל המשק, משבר נזילות של חברה אחת בקבוצה עלול להביא לקשיי נזילות בקבוצה כולה.

גורמים בעלי פוטנציאל להפחתת רמת הפגיעות הפיננסית:

- **גיוון.** קבוצות עסקים יטו מטבען לפעול במגוון שווקים. לכן בהינתן שוק הון פנימי, החברה תתמודד טוב יותר עם הלם אקסוגני בשוק יחיד לעומת אוסף חברות במבנה החזקה אחר. תיאורטית, במצב של שוק הון יעיל לחלוטין גם חברות במבנה החזקה אחר יוכלו לרכוש ביטוח כנגד שוק אקסוגני, אך בזמן משבר נזילות אין השווקים יעילים לחלוטין.
- **לגיוון השפעה חשובה על שווי בעת פירוק וייעודיות נכסים (Asset specificity).** בחברה שלה תחום עיסוק יחיד, ייתכן ואף סביר שפשטות רגל תתרחש כאשר המגזר כולו נתון במשבר וקשה למכור את הנכס הייעודי לאותו תחום עיסוק (למשל, קרונות רכבת). בקבוצה מגוונת יש הסתברות גבוהה יותר שמגזר שאליו משתייכת אחת מהחברות לא יהיה נתון במשבר ויהיה אפשר למכור את הנכסים הייעודיים בשוויים ההוגן. מאחר ששווי החוב מושפע גם משווי החברה בעת ארגון מחדש, עלות ההון של חברות מגוונות תהיה נמוכה יותר וקבוצת העסקים תהיה בטוחה יותר מאוסף חברות עצמאיות מקבילות.³²⁴

גורמים בעלי פוטנציאל להגברת רמת החשיבות הסיסטמית בחברה יחידה ביחס לקבוצת העסקים:

- **מהירות והפתעת נפילה.** עקב הסיבות שצוינו לעיל, התמוטטות של חברה אחת עלולה להביא להתמוטטות של חברות נוספות בקבוצה. נוסף על כך, אם הונהג בקבוצה ביטוח הדדי, הנחה לחברה יחידה להתמוטט מאותתת לכך שכל הקבוצה נתונה בקשיים. לכן סביר שהתמוטטות של כמה חברות בקבוצה תתרחש במקביל או בתוך פרק זמן קצר. ההשפעה של כמה התמוטטויות בתוך פרק זמן קצר עלולה להיות משבר נזילות או דוחק פיננסי בשווקים הגדול במידה ניכרת מזה שהיה נוצר לו כמה חברות עצמאיות היו מתמוטטות בתוך פרק זמן ארוך יותר.
- במחקרם הראו Gopalan, Nanda & Seru כי בטווח הזמן הקצר שלאחר פשיטת רגל של

³²⁴ A. Shleifer and R. Vishny, 'Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach', Journal of Finance, American Finance Association, 47(4), 1992, pp. 1343-1366
המאמר עוסק בחברות מגוונות ולא רק בקבוצות עסקים.

חברה בקבוצת עסקים, עולה בצורה חדה ההסתברות לפשיטת רגל בחברות אחרות בקבוצה.³²⁵

- **גיוון כגורם לתיעול משבר בין כמה ענפים.** מאחר שהחברות בקבוצה משתייכות לכמה מגזרים, הידבקות (Contagion) בתוך הקבוצה עלולה להפוך אותה למוליך אשר יפיץ משבר במגזר יחיד למגזרים אחרים.

לסיכום

קיומן של קבוצות עסקיות מגביר את החשש לקיומו של סיכון מערכתי. זאת מכיוון שמכלול המאפיינים הייחודיים לחברות המשתייכות לקבוצות עסקים מגבירים את החשיבות הסיסטמית של חברות אלו, ויכולים גם להגביר את הפגיעות הפיננסית שלהן (בהקשר לפגיעות הפיננסית ישנם גורמים שונים המשפיעים לשני הכיוונים ויש קושי לקבוע אילו מהם ישפיעו בצורה חזקה יותר בכל מצב). יתרה מכך, גם ברמת הקבוצה כולה, קיימים גורמים המגבירים את החשיבות הסיסטמית וכן גורמים שביכולתם להגביר את הפגיעות הפיננסית.

התממשות הפוטנציאל תלויה במספר גורמים: מקור השוק אופיו ועוצמתו. מקור השוק יכול להיות, למשל, גורמים פנימיים בקבוצה או נסיבות גלובליות. אופי השוק יכול להיות, למשל, פיננסי או ריאלי ענפי. עוצמת השוק תשפיע על היכולת של קבוצת העסקים לספוג אותו בזכות גמישות פיננסית. הסיכון המערכתי הוא דינאמי בגודלו ובהיתכנותו, ובשל מגוון הגורמים המשפיעים על מידת היתכנותו ובשל מורכבותם, יש קושי לכמת את הפוטנציאל לפגיעה ביציבות הקיים בכל חברה, קבוצה עסקית ובמשק בכללותו – מה שבתורו יכול להוות סיכון מערכתי שלעצמו.

³²⁵ Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram and Seru, Amit, 'Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups' Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 86(3), 2007, pp 759-795

נספח 4.2

עבודת מטה בנק ישראל סיכון מערכתי וקבוצות עסקיות פירמידליות

בנק ישראל

סיכון מערכתי וקבוצות עסקיות פירמידליות

מבנים מורכבים של בעלות או שליטה מעצימים את ניגודי העניינים הקיימים בין בעלי השליטה לבין הציבור הרחב משום שהם מקלים על השגת כוח הכלכלי, מרחיבים את אפשרויות המינוף ומעודדים נטילת סיכונים עודפים. בנוסף לכך בשל מורכבות מבנים אלה, קיים קושי לנתח את הקשרים המתקיימים בתוך מבנים אלה ובינם לבין שאר השחקנים במערכת ובהערכת הסיכונים, הן ברמת הישות העסקית הבודדת והן ברמת המשק בכללותו, קשרים הפועלים להגברת האי-וודאות. מכאן חשיבות הטיפול בחשיפת יתר לסיכונים - לרבות היחס בין הגודל הכלכלי של ישות עסקית לבין רמת המינוף הכלכלי שלה - לצד התייחסות לתופעה של מבני בעלות מורכבים. טיפול באוכלוסיית החברות הפירמידליות יתרום לשיפור של הממשל תאגידי באוכלוסייה של כלל החברות, לייעול של הקצאת המקורות במשק ולצמצום הפוטנציאל להיווצרותו של סיכון מערכתי.

1. עיקרי הדברים

במסמך זה אנו מתמקדים בעיקר בקשר שבין מבני בעלות/שליטה פירמידליים - צורת הבעלות הנפוצה ביותר בשוק ההון המקומי זה כשישה עשורים - לבין הסיכון המערכתי. זאת על רקע חשיבותם של מבני בעלות אלה בתפקודו של המשק: הממצאים שבידי בנק ישראל מלמדים כי אחוז החברות המסונפות לקבוצות עסקיות המשתייכות למבנים פירמידליים עומד על 80% (חברות מסונפות הנמצאות ברמה ה-2 ומטה), כי משקלן בנתח השוק (market value) הוא כ-50%, כי קבוצות אלה מאופיינות בפיזור ענפי רחב עם התמקדות במגזר הפיננסי, כי רובן ככולן נמנות עם הלוויים הגדולים של מערכת הבנקאות וכי משקלן באשראי העסקי הלא-בנקאי גבוה, כ-50% (מסכום של סך ההנפקות). בהקשר של מינוף השליטה עולה מהנתונים כי בעוד שבעליהן של הקבוצות העסקיות הגדולות (3+ חברות ציבוריות) מחזיקים בכ-108 מיליארד ₪ ישירות ובעקיפין (דרך השימוש במבנה פירמידלי) הם שולטים בחברות שערכן מסתכם בכ-295 מיליארד ₪, כלומר מינוף השליטה הוא 3:1. מכאן שהדיון מתמקד בראש ובראשונה במבני בעלות/שליטה מהסוג האמור, ולא במנגנונים פוטנציאליים נוספים של ביצור (entrenchment) שליטה שאינם רווחים במשק הישראלי. הנקודות העיקריות שבהן אנו מתמקדים שלהלן הן:

- הגודל והמורכבות הם שני הגורמים המרכזיים המובאים בחשבון בהערכה וניתוח של רמת הסיכון המערכתי (הסיכון לקריסה של המערכת הפיננסית או השוק בשלמותם) הכרוך בגוף כלשהו.
- להערכתנו, מבנה החזקות המתאפיין בפעילותן של קבוצות עסקיות פירמידליות – מבנה המעצים את הפער בין הזכויות ההוניות לבין זכויות השליטה - מקיים בו-זמנית את שני הקריטריונים העיקריים שעל פיהם מאובחן סיכון מערכתי: גודל כלכלי ומורכבות מהיבט של ריכוזיות השליטה. פוטנציאל לסיכון מערכתי טמון הן במבנה הבעלות עצמו – והן בקשרי הגומלין בין החברות בתוך הקבוצות, בין הקבוצות ובינן לבין המוסדות הפיננסיים

והריאליים במשק. גורמים אלה הופכים את המבנים הפירמידליים למקור לסיכון מערכתי. זאת מפני שגודלם מגביר את עומק הפגיעה במשק בעת משבר ואילו מורכבותם מגבירה את רוחב הפגיעה, כלומר את פיזור על פני תחומים רבים של הפעילות במשק, לרבות התחום הפיננסי.

- אנו טוענים כי מבנים פירמידליים חשופים לזעזועים יותר מאשר מבני החזקה לא פירמידליים, לרבות אוסף של חברות עצמאיות, וכן מתקשים להתמודד עם זעזועים שליליים לפעילותם יותר מאשר חברות לא מסונפות. משמע שלמבנים פירמידליים נטייה גבוהה יותר להיקלע למשברים. מקורה של חשיפת היתר של הפירמידות לזעזועים שליליים הוא בהקצאת מקורות שעלולה להיות לא יעילה - בשל העדפת פרויקטים שעלולה להיות כזו, שממקסמת את רווחיהם של בעלי השליטה ולא של בעלי המניות ובשל הסיכון המוסרי - הן ברמת הקבוצה והן ברמת המשק, סיכון הגובר ככל שהפער בין אחוז השליטה לבין אחוז הבעלות - המאפיין העיקרי של המבנים הפירמידליים - גדל. זאת מפני שכדאיות הניצול - קרי התחלקות מלאה בהפסדים כנגד התחלקות חלקית בלבד ברווחים - של בעלי מניות המיעוט ע"י בעל השליטה עולה. הקושי בהתמודדות עם זעזועים שליליים נגרם בגלל ניצול החברות המסונפות, הנמצאות בתחתית הפירמידה, באמצעות "שאִיבֶת" מקורות (tunneling) מהן בתקופות הגאות, והעברתם לראש הפירמידה (לחברת האחזקות), כך שהן נותרות ללא מקורות פנויים, ואף ללא כריות ביטחון, בתקופות השפל. הואיל ומרבית החוב מרוכזת בראש הפירמידה, עולה הסיכון לחדלות הפירעון של הקבוצה כולה.
- על רקע מורכבותן וגודלן של קבוצות פירמידליות, נטייתן המוגברת להיקלע למשברים הופכת אותן לגורם המגביר את הסיכון המערכתי. זאת משום שהפירמידות העסקיות בישראל נמנות עם קבוצת הלוויים הגדולים של מערכת הבנקאות, ומשום שהן מהוות חלק מרכזי מפעילותו של שוק האשראי החוץ-בנקאי הלא פיננסי. מכאן שלקבוצות עסקיות פירמידליות, בעת היקלעותן למשבר, יש פוטנציאל לפגיעה בנגישות של שאר הפעילים בשוק לאשראי.
- תמיכה לטיעונים שלנו אנו מוצאים בנתונים המצביעים על פוטנציאל לניצול של החברות המסונפות על ידי בעלי השליטה, על ריכוז החוב ברמות הגבוהות בתוך הפירמידה, וכן מלמדים שלהיקלעות של פירמידה לקשיים יש השפעות חיצוניות שליליות על המשק כולו.
- פוטנציאל ניצולם של בעלי מניות המיעוט ומחזיקי איגרות החוב על ידי בעלי השליטה ממלא תפקיד מרכזי בהיווצרותו של סיכון מערכתי. מכאן שהפתרון המוצע הוא בהגדלה של עלות הניצול האמור, בין באמצעות צעדים כלכליים ובין באמצעות צעדים חוקתיים בתחום הממשל התאגידי.

2. גודל ומורכבות כגורמים לסיכון מערכתי

סיכון מערכתי הוא האפשרות שאירוע אידיאליסטיקלשהו, כדוגמת קריסה של תאגיד פיננסי, יהווה זרז לפגיעה מהותית בפעילות של חברות רבות אחרות ויהפוך במהירה לאירוע בעל השלכות כלל-משקיות. במילים אחרות: סיכון מערכתי הוא סיכון לקריסה של מערכת פיננסית או שוק בשלמותם, ולא רק של רכיבים או אשכולות, בודדים. בפרקטיקה המקובלת בארגונים בין-לאומיים נהוג להתייחס למוסד, שוק או כלי פיננסי כאל בעל חשיבות מערכתית אם כישלון מלא או תפקוד לקוי שלו גורמים - במישרין או בעקיפין, (דרך הדבקות של אלמנטים אחרים) - למצוקה פיננסית כלל-מערכתית, עם זליגה לתחומי פעילות ריאליים. אנו מדגישים את הערוץ הפיננסי מפני שהעברת הזעזועים דרכו יותר מאשר במגזרים (או דרך ערוצים) אחרים.

הגודל והמורכבות הם שני הגורמים המרכזיים המובאים בחשבון בהערכה וניתוח של רמת הסיכון המערכתי הכרוך בגוף כלשהו. תחילה, ואף באופן מסורתי, נהוג להשתמש במונח של "גדול מדי מכדי להיכשל" (too big to fail) בבחינת השאלה אם מוסד מסוים נושא סיכון המצריך התערבות ציבורית. בדרך כלל, מוסד פיננסי, או חברה, מוגדר כ"גדול מכדי להיכשל" על פי נתח השוק שלו, בפעילות הענפית או הכלל משקית, היקף נכסיו או על פי הערכת האלטרנטיבות לשירותים או למוצרים שהוא מספק - היקף, התחליפים להם, שיכולים להיות מסופקים על ידי מוסדות מתחרים, במקרה שהוא נקלע לקשיים. גם כמות הכסף שבסיכון, רמת המינוף הפיננסי, ואף מספר המועסקים ומספר קווי הייצור יכולים להיות רכיבים מרכזיים בהערכת גודלו המוסד הנבחן. הגורם השני בבחינת הסיכון המערכתי, שהושם בו דגש מיוחד לנוכח המשבר האחרון, הוא "מורכב מכדי להיכשל" (too complex to fail)³²⁶. ב"מורכב מדי" הכוונה היא לרמתם ועוצמתם של הקשרים של מוסד נדון, עם רכיבים אחרים של המערכת, או למורכבותו של מכשיר פיננסי הנמצא בשימוש רחב בשוקי ההון. הסיבה לכך פשוטה יחסית: ככל שמערכת הקשרים מורכבת יותר, ההסתברות לאפקט ה"זליגה" (spill-over) גבוהה יותר, קשה יותר לנתח את המידע על פעילות החברות, ולכן - גם את הסיכונים הכרוכים בפעילות השווקים ואת זיקתם ליציבות הכלל-מערכתית (Hu and Black, 2008). ניתן אפוא לומר כי קיומו ועוצמתו של הסיכון המערכתי קשורים ישירות להשפעות חיצוניות הכרוכות בגודלו ובמורכבותו של שחקן בודד.

להערכתנו, מבנה האחזקות במגזר העסקי בישראל, המתאפיין בפעילותן של קבוצות עסקיות פירמידליות – צורת הבעלות הנפוצה ביותר בשוק ההון המקומי (Kosenko and Yafeh, 2010) - עונה בו זמנית על שני הקריטריונים העיקריים בבחינת הסיכון המערכתי: הן בבחינת גודלן הכלכלי והן בבחינת מורכבותן מהיבט של ריכוזיות השליטה, הסיכונים שטמונים במבנה הבעלות עצמו ואלו הנובעים מקיומם של קשרי הגומלין בין החברות בתוך הקבוצות, בין הקבוצות ובין הקבוצות לבין המוסדות הפיננסיים והריאליים במשק.

הספרות הענפה בנושא של מבנה הבעלות הפירמידלי מתייחסת בעיקר לאפשרות של ניצול זכויות משקיעי המיעוט על ידי בעלי השליטה (La Porta et al., 2000; Bebchuk et al., 2000). זאת בגלל הפער בין הזכויות בהון לבין הזכויות בהצבעה, המאפשר לחברות ההחזקה לשלוט על משאבים של החברות המסונפות ולנצלם תוך היחשפות פחותה לסיכון הנובע מתנודתיות ברמת פעילותן. בשל פער זה בעל השליטה יכול לשאוב מקורות מחברות הנמצאות ברמות הנמוכות בפירמידה, ולהעבירם לחברות אחרות, שבהן חלקו בהון גבוה יותר. כיוון שאיבה הוא אפוא, בדרך כלל, מלמטה למעלה, אך לא תמיד כך. הגורם הקובע לשאיבת המקורות הוא, כאמור, שיעור ההשתתפות בהון, ולא תמיד הגובה היחסי של חברה בפירמידה מעיד על שיעור ההשתתפות של בעל השליטה-בפירמידה באותה חברה. מצב זה של שאיבת מקורות עלול להשתקף לא רק בהקצאה לא יעילה של מקורות במשק, אלא גם בחשיפה יתר לסיכונים - דרך העדפת פרויקטים מסוכנים יותר או על ידי הגברת רמת המינוף וריכוז החוב בחברות העומדות בראש הפירמידה כנגד שימוש במקורות של החברות הנמצאות מתחתיהן. לכל אלה פוטנציאל להגברת הסיכון המערכתי במשק - על רקע גודלן המשמעותי של קבוצות פירמידליות בשוק האשראי, הן הבנקאי והן החוץ-בנקאי.

תופעות דומות של ניצול המקורות ושל נטילת סיכונים יתר עלולות לאפיין גם את התנהגותם של בעלי השליטה בחברה בודדת, שאינה מסונפת לפירמידה, אולם סביר שעוצמתן גוברת במסגרת של

³²⁶ בשני המקרים - "גדול מכדי להיכשל" ו"מורכב מכדי להיכשל" - ההתייחסות היא כמוזן לא לעצם האפשרות שמוסד כלשהו לא יכול להיכשל אלא לשאלה אם אפשר להניח לו להיכשל, או שיש להצילו, בשל השלכות כלל מערכתיות של קריסתו.

פירמידה. זאת מפני שבמבנה כזה הזיקה הישירה בין ביצועי הפירמות לבין השליטה עליהן פחותה. משמעות הדבר היא שלבעל שליטה בפירמידה הכדאיות, הן של שאיבת מקורות והן של חשיפה לסיכונים גדולה יותר. זאת ועוד, גורמי הגודל והמורכבות, שהם מרכזיים בהיווצרותם של סיכונים מערכתיים, מאפיינים פחות מבני החזקות אחרים, שהם לרוב קטנים יותר ופחות מורכבים מקבוצות עסקיות פירמידליות. אפקט מערכתי הדומה לזה הנובע מקריסה של קבוצה עסקית פירמידלית ייווצר במקרה של מפולת (תגובת שרשרת) רחבה של חברות בודדות. תרחיש כזה סביר אם ישנם קשרים מורכבים וקורלציה גבוהה (ברמה ענפית או אחרת) בין הנכסים של אותם שחקנים בודדים. מכאן שהתמודדות עם הבעייתיות של מבנים פירמידליים אמורה לתת מענה גם לסוגיות הנוגעות לחברות בודדות. ההפך אינו נכון בהכרח: טיפול בסוגיות בעייתיות של חברות בודדות (לרבות סוגיות של ממשל תאגידי) אינו יכול להבטיח התמודדות מוצלחת עם השלכות פוטנציאליות של המבנים הפירמידליים על תפקודו של המשק ועל רמת הסיכונים המערכתיים. משום כך אנו מתמקדים בתזכיר זה בסוגיות הקשורות לפירמידות בלבד. אנו מנתחים להלן את ההשלכות הכלכליות והמערכיות של שלוש התופעות המזוהות עם מבנים אלה - הקצאה לא יעילה של מקורות, חשיפת יתר לסיכונים, תוך הגברה של רמת המינוף וריכוז החוב בחברות העומדות בראש הפירמידה.

3. ההשלכות הכלכליות של המבנים הפירמידליים

א. הקצאה לא יעילה של מקורות

התשובה על ההון של העומד בראש הפירמידה תלויה, בהתאם לאמור לעיל, ביכולתו "לחלוב" את החברות הנמצאות מתחת לחברת האחזקות. בשל הקלות היחסית של שאיבת מקורות, ייתכן מאוד שפרויקטים של השקעה עם תשואה נמוכה יחסית יזכו לעדיפות על פני פרויקטים עם תשואה גבוהה יותר, אם בעל הקבוצה הפירמידלית יוכל להעביר אליו חלק משמעותי של הרווחים מהפרויקטים הפחות פרודוקטיביים. כתוצאה מכך, מבנה החזקות פירמידלי עלול לפגוע בהקצאה יעילה של המקורות ברמה הפנים-קבוצתית; זאת בניגוד למבנה החזקות לא פירמידלי, שבו שיקולי "חליבה" של חברות מסונפות אינם מהווים כלל חלק משיקול ההשקעה או שהשיקולים מאוזנים יותר³²⁷. נציין כי גם אם ההקצאה של המקורות בשווקים פנים-קבוצתיים היא יעילה, הרי מבחינת המשק כולו הקצאה זו אינה בהכרח אופטימלית (במיוחד בשווקים מפותחים). זאת בשל ההעדפה הברורה של קבוצות להשקיע תחילה בפרויקטים מסונפים על חשבון החברות הלא מסונפות (Almeida and Wolfenzon, 2006). מכאן שתופעת הקבוצות הפירמידליות ושיקולי ה-private benefits של בעל השליטה עשויים להגביר את אי היעילות, ובכך להעלות את רמת הסיכונים הכלל משקית.

ב. חשיפה לפרויקטים מסוכנים

בגלל יכולתו של השולט בפירמידה לנצל את החברות המסונפות, כאמור, נוצר מצב של חוסר סימטריה בין השתתפותו ברווחים להשתתפותו בהפסדים של החברות המסונפות: בעל השליטה יכול להעביר לעצמו חלק ניכר מהרווחים - במסגרת של תגמול מנהלים, קבלת הלוואות בתנאים מועדפים או דרך הספקה בלעדית של מוצרים לחברה המסונפת במחירים מופרזים או במשיכת דיווידנדים בהיקף ובעת שאינם תואמים את האינטרסים של בעלי המניות של החברות המסונפות או מתן או

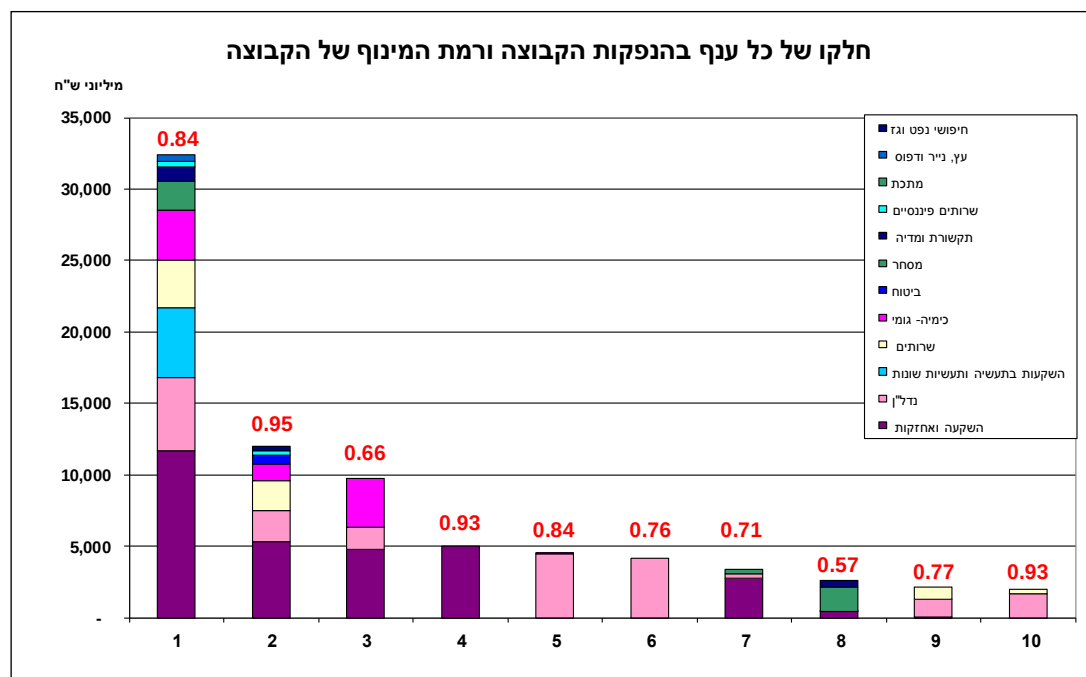
³²⁷ מהנתונים העומדים לרשותנו עולה כי התשובה לסך הנכסים של החברות הפירמידליות בישראל אינה עולה על זו של החברות הלא מסונפות (Kosenko, 2008) וקיימת פרמיה שלילית על החזקת מניות של חברות המשתייכות לפירמידות - המעידה על קיום פוטנציאל של ניצול משקיעי המיעוט על ידי בעלי השליטה.

נטילת הלוואות בתנאים מועדפים, תוך פגיעה באינטרסים של שאר בעלי המניות³²⁸. חוסר סימטריה זה יוצר "סיכון מוסרי", הדוחף את בעל השליטה להעדיף פרויקטים מסוכנים, שכן חשיפתו להפסדים בתקופות השפל בפעילות חסומה על ידי השיעור המופחת של השתתפותו הישירה בהון של החברה הפירמידלית, ואילו היקף השאיבה של המקורות – הרווח הפוטנציאלי שלו – גדל עם עלייה בהיקף הרווחים, דהיינו עם החשיפה לסיכון בתקופות הגאות. חשיפת יתר של קבוצות פירמידליות לסיכונים עלולה להפוך את הסיכון הספציפי של החברות המסונפות לשיטתי (systematic risk) ומכאן, בשל גודלן היחסי ורמת הפיזור של הקבוצות, גם לסיכון כלל-מערכתי (Morck, 2011; Brockman and Yan, 2009; Khanna and Thomas, 2009). זאת משום שהסיכון השיטתי אינו ניתן לפיזור בהגדרה.

הסיכון המוסרי עלול להיות משמעותי עוד יותר אם בעלי השליטה מפנימים את חשיבותם ליציבותו של המשק, תוך הגברה של חוסר היעילות בהקצאת המקורות!

בהקשר של החשיפה לסיכון רצוי לציין כי שבע מתוך עשר הקבוצות שהיקף הנפקותיהן היה הגבוה ביותר בין השנים 2005-2009, בחישוב מצטבר, היו חשופות לפעילות בענף הנדל"ן (בין ישירות ובין בעקיפין דרך הנפקות אג"ח של חברות ההחזקה המתמחות בנדל"ן) בארץ ובחו"ל, כפי שמעיד ההרכב של הנפקותיהן במהלך התקופה הנ"ל. הפעילות בענף הנדל"ן בחו"ל, שמומנה בין השאר באמצעות הנפקות אג"ח בשוק המקומי, התבררה כמסוכנת ביותר, כפי שמעידים הקשיים שאליהם נקלעו החברות שבשליטתם של לב לבייב ויצחק תשובה, וגם הצורך במימוש מסיבי של נכסים על ידי החברות בשליטתו של אליעזר פישמן.

איור 1



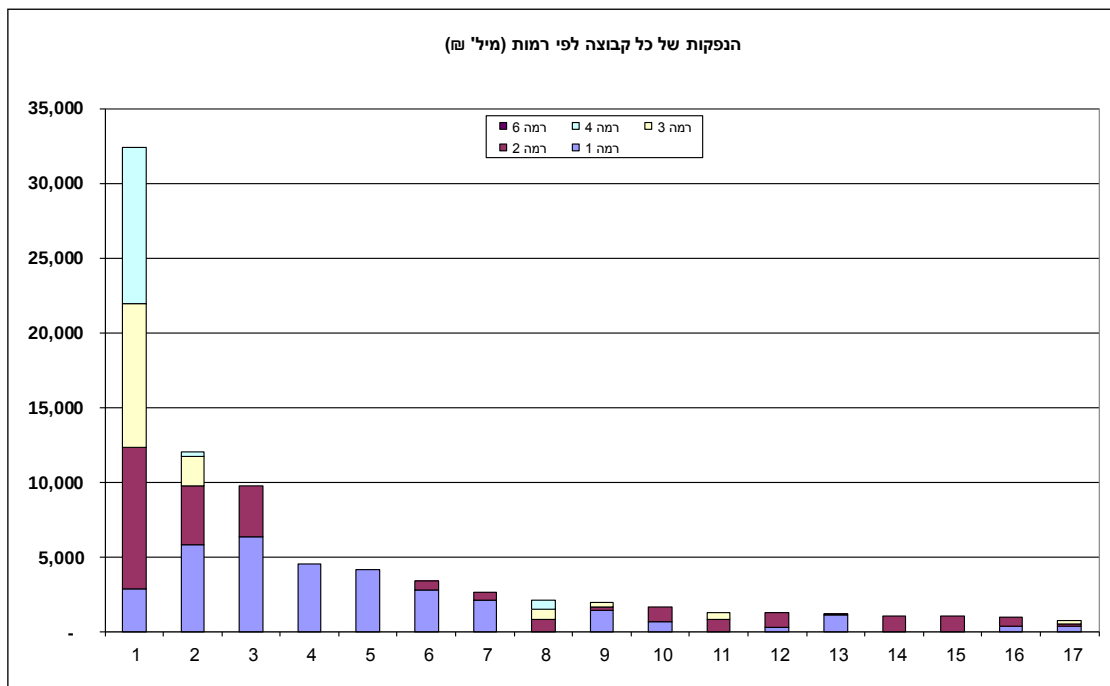
³²⁸ חלוקת דיווידנדים נחשבת בספרות כאמצעי למניעת הניצול של בעלי המניות על ידי בעלי השליטה (Faccio et al. (2000). ואולם כאשר החוב המונפק מרוכז בחברת האחזקות של הפירמידה, חלוקת דיווידנדים עלולה להתבצע בהיקף ובעת שאינם אופטימליים מבחינת החברות המסונפות, אך תואמים את ההתחייבויות של חברת האחזקות, ומבחינה זו היא מהווה מנגנון של שאיבת מקורות על ידי בעל השליטה (de Jong et al. (2011).

* הנפקות -2005-2009 מצטבר, מינוף נכון לתחילת 2010.
 * רמת המינוף (באדום) מוגדרת כיחס בין סך ההתחייבויות לסך נכסי הקבוצה.

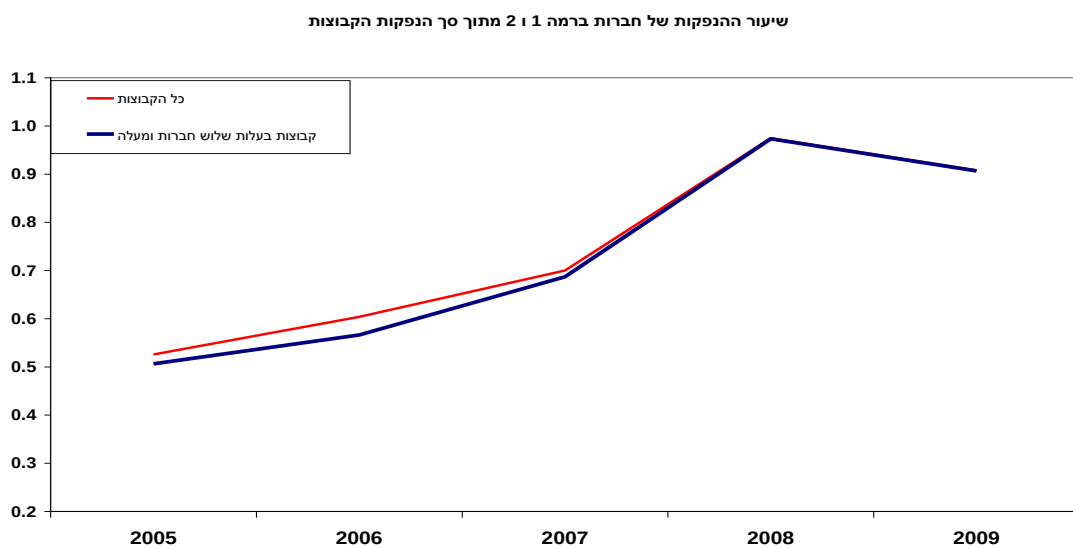
ג. מינוף וריכוז החוב בקצה העליון של הפירמידה

לשימוש בחוב מאפיינים דומים לאלו של השימוש במבנה הפירמידלי. במשקים מפותחים, המספקים למלווים הגנה נאותה, העומק של הפירמידות יהיה מתואם עם רמה נמוכה של החוב (Faccio et al., 2010). מכאן, שחלק הארי של גיוס ההון באמצעות חוב ייעשה בדרך כלל על ידי חברות החזקה, הנמצאות ברמות הגבוהות בפירמידה (כפי שמתבטא, לדוגמה, בדינאמיקה של גיוס האשראי הלא-בנקאי, איור 2 ואיור 3).

איור 2

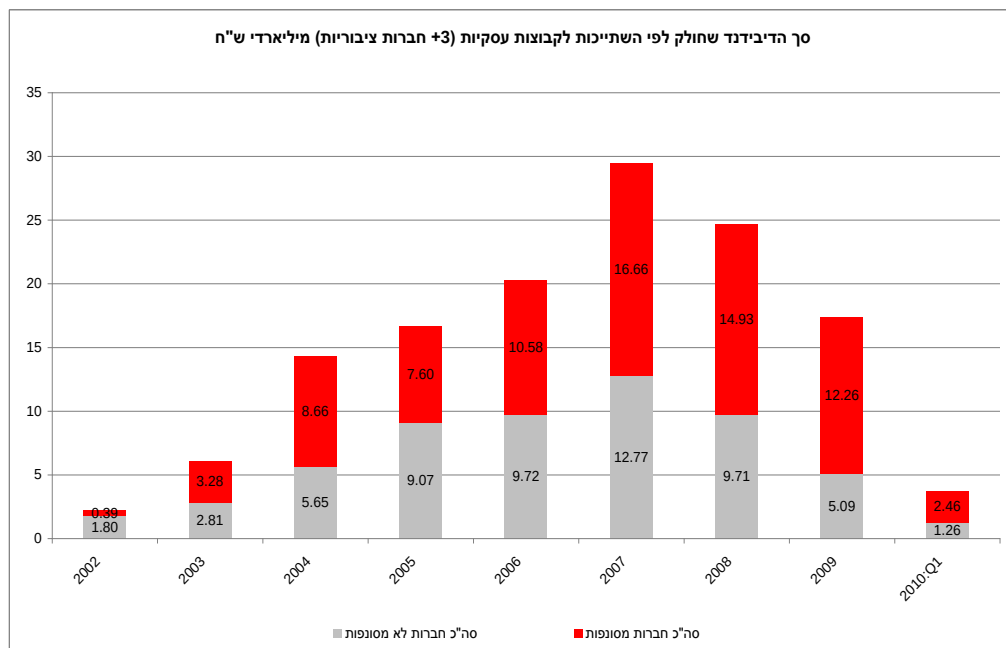


איור 3



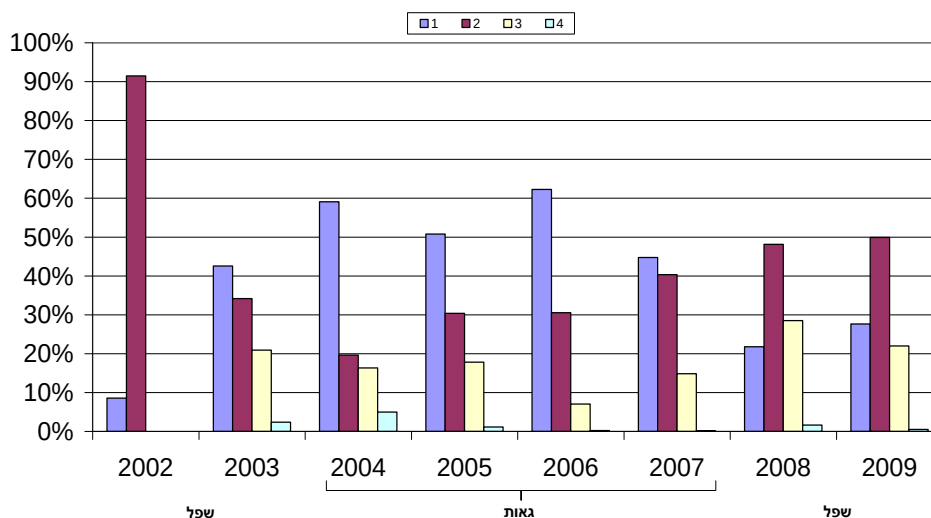
זאת מפני ששליטה על המקורות של החברות הנמצאות בתחתית הפירמידה מהווה ביטחונות להחזר החוב (Bianco and Nicodano, 2006). עובדה זו מאפשרת לחברת האחזקות של הפירמידה לגייס הון במחירים נוחים יותר מאשר שאר החברות בפירמידה, שהמלווים וגם המשקיעים רואים בהן פוטנציאל לניצול. כך, בעצם, בעל השליטה מתחלק בסיכון לפשיטת הרגל עם משקיעי המיעוט של החברות הפירמידליות, מאותת לשווקים שהוא אינו מתכוון לנצל את כוחו לרעה על חשבון המלווים, וכנגד זאת מבטיח לעצמו תשואה נאה על חשבון בעלי החוב בחברות החזקה. במקרה זה מנגנון החליבה (למשל חלוקת הדיבידנדים, ראה איור 4א') נועד לתמוך בתקופות שונות באיזון בין ההתחייבויות של בעל השליטה ברמות העליונות של הפירמידה לבין רמת הפרודוקטיביות והמקורות של החברות המסונפות הנמצאות ברמות הנמוכות. (המחשה לשימוש במקורות פנים-קבוצתיים לפי רמות שונות בקבוצות עסקיות פירמידליות ראו איור 4).

איור 4 א'



איור 4 ב'

חלוקת הדיבידנד לפי רמות (%) מסך הדיבידנד שחולק



1-2-3-4 הן רמות בפירמידה, בהתאמה.

גם במשק שבו רמת ההגנה על המלווים נמוכה, חלק הארי של החוב יהיה מרוכז בראש הפירמידה, אך במקרה זה הגברת המינוף לא תפעל להתחלקות בסיכונים עם משקיעי המיעוט, כאמור, אלא תיצור סיכון מוסרי נוסף, שכן המינוף יאפשר לבעל השליטה לממן פרויקטים ולגרוף רווחים בזמנים טובים ולהעביר למחזיקי החוב את סיכון ההפסדים בתקופות רעות³²⁹. זאת מפני שבמשקים עם הגנה מצומצמת על המלווים עלות הענישה לפושטי רגל נמוכה. במקרה זה גם יש לצפות למינוף יתר של החברות הפירמידליות יחסית לחברות לא פירמידליות (איור 1 ואיור 5)³³⁰.

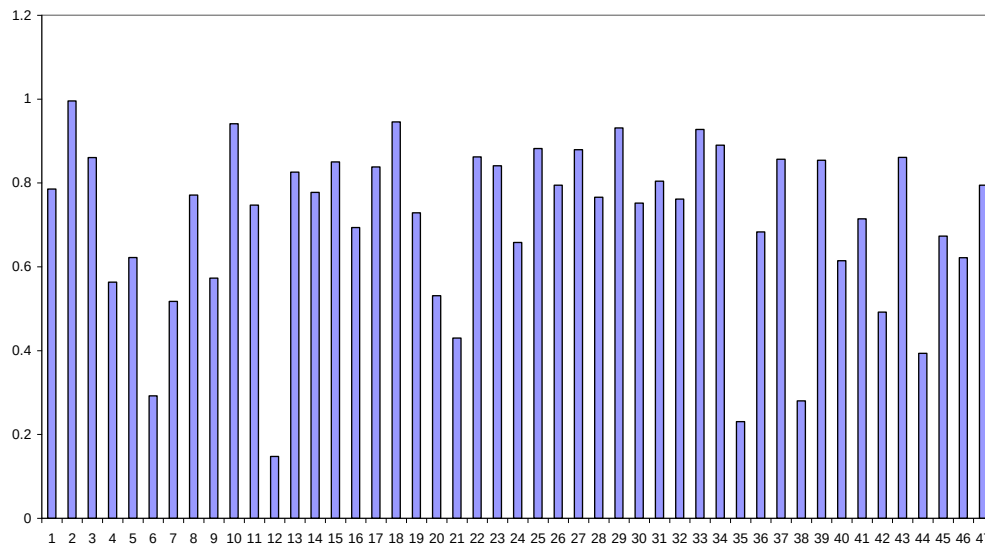
³²⁹ על פי Bianco and Nicodano (2006) בעלי השליטה יעדיפו לגייס חוב באמצעות החברות המסונפות כדי לשמור על אופציה של ניצול העירבון המוגבל של חברת האחזקות מול החברות המסונפות בזמנים שבהם האחרונות נקלעות למשבר. ואולם אם מדיניות כזו מעלה משמעותית את עלות מקורות המימון לפירמידה, עשויה חברת האחזקות להעדיף הנפקה של רוב החוב עד לנקודה שבה היא תפשוט רגל אם החברות המסונפות חדלות פירעון.

³³⁰ גם במקרה שהחברות בהן שיעור השתתפותו של בעל השליטה בהון גבוה אינן נמצאות בפסגת הפירמידה עדיין רוב החוב ירוכז בחברת האחזקות; זאת גם מפני שבדרך זו בעל השליטה יוכל לגייס הון באמצעות חברות שבהן שיעור השתתפותו בהון נמוך יותר ולהעבירו לחברות שבהן שיעור זה גבוה יותר.

איור 5

רמת המינוף (סך התחייבויות לסך הנכסים) של קבוצות עסקיות בישראל
(2010:Q1)

רמת המינוף של קבוצות עסקיות



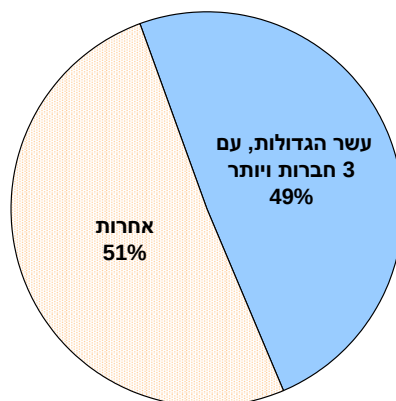
מאיורים 1 ו-5 עולה כי בשבע מתוך עשר קבוצות ההחזקה שבהן היקף ההנפקות של איגרות חוב בשוק ההון המקומי היה בין 2005 ל-2009 הגבוה ביותר שיעור המינוף היה גבוה משמעותית מהשיעור הממוצע בקרב של החברות הלא מסונפות אשר נאמד על 54 אחוזים בממוצע.

ד. גודלם והשלכותיהם המערכתיות של המבנים הפירמידליים

לגודלן היחסי של הפירמידות כלווים הן בשוק האשראי הבנקאי (קבוצות עסקיות נמנות עם קבוצת צרכני האשראי הגדולים של מערכת הבנקאית) והן בשוק ההון עלולות להיות השלכות מערכתיות מרחיקות לכת במצב של זעזועים אקסוגניים. גודל זה מוצג באיור 6. ממנו עולה כי חלקן של עשר הקבוצות שהיקף הנפקותיהן היה בין 2005 ל-2009 הגבוה ביותר היה כ-50% מסך היקף ההנפקות, לרבות אלו של חברות לא מסונפות.

איור 6

חלקן של עשר הקבוצות הגדולות, ומתוכן אלו בעלות שלוש חברות או יותר, מסך ההנפקות של חברות ללא בנקים



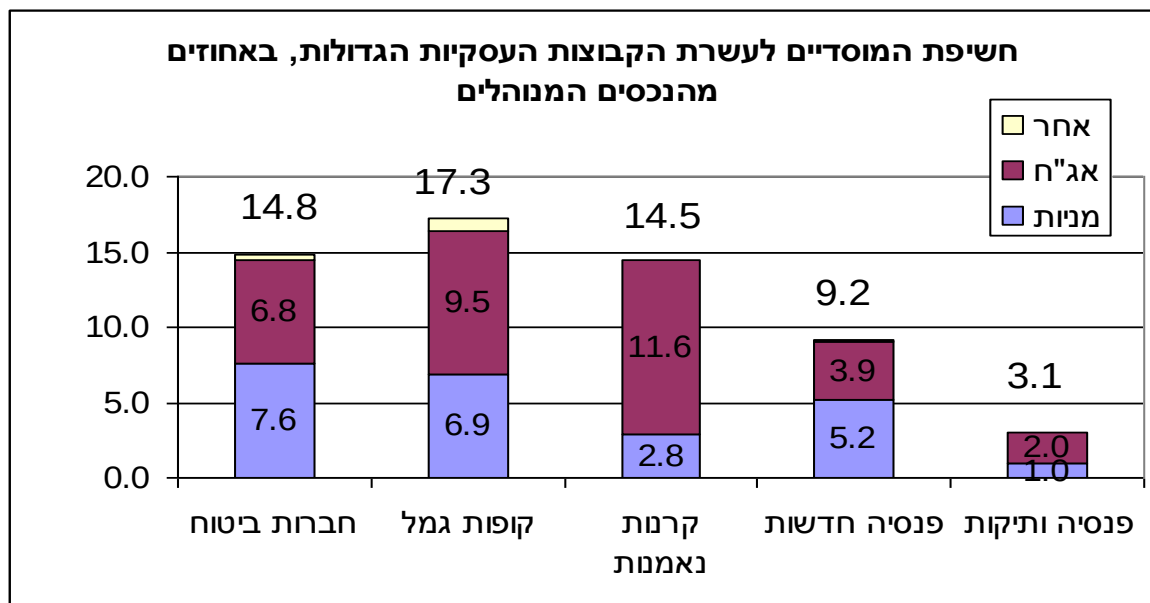
היקלעותן של החברות הפירמידליות לקשיים פוגעת ישירות בתזרים המזומנים של הבנקים, ועלולה להביא לייקור מיידי של מקורות המימון שלהם, וכן להעלאת ריביות לכלל הלווים במשק; התפתחות דומה עלולה להתרחש גם בשוק ההון, ולהתבטא בתשואות על איגרות חוב של החברות הלא מסונפות - וזאת בשל התגברות אי-הוודאות בשווקים, תוצאת הקשיים של הקבוצות הפירמידליות.

מנגנונים אלו מושפעים הן מהגודל והן מהמורכבות של המבנים הפירמידליים. הקשרים הכלכליים של החברות המסונפות עם החברות שמחוץ לפירמידה משמעותם כי בעת פגיעה ביציבותה של פירמידה עולה גם הסיכון של החברות הקשורות עמה בקשרים עסקיים. ואולם על רקע המורכבות של המבנים הפירמידליים קשה לעקוב אחר הקשרים הכלכליים האמורים ולהעריך נכונה את ההשפעה של הפגיעה בפירמידה מסוימת על שאר השחקנים בשווקים השונים. כתוצאה מכך גוברת אי-הוודאות בשוק ההון, פעילותו נפגעת, שכן הציבור אינו מצליח להבדיל בין הלווים המסוכנים לבטוחים, ונצפית עלייה כללית של התשואות בשוק ההון. תופעה דומה בעוצמה חסרת תקדים נצפתה בשוקי ההון הבין-לאומיים לאחר פשיטת הרגל של האחים לימן³³¹. גודל הלווים, כלומר גודלן הכלכלי של הפירמידות, מגביר אף הוא את הלחצים לעליית התשואות, בגלל קשר חיובי וישיר שקיים ככל הנראה בין גודל הלווה לבין עוצמת הפגיעה. במילים אחרות, מורכבות הפירמידות משפיעה על רוחב הפגיעה, וגודלן - על עומקה.

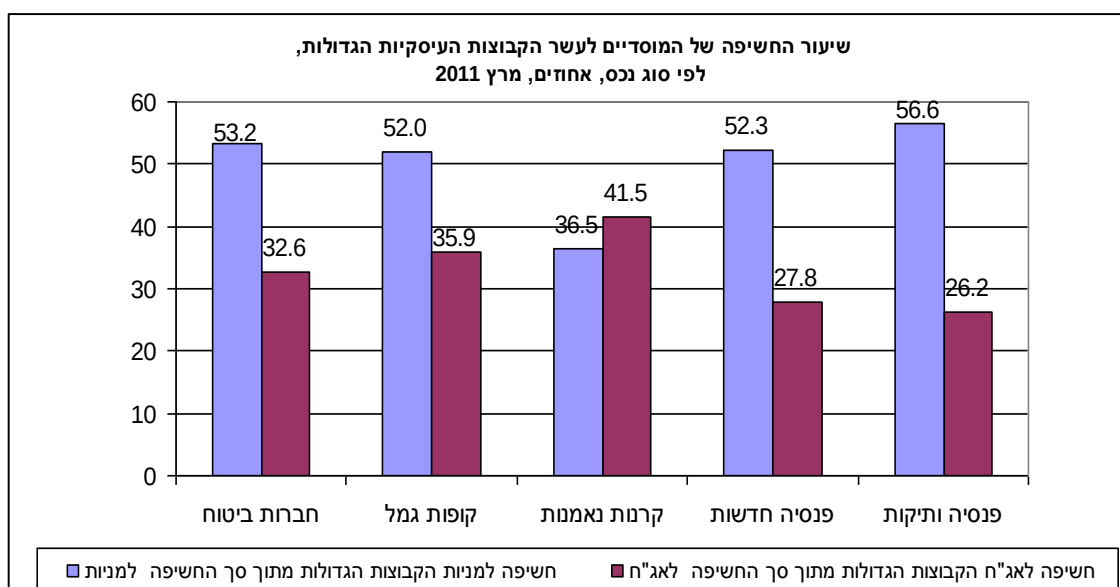
הריכוזיות בשוק האג"ח הישראלי עלולה להעצים את הפגיעה של התפרצות משבר נקודתית במבנים פירמידליים בכלל הלווים במשק. היקף הירידה במחיר של ניירות ערך נחשב בדרך כלל על ידי השחקנים בשוק ההון כמדד לסיכון של פשיטת הרגל של החברה שערך ניירותיה נשחק. כתוצאה מהריכוזיות הגבוהה בצד ההיצע של שוק האג"ח, הסחורה המשמשת את המשקיעים המוסדיים למימוש לשם השגת נזילות היא מוגבלת (את רמת החשיפה הממוצעת של הגופים המוסדיים לנכסים של עשר הקבוצות העסקיות הגדולות ראה איורים 7א' ו-7ב'). התוצאה מכך עלולה להיות מכירה של איגרות חוב של הפירמידות במחירי חיסול, המבטאים הערכת יתר של ההסתברות לפשיטת רגל. ואולם אם השחקנים בשוק אכן יתייחסו לשחיקה זו כאל אינדיקטור לפשיטת רגל, השפעת הקישוריות של הפירמידות על כלל הריביות בשוק ההון תוגבר. נכון לסוף יוני 2011 - 5 קבוצות הלווים הגדולות ביותר בשוק האג"ח היו אחראיות להנפקת כ- 42 אחוזים ממלאי האג"ח והחזיקו ביתרת חוב של כ-90 מיליארדי ₪ (ללא אג"ח שהונפקו על ידי בנקים). כל אחת מקבוצות לווים אלה החזיקה ביתרת חוב העולה על 9.5 מיליארדי ₪, והלווה הגדול ביותר (קבוצת אי די בי) החזיק ביתרת חוב של כ-33 מיליארדים (!). ברור שכשל של לווה בסדר גודל כזה עלול לזעזע את שוק האג"ח ולהביא להתייבשותו לפחות לפרק זמן מסוים, כפי שאירע במשבר של 2008.

³³¹ לדוגמה, כאשר מרדכי זיסר נקלע לקשיים באופן אישי עלו המרווחים בחברת אלביט הדמיה הנשלטת על ידו, אף כי לחברה עצמה היו מקורות לפירעון ההתחייבויות שלה. דוגמא אחרת - רכישת השליטה ע"י אלעד תשובה בחברת רודמקו הובילה מיד לעליית התשואות בחברה הנרכשת אף כי לחברה לא היו קשיי נזילות, זאת בשל הקשיים של קבוצת דלק נדל"ן.

איור 7 א'



איור 7 ב'



הערה: נתוני החשיפה לקבוצות העסקיות (המונה) לא כוללים חשיפה לבנקים בבעלות הקבוצות העסקיות. נתוני סך האג"ח וסך המניות המוחזקים בתיק המוסדיים (המכנה) אינם כוללים החזקה במניות ובאג"ח הבנקים.

לסיכום, הפגיעה ביציבותן של הפירמידות עלולה להשתקף גם בתפקודן העסקי של פירמות שלא רק שהיו בריאות ומוצלחות אלא שגם לא השתייכו כלל לפירמידות - זאת כתוצאה מייקור של כלל מקורות המימון בשוקי האשראי. בדרך זו נוצר מנגנון ההדבקות המגביר את התפשטות המשבר גם לפירמות שלא היו חשופות תחילה להשפעת הזעזוע המקורי. כתמיכה בטיעון זה ניתן להתבונן בממצאים המוצגים באיור 8. מאיור זה ניתן להסיק שתי מסקנות עיקריות. ראשית ניתן ללמוד שכאשר מתפתח משבר, הוא פוגע ביכולת גיוס ההון של כלל הלווים. ואכן בפרמיה של איגרות חוב המדורגות כ-AA ניתן לזהות עלייה משמעותית במהלך המשבר מ-1.77 בספטמבר 2008 ל-3.61 אחוז בחודש נובמבר של אותה שנה, עלייה שהכפילה את הפרמיה לעומת איגרות חוב ממשלתיות. למסקנה

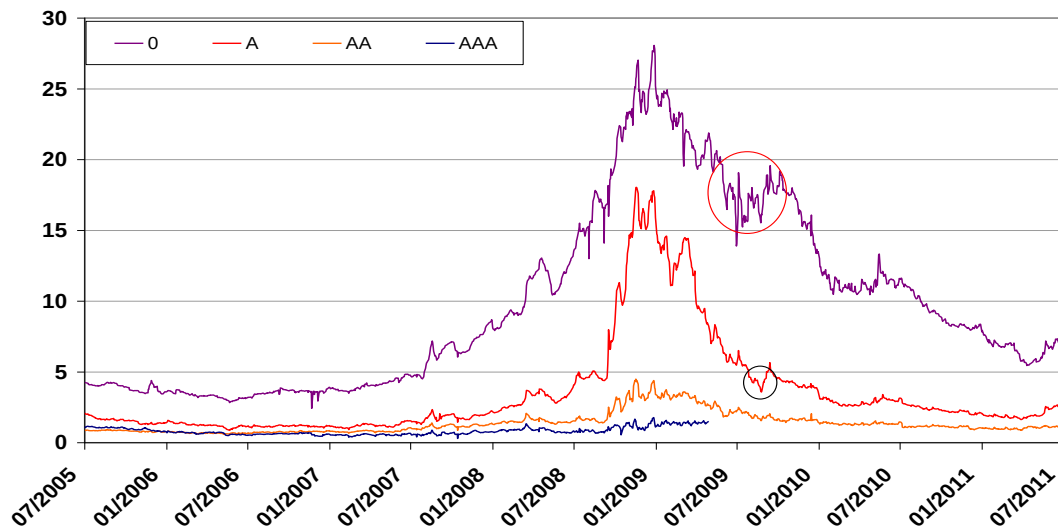
דומה ניתן להגיע באמצעות ניתוח הריביות על האשראי הבנקאי השקלי הצמוד והלא צמוד, ניתוח המלמד כי בתמחור ההלוואות השקליות נכללה אחרי 2008 פרמיית סיכון גבוהה יותר.

איור 8

מרווחים בין ממוצע משוקלל חודשי של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לבין ממוצע חודשי של

גליל לפי דירוגים

(באחוזים, ללא נ"ע מובנים ולהמרה, נתונים יומיים)

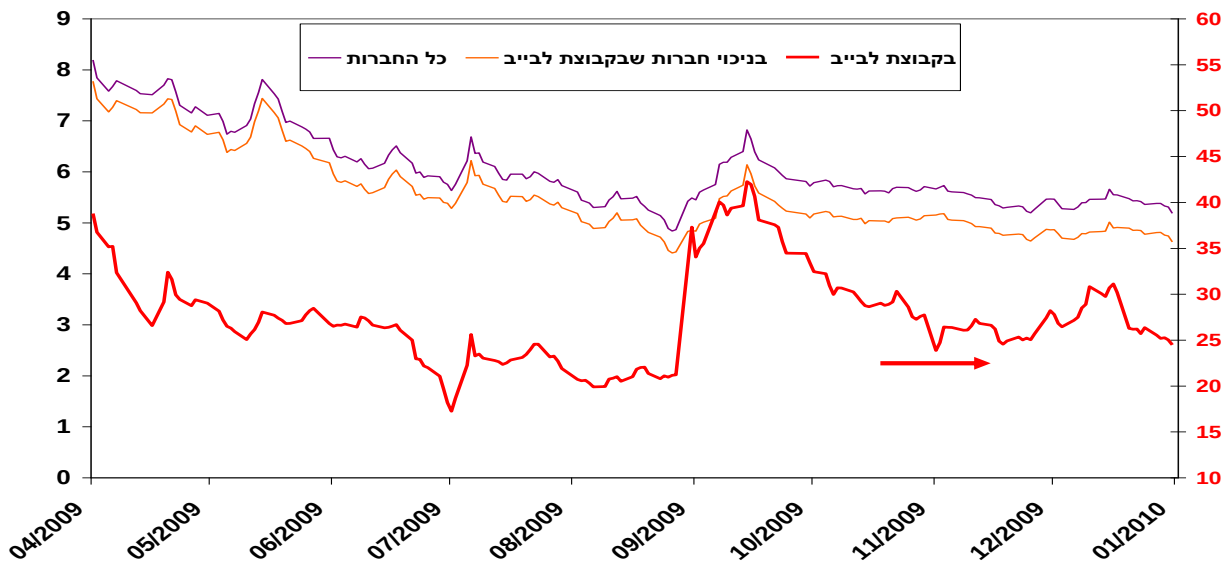


* האירוע המסומן היא תקופת הסדר החוב של חברת "אפריקה ישראל השקעות"

המסקנה השנייה היא שלאי היציבות המתמשכת של לוויים גדולים פוטנציאל ליצירת משבר, שיתבטא בעליית הריביות בשוק. כך, למשל, ניתן להבחין בעליית הפרמיה של איגרות חוב קונצרניות לא מדורגות ומדורגות בדירוג A בין חודש אוגוסט לחודש ספטמבר 2009, תקופה שבמהלכה חברת "אפריקה ישראל השקעות", השייכת לקבוצת לב לבייב, הגיעה להסדר חובות עם מחזיקי איגרות החוב שלה. נקודה זו עולה באופן עוד יותר ברור באיור 9 להלן. לאחר עלייתן החדה, ההגעה המהירה להסדר אפשרה לתשואות לשוב ולרדת. אולם תגובתן של התשואות למקרה האמור מלמדת כי התמשכות תכנית ההסדר ו/או היקלעותן של קבוצות עסקיות נוספות לקשיים יכלה להתבטא בתגובות מתמשכות יותר של התשואות, תוך פגיעה ביכולת הגיוס של חברות שאינן קשורות לקבוצות העסקיות, עם השלכות על הפעילות במישור המקרו-כלכלי.

איור 9

מרווחים בין ממוצע משוקלל חודשי של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לבין ממוצע חודשי של גליל (באחוזים, ללא נ"ע מובנים ולהמרה, נתונים יומיים)



קיימים יחסי גומלין בין ההתפתחויות בשוק איגרות החוב לבין שוק האשראי הבנקאי; זאת משום שהגדלת החשיפה בשוק האשראי החוץ-בנקאי מתגלגלת בסופו של דבר גם לפתחם של הבנקים, שכן לקבוצות העסקיות יש התחייבויות גבוהות גם במערכת הבנקאית. הקושי לפרוע את התחייבויותיהן בשוק החוץ-בנקאי משליך מיד גם על יכולת ההחזר שלהן לבנקים, למרות שייתכן וקיימת עדיפות לחוב הבנקאי על פני החוב הקונצרני משום הביטחונות שניתנו. זאת ועוד: הקבוצות העסקיות משתמשות בשוק אג"ח החברות להגדלת המינוף, שכן חלק גדול מהקבוצות העסקיות חסומות בהגדלת ההתחייבויות במערכת הבנקאית - בשל מגבלות לווה בודד או קבוצת לווים. בעוד שבשוק האשראי החוץ-בנקאי הן יכולות להגדיל את רמת המינוף בשיעורים ניכרים, בשל הפיזור של החוב בין מלווים רבים. מכאן, כי בדומה למגבלות הכמותיות על קבוצות לווים, המוטלות על ידי הבנקים, רצוי שהמגבלות על החשיפה של גופים פיננסים אחרים, לרבות גופים מוסדיים, לקבוצות אלו תוחמר (בקשר לחשיפה בפועל של מערכת הבנקאית ל-10 קבוצות הלווים הגדולות ראה טבלה 1). אנו משערים כי כתוצאה ממהלך זה תיווצר מגבלה אפקטיבית על חשיפה של תאגיד בודד או קבוצת לווים לסך האשראי (אשראי בנקאי וחוף בנקאי, מניות שבידי הציבור ונכסים פיננסים אחרים) במשק ורמת הסיכון הכלל מערכתית תרד. ניתן אף לומר כי לו יושמה מדיניות כזאת בתקופה של גל הנפקות האג"ח הרחב האחרון, היקף האשראי ללווים גדולים היה מצטמצם, וייתכן כי הדבר היה מונע את חשיפתן של החברות הישראליות לפרויקטים מסוכנים, שהתאפשרה בגלל נגישות של כסף "זול" בשוק ההון.

הלווים הגדולים במערכת הבנקאית	
97,485,264	סך סיכון אשראי מאזני ל-10 קבוצות הלווים הגדולות (אלפי ש"ח)
144,575,278	סך סיכון אשראי כולל ל-10 קבוצות הלווים הגדולות (אלפי ש"ח)
10.15%	סיכון האשראי המאזני ל-10 קבוצות הלווים הגדולות מסך האשראי המאזני והנוסטרו
8.57%	סיכון האשראי המאזני ל-10 קבוצות הלווים הגדולות מסך המאזן
11.61%	סיכון אשראי כולל ל-10 קבוצות לווים גדולות מסך סיכון האשראי הכולל
הערות: סיכון אשראי מאזני כולל השקעות בניירות ערך של הלווים סיכון אשראי כולל - סיכון אשראי מאזני וסיכון אשראי חוץ מאזני קבוצות הלווים הגדולות נבחרו לפי גודל סיכון האשראי המאזני הנתונים מוטים כלפי מעלה שכן יתכנו חברות המשוייכות ליותר מקבוצת לווים אחת	

5. סיכום ומסקנות

במסמך זה אנו מעלים את ההשערה כי מבני החזקה פירמידליים חשופים יותר ופגיעים יותר מחברות לא פירמידליות בעת התמודדות עם זעזועים שליליים לפעילותם. חולשה זו נובעת מתופעה של שאיבת מקורות של החברות המסונפות על ידי בעלי השליטה בפירמידה - וקשורה לחוסר היעילות (הפוטנציאלית) בהקצאת מקורותיהם - וכן מהסיכון המוסרי הגלום ביכולת של בעלי השליטה להעביר אליהם, בזמנים טובים, חלק מהרווחים העולה על שיעור השתתפותם בהון החברות המסונפות. יכולת זו היא גם הגורם העיקרי לחולשתן של הפירמידות כשהחברות המסונפות ומחזיקי החוב נותרים להתמודד עם ההפסדים בתקופות השפל. אפיונים אלה של המבנים הפירמידליים לצד גודלם המשמעותי בשוק האשראי המקומי עלולים להפוך זעזועים מקומיים/נקודתיים לזעזועים מערכתיים.

הנתונים העומדים לרשותנו מספקים תמיכה נסיבתית התומכות להשערה האמורה. הנתונים מצביעים על פוטנציאל לניצול החברות המסונפות על ידי המבנים הפירמידליים, על חוסר יעילותם הכלכלית מנקודת ראותו של המשק, על חשיפה לסיכונים גבוהים יחסית, המתבטאים, בין השאר, במינוף גבוה במיוחד המרוכז ברמות העליונות של הפירמידה. מצב זה מגביר את סיכון לפשיטת רגל (כששאר הדברים קבועים). הנתונים גם מאששים את גודלן המשמעותי של הקבוצות הפירמידליות בשוק ההון המקומי.

יכולת של בעלי השליטה לנצל את שאר בעלי המניות בחברות המסונפות ואת מחזיקי החוב של קבוצת האחזקות היא, כאמור, הגורם העיקרי לנטייתן של הפירמידות להיקלע למשבר. מכאן שהגברת עלות הניצול (expropriation) עשויה להחליש נטייה זו. הדבר יכול להיעשות בשתי דרכים נפרדות או בשילוב ביניהן: האחת, למסות את העברת המקורות מבעלי המניות לבעלי השליטה, למשל באמצעות מיסוי דיווידנדים, מיסוי של העברות פנים-קבוצתיות ומיסוי של תגמולי מנהלים בחברות פירמידליות; השנייה, לחוקק חוקים ותקנות המשפרים את הממשל התאגידי - מחזקים את זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט ומחזיקי החוב ומגבירים את השקיפות בדיווחים של כל החברות המשתייכות לפירמידות, לרבות הפרטיות שביניהן. זאת כדי להטיל על בעלי השליטה משמעת שוק שתייקר את מימון פעילותם. מטרתם של צעדים אלו היא בסופו של דבר להגדיל את עלות הניצול של בעלי מניות המיעוט ושל מחזיקי החוב בפירמידות באמצעות צעדים כלכליים כגון פיצויים או קנסות שהנפגעים יוכלו לדרוש, על בסיס חוקים המחזקים את זכויותיהם (לרבות מגבלה של covenants על איגרות חוב המוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים), ו/או באמצעות צעדים המאפשרים את התחזקותה

של משמעות השוק, שאמורה לייקר את עלות גיוס הון. נציין כי הצעדים האמורים ייתנו מענה גם לסוגיות דומות בתחום הממשל תאגידי, הרלוונטיות לחברות בודדות ובלתי מסונפות.

ביבליוגרפיה

Almeida, H. and D.Wolfenzon, (2006), "Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets", *Journal of Financial Economics*, 79, 99-144.

Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis (2000), "Stock Pyramids, Cross Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.

Bianco, M. and G. Nicodano (2006), "Pyramidal groups and debt," *European Economic Review*, 50, 927-967.

Brockman, P. and Ya, XM. (2009), "Block ownership and firm-specific information," *Journal of Banking & Finance*, 33,308-316.

Faccio, M., L.Lang and L.Young (2010),"Pyramiding vs leverage in corporate groups: International evidence", *Journal of International Business Studies*, 41, 88-104.

Hu, H. and B. Black,(2008), "Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications," *European Financial Management*, 14(4), 663-709.

Khanna T, and C. Thomas (2009), "Synchronicity and Firm Interlocks in an Emerging Market", *Journal of Financial Economics*, 92,2.

Kosenko, K. and Y.Yafeh (2010), "Business Groups in Israel", in: Colpan, A.Hikino, T. Linkoln(eds.), *Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford, Oxford Press University, 459-485.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A.Shleifer and R.W.Vishny (2000), "Agency problems and dividend policies around the world," *Journal of Finance*, 55, 1-33.

פרק 5- המלצות הוועדה בנושא בחינת התנאים להקצאת נכסים

ציבוריים

א. מבוא

כתב המינוי של הוועדה להגברת התחרותיות במשק קבע כי הוועדה תבחן צעדי מדיניות אפשריים ובכלל זה, בחינת הקשחת התנאים עבור קבוצות עסקיות לרכישת נכסים ממשלתיים וקבלת רישיונות וזיכיונות. בהתאם לכך, הוקם צוות משנה בנושא "הקצאת זכויות בנכסים ציבוריים". זאת, במטרה לבחון את המדיניות הקיימת ולגבש שורה של המלצות לעניין העקרונות שיבואו במכלול השיקולים של הממשלה בעת הקצאה של זכויות, רישוי, הענקת זיכיונות והסדרי התקשרות (דוגמת BOT) ומכירת נכסים מידי המדינה (להלן: "הליכי הקצאת זכויות ונכסים") לידיים פרטיות.

עיקרי עבודת הצוות הוצגו לכלל חברי הוועדה וכל מסקנותיו אושרו פה אחד על ידי חברי הוועדה.

ב. רקע

הליכי הקצאת זכויות ונכסים במדינת ישראל

מקום המדינה ועד שנות השבעים של המאה העשרים, הייתה המדינה שחקן מרכזי בסקטור הפרטי בישראל כאשר יסדה והחזיקה בבעלותה תעשיות מרכזיות. המעורבות נעשתה באמצעות פעילותם של משרדי הממשלה שסיפקו את השירותים במישרין, ולעיתים באמצעות חברות שנשלטו על ידי המדינה (החל מ- 1962) ושימשו בפועל כידה הארוכה. כך יסדה וניהלה המדינה בנקים, חברות ביטוח, חברות בניה ושיכון, חברות לעידוד ענפים שונים וחברות למתן הלוואות למפעלים, לפיתוח אזורי ולשיכון. בנוסף, באותן שנים קלטה המדינה לידיה חברות פרטיות רבות שהתקשו לעמוד בהתחייבויותיהן. משנות השבעים ואילך עבר המשק הישראלי שינויים מבניים: המדינה הלכה וצמצמה את מעורבותה בחיי הכלכלה והחלה בתהליך, שעודנו נמשך, של מעבר ממודל אספקה ישירה של שירותים ושליטה במגוון של נכסים (ובכלל זה בתשתיות), למודל של שוק פרטי עם פיקוח רגולטורי, בין היתר, באמצעות קביעת כללים המסדירים את פעילותם של גורמים פרטיים שרכשו את נכסי המדינה, או קיבלו רישיונות או זיכיונות לשימוש בהם, להפעלתם או להפקתם.

העברת נכסי המדינה לסקטור הפרטי מתבצעת במספר דרכים עיקריות. דרך אחת היא באמצעות מכירה של חברות ממשלתיות או מכירת נכסים של המדינה לידיים פרטיות (דהיינו, הליך

הפרטה).³³² דרך נוספת היא באמצעות הקמה של תשתיות וניהולן על ידי זכיינים פרטיים, המקימים את התשתיות וגם מפעילים אותן לתקופה קצובה, שלאחריה הן עוברות לידי המדינה (לדוגמה, בשיטת BOT³³³). דרך שלישית באמצעותה מעבירה הממשלה נכסים לידיים פרטיות היא ע"י הענקת רישיונות וזיכיונות לשימוש, הפעלה או הפקה שלהם. במקרים אלו המדינה איננה מספקת בעצמה את השירות אלא מסדירה את פעילות הגורמים הפרטיים שמפעילים את השירות. הרישיונות יכול שיינתנו לפעילות בתחומים חדשים או לפעילות בתחומים בהם המדינה מתירה לגורמים פרטיים חדשים לפעול לצד גורמים ציבוריים ותיקים³³⁴. כאמור, רישיונות או זיכיונות יכול שיינתנו גם לגורמים פרטיים שיקימו תשתיות או ינהלו אותן כאמור לעיל, בדרך של B.O.T בצד החוזה, המסדיר את מתן השירות והתנאים לו.

ככלל, ניתן לומר כי במסגרת הליך הקצאת זכויות הגורם שעוסק בהליך של הקצאת זכויות (רגולטור ייעודי, החשב הכללי באוצר, רשות החברות הממשלתיות, לפי העניין) קיימת נטייה לשקול כשיקול המרכזי את השאת המחיר המתקבל כתמורה בגין הקצאתו של הנכס או התועלת הכלכלית המיידית שצומחת לצרכן, לפי העניין³³⁵. לעיתים, נשקלת התועלת הכלכלית המיידית שצומחת לצרכן השירות נשוא הליך ההקצאה, לדוגמה במקרים בהם תנאי המכרז מבוססים על מחיר ואיכות המוצר או השירות לצרכן הסופי.³³⁶ לעיתים, הגורם המנהל את הליך ההקצאה נדרש גם לשיקולים פרטניים לתחום הרלוונטי לזכות או לנכס נשוא ההקצאה, בהתאם לחוק שעוסק בהסדרת אותו התחום.³³⁷ אכן, לעיתים, שוקלים חלק מהגורמים המקצים את הזכויות גם שיקולי תחרות ענפיים ולעיתים אף מתייעצים עם הממונה על הגבלים. גם אם לעיתים שוקלים הגורמים המקצים שיקולי תחרות, ומקיימים התייעצות עם הממונה על הגבלים עסקיים, הליך התייעצות דוגמת זה אינו מוסדר ובדרך כלל אינו מחויב מכוח הדין. לכן, הליך הקצאת זכויות כיום אינו מבטיח בחינה מספקת של מצב התחרות בענף הרלוונטי באופן שיאפשר למנף את הליך הקצאת הזכויות לשינוי מבני-פרו תחרותי, תוך נקיטה באמצעים הנדרשים להגברת התחרות.

בשנים אחרונות ביצעה ממשלת ישראל מספר רב של הקצאות שונות של נכסים ציבוריים לידיים פרטיות. בין הבולטות בהן: הפרטת בתי זיקוק, הפרטת בזק ואל-על, הקמת כביש 6 באמצעות פרויקט B.O.T, הקצאת תדרים לשני מפעילים נוספים בתחום הסלולר, מתן היתר לחברת חשמל לפעול בתחום התקשורת הנייחת, פתיחת מקטע הייצור במשק החשמל לתחרות באמצעות חלוקת

³³² פרק 11 חוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975.

³³³ בנה-הפעל-העבר (BOT) (אנגלית: Build-Operate-Transfer) הוא חוזה למימון פרויקט שבו גוף פרטי מקבל זיכיון מגוף ציבורי כדי לממן, לתכנן, לבנות ולהפעיל מתקן ציבורי לתקופה קצובה - בישראל 25-35 שנים (כולל תקופת ההקמה), במדינות אחרות בין 40-10 שנים, שאחריה מועברת הבעלות על המתקן בחזרה לידי הציבור. במשך תקופת הזיכיון, מקבל המפעיל זכות לגבות תשלום ממשלמשי המתקן, בהתאם לתנאים האמורים בחוזה וזאת כדי להשיב לעצמו את ההשקעה בבניית המתקן ובאחזקתו וכן רווח.

³³⁴ דפנה ברק ארז, המשפט הציבורי של הפרטה: מודלים, נורמות ואתגרים, עיוני משפט ל (תשס"ח) 461. כך נעשה, למשל, בתחום המים והחשמל. ראו אסף שפירא הפרטה - סקירה תיאורטית והיסטורית המכון הישראלי לדמוקרטיה הפרלמנט, גליון 64, 2010. דפנה ברק ארז, שם.

³³⁵ תקנה 22 לתקנות חובת המכרזים מפרטת את אמות המידה להפעלת שיקול הדעת של ועדת המכרזים הוראת תכ"מ של החשב הכללי, 7.4.7 וראו גם: עומר דקל מכרזים (תשס"ד), 99: "הגדרה אחת אפשרית לעסקה אופטימלית הינה עסקה שהתועלת שתצמח ממנה לרשות המנהלית היא הגדולה ביותר, אם מדובר בעסקה שבה מוכרת הרשות נכס (מקרקעין, זכויות כרייה של מינרלים, חברה ממשלתית, זכויות שימוש בתדרי שידור וכדו'), מדובר בעסקה שבה יתקבל המחיר הגבוה ביותר האפשרי עבור המשאב העומד למכירה".

³³⁶ ראו את המקורות שם.

³³⁷ ראו לדוגמה: סעיף 4(ב) לחוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ"ב-1982, סעיף 6 לחוק משק החשמל, תשנ"ו-1996; סעיף 5 לחוק רישוי שירותי תעופה, תשכ"ג-1963; חוק משק הגז הטבעי, תשס"ב-2002.

רישיונות ליצרנים פרטיים, פתיחת מקטע ההפקה במשק המים לתחרות באמצעות מכרזים להתפלת מי ים ופתיחת ענף מסופי המטען האוויריים לתחרות.

עם זאת, תמונת מצב הנוכחית בענפים בהם הועברו נכסים לידיים פרטיות (ראה נספח 5.3) מצביעה על כך שבמכלול השיקולים שנשקלו ע"י הרגולטור או ע"י ועדת המכרזים בעת ההקצאה לא תמיד נשקלו די הצורך שיקולי הבטחת תחרות בת קיימא בענף הספציפי ובמשק בכלל ושיקולי ריכוז השליטה בתשתיות חיוניות בידי מספר מצומצם של גורמים פרטיים. יצוין, כי בהקשר זה לעיתים אף עלולות לעלות שאלות לגבי עצם הסמכות של הגוף המקצה לשקול שיקולים רחבים לבד משיקולי מחיר. לדעת חברי הוועדה, שקילת שיקולים אלה ע"י מקבלי ההחלטות, לצד שיקולי תמורה ושיקולים אחרים, הינה הכרחית לצורך שיפור התחרותיות של המשק הישראלי.

שיקולי הגנה על התחרות ועידודה בהליכי הקצאת זכויות ונכסים

הליכי הפרטה והקצאת זכויות ונכסים יכולים לקדם את התפתחות המשק כמשק תחרותי ויעיל. מאידך, ביצוע שגוי של הליכים אלה עלול להוביל לתוצאות הפוכות למטרות שביסוד הליכים אלה, ובכלל זה הגברת הריכוזיות במשק. לכן, על מנת להבטיח שהליכי הקצאת זכויות ונכסים יגשימו את התכלית שעומדת בבסיסם, ועל מנת לצמצם את הסיכונים הכרוכים בהליכים אלה, מדיניות הקצאת הנכסים והזכויות במשק הישראלי צריכה להתבצע גם לאורם של שני שיקולים מרכזיים נוספים: ביזור הריכוזיות שליטה בתשתיות חיוניות וקידומה של התחרות הענפית.

הליכי הקצאת זכויות ונכסים יכולים להיות הזדמנות מצוינת עבור הממשלה לפעול להגברת התחרות וצמצום הריכוזיות בענפי המשק, על דרך של שינוי מבנה ענפים ופתיחתם לתחרות, באופן שיביא להתייעלות, ירידת מחירים, קידום חדשנות של שירותים ומוצרים, ושיפור באיכותם ובמגוון שלהם. הגברת התחרות במשק היא מהמניעים המרכזיים להליכי הקצאת זכויות ונכסים ציבוריים, דוגמת הפרטה, לידיים פרטיות. הספרות הכלכלית גורסת כי תהליכי הפרטה מביאים לתוצאות טובות יותר ברמת המשק כאשר בעת ביצוע תהליך ההפרטה השוק כבר פתוח לתחרות ופועלים בו מתחרים לגוף המופרט.³³⁸ לכן, בראיה הממשלתית מתקיימים בין התחרות במשק ותהליכי ההפרטה יחסי גומלין, כאשר הבטחת תחרות במשק איננה רק מניע להפרטה, אלא גם גורם המשלים המבטיח את הצלחת תהליך ההפרטה. כפועל יוצא מכך, רגולציה פרו-תחרותית וחשיפת החברה המופרטת לתחרות בשלבים מוקדמים ככל הניתן, עוד טרם ההפרטה עצמה, צריכים להנחות את פעילות הממשלה בהקשר זה.³³⁹ בחלק מהמקרים, שיקולים אלה נכונים גם במקום בו מדובר בהענקת רישיונות וזיכיונות.

338 ראו למשל Privatization : a Policy in Search of a Rationale, J. A. Kay and D. J. Thompson, The Economic Journal, Vol. 96, No. 381 (Mar., 1986), pp. 18-32;

Privatization in Theory and Practice, George Yarrow, Mervyn King, Jacques Mairesse and Jacques Melitz, Economic Policy Vol. 1, No. 2 (Apr., 1986), pp. 323-377.

339 Privatizations in the 21st Century, Summary of Recent Experience, OECD

<http://www.oecd.org/dataoecd/44/58/43449100.pdf>

התרשים הבא, המובא מתוך דו"ח הבנק העולמי בנושא רפורמות בתשתיות, הפרטה רגולציה ותחרות (2004)³⁴⁰ מחזק את הטענה כי הפרטה בתנאי תחרות מקדמת צמיחה באופן משמעותי.

Figure 4 In 1989–94, Privatization Contributed to Faster Growth in Phone Lines in Latin America



Source: Wellerius (1997b).

בלשון אחר, על מנת שהליכי הקצאת זכויות ונכסים יקדמו יצירת תנאים כלכליים הרצויים למשק, ועל מנת שתועלות אלה יחלחלו ויגיעו גם לציבור הרחב, על הממשלה לפעול ולוודא עוד לפני הליך ההפרטה וכן במהלכו כי בד בבד עם העברת הזכויות ננקטים הצעדים הנדרשים על מנת להבטיח יצירת תנאים הכרחיים למניעת מונופולין ולקידום תחרות ממשית ובת קיימא בענף הרלבנטי הרלוונטי.

מועד הקצאת הזכויות או מועד ההפרטה היא נקודת זמן קריטית לעניין הבטחת התחרות בענף הרלוונטי ובמשק בכלל, ופעמים רבות הזדמנות בלתי חוזרת ליצירת תחרות בענף לא תחרותי. לעיתים, קביעת מועד הקצאת הזכויות או ההפרטה, ללא שקילת שיקולי תחרות, מביאה למצב שלא מאפשר יצירת תחרות בת קיימא או מעמים עלויות משמעותיות, שניתן היה למנוע אותן מבעוד מועד, על המשק. כאמור בדו"ח הבנק העולמי בנושא רפורמות בתשתיות, הפרטה, רגולציה ותחרות:

"[F]or privatization to generate widely shared social benefits, infrastructure industries must be thoroughly restructured and able to sustain competition. The benefits from privatizing infrastructure monopolies are much smaller than those from introducing competition. It is often hard or costly to change structural choices such as

340 Kessides, Reforming Infrastructure; Privatization, Regulation and Competition; A World Bank Policy Report (2004), p.13

the degree of vertical and horizontal integration after privatization. **Thus restructuring to introduce competition should be done before privatization**, and regulation should be in place to assure potential buyers of both competitive and monopoly elements”³⁴¹

על חשיבות שקילתם של שיקולי תחרות לרווחת הצרכן בהליך ההפרטה (במובנו הרחב), הכולל העברת זכויות ונכסים לגורמים פרטיים, כמו גם על הצורך לעגן ולוודא את שקילתם, במסגרת המשפט המנהלי הישראלי, עמדה גם פרופ' דפנה ברק-ארז: **"הדיון בהליך ההפרטה חייב לכלול – לרווחתו של ציבור האזרחים – גם התייחסות ליעד של קיום תחרות במשק לאחר השלמת ההפרטה"**. לעיתים קביעתם של הסדרים המבטיחים תחרות עשויה להתחייב מן ההגנה החוקתית על חופש העיסוק. אולם גם ללא קשר לכך, ראוי שההגנה על התחרות בשוק המופרט תדגיש את החתירה לשירות איכותי במחיר הוגן למי שנזקקים לאותו שירות (ולאו דווקא את הפן הפורמאלי של זכויות המתחרים בהליך ההפרטה). חלק מההיבטים של עידוד התחרות מוסדרים במסגרת החקיקה הספציפית החלה על הענף המופרט (דוגמת הוראות שעניינן הפרדת השליטה בתחומים שונים בענף, כגון ייצור והולכה), ומכל מקום נתונים לתחולתם של דיני ההגבלים הכלליים. **אולם הסדרים אלה אינם ממצים את הפעולות הדרושות להבטחת האינטרס הציבורי בתחרות בהקשר של הפרטה**.³⁴²

המדינה, בבואה למכור או להקצות נכסיה, פועלת למקסום הערך לציבור שיתקבל כתוצאה מהמכירה, שהרי מדובר בתמורה עבור נכס ששייך לציבור בכללותו. הערך לציבור נובע לא רק מהערך הכספי המיידי שמתקבל, אלא גם מהיכולת של היזם הפרטי למקסם את התועלת שנובעת מהנכס, וזאת בפועל בתנאים תחרותיים. אולם, לעיתים, הצעת המחיר הגבוה ביותר על ידי היזם איננה נובעת מכישורים עודפים בניהול הנכס בתנאי תחרות, אלא מציפייה לרווחים הנובעים מסיבות אנטי-תחרותיות. החשש שנוצר הוא כי בהינתן מספר סביר של מתמודדים, הצעת מחיר גבוה יחסית משקפת ציפייה לרווחים עודפים שנובעים מרנטה מונופוליסטית, שתופק על חשבון הצרכנים לאורך זמן. לכן, על מנת למנוע מצב שהממשלה היא זו שמעודדת יצירת נטל עודף של מונופולין ("dead weight loss") ופגיעה בציבור הצרכנים, על מקבלי ההחלטות להימנע מלאפשר הקצאת נכסים באופן שעלול לפגוע בתחרות וברווחת הצרכן, וזאת אף על חשבון החשש לירידה בתקבולים הישירים של המדינה כתוצאה מהקצאת הנכסים בטווח הקצר. זאת ועוד: לעיתים בטווח הקצר עדיף לממשלה להפריט מונופולין, כי התמורה שתקבל עבור המכירה תשקף פרמיה מונופוליסטית למוכר, על חשבון הציבור, כך שהתשלום שתקבל הממשלה גבוה יותר. אלא שבטווח הארוך, התועלת למשק ולציבור מחייבת כי ההפרטה תעשה בדרך המקדמת בצורה הטובה ביותר את התחרות ואת רווחת הצרכן.

341 I. Kessides, *Reforming Infrastructure; Privatization, Regulation and Competition*; A World Bank Policy Report (2004), p. xii. להדגשות אינן במקור. לנקודה כי נדרש ליישם רגולציה פרו-תחרותית ולחשוף את החברה. המופרטת לתחרות בשלבים מוקדמים ככל הניתן, כלומר, עוד לפני ההפרטה עצמה, ראו גם: Privatizations in the 21st Century, Summary of Recent Experiences, OECD (2010). <http://www.oecd.org/dataoecd/44/58/43449100.pdf>.

342 ד. ברק-ארז, "המשפט הציבורי של ההפרטה: מודלים, נורמות ואתגרים", עיוני משפט ל(3) (פברואר 2008), 461, 506. ההדגשה אינה במקור.

חברותה של ישראל בארגון המדינות המפותחות OECD מעניקה משנה תוקף לצורך להטמיע שיקולי תחרות בחקיקה ובהחלטות ממשלה. בהתאם להמלצת הארגון,³⁴³ על המדינות החברות לאמץ מנגנון הולם לזיהוי החלטות שמגבילות את התחרות מעבר לנדרש או שלא לצורך, בין השאר, דרך: (1) יצירת כוח שוק או חיזוק; (2) יצירת חסמי כניסה והתרחבות של מתחרים; (3) העלאת חסמי מעבר של צרכנים; (4) צמצום מספר המתחרים בשוק; (5) פגיעה בכוח התחרות של המתחרים בשוק או בתמריץ שלהם להתחרות; (6) הגבלת האפשרויות והמידע הזמינים לצרכנים. בהתאם להמלצה של OECD ולמסמך ההנחיות הנלווה לה (Competition Assessment Tool Kit),³⁴⁴ על המדינות החברות לפעול בשקיפות לאימוץ המנגנון כאמור, שייושם תוך הסתייעות בגורמי מקצוע בעלי מומחיות בתחום התחרות. בהתאם למסמך ההנחיות, על מקבלי ההחלטות להגדיר תחילה את מטרות הליך הקצאת הזכויות והנכסים, ולאחר מכן לבחון את החלופות להשגת אותן מטרות והשפעתן על התחרות ולבסוף להשוות בין החלופות על בסיס קריטריונים של עלות מול תועלת לציבור, במטרה לבחור את החלופה שמאזנת באופן הטוב ביותר בין מגוון השיקולים העומדים בפני הממשלה בבוא לבצע הקצאה של זכויות או נכסים.

שיקולי ריכוזיות וביזור שליטה בתשתיות חיוניות

לעיתים, הקצאת זכויות אינה מעוררת קשיים ברמת התחרות הענפית, או שניתן ליישם במסגרת הליכי הקצאת הזכויות מנגנונים שיאפשרו לנטרל חששות לפגיעה בתחרות. אלא שלצד התחרות הענפית, קיים חשש נוסף, שנמצא לו סימוכין בכמה מענפי המשק (לדוגמה: התפלת מי ים, חיפוי נפט וגז ועוד), אליו ביקשה הוועדה להתייחס, והוא ריכוזיות באחזקות של גורם מסוים בענף תשתיות חיוניות ספציפי לצד שליטה של מספר מצומצם של גורמים פרטיים בנתח משמעותי של מספר תחומי תשתיות חיוניות במקביל.

"תשתית חיונית" הינה תשתית מהותית בעלת מאפיינים ציבוריים הנוגעת לכלל הציבור או לחלק משמעותי ממנו ושאספקתה הסדירה חיונית לציבור בישראל. מדובר על תשתיות שבאמצעותן ניתנים לציבור הרחב שירותים מרכזיים, הנדרשים לקיומם התקין של אורחות החיים. בחלק מהמקרים אף מדובר במשאבים מתכלים או מוגבלים.

לגבי מרבית השירותים, המובאים בנספח 5.1 למסמך זה, המדינה סברה שיש אינטרס ציבורי שמצדיק אסדרה רגולטורית שמבטיחה את האינטרסים הציבוריים, וביניהם אספקה סדירה ותקינה של השירות ואת איכותו. באותם המקרים, על פי רוב, מתקיים אינטרס ציבורי מובהק בשאלת זהות של אלו שמחזיקים את הזכות לספק לציבור את אותם השירותים, ועל כן נקבעים תנאי סף לאחזקתם.

יצוין שסעיף 59 לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975 קובע כי שר האוצר וראש הממשלה, באישור ועדת השרים לענייני הפרטה, ובהתייעצות עם השר האחראי לעניינה של חברה בהפרטה, ועם רשות החברות הממשלתיות, רשאים להכריז בצו כי למדינה אינטרסים חיוניים

343 ראו C(2009)130 - Recommendation of the Council on Competition Assessment 22 October 2009
<http://acts.oecd.org/Instruments/ShowInstrumentView.aspx?InstrumentID=219&InstrumentPID=215&Lang=en&Book=False>

344 מסמך ההנחיות המלא מפורסם באתר ה OECD, ראו www.oecd.org/competition/toolkit

בחברה מופרטת. בין היתר, נקבע כי אינטרס חיוני יכול שיהיה קידום התחרות או מניעת ריכוזיות במשק. אולם, עד כה טרם נעשה שימוש בצו בהקשר זה.

לריכוז הבעלות בתשתיות חיונית יכולות להיות השלכות מרחיקות לכת על רווחת הציבור בטווח הארוך. כך למשל, העובדה שגורמים פרטיים מעטים מחזיקים בחלק משמעותי מתשתיות חיוניות, עלולה בתנאים מסוימים להקנות לגורמים אלה יכולת מיקוח והשפעה עודפת מול המדינה, גם אם לא לעניין עצם הקצאת הזכויות, אלא לאחר ההקצאה האמורה. אחזקה משמעותית זו, עלולה לשמש מנוף לקניית כוח רב בשווקים אחרים, כולל כוח שאיננו כלכלי דווקא.

לאור חששות אלה, לצד חובתה של המדינה, מכוח היותה נאמן הציבור ומכוח חובתה להגן על האינטרס הציבורי, סברו חברי הוועדה כי המדינה מחויבת, במסגרת הליך של הקצאת זכויות בתשתיות חיוניות, לשקול שיקולים רחבים יותר, תוך איזון בין השאת המחיר המתקבל מהקצאת הזכות ובין ההגנה על האינטרס הציבורי בטווח הארוך. האינטרס הציבורי בהקשר זה בא לידי ביטוי בין היתר בהגדלת מספר השחקנים בתחום התשתיות החיוניות, ומניעת מצב של ריכוז הבעלות בתשתיות האמורות, בידי מספר שחקנים מועט. כל זאת, בכפוף לכך שתמנע פגיעה משמעותית ברווחת הצרכן.

לכן, ככל שמדובר בהקצאה של זכויות בתשתיות חיוניות מוצע כי יתקיים רובד נוסף של בחינה, גם אם לא בהכרח מתקיימת פגיעה בתחרות הענפית. לדעת חברי הוועדה, במסגרת הקצאת תשתיות חיוניות יש לבחון עבור כל אחד מהגורמים הפרטיים שמעוניינים להתמודד על הזכות בנכס, את מידת הריכוזיות של אחזקות בתשתית הספציפית, כמו גם את מידת הריכוזיות של אחזקותיו במספר תשתיות חיוניות במקביל, ברמה הכלל משקית. הבדיקה תתמקד בשאלה אם הקצאה פרטנית תוביל להגדלה באחזקות של גורם כלשהו שכבר פועל בתחום התשתיות החיוניות באופן שנוגד את האינטרס הציבורי. כן יבחן אם הגורם המבקש להשתתף בהקצאה הוא כבר בעל אחזקות בתחומי תשתיות חיוניות אחרות, כך שתוספת זכות זו לאחזקותיו עלולה לפגע באינטרס הציבורי, אם ברמת הענף הספציפי ואם ברמת המשק. ככל שהגורם המבקש להשתתף בהקצאה שולט באחוזים נכבדים יותר מתחומי תשתיות חיוניות, ובמיוחד בתחום התשתיות החיוניות נשוא ההקצאה, גדלים הצורך וההצדקה לביזור השליטה.

היבט נוסף של סוגיית הריכוזיות בהקשר של הליכי הקצאת נכסים וזכויות מתייחס לגופים שפעילותם מהווה חלק ניכר מהתמ"ג בישראל. החשש הוא שגידול יתר של גופים אלה, על דרך הקצאת נכסים וזכויות נוספות מצד המדינה, תהפוך אותם לגופים "גדולים מכדי להיכשל" (Too Big to Fail). במילים אחרות, ייתכן המצב כי גודלם של גופים אלה, לאחר הקצאה של נכסי המדינה, עלול לגרור עיוות בקבלת ההחלטות של המערכת הרגולטורית והפיננסית בשל הסיכון הסיסטמי שהם יוצרים ברמת המשק.

לעניין זה יש לזכור כי הקצאת זכויות לידיים פרטיות איננה מטרה כשלעצמה, אלא אמצעי להשגת אינטרסים אחרים. לכן, אם מתברר כי הקצאת הזכויות או הנכסים, במתכונתם הנוכחית, עלולה לפגע בתחרותיות של המשק או שמא היא עלולה ליצור ריכוז יתר של נכסים או זכויות אצל גורם פרטי כלשהו, ראוי כי מקבלי ההחלטות ימנעו ממנה כליל (במקרה שהמדינה יכולה בעצמה לספק את השירות הנדון באופן שאיננו טומן בחובו את התוצאות השליליות האמורות) או ידחו

אותה (במקרה וקיימת סבירות גבוהה כי בעתיד הנראה לעין הנסיבות ישתנו כך שיהיה ניתן לבצע את ההקצאה באופן שאיננו טומן בחובו את התוצאות השליליות האמורות), או יקבעו במסגרת ההקצאה תנאים מגבילים שימנעו את הפגיעה באינטרסים המוגנים.

ג. פירוט המלצות הוועדה בנושא התנאים להקצת נכסים ציבוריים – חובת שקילות שיקולי תחרות וריכוזיות בעת הקצאת נכסים וזכויות מידי המדינה

לאחר בחינת אופן הקצאת נכסים וזכויות מידי המדינה לידיים פרטיות ותוך יצירת איזון בין מגוון השיקולים הקיימים בעת ביצוע ההקצאה, ממליצים חברי הוועדה להטמיע באופן מיידי את העקרונות המפורטים להלן במכלול השיקולים של הגורם המקצה זכויות ונכסים. לדעת חברי הוועדה יש להטמיע את העקרונות במקום בו קיים אינטרס ציבורי מובהק לבחינה מעמיקה ורחבה של מגוון ההיבטים, וביניהם היבטי תחרות וריכוזיות, של הקצאת הזכויות או הנכסים. לדעת חברי הוועדה אינטרסים אלה מתקיימים במקום בו ערכם הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליון ש"ח, או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם את חשיבותו הציבורית. השיקולים המפורטים להלן צריכים להילקח בחשבון, במסגרת פרוצדורה מוסדרת, על ידי מי שמנהל את הקצאת הזכויות והנכסים, באופן מובחן ומבלי לגרוע מכל בדיקה של רשות ההגבלים העסקיים לפי חוק ההגבלים העסקיים (למשל, במקרה שנדרש אישור מיזוג לפי חוק ההגבלים העסקיים). עוד מוצע להקים וועדה מייעצת שתבחן את השיקולים הרחבים יותר של ריכוזיות משקית, ביחס לכל הקצאה והקצאה כאמור לעיל, ושתעביר המלצותיה לכלל הגופים המקצים.

באשר להקצאות נכסים לתקופות קצובות, דוגמת זיכיונות ורישיונות, ככלל, המלצות הוועדה תקפות גם לגבי חידוש רישיון או זיכיון, מקום בו חידוש הרישיון מחייב הפעלת שיקול דעת דומה לזה שמופעל בעת ההקצאה הראשונית (להבדיל, למשל, משיקול דעת הבוחן בעיקרו עמידה בתנאי הרישיון הקודם).

1. קריטריונים של שליטה בתשתית חיונית העומדת בפני הליך הקצאת זכויות ונכסים ושיקולי אחזקות צולבות במספר תשתיות חיוניות

- במסגרת הקצאת זכויות ונכסים בהקשר של תשתית חיונית, המפורטת בנספח 5.1, יילקח בחשבון שיקול של ביזור השליטה בתשתיות חיוניות במשק הישראלי,³⁴⁵ והכל אלא אם ביזור זה צפוי לפגוע משמעותית בציבור הצרכנים, בטווח הקצר או הארוך.
- רשימת התשתיות החיוניות בנספח 5.1 אינה כוללת תאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים אחרים (למעט המסלקה הפנסיונית), שכן חברי הוועדה סברו כי גופים אלה כפופים למערכת רגולציה שהשיקולים הכלל-משקיים משולבים בה כבר כיום. בהתאם, ההמלצה היא כי תאגידים בנקאיים וגופים פיננסיים אחרים כאמור לא ייחשבו כ"תשתיות חיוניות" בהקשר של הקצאת נכסי מדינה.

345 במקרים המתאימים, יש לתת את הדעת אם ההקצאה מגדילה יתר על המידה את הסיכון כי קריסתו של גוף יחיד, אותו גוף המתמודד על ההקצאה, עקב גודלו לאחר ההקצאה, תערער את יציבות המשק.

2. קריטריונים של הגנה על תחרות ענפית וקידומה במסגרת הליכי הקצאת זכויות

ונכסים

- הקצאת זכויות ונכסים ככלי לשינוי מבני המקדם את התחרות:

במסגרת תהליך הקצאת זכויות ונכסים יש לבחון אם ניתן לבצע את המהלך באופן שמקיים שינוי מבני פרו-תחרותי לתועלת הצרכן. למשל, יש לבחון היתכנותה של הפרדה (תאגידית ובבעלויות ושליטה) בעלת אופי אופקי -- בין גופים שקודם היו בבעלות או שליטה משותפת, אשר יכולים להתחרות זה בזה, או הפרדה אנכית -- המפרידה בין חלקים שונים בשרשרת הייצור או האספקה.

- הסרת חסמים תחרותיים/רגולציה מתאימה בהיעדר תחרות משמעותית:

במסגרת הליך הקצאת זכויות ונכסים יש לבחון את מצב התחרות הענפית, לרבות התחרות הפוטנציאלית, בענף האמור ובפרט, במספר המתחרים בענף ומאפייניהם, חסמי כניסה למתחרים חדשים, עלויות מעבר צרכנים ממתחרה למתחרה, הגבלות על ייבוא, בעלויות צולבות בין מתחרים לבין עצמם ובינם לבין ספקים או לקוחות שלהם, ולנקוט בצעדים הדרושים כדי לצמצם ככל הניתן חסמים להתפתחותה והגברתה של תחרות לאחר התהליך. (במקרים המתאימים – למשל, בתהליכי הפרטה – בנוסף להסרת חסמי תחרות, רצוי לחשוף את החברה המופרטת לתחרות בשלבים מוקדמים ככל הניתן, עוד לפני ההפרטה עצמה; בהקצאת זכויות אחרות, יש לוודא, במידת האפשר, כי תנאי ההקצאה יהיו כאלה שיעודדו מספר גדול ככל הניתן של גופים להיכנס לשוק הרלוונטי).

אם למרות האמור לעיל לא התפתחה תחרות משמעותית מיד עם הקצאת הזכויות והנכסים, יש לפעול להסדרת פעילות הגוף המופרט או הזוכה בזכות או בנכס המוקצה באופן המגן על ציבור הצרכנים עד שתתפתח תחרות משמעותית בשוק (למשל: קביעת מחיר מקסימום המדמה את המחיר התחרותי שהיה רווח אילו הייתה תחרות בשוק), וכן מונע ממנו לנקוט בפרקטיקות העלולות לעכב או למנוע כניסתם של מתחרים (לרבות, במקרה שבו הדבר נחוץ, הגבלת הגוף המופרט/הזוכה בזכות או בנכס מלהוריד מחירים באופן משמעותי עד שתתפתח בשוק תחרות בת-קיימא³⁴⁶). מקום בו ההקצאה תוביל לשליטה של גוף פרטי על הגישה למשאב החיוני לפעילותן של פירמות בשוק, יש לקבוע מראש כללים שימנעו פגיעה בתחרות בדרך של מניעת גישה על ידי הגוף הפרטי האמור, או מתן גישה לא שוויונית. הכוונה לכללי התנהגות ספציפיים (מעבר לדיני ההגבלים העסקיים הכלליים) שיגובשו על ידי הרגולטור הייעודי, או, בהיעדרו של רגולטור ייעודי, הגורם שמקצה את הזכויות או הנכסים, בהתייעצות עם הממונה על הגבלים עסקיים.

צמצום פגיעה אפשרית בתחרות כתוצאה מהקצאת זכויות ונכסים:

במסגרת הליך הקצאת זכויות ונכסים, יש להימנע מלהקצות את הנכס לטובת גוף שכבר פועל בענף- נשוא ההקצאה, או לטובת גוף שהוא ספק או לקוח בענף נשוא ההקצאה, באופן המקים חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות ובצרכנים. בנוסף לחששות

346 "הגנת ינוקא" שכזו על מתחרה חדש אין מטרתה הגנה על מתחרים כי אם הגנה על תחרות - חשוב לוודא כי השימוש בה יוגבל לצורך של התבססות תחרות ויאבילית (בת קיימא), ולא יעבור את התקופה וההיקף הנדרשים להשגת תכלית זאת.

האופקיים והאנכיים שתוארו לעיל, אשר מהווים את ליבת דיני התחרות, במקרים המתאימים, יש לבחון קיומם של חששות לפגיעה בתחרות כתוצאה ממבנים קונגלומרטיים או פירמידות שליטה בגופים מבקשי הזכות או הנכס שבהקצאה, במידה שמדובר בחשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות בשווקים הרלוונטיים. מכיוון שחששות שעניינם מבנים קונגלומרטיים ופירמידות שליטה מעלים שאלות מורכבות יותר וסוגיות פחות מובנות מאליהן מאשר ההיבטים האופקיים והאנכיים של ההקצאה, בחרנו להרחיב לעניין מהותם של חששות ספציפיים אלה בנספח 5.2.

ד. מתווה להטמעת העקרונות בהליכי העברת זכויות ונכסים מידי המדינה

על מנת להביא לכך שהעקרונות שפורטו לעיל אכן יישקלו בצורה הולמת, מוצע לקבוע כי במניין השיקולים של הרשות הרלוונטית (הגורם המפריט/מעניק הזכות או הרישיון) יכללו כלל העקרונות שנמנו לעיל. כמו כן, מוצע להקנות לגוף המקצה סמכות לקבוע בהליך ההקצאה תנאים שישקפו את השיקולים המתוארים לעיל. בכלל זה, יש להקנות לגוף המקצה סמכות למנוע הקצאה לגורמים מסוימים, או לתת לגופים מסוימים (כגון מחוללי תחרות ושחקנים חדשים בשוק) יתרון על פני אחרים על בסיס השיקולים הנזכרים.

בנושאים הקשורים במהותם לתחרות ענפית כמפורט בפרק 5.ג' סעיף 2, תוטל חובת התייעצות עם הממונה על הגבלים עסקיים מקום בו ערכם הכלכלי של הנכס או הזכות המועברת עולה על 150 מיליון ש"ח או במקרים שבהם השווי הכלכלי של הנכס אינו מגלם בהכרח את חשיבותו הציבורית. על מנת לאפשר לממונה את איסוף המידע הנחוץ לו לשם גיבוש עמדתו, מומלץ להסמיך את הממונה לאסוף את הנתונים הנחוצים, בדומה לסמכות הקבועה בסעיף 46(ב) לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988.

לעניין החששות המפורטים בפרק 5.ג' סעיף 1, בעת הקצאה של זכויות בנכס שהוא תשתית חיונית, העולה על 150 מיליון ש"ח או שמתקיים בו אינטרס ציבורי שאינו משתקף בערכו הכלכלי יהיה על הגוף המקצה את הזכויות לקחת בחשבון את השיקולים המפורטים בפרק 5.ג' סעיף 1, בכפוף למניעת פגיעה משמעותית בצרכן, בטווח הקצר או הארוך.

לגורמים המקצים את הזכויות יש מומחיות רבה בתחום עיסוקם הפרטני. אולם, לעיתים רבות הם נעדרים את הכלים והידע הדרושים על מנת לבחון בחינה רחבה של המשמעות הכללית המשקית של הקצאת הזכויות. כיוון שהגופים שעוסקים בהקצאת הזכויות אינם מורגלים דרך סגרה בשיקולים כאמור בפרק 5.ג' סעיף 1 לעיל, מוצע להקים ועדה מייעצת על מנת שתוכל להביא בפני הגורם הרלבנטי העוסק בהקצאה את השיקולים הנוספים שעליו לשקול בהיבט של שיקולי תחרות וריכוזיות משקיים.

מוצע כי בראשות הוועדה המייעצת יעמוד מנכ"ל משרד האוצר וחבריה יהיו הממונה על ההגבלים העסקיים, נציג היועץ המשפטי לממשלה, ויו"ר המועצה הלאומית לכלכלה. על הגורם המקצה

יהיה לפנות אל הוועדה על מנת לקבל את עמדתה בכתב לעניין הליך ההקצאה המתוכנן. במסגרת זו, מוצע להעניק לוועדה המייעצת את הסמכות לדרוש נתונים בדבר אחזקות בתשתיות חיוניות.

הוועדה האמורה תגבש את עמדתה ביחס לכל הקצאה לאחר שתשמע את הגורם מקצה הזכויות, ואת הרגולטור הרלוונטי (ככל שמדובר בגורמים שונים). כמו כן תוכל הוועדה להמליץ האם נכון לקבוע תנאי סף או הסדרים אחרים (לרבות הימנעות מהקצאה או דחייתה, כמוסבר לעיל) שימנעו מראש את הקצאת הזכויות באופן שימנע את החששות הנזכרים בפרק 5.5 ג' סעיף 1, והכל בכפוף למניעת פגיעה משמעותית בצרכן בטווח הקצר או הארוך.

הממונה על הגבלים עסקיים יהיה גוף המטה שיסייע לוועדה המייעצת בגיבוש התשתית העובדתית הרלוונטית. לצורך כך מוצע להעניק לממונה על הגבלים העסקיים סמכות לאכוף ולקבל מידע על השווקים הרלוונטיים.

בתום חמש שנות פעולתה של הוועדה המייעצת, ינוסחו אמות מידה שייושמו במקרים של הקצאת זכויות כאמור על בסיס הידע שהצטבר עד לאותו מועד.

רשימת התחומים והשירותים החיוניים נשוא ההמלצות המופיעות בפרק 5.5 ג' סעיף 1 כוללת שירותים בתחום האנרגיה, התחבורה, החשמל, מים, תקשורת, תשתית פיננסית כלל ארצית ותעשיות ביטחוניות, כמפורט בנספח 5.1. בצד זאת, הוועדה המייעצת הנזכרת לעיל תוכל לעדכן, באישור הממשלה, את הרשימה המוצעת, בשים לב להתפתחויות, כגון התפתחויות טכנולוגיות, אם נמצא שיש תשתית חיונית או שירות חיוני בעלי מאפיינים ציבוריים הנוגעים לכלל הציבור או לחלק משמעותי ממנו ושספקתם הסדירה חיונית לציבור בישראל. כפי שכבר הוסבר לעיל, הוועדה ממליצה שלא לכלול תאגידים בנקאיים ותאגידים בשליטתם וגופים פיננסיים אחרים ברשימת התשתיות החיוניות, לאור המערכת הרגולטורית להם כפופים כבר כיום. כמו כן מוצע כי ניתן יהיה לשקול שיקולים מעין אלה גם בהקצאת זכויות ששוויון נמוך מ-150 מיליון ש"ח אם יתברר כי חשיבותן הכלל משקית אינה משתקפת בשוויון הכלכלי.

על מנת למנוע את עקיפת ההוראות, יש צורך בבחינה ובקביעת כללים והסדרים שימנעו את העברת הזכויות לאחר הענקת הזכות באופן שיחתור תחת ההמלצות נשוא מסמך זה. לדוגמה, במקרים בהם הזכות המוקצית הינה על בסיס הסכמי, את ההסכם ילווה גם היתר או רישיון שתכליתו להבטיח באמצעים מנהליים את האינטרסים הציבוריים, וכן כי כל העברה של אמצעי שליטה בנכס יוכפפו לתנאים בהם עמד הצד להסכם במסגרת ההקצאה הראשונה. לכן מומלץ כי תקבע מסגרת רגולטורית שתאפשר מעקב אחר מכירת נכסים ושליטה בנכסים באופן שיאפשר לפקח גם על העברת זכויות שתפגע בתחרות הענפית או תגביר את הריכוזיות בתשתיות החיוניות.

מוצע להסדיר את העקרונות האמורים במסגרת תיקון חקיקה, שיעניק לגופים המסדירים סמכויות לשקול את השיקולים המפורטים בפרק 5.5 ג' סעיפים 1 ו-2 לעיל וכן יעניקו להם סמכות מפורשת לקבוע תנאי סף להקצאה וכן כללים אחרים שיאפשרו להגשים את המטרות שהוזכרו לעיל.

עוד מוצע כי פרטי תהליך שקילת שיקולי התחרות וביזור השליטה בתשתיות חיוניות, אופן ההתייעצות עם הגורמים הרלבנטיים ומועדן, יוסדרו לפני מועד כניסת חובות השקילה

וההתייעצות לתוקפן. הוועדה ממליצה כי תקבע מסגרת זמנים ברורה וקצרה ככל הניתן, אך שלא תעלה בשום מקרה על 90 יום, לעבודת הגורמים המייעצים.

כבר עתה ברור כי לא ניתן יהיה לקבוע פרוצדורה אחת אשר תתאים לכלל הגורמים המקצים זכויות במדינת ישראל, וכי תידרשנה התאמות מסוימות בהתאם לאופי הזכות המוקצית ולסדרי עבודת הגוף המקצה. חשוב כי פרוצדורות השקילה וההתייעצות תיקבענה באופן שיכביד באופן המינימלי האפשרי על הליכי ההקצאה כך שתימנע בירוקרטיה מיותרת מחד גיסא, אך יוגשמו התכליות שבבסיס המלצות הוועדה, מאידך גיסא.

נספח 5- נספחים לעבודת צוות לבחינת התנאים להקצאת נכסים **ציבוריים**

נספח 5.1

הגדרת תשתית חיונית

הגדרת תשתית חיונית

הערה: קביעה סופית של התחומים הכלולים בהגדרת תשתית חיונית כפופה להתייעצות עם הרגולטורים הייעודיים.

לפי הצורך, ניתן יהיה לעדכן את הרשימה שלהלן באמצעות המלצה של הועדה המתמדת (שתוקם לפי המלצות הועדה בדו"ח זה), אשר תובא לאישור הממשלה. לצרכי עדכון הרשימה, "תשתית חיונית" הינה תשתית מהותית בעלת מאפיינים ציבוריים הנוגעת לכלל הציבור או לחלק משמעותי ממנו ושספקתה הסדירה חיונית לציבור בישראל.

תקשורת

טלקום

- בעלי רישיונות לפי חוק התקשורת(בזק ושידורים), התשמ"ב- 1982 (להלן: **חוק התקשורת**), כמפורט להלן:
- בעלי רישיון לאספקת שירותי טלפון פנים ארציים-נייחים;
- בעלי רישיון לאספקת שירותי תשתית רחבת פס;
- בעלי רישיון שירותי טלפון הניתנים באמצעות מערכת רדיו טלפון נייד;
- בעלי רישיון לשירותי טלפון בינלאומיים;
- בעלי רישיון למתן שירותי תמסורת;
- בעלי רישיון למתן שירותי גישה לאינטרנט;
- כן כל שירות נוסף שקבע שר התקשורת לפי סעיף 13ב לפי חוק התקשורת;

שידורים

- בעלי זיכיונות ורישיונות לפי חוק הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, התש"ן- 1990;
- בעלי רישיונות לשידורי כבלים, בעלי רישיון לשידורי לוויין, בעלי רישיון מיוחד (או ייעודי) כהגדרתם בחוק התקשורת;

דואר

- חברת דואר ישראל וכן החברה הבת, כמשמעותה בסעיף 88 לחוק הדואר - התשמ"ה-1986 ("בנק הדואר")
- בעלי רישיון והיתרים לפי חוק הדואר- התשמ"ה- 1986 :

עיתונים יומיים בתפוצה ארצית

יובהר כי המלצות הוועדה אינן חלות על הליכי רישוי לפי פקודת העיתונות. בהתאם, הנפקות היחידה להכללת העיתונים ברשימה זו היא שבמקרים של הקצאת זכויות יילקחו בחשבון, במסגרת הבחינה של ביזור שליטה בתשתיות חיוניות, גם אחזקות בעיתונים יומיים בתפוצה ארצית ;

מים

- בעלי רישיון הפקה לפי סעיף 23 לחוק המים, התשי"ט- 1959 (ביניהם גם מי שזכה במכרז להתפלת מי-ים) ;
- בעלי רישיון הקמה לפי סעיף 22 לחוק המים, התשי"ט- 1959 ;
- רשות המים הארצית לפי סעיף 46 לחוק המים, התשי"ט- 1959 ;
- בעלי רישיון לעסוק בפעילות חיונית לפי סעיף 14 לחוק תאגידי מים וביוב, התשס"א- 2001 ;

אנרגיה

חשמל

- בעלי רישיון פעילות במשק החשמל לפי חוק משק החשמל, התשנ"ו – 1996, לרבות ספק שירות חיוני ובעל רישיון אחר לייצור, ניהול המערכת, הולכה חלוקה, הספקה או סחר בחשמל ;

נפט

- בעלי זכות נפט, כמשמעותה לפי חוק התשי"ב – 1952, לרבות בעל היתר מוקדם, בעל רישיון ובעל חזקה ;

דלק

- בתי זיקוק – העוסקים בזיקוק נפט³⁴⁷

- בעלי זיכיון או הרשאה אחרת לאחסנה, הזרמה או ניפוק של מוצרי דלק³⁴⁸ ;

חברות דלק

- חברה, כהגדרתה בסעיף 9 לחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2001), התשס"א – 2001 ;

גז

- בעלי רישיון ספק גז, לפי חוק הגז (בטיחות ורישוי), התשמ"ט – 1989 ;

גז טבעי

- בעלי רישיון לפי חוק משק הגז הטבעי, התשס"ב – 2002 ולרבות בעל רישיון הקמה והפעלה של מערכת הולכה או חלק ממנה, הקמה והפעלה של רשת חלוקה או חלק ממנה, הקמה והפעלה של מתקן גט"ן, הקמה והפעלה של מיתקן אחסון וכן רישיון שיווק ;

משאבים

מכרות

- בעל זכות כרייה או חוזה חכירה לכרייה, תעודת היתר לחיפוש ורישיון לחיפוש, תעודת היתר לחקירה (לרבות זכות שימוש במים), רישיון חיצוב לפי פקודת המכרות.
- בעלי זכויות במשאבי טבע מכוח שטר זיכיון ובהם :
 - מפעלי ים המלח, המחזיקים בזכויות מכוח חוק זכיון ים המלח, תשכ"א-1961.

תחבורה

תחבורה אווירית

- בעלי רישיון הפעלה מסחרית לפי סעיף 2 לחוק רישוי שירותי תעופה, התשכ"ג-1963 ;
- בעל היתר הפעלה לפי סעיף 8 לחוק רישוי שירותי תעופה, התשכ"ג-1963 ;
- בעלי רישיון להפעלה אווירית לפי סעיף 17 לחוק הטיס, התשע"א-2011 ;
- בעלי רישיון להפעלת שדה תעופה או מנחתים לפי סעיף 31 לחוק הטיס, התשע"א-2011 ;

347 פעולת בתי הזיקוק אינה מוסדרת בחוק, אלא הם פועלים על פי זיכיון. לגבי פעולתם הוצא צו אינטרסים חיוניים. בהצעת חוק משק הדלק אמור גם תחום זה להיות מוסדר.

348 בתחומים אלה אין לעת הזו הסדרה בחוק, אלא במסגרת הצעת חוק משק הדלק. יחד עם זאת הגורמים העיקריים הפעילים בהם הן חברות ממשלתיות, קמ"ד ותש"ן – הפועלות למעשה על פי הרשאה מן המדינה, בחלופת תקופת הזיכיון שפעלו על פיו (הסכם ההרשאה טרם הושלם)

מערכות הסעה המונית יבשתית (כלל ארצית)

- בעל רישיון להפעלת קו שירות אוטובוסים לפי תקנות 385-389 לתקנות התעבורה, התשכ"א-1961 ;
- בעל זיכיון להפעלת מסילת ברזל מקומית לפי סעיף 46א ;
- בעל היתר להפעלת רכבת מקומית לפי סעיף 46ד לפקודת מסילות הברזל [נוסח חדש], התשס"א-2001 ;
- בעל אישור הפעלת מסילת ברזל לפי סעיף 48 לפקודת מסילות הברזל [נוסח חדש], התשס"א-2001 ;
- חברת רכבת ישראל בע"מ (חברה ממשלתית) ;

נמלים

- חברה שהוסמכה להיות חברת נמל או תאגיד שהוסמך להיות תאגיד מורשה לפי סעיף 10 לחוק רשות הספנות והנמלים, התשס"ד-2004 ;

כבישי אגרה

- בעל זיכיון לפי סעיף 3 לחוק כביש אגרה (כביש ארצי לישראל), התשנ"ה-1995 ;
- בעל זיכיון לפי סעיף 2א לחוק נתיבים מהירים, התש"ס-2000 ;
- בעל זיכיון לפי סעיף 3 לחוק כבישי אגרה (מנהרות הכרמל), התשנ"ה-1995 ;

מסופי מטען

- בעלי רישיון למחסן כללי או פרטי לפי תקנות המכס, התשכ"ו – 1965 ;

תשתית פיננסית כלל ארצית

- חברה להפעלת מערכת סליקה פנסיונית מרכזית כאמור בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005.

תעשיות ביטחוניות

כל הפרטה כהגדרתה בסעיף 1 לחוק החברות הממשלתיות, תשל"ה-1975 ולרבות בדרכים המפורטות בסעיף 59ב(א) לחוק, בחברות הבאות :

- התעשייה האווירית לישראל בע"מ
- אלתא מערכות בע"מ
- עשות אשקלון תעשיות בע"מ
- רפאל- מערכות לחימה מתקדמות בע"מ
- חברת נכסי חייל (נח) בע"מ
- התעשייה הצבאית לישראל בע"מ (תעש)

תשתיות בריאות

הקמה ורישום של בתי חולים ומרפאות רפואיות בהתאם לסעיפים 24א ו-25 לפקודת בריאות העם מס' 40 לש' 1940, ותקנות בריאות העם (רישום בתי חולים), תשכ"ו-1966.

נספח 5.2

חששות לפגיעה בתחרות במסגרת הליכי הקצאת זכויות ונכסים : ממשק בין-שוקי, "מאזן אימה" בין קונגלומרטים והשפעתן של פירמידות שליטה.

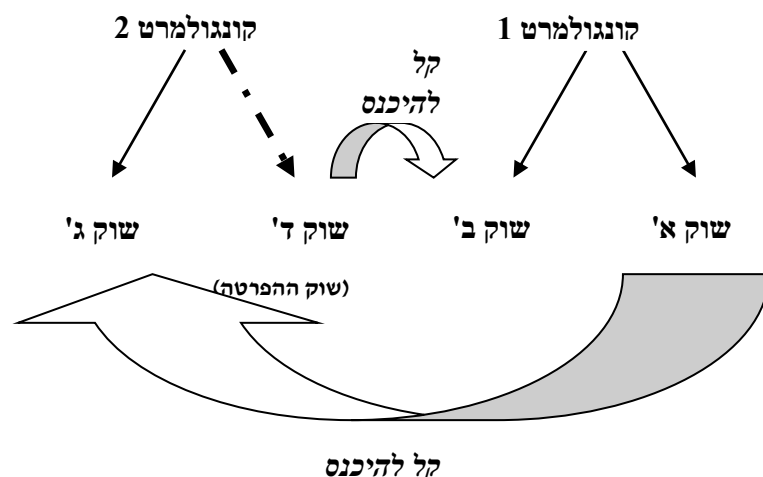
א. **ממשק בין שוקי** (multimarket contact) הוא סיטואציה שבה מספר קונגלומרטים נפגשים זה עם זה כמתחרים במספר ענפים שונים. כאשר ענפים אלה עצמם הם ריכוזיים מספיק, ומועדים מספיק לתיאום מחירים (לרבות תיאום מחירים בהבנה שבשתיקה), ככל שמספר הענפים בהם נפגשים הקונגלומרטים גדל, כך עלול לגבור החשש לתיאום מחירים כאמור בענפים אלה. החשש הוא שאם אחד הקונגלומרטים פותח במלחמת מחירים באחד הענפים, הקונגלומרטים האחרים יגיבו על ידי פתיחה במלחמת מחירים בכל יתר הענפים, באופן המרתיע את הקונגלומרט הראשון מלפתוח במלחמת מחירים מלכתחילה.³⁴⁹ על מנת להעריך קיומם של חששות תחרותיים

349 להשפעות התחרותיות של תופעת ה-multimarket contact, ראו למשל: Multimarket Contact and Collusive Behavior, B. Douglas Bernheim & Michael D. Whinston, The RAND Journal of Economics, Vol. 21, No. 1 (Spring, 1990), pp. 1-26; Multimarket Contact and Cross-Ownership in the Mobile Industry, Philip M. Parker & Lars-Hendrik Roller, The RAND Journal of Economics, Vol. 28, No. 2 (Summer, 1997), pp. 304-322; Living By the "Golden Rule" : Multimarket Contact in the U.S Airline Industry, William N. Evans and Ioannis N. Kessides, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 2 (May, 1994), pp. 341-366; Multimarket Contact, Imperfect Monitoring and Implicit Collusion, Hitoshi Matsushima, Journal of Economic Theory 98, 158-178 (2001); On Interdependent Supergames: Multimarket Contact, Concavity and Collusion, Giancarlo Spagnolo, Journal of Economic Theory 89, 127-139 (1999); Multimarket Contact in Banking, Steven J. Pilloff, Review of Industrial Organization 14: 163-182, 1999.

מסוג זה וכן את היקפם, יש להביא בחשבון את מאפייני הענפים נשוא הממשק הבין שוקי שיש בהם כדי להגביר את הסיכון לשיווי משקל מתואם בין המתחרים באותם ענפים, לרבות מידת הריכוזיות בכל אחד מהענפים, סימטריה בנתחי השוק, חסמי כניסה ומגבלות כושר ייצור. עוד יש לבחון את מספר הענפים בהם נפגשים אותם קונגלומרטים, ועד כמה תהליך הקצאת הזכויות והנכסים מוסיף לחששות התחרותיים מן הממשק הבין שוקי.

ב. חשש מיצירת "מאזן אימה" בין קונגלומרטים לפיו הם נרתעים מלהיכנס זה לענפיו של זה. כך, למשל, נניח כי קונגלומרט 1 פועל בשווקים א' ו-ב', וקונגלומרט 2 פועל בשוק ג' וחפץ להשתתף בתהליך הקצאת זכויות או נכסים בשוק ד'. נניח כי פירמה בשוק א' קל לה יחסית להיכנס לשוק ג' ופירמה בשוק ד' קל לה יחסית להיכנס לשוק ב' (ראו תרשים 1). בהתאם, יש לבחון אם הקצאת הזכויות או הנכסים לקונגלומרט 2, במקום לפירמה אחרת, מעלה את החשש כי ייווצר מעין "מאזן אימה" בין שני הקונגלומרטים, לפיו קונגלומרט 1, הפועל בשוק א', לא ייכנס לשוק ג', בו פועל קונגלומרט 2, ובד בבד קונגלומרט 2, הפועל בשוק ד', לא ייכנס לשוק ב', בו פועל קונגלומרט 1. ביסוסו המספיק של חשש מעין זה תלוי במידת הריכוזיות של שווקים ב' ו-ג'. ככל שפועלות בשווקים אלה פחות פירמות משמעותיות, כך גדלה הפגיעה בתחרות מכך שנפגעה התחרות הפוטנציאלית אל שווקים אלה. בנוסף, יש לבחון כמה מתחרים פוטנציאליים אחרים אל שווקים אלה יש שצפוי כי ייכנסו אליו בטווח הנראה לעין. בהקשר זה יש לזכור כי לאור החששות מממשק בין שוקי הנזכרים לעיל, לעיתים עדיף שאל שוק בו פועל קונגלומרט אחד ייכנס גוף שאיננו קונגלומרט הנפגש עם הקונגלומרט הראשון בשווקים אחרים. עוד יש לבדוק את נכונות הנחת המוצא בנסיבות השווקים הספציפיות, האומנם קל יהיה לקונגלומרט 1 להיכנס לשוק ג', וקל יהיה לקונגלומרט 2, אם יפעל בשוק ד', להיכנס לשוק ב'.

תרשים 1



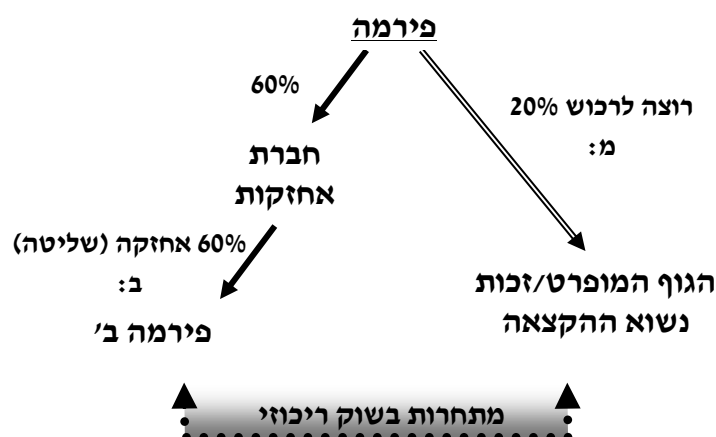
ג. קיומן של פירמידות שליטה אצל רוכשים פוטנציאליים, וההשלכות האפשריות על התחרות הענפית. כפי שנסביר להלן, במקרים מסוימים, היותה של הפירמה המועמדת לרכוש את הזכות נשוא תהליך הקצאת זכויות ונכסים נדבך בפירמידת שליטה יכולה להשליך על התחרות הענפית.

זאת משום שמבנה בעלות של פירמידת שליטה מאפשר פער בין שליטה בחברה לבין נשיאה בהפסדיה וברווחיה, ולכן עשוי להשפיע על התמריצים של הפירמות נשוא פירמידת השליטה באופן המשליך על התחרות.

בהקשר האופקי, נניח כי אחד הרוכשים של הזכות נשוא תהליך ההקצאה עומד בראשה של פירמידת שליטה, וכי בתחתית פירמידת השליטה הזו נמצא מתחרה של הפירמה נשוא הקצאת הזכויות והנכסים. נניח בנוסף כי השוק נשוא ההקצאה הוא ריכוזי. במקרה כזה, ההקצאה עלולה לפגוע בתחרות גם כאשר חלקו של הרוכש בזכות נשוא תהליך ההקצאה הוא קטן יחסית, ואף כאשר יהיה רק משקיע פאסיבי בפירמה נשוא ההקצאה. כך, למשל, נניח כי פירמה א' רוצה לרכוש 20% בלבד מהזכות נשוא ההקצאה, והיא אף לא תקבל שליטה או השפעה כלשהי על הפירמה נשוא ההקצאה. עתה נניח כי פירמה א' מחזיקה ב-60% מפירמה ב', המחזיקה, מצידה, 60% מפירמה ג', הפועלת גם היא בשוק נשוא ההקצאה. נניח כי הענף נשוא ההקצאה הוא ריכוזי. הקצאה זו עלולה לפגוע משמעותית בתחרות, למרות ההחזקה הקטנה לכאורה של פירמה א' בזכות נשוא ההקצאה, ולמרות היעדר השליטה שלה בפירמה נשוא ההקצאה. זאת משום שפירמה א' שולטת בפירמה ג', המתחרה בפירמה המוקצית, אך מחזיקה בהונה של פירמה ג' רק 36% (עקב ההחזקה הפירמידאלית המשורשרת). החשש הוא שלאור החזקה קטנה זו בהון של פירמה ג', פירמה א' תשים משקל גדול יותר על אותם 20% שהיא מחזיקה בפירמה נשוא ההקצאה. גם אם לא תהיה לפירמה א' שליטה או השפעה על פעילותה של הפירמה נשוא ההקצאה, החזקה צולבת זו עלולה לגרום לפירמה א' לנהל את פירמה ג' באופן פחות תחרותי, וכך לפגוע משמעותית בתחרות הכוללת בשוק נשוא ההקצאה. 350 לעניין זה, ראו תרשים מספר 2.

תרשים 2

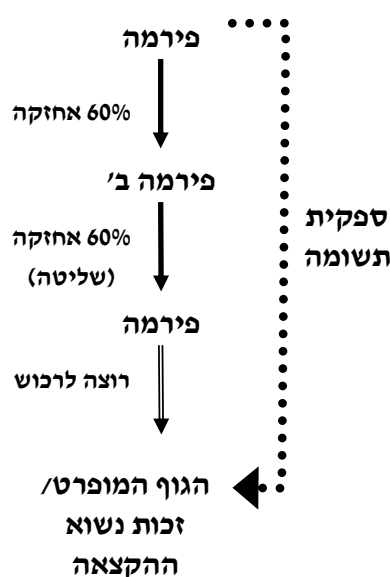
למבנה בעלות פירמידאלי עשוי להיות השלכה



350 לעניין השפעות השקעות פאסיביות על התחרות, וההשלכה של הפרדה בין בעלות ושליטה על ההשפעה התחרותית הזו ראו David Gilo, "The Anticompetitive Effect of Passive Investment," Michigan Law Review, vol. 99, p. 1-47 (2000). David Gilo Yossi Moshe and Yossi Spiegel, "Partial Cross Ownership and Tacit Collusion," 37 RAND Journal of Economics 81-99 (2006)

תחרותית לעניין תהליך ההקצאה גם בהקשר האנכי. כך, נניח שאחד הרוכשים הפוטנציאליים של הזכות נשוא ההקצאה הוא פירמה ג', שפירמה ב' מחזיקה בה 60%, ופירמה א', מצידה, מחזיקה 60% בפירמה ב'. נניח כי פירמה א' מספקת תשומה הנחוצה לפעילות בשוק נשוא ההקצאה. נניח בנוסף כי הן השוק נשוא ההקצאה והן השוק בו פועלת פירמה א' הם שווקים ריכוזיים. עקב המבנה הפירמידאלי הנ"ל, החשש כי פירמה א' תשתמש בפירמה נשוא ההקצאה כדי להדיר את מתחרותיה הוא גדול יחסית. זאת משום שלמרות שפירמה א' שולטת בפירמה נשוא ההקצאה, היא מחזיקה רק 36% בהונה. אילו ההחזקה הייתה של 100%, החשש להדרת מתחרים של פירמה א' היה קטן יותר, משום שבדרך כלל הדרה כזו הייתה פוגעת ברווחיות הפירמה נשוא ההקצאה. אולם, כיון שפירמה א' מחזיקה בהונה של הפירמה נשוא ההקצאה רק 36%, החשש להדרה הוא גדול יותר. מנגד, החשש כי פירמה א' עצמה תדיר מתחרים של הפירמה נשוא ההקצאה דווקא קטן יותר עקב המבנה הפירמידאלי. זאת משום שהדרה מעין זו בדרך כלל פוגעת ברווחיותה של פירמה א', ולפגיעה זו משקל משמעותי במיוחד יחסית להנאתה של הפירמה נשוא ההקצאה מהדרה זו, מכיוון שלפירמה א' רק 36% מרווחיה של הפירמה נשוא ההקצאה (ראו תרשים 3).³⁵¹

תרשים 3



351 ראו דיויד גילה ויוסי שפיגל, "אינטגרציה אנכית חלקית בשווקי תקשורת בישראל", רבעון לכלכלה, מרץ 2010, כרך מז(1), עמ' 21-45.

תשתיות תחבורה

רשימת השחקנים העיקריים בשוק:

- **נמלים** – 100% בבעלות המדינה, למעט מספנות ישראל בנמל חיפה (בבעלות משפחות שמלצר ופוגל).
- **תעופה** – חברת אל-על (בשליטת משפחת בורוביץ'), חברת ישראייר (בשליטת איי.די.בי – דנקנר), חברת ארקיע (בשליטת משפחת נקש), חברת ק.א.ל (בשליטת חברת מטענים – ירום אורן ועופר גלבוט).
- **כבישים** – דרך ארץ-כביש 6 (50% שיכון ובינוי – אריסון, 50% קרן תשתיות ישראל - רוח (40%)), יו"ר קבוצת הראל יאיר המבורגר (40%) ומנכ"ל הקרן ירון קסטנבאום (20%)), הנתיב המהיר (שפיר), מנהרות הכרמל (כרמלטון-אשטרום, שיכון ובינוי – אריסון).

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

- **הפרטת נמל אילת**: בשלבי ביצוע, פורסם מכרז. לחברה יוענק כתב הסמכה להפעלת הנמל ל-15 שנה עם אופציה ל-10 שנים נוספות. מטרת ההפרטה: תחילת יבוא וייצא מכולות דרך נמל אילת, כתחרות חלקית לפעילות המכולות של נמל אשדוד בשגרה ובמצבי לחץ על סחר החוץ. בשוק זה קיים פיקוח על המחירים.
- **הפרטת נמלי אשדוד וחיפה**: החלטת הממשלה מס' 196 מיום 12.05.2009 הנחתה את שר התחבורה ואת שר האוצר לקדם הפרטה של 15% ממניות חברת נמל אשדוד וחברת נמל חיפה. עד כה לא החל תהליך ההפרטה.
- **כביש 6 קטעים מרכזיים + קטע 18**: פרויקט BOT שמסתיים בסוף 2029, בשווי כ-5 מיליארד ש"ח. מחיר האגרה נקבע בתנאי המכרז.
- מכירת מניות המדינה בחברת אל-על.
- **הכנסת מתחרה לענף מסופי המטען האוויריים**: חברת SWISSPORT העולמית זכתה במכרז של רשות שדות התעופה ונכנסה כמתחרה לחברת ממ"ן הוותיקה (משפחת לבנת). בשוק זה קיים פיקוח על המחירים.
- **כביש 6 צפון (קטעים 3,7)**: פורסם מכרז למיון מוקדם למכרז לפרויקט כביש אגרה מסוג BOT לתקופה של 25 שנה. מחיר האגרה נקבע בתנאי המכרז.

רשימת השחקנים העיקריים בשוק בחלוקה לנתח שוק:

- **סלולר:** פרטנר, סלקום ופלאפון מחזיקות בכ- 95% נתח שוק יחד. מירס – 5%.
- **נייח (שיחות):** בזק (70%), הוט (23%), נטוויזין ו-012 (7%)
- **טלוויזיה רב-ערוצית:** הוט (60%), יס (40%).
- **ISP ומב"ל:** בזק בינלאומי, נטוויזין ו-012 מחזיקות בחלוקה דומה כ- 95% מהשווקים.

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

- **הקצאת תדרים לשני מפעילים נוספים בתחום הסלולר:** ועדת מכרזים משותפת למשרד התקשורת ומשרד האוצר הקצתה לאחרונה תדרים לשתי מפעילות סלולר. תדרים אלו יאפשרו למפעילים להפעיל רשת בדור שלישי (בדומה לרשתות של המפעילות האחרות). במסגרת זו מקצה המדינה למפעילים רצועת תדרים בהן הם יכולים לשדר ולקלוט אותות סלולריים ובכך להפעיל רשת סלולארית. לאור המגבלה המובנית של מפעיל חדש ביחס למפעילים הקיימים והחזקים בענף בוצעו מספר מהלכים שמטרתם לאפשר למתחרים החדשים לבסס תכנית עסקית. המהלך המרכזי קרוי נדידה פנים ארצית. במסגרתו חויבו המפעילים הוותיקים לתת שירותי רשת למפעילות החדשות למשך מספר שנים, עד להקמת אנטנות ע"י המפעילות החדשות.
- **מתן היתר לחברת החשמל לפעול בתחום התקשורת הנייחת:** על מנת להגביר את התחרות בתחום הנייח ולגרום לשדרוג הרשתות הנייחות במדינת ישראל פועלת הממשלה להתיר לחברת החשמל לפעול בתחום. אישור זה ניתן במספר מגבלות מחמירות שלמעשה מחייבות שחברה פרטית תשלוט בפעילות התקשורת. לצורך כך נקבע כי הפעילות תנוהל בחברה נפרדת לחלוטין מחברת החשמל. 51% מהמניות לפחות בפעילות התקשורת יוחזקו ע"י גורם פרטי ואילו חברת החשמל לא תחזיק בשליטה בפעילות. חברת התקשורת הנ"ל תקים תשתית תקשורת ע"ג תשתיות החשמל של חברת החשמל ותעשה שימוש בתשתיות התקשורת הקיימות של חברת החשמל.

רשימת השחקנים העיקריים בשוק בחלוקה לנתח שוק:

- חברת חשמל- 99.9% בבעלות המדינה

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

- פתיחת מקטע הייצור לתחרות באמצעות חלוקת רישיונות. רשות החשמל ומשרד התשתיות מעניקים רישיונות ליצרנים פרטיים תוך מתן הגנות ינוקא בשיטת חובת רכישה ממנהל מערכת.
- המחיר במשק החשמל מפוקח כאשר המטרה הינה להגיע למשק חשמל תחרותי.
- **בעשור הקרוב צפויים להיות חמישה יצרני חשמל פרטיים:** דוראד (קצא"א ואדלטק), דליה אנרגיה (שייקה לנדאו בשיתוף עם אנשי מקצוע ומושבים שיתופיים), OPC (החברה לישראל), IPM (אנשי מקצוע עם ג'קי בן זקן ואברהם ננקשוילי), צומת אנרגיה (דלקיה ורפק תקשורת).
- **מכרז אשלים:** מכרז לייצור חשמל באנרגיה סולארית באמצעות טכנולוגיה תרמו-סולארית ופוטו-וולטאי. המכרז בשיטת BOT ל-25 שנה. הזוכה נבחר לפי תעריף החשמל. המכרז בנוי משלושה מכרזי משנה:
 - מכרז תרמו סולארי בשיטת שוקת: מציע בודד (שיכון ובינוי), עתיד המכרז לוט בערפל.
 - מכרז תרמו סולארי בשיטת מגדל: מציע בודד (ברייט-סורס), עתיד המכרז לוט בערפל.
 - מכרז פוטו וולטאי: הגשת הצעות בספטמבר.
- **מכרז מישור רותם:** מכרז לייצור חשמל בשיטה קונבנציונלית. החברה לישראל זכתה במכרז. המכרז הינו ל-25 שנה בשיטת BOT כאשר הזוכה מקבל תשלום עבור זמינות ועבור מכירת אנרגיה.

משק המים

רשימת השחקנים העיקריים בשוק בחלוקה לנתח שוק:

- מקורות הינה השחקן המרכזי בתחום המים בישראל והיא נמצאת בבעלות מלאה של המדינה (חברה ממשלתית)
- **מקטע ההפקה:** 74% מקורות, 26% מפיקים פרטיים אשר מקבלים אישור מרשות המים להפיק ומשלמים היטל הפקה
- **מקטע ההולכה הארצית:** 100% מקורות
- **מקטע החלוקה** (משק עירוני): תאגידי המים, אגודות מים או רשויות (בהתאם למיקום)
- **טיפול בשפכים:** תאגידי המים, מועצות אזוריות, איגודי ערים (מקורות ייזום לוקחת חלק מזערי הנמוך מ-5%)
- **השבה** (קולחין): מקורות 47% היתר אגודות מים אשר לרוב מקבלות סיוע מהמדינה לצורך הקמת המפעלים.
- **התפלת מי ים** (מכרזי BOT יפורט להלן): IDE (41%), מקורות ייזום (21%), Hutchison water (16%), שיכון ובינוי (13%).

- בתחום ההתפלה, לפי החלטת ממשלה מינואר 2011, בכדי להביא לצמצום הריכוזיות באספקת המים המותפלים ולשמירה על אינטרס הציבור, יוטל על ועדת המכרזים לקבוע בכל מכרז עתידי להתפלה שייעשה בשיתוף המגזר הפרטי, תנאי שיבטיח את גיוון הבעלויות הישירות והעקיפות בשוק אספקת המים המותפלים ביחס למפת הבעלות הקיימת היום. קביעת התנאי כאמור תיעשה לאחר התייעצות עם הממונה על ההגבלים העסקיים.

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

ישנם חמישה מתקני התפלה בישראל (אחד מהם טרם הוקם אך כמעט הושלמו הליכי המכרז), ארבעת המתקנים הגדולים נעשו בשיטה של BOT כאשר לאחר כ-25 שנה הנכס חוזר לבעלות המדינה. מתקן ההתפלה בפלמחים נעשה במתכונת של BOO.

להלן מידע על כל אחד ממתקני ההתפלה:

תאריך תחילת אספקה	כמות שנתית (מלמ"ק)	חברות מפעילות	
2005	120	IDE (50%) Veola(50%)	אשקלון
2007	45	גרניט הכרמל (72%) תה"ל (28%)	פלמחים
2010	127	שיכון ובינוי (50%) IDE (50%)	חדרה
2013	100	מקורות ייזום (100%)	אשדוד
2013	150	Hutchison Water (49%) IDE (51%)	שורק

חיפושי נפט/גז טבעי ואספקת גז

רשימת השחקנים העיקריים בשוק בחלוקה לנתח שוק:

כיום קיים מאגר גז ישראלי יחיד מפיק, מאגר ים תטיס, הצפוי להתכלות במהלך השנתיים הקרובות. בנוסף, שני מאגרים נוספים, תמר ולויתן צפויים להתחיל להפיק גז בשנים הקרובות. חברות נובל אנרג'י האמריקאית וקבוצת דלק הישראלית הן הבעלים המשמעותיים במאגרים כדלקמן:

- **נובל אנרג'י:** 47% בים תטיס, 35% בתמר ו-40% בלויתן
 - **קבוצת דלק:** 53% בים תטיס, 32% בתמר ו-46% בלויתן
- בפועל כיום לא מתקיימת תחרות באספקת הגז לישראל, וכפי שניתן לראות מהמוצג לעיל המצב אינו צפוי להשתנות עם פיתוחם של מאגרי תמר ולויתן.

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

הסמכות למתן רישיונות חיפוש, וכפועל יוצא זכויות הפקה ואספקה, נתונה בידי שר התשתיות. תהליך ההקצאה נעשה על בסיס הגשת תכניות עבודה ועמידה בתנאי סף מקצועיים ופיננסיים. חוק הנפט, המסדיר את חלוקת הרישיונות קובע מגבלה של 12 רישיונות לאדם אחד, אך לשר התשתיות יש סמכות לאשר אחרת.

משק הדלק: בתי זיקוק חיפה ואשדוד וחוות אחסון דלקים – פי גלילות

רשימת השחקנים העיקריים בשוק בחלוקה לנתח שוק:

- **שוק הזיקוק (זיקוק נפט גולמי):** בתי זיקוק חיפה 66% (החברה לישראל). בתי זיקוק אשדוד 34% (קבוצת פז).
- **שוק שיווק דלק בתחנות דלק:** פז 32%, דלק 19%, סונול 18%, דור אלון 20%, אחר 11%.
- **אחסון תזקיקים:** 70% תש"ן (חברה ממשלתית), היתר - פי גלילות (בבעלות דלק) וקצא"א (חברה בבעלות משותפת של מדינת ישראל ושל איראן).
-

דוגמאות להקצאת זכויות / נכסים אשר התרחשו לאחרונה:

- בתי הזיקוק, אשר היו בבעלות ממשלתית, הופרטו ופוצלו. כיום, עיקר תוצרי הזיקוק של בתי זיקוק אשדוד משמשים לתצרוכת חברת פז (אינטגרציה אנכית), ויתר חברות הדלק רוכשות מבתי זיקוק חיפה. בעבר מחירי הזיקוק היו מפוקחים, אך לאחר ההפרטה הפיקוח הוסר.
- פי גלילות – חברה זו הייתה בבעלות המדינה, הופרטה בשנת 2007 ונקנתה על ידי קבוצת דלק (אינטגרציה אנכית עם שיווק הדלק בתחנות).

נספחים

נספח א' - חוות דעת של פרופסור אריה בבצ'וק

PROFESSOR LUCIAN ARYE BEBCHUK*

1545 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138

October 9, 2011

Mr. Haim Shani
Chairman, Committee on Enhancing Competitiveness
Ministry of Finance, Government of Israel
One Kaplan Street
Jerusalem, Israel
By E-Mail

Dear Mr. Shani,

This report (the "Interim Expert Report") provides a summary of the analysis conducted and the conclusions reached in the course of my work for the Committee on Enhancing Competitiveness (the "Committee").

I was engaged to serve as the Committee's outside expert advisor with respect to its examination of the structure of business groups and the links between financial and non-financial firms within the Israeli economy, and to prepare a written report providing my analysis and recommendations with respect to these issues.

In the course of my engagement, I have had numerous conversations with yourself and other members of the committee, and have participated in more than ten meetings of the Committee, its subcommittee, and its staff. I have provided outside expert opinions on various measures that were already

* William J. Friedman and Alicia Townsend Friedman Professor of Law, Economics, and Finance and Director of the Program on Corporate Governance, Harvard Law School. I also serve as a Research Associate of the National Bureau of Economic Research and Fellow of the European Corporate Governance Institute. Biographical information and links to my work are available at <http://www.law.harvard.edu/faculty/Bebchuk>. I have written this Interim Expert Report in my individual capacity, and the opinions I have expressed herein should not be attributed to any of the institutions with which I am affiliated.

under consideration by the Committee, and have developed additional policy measures for consideration by the Committee.

Below I outline the conclusions that I have reached and previously provided to the Committee orally, as well as the issues that will be analyzed in the final report (the “Final Expert Report”) that I am in the process of preparing for inclusion in the Committee’s final report. In this Interim Expert Report I do not attempt to discuss all of the measures on which I provided the Committee with an outside expert opinion or that I have developed for consideration by the Committee, but rather focus on those measures on which the Committee will be seeking public comment. A more comprehensive account of the conclusions discussed below, and the analysis underlying those conclusions, will be provided in the Final Expert Report.

I. PROBLEMS AND CONCERNS

The Israeli economy is characterized by the significant presence of large business groups and a high degree of concentration in the economy. The pyramidal structure of some of these groups enables their controllers to control assets to a much greater extent than the controller’s own capital would otherwise allow, thereby facilitating the existence of large business groups. Drawing on research in economics and finance, the Final Expert Report will analyze the problems and concerns produced by pyramidal structures in the Israeli economy.³⁵²

The use of a pyramidal structure enables an individual or a family to maintain control of an entity while owning only a minority, and sometimes a small minority, of the equity capital (termed “cash flow rights” in the literature) of that entity. The combination of a lock on control and ownership of a small fraction of cash flow rights can be expected to produce significant distortions in the controller’s decision-making, producing “agency costs” that adversely affect the interests of public investors in the group. A controller that owns a small percentage of cash flow rights can expect to bear only a small fraction of the effects of decisions on the group’s equity capital. Consequently, the controller may favor a course of action that would serve the controller’s private interests even if such course of action would adversely affect the value of the equity capital of the group. Moreover, the controller’s lock on control

³⁵² My analysis of this subject will supplement the learned and extensive discussion of existing evidence and academic learning contained in the Committee’s forthcoming interim report.

eliminates any viable threat of a control contests that might otherwise discourage substantial agency problems.

Pyramidal groups therefore raise serious concerns about agency problems, even from a “static” perspective – that is, taking as given and fixed the scale of assets under the pyramid’s control. However, as I stressed to the Committee, it is also important to pay close attention to the effects of “dynamic” distortions in choices made over time with respect to the size and scope of pyramidal groups. When the set of assets under the control of a pyramidal group expands, the controller will benefit from a larger level of private benefits of control, but will bear only a fraction of the effects of the expansion on the value of cash flow rights. As a result, the controllers of corporate pyramids have an excessive incentive to expand (for instance, by adding additional layers lower in the pyramid ladder) or to avoid contracting the pyramid’s scope (for instance, by spinning off or selling one of the group’s firms and distributing the firm’s value to its shareholders). This distortion can be expected to be especially severe when the controller’s fraction of cash flow rights is small.

In addition to the significant presence of pyramidal structures, the Israeli economy is also characterized by links among financial and non-financial firms. Some significant financial firms, which engage in banking or in asset management, are controlled by substantial non-financial groups. The Final Expert Report will analyze the potential problems and concerns produced by such links. The control of financial firms by major non-financial groups raises concerns that capital may flow to major business groups in excessive amounts or on excessively favorable terms. Furthermore, such control raises concerns that a financial firm controlled by such a group may avoid effectively exercising rights that it has as a holder of the group’s equity or debt securities. Indeed, the concerns raised by the control of financial firms by non-financial conglomerates are quite similar to the concerns that underlay the 1995 recommendations of the Brodet Committee (subsequently reflected in implementing legislation) to prohibit the control of non-financial groups by banks.³⁵³

In addition to analyzing the adverse effects that existing structures in the Israeli economy have on the efficient operation of pyramidal non-financial groups and financial firms controlled by non-financial groups, the Final Expert Report will also consider the adverse effects of such structures on the

³⁵³ In the interests of full disclosure I note that, together with my colleagues Jesse Fried and Louis Kaplow, I prepared an expert report for the Brodet Committee on which the Brodet Committee relied in making the above recommendation.

broader Israeli economy. The significant presence of pyramidal groups, and the links between financial and non-financial firms, can be expected to have adverse effects on the allocation of capital in the economy, as well as on the level of competition in various economic markets.

Furthermore, the significant presence of large pyramidal groups in the Israeli economy creates significant systemic risks. Some of the pyramidal groups are highly leveraged, and both the ratings and market pricing of their bonds reflect a significant perceived likelihood of financial distress or even insolvency. While the choice of the appropriate level of debt in private firms is generally best left to private choices in the marketplace, the substantial level of debt in Israel's large business groups deserves the attention of policymakers. While the insolvency or financial distress of a small firm largely affects only the shareholders and creditors of that firm, the insolvency or financial distress of one of Israel's large business groups can be expected to have significant spill-over effects across the economy.

Furthermore, while such effects would be expected to arise even if the large Israeli group were largely funded with capital from abroad, the economy-wide effects of financial distress in one or more of Israel's pyramidal groups can be expected to be substantially magnified by the substantial investments that Israel's pension funds make in the securities of large business groups. Because of these investment practices, financial distress or insolvency in one or more of Israel's large groups would also result in a significant negative shock in the value of the population's retirement savings.

II. POLICY CONCLUSIONS

A. *Strengthening Board Independence*

1. *Outside Directors*

In discussions with the Committee, I expressed support for the Committee's conclusion³⁵⁴ in favor of strengthening the independence of outside directors in "wedge companies" – that is, companies in a pyramidal structure in which the controller holds less cash flow rights than voting rights.³⁵⁵ Under the arrangement chosen by the Committee, public investors

³⁵⁴ I understand that all the conclusions reached by the Committee are interim conclusions subject to revision after the receipt of public comments.

³⁵⁵ For a more precise and complete definition of wedge companies, see the Committee's forthcoming interim report.

of wedge companies will be able to determine the identity of outside directors comprising one-third of the board. In my opinion, adopting this arrangement would be beneficial.

Under existing rules, public investors merely have a veto right over the controller's choice of outside directors. Allowing the controller to select the outside directors, however, is not an effective mechanism for ensuring that outside directors carry out their important role in limiting choices that would benefit the controller but not the shareholders in general. The 2008 report of the Hamdani committee recommended providing public investors with the power to choose outside directors,³⁵⁶ and subsequent legislation requires companies either to comply with such an arrangement or to explain why they do not do so. While such an arrangement may well be desirable for controlled public companies in general, it is in my view especially warranted for wedge companies, where concerns about agency problems are elevated.³⁵⁷

2. The Audit Committee

To supplement the arrangement discussed above, I advised the Committee that it would be desirable to expand the authority of the audit committee of wedge companies to include (i) approval of appointments of directors of controlled public subsidiaries made through the exercise of the company's voting power in such subsidiaries, and (ii) supervision of interested party transactions that do not require a shareholder vote but are still financially consequential. Given that wedge companies pose more significant agency concerns, such a moderate expansion of the audit committee's role would be beneficial.

Because a public company's audit committee must include a majority of directors that are not affiliated with the controller, requiring approval by this committee can be beneficial with respect to decisions that raise agency concerns. Requiring audit committee involvement in appointments of directors of controlled public subsidiaries may discourage the selection of directors who would not be best for the position, but whom the controller might prefer due to family relations or other private considerations. Similarly, when a set of interested party transactions cannot, because of practical

³⁵⁶ In the interests of full disclosure, I note that I served as an adviser to the Hamdani committee and supported this recommendation.

³⁵⁷ A related and useful recommendation of the Committee will expand the disclosure requirements in connection with the election of any directors in a public company (that is, not just wedge companies).

considerations, be submitted to a vote for shareholder approval but is financially consequential in the aggregate, supervision by the audit committee may limit the extent to which such set of transactions can be used to divert value to the controller.

B. Shareholder Approval Rights

1. Executive Compensation

Under existing rules, public investors have to approve compensation provided to the controller (or to affiliated individuals) but not to “professional” managers. The Committee decided to recommend a different arrangement for wedge companies. Under this arrangement, the compensation of wedge companies’ top executives will require approval by such company’s public investors. In my opinion, ensuring that wedge companies’ top executives are not solely dependent on the controller for the setting of their compensation will be beneficial.

In a public company that has a majority shareholder, the controller personally bears the majority of the cost of top executives’ compensation and thus has strong incentives not to pay such executives excessively. For this reason, it is not necessary to require that public shareholders in such a company approve the compensation of a professional manager hired by the controller. In a public wedge company, however, the controller bears only a minority, and sometimes a small minority, of the cost of top executives’ compensation. Providing public investors with input on the subject is therefore sensible, and may make top executives concerned not only about how their performance is perceived by the controller, but also how such performance is perceived by public investors.³⁵⁸

2. Expansion Decisions

To address the concern discussed above that controllers of pyramidal groups have excessive incentives to expand the size of their empire, or that

³⁵⁸ While providing shareholder with a say on the subject is beneficial, it might be desirable to design special rules for cases in which the compensation of an executive hired from the outside needs to be set without the delay involved in a shareholder vote. In such cases, the audit committee could be authorized to approve initial compensation terms for an executive hired from the outside provided that it does so only to the extent that it concludes is needed to serve shareholder interests.

such controllers might make expansion decisions even when doing so would be value-decreasing, I advised the Committee to expand the set of corporate transactions that require approval by the public shareholders of wedge companies. Under the proposed arrangement, major corporate decisions that would have the effect of considerably expanding the scope of the assets under the control of a wedge company, such as acquiring a controlling block in another public company or raising a substantial amount of additional capital, would require the approval of a majority of the public investors.

Under existing rules governing controlled public companies, related-party transactions with the controller or affiliated entities, which are viewed as raising significant conflict of interest concerns, already require a vote of approval by public investors.³⁵⁹ The proposed arrangement should be viewed as a response to a recognition that, in wedge companies, there is a substantial basis for concern that the interests of the controller and the interests public investors diverge considerably with respect to expansion decisions. As is the case with any requirements for shareholder approval, the proposed arrangement can be opposed on grounds that shareholders do not have as much information as management. However, institutional investors are likely to recognize their imperfect information and defer to management views on proposed expansion decisions unless they feel sufficiently confident that the expansion is driven by the controller's private interests.³⁶⁰

Note that the arrangement under consideration does not assume that expansion by pyramidal groups is generally or commonly inefficient. Instead, it leaves such decisions to the marketplace, merely adding a safeguard to screen out expansions viewed by market participants as value-decreasing. To the extent that pyramidal groups will have major expansion opportunities

³⁵⁹ In connection with such approval, the Committee decided to recommend that, in cases in which a wedge company seeks approval of a transaction not preceded by a competitive process, the company be required to disclose the reasons why a competitive process was not used. Such disclosure would be useful to voting shareholders, and requiring it might also encourage the use of competitive processes.

³⁶⁰ The proposed arrangement can also be opposed on grounds that it is impractical and costly to delay major expansion decisions until a shareholder vote is conducted. Making certain transactions conditional on receiving shareholder approval is hardly unprecedented, however. For example, under NYSE rules, shareholder approval is required in many cases prior to any issuance of common stock that would expand the number of shares outstanding by more than 20%.

that would be value-increasing, shareholders can be expected to approve the pursuit of such opportunities.³⁶¹

C. Shareholder Exit Rights

1. Following Outside Offers

In my opinion, Israeli policymakers should be concerned about the likelihood of persistence of corporate pyramids that results from the excessive incentives of the controllers of corporate pyramids against allowing the enterprises under their control to contract in size, even when doing so would be value-enhancing. This ‘persistence problem’ is best addressed by adopting a “market-based” mechanism that (i) would not require dissolving any part of a corporate pyramid, but (ii) would enable public shareholders “trapped” in a structure judged by the market to be value-destroying to escape that structure under appropriate circumstances.

The market-based mechanism that I developed for the Committee would provide public shareholders in a wedge company with “exit rights” in the event that a premium offer for all the shares of their company that they find attractive is blocked by the controller. In particular, under the proposed arrangement, exit rights for such public shareholders would be triggered if (i) an outside offer (in cash or tradable securities) is made for all of the company’s shares, conditioned on obtaining control of the company, and at a premium of 10% or more over the pre-bid price of the company’s shares, and (ii) a majority of the public shareholders of the company tender their shares in the offer, but the offer fails because the controller or entities controlled by the controller elect not to tender their shares. In such a case, the controlling entities blocking the offer from succeeding will be required to make an offer to buy out the shares of the company’s public shareholders at a price (in cash or tradable securities) equal to the per share price offered in the outside offer.

³⁶¹ While the Committee has avoided taking a general and categorical position on the desirability of expansion by pyramidal groups, it adopts a decidedly negative view on expansion via the creation of a duplicate company – that is, placing most of the company assets in a subsidiary and taking that subsidiary public. Consider a wedge company, “B”, that transfers its assets into a subsidiary, “C”, and then takes C public. In this case, the public investors in both B and C will be drawing their value from the same set of assets, and the creation of such duplicate structure allows the controller to get around the one-share-one vote rule.

It should be noted that the arrangement would not force the end of a public company's life if a 10%-or-greater-premium offer for all shares is made against the objection of the controller. The controller may be able to persuade public shareholders that it will be able to deliver higher value for the company, thus inducing a majority of public shareholders to reject the outside offer, and thereby avoiding a trigger of the exit rights. Furthermore, even if exit rights are triggered and require the controller to make an offer to buy the public shareholders' shares, many public shareholders may decide not to tender but rather to remain as shareholders of the firm, thereby continuing its life as a public company. The mechanism would lead to the purchase of public shareholders' holdings only if market participants generally believe that continuing under the wedge company's current structure would be unlikely to deliver value equal to or exceeding that of the outside offer.

Note also that the introduction of this mechanism would not only produce direct benefits when the mechanism is triggered, but would also have important indirect benefits, by discouraging controllers from running wedge companies in ways that represent substantial under-performance from the perspective of public shareholders. Without such a mechanism, public shareholders might find themselves "trapped" indefinitely in a situation in which the controller extracts high levels of private benefits and public investors are forced to bear high levels of agency costs.³⁶² The introduction of the mechanism, however, will provide controllers with incentives to avoid situations of severe under-performance that might lead to the triggering of the mechanism. This indirect effect will be an important benefit of the mechanism.

2. Following Wedge-Creating Control Transfers

Although Israel (similar to the United States) does not have a "mandatory bid" rule requiring that an offer be made to minority shareholders in the event that a control block is transferred, such a rule is used by many other countries, such as the member states of the European Union. Given the Committee's recognition that wedge companies tend to produce more significant distortions and agency problems than controlled companies that are not wedge companies, I developed for the Committee a "mandatory bid"

³⁶² The option of selling on the market will not provide adequate protection for public shareholders in such circumstances because the sale would occur at a discounted price, reflecting the existing high level of under-performance of the company.

mechanism tailored for the protection of public shareholders in the event of wedge-creating transfers. Rather than applying to all control transfers, the proposed mechanism would apply only to control transfers that would result in a company becoming a wedge company.

Under the proposed rule, if the sale of a control block in a given company would result in a public company that was not a wedge company prior to the sale becoming a wedge company (for example, if a 51% control block in a stand-alone public firm were to be sold to a wedge company at the bottom of an existing pyramid), public investors in the company would have the option to have their shares acquired at the same per-share price as that paid for the control block.

The proposed rule would not apply to control transfers in a public company that was not a wedge company either before or after the transfer. The proposed rule would also not apply to control transfers that would turn a company from a company that is a wedge company into one that is not (for instance, a sale of a control block held through a corporate pyramid to a controller not operating through a pyramid). The proposed rule would be limited to the narrow-but-important case of wedge-creating control transfers. The exit right that the proposed rule would provide would protect public investors in the event that a controller effects a sale that would turn the firm into a wedge company whose structure might give rise to more severe distortions and increased agency costs.

D. Caps on Voting not Backed by Cash Flow Rights

The central problem with corporate pyramids is that they create a wedge, and in some cases an extreme wedge, between voting rights and cash flow rights. Israel has a rule preventing the creation of public companies with dual-class stock separating cash flow and voting rights. However, corporate pyramids enable controllers to get around one-share-one vote limitations and control a large set of assets with only a minority fraction of the underlying cash flow rights. The wedge between votes controlled and cash flow rights owned that results is the source of distortions and agency problems.

The arrangements discussed above take the controller's effective voting power as given and seek to limit the distortions that result. A supplemental mechanism that I developed for the Committee would directly affect the wedge between effective voting power and cash flow rights. It would impose a cap on the use of formal voting rights when such voting rights are not

backed by ownership of cash flow rights.³⁶³ Under the version of the mechanism on which the Committee decided to seek public comment, the votes attached to a block of 25% or more will count beyond 25% only to the extent they are backed by cash flow rights. (Note that under the version of the mechanism being considered, a controller would be able to cast votes for shares comprising 25% of those outstanding even if the controller's cash flow rights falls substantially below 25%. A stronger version of this mechanism – which would be more effective vis-à-vis wedge companies in which the controller has only a small minority of the cash flow rights – would require that the holder of any block of 5% or more would be allowed to cast votes only up to the level backed by the blockholder's cash flow rights.)

While the mechanism under consideration would somewhat reduce the wedge between effective voting power and economic ownership, it is important to emphasize that its effects are expected to be moderate, and it is not expected to create a destabilizing control vacuum in a significant number of companies. Consider a company, “C”, held in a pyramidal structure, with the controller controlling (through a company higher in the pyramidal ladder) a 70% block of the shares of C, but owning only 20% of C's cash flow rights. The considered mechanism would not reduce the controller's effective voting power to 20% for two reasons. First, the controller will be able to cast the votes of shares comprising 25% of the outstanding shares of C. Secondly, and importantly, with the votes of 45% of the outstanding shares effectively “frozen”, the maximum number of shares whose votes will be cast will be 55%, and the controller will thus have effective voting power of at least 25%/55%, or 45.5%.

Indeed, an analysis of various configurations indicates that the proposed mechanism would, in many cases, leave the controller with a lock on control. In other cases, however, the mechanism would leave the controller with dominant voting power, but would take away the lock on control the controller would otherwise enjoy. In such cases, while leaving the controller at the helm, and avoiding any control vacuum, the mechanism would expose the controller to the some measure of “market discipline” by opening the possibility of a control challenge in the event that the controller's management were to result in excessively high value-diversion, or the company's under-performance were to become especially high.

³⁶³ The idea of “freezing” some voting rights when doing so is needed to avoid distortions has a number of precedents. In many countries, for example, shares of a company that are held by company subsidiaries may not be voted, and their voting power is thus “frozen”, as long as they are held by company subsidiaries.

It is also important to note that the considered mechanism would not reduce the control premium that corporate pyramids (and the public investors participating in them) will be able to enjoy in the event that the controller sells a control block in a firm within the pyramid to an outside controller that is not part of a pyramid. Rather, as long as a control block is within a pyramid and subject to the distorting influence of a wedge between voting rights and cash flow rights, the mechanism would, in some cases, produce a moderate reduction in the level of such distortions.

E. Facilitating Action by Institutional Investors and Private Litigants

Building on the long-standing thinking of the Israel Securities Authority in this area, the Committee's recommendations include a series of measures intended to encourage and facilitate actions by institutional investors and private litigants seeking to protect shareholder rights and interests. These measures include enabling the shareholders of public wedge companies to vote through the internet, providing expanded financing options to private litigation seeking to protect the rights and interests of public investors, allowing institutional investors to interact and coordinate prior to shareholder meetings, requiring institutional investors to take into account the quality of corporate governance when making investment decisions, expanding the disclosure of institutional investors' voting decisions, and regulating proxy advisory firms to ensure qualifications and lack of conflicts. In my opinion, these measures would be useful complements to the investor protection measures discussed above.

The investor protection measures discussed earlier will provide shareholders with an expanded set of rights and tools. For these rights and tools to have their intended beneficial impact, however, investors need to take action to use them. As a result, there must be incentives to enforce such rights. Rights and tools need to be not just part of the rulebook but practically usable by the relevant players. Accordingly, it would be beneficial to take steps to make it more likely that, when needed, public investors' tools will be used, and public investors' rights will be enforced.

F. Addressing Systemic Risk Concerns

Based on my examination of the systemic risks concerns raised by the presence of highly leveraged pyramidal groups, I stressed to the Committee the desirability of supplementing the above measures concerning corporate pyramids with substantial steps to address these concerns. Without such

supplemental measures, some of the measures to protect the interests of public shareholders in wedge companies within pyramidal groups might have certain counterproductive consequences: they might lead controllers to switch equity securities with debt securities (for instance, by substantially increasing debt levels at the upper layers of the pyramid in order to purchase additional shares at lower layers). If controllers continue holding their large groups using other people's money, but switch from outside equity financing to outside debt financing, leverage levels would rise above their current high levels, exacerbating systemic risk concerns. In my view, addressing the systemic risk posed by Israel's large pyramidal groups deserves substantial attention from, and should be accorded high priority by, Israeli public officials.

The Committee's recommendations include a measure to amend the tax code to eliminate a current distortion that encourages the use of debt, which can be expected to provide some benefits in this regard. Furthermore, and importantly, the Committee recommends reconsidering the limitations on the size of an institutional investor's investment in the securities of a single business group or a set of such groups. In my view, it would be desirable to impose tight limits on the fraction of each retirement fund's portfolio of investments in non-financial firms that can be invested in a single large non-financial group, as well the fraction of such portfolios that can be invested in such groups in the aggregate. Such tight limits could significantly reduce the systemic risks posed by such groups by limiting the extent to which financial distress of such groups could be amplified through shocks to the Israeli public's retirement savings.

G. Limits on Control of Financial Firms by Non-Financial Conglomerates

The Committee concluded that it would be desirable to place substantial limits on the ability of large non-financial groups to control significant financial firms. In my opinion, this approach is warranted, and is superior to the alternative of addressing the concerns produced by such control through detailed regulatory interventions. Furthermore, this approach is a natural complement to the long-standing restriction on the ability of banks to control non-financial groups.³⁶⁴

³⁶⁴ Another recommendation of the Committee – prohibiting individuals closely affiliated with large non-financial groups from serving as directors of significant financial firms – is a natural and warranted element of the approach of severing the

While existing legislation precludes any bank from holding large blocks in any non-financial group, the Committee's proposed limitations would apply only to combinations of non-financial groups and financial firms in which both parties exceed certain high thresholds of significance. The Final Expert Report will discuss the delineation of the set of impermissible combinations and possible refinements thereto. In my opinion, the thresholds set by the Committee are conservative and moderate, and it would be desirable for subsequent legislative processes to avoid contracting the suggested set of impermissible combinations. Furthermore, the Final Expert Report will discuss the potential benefits of expanding the set of non-financial groups that are viewed as significant and the set of financial firms that are viewed as significant.

Please feel free to append this Interim Export Report to the interim report that the Committee will be issuing.

Sincerely,

A handwritten signature in black ink, reading "Lucian Arye Bebchuk". The signature is fluid and cursive, with the first name "Lucian" and last name "Bebchuk" clearly distinguishable.

Professor Lucian Arye Bebchuk

substantial existing links between large non-financial groups and significant financial firms.

החברות ועל המשק

מחלקת המחקר



בנק ישראל

**התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל
והשפעתן על החברות ועל המשק**

קונסטנטין קוסנקו¹

סדרת מאמרים לדיון 2008.02
אפריל 2008

¹ מחלקת המחקר, בנק ישראל. <http://www.boi.gov.il>
אני מודה לישי יפה, יוג'ין קנדל, אנדרי שליפר ולמשתתפי הסמינרים בבנק ישראל, פורום ספיר (אוניברסיטת תל-אביב) ואוניברסיטת קיוטו על הערותיהם המועילות. אני אסיר תודה לוולדימיר ליפשיץ על תרומתו לבניית מאגר הנתונים ולמוריס דורפמן על הסיוע המעולה במחקר.

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

מחלקת המחקר, בנק ישראל ת"ד 780 ירושלים 91007
Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

קבוצה עסקית היא, בהגדרה לא-פורמלית, קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני או עסקי משותף. קבוצות עסקיות הן חלק אינטגרלי מחיי השוק במרבית הכלכלות בעולם. קבוצות אלה נבדלות ביניהן בפרמטרים רבים – ברמת הפיזור הענפית, בזהות הבעלים, במבנה האחזקות, במידת המעורבות במגזר הפיננסי, בסיבות להיווצרותן וכן באופן התפתחותן והישענותן על קשרי הון-שלטון. קיומן של קבוצות עסקיות משנה את התפיסה המקובלת של הפירמה כיחידה כלכלית, וכך הופכת קבוצות אלו לרלוונטיות כמעט לכל סוגיה העולה לדיון כלכלי: בכל דיון בצמיחה ופיתוח, במימון חברות, במבנה ארגוני, בתחרותיות, בריכוזיות, בהתמודדות עם משברים פיננסיים ועוד נודעת לניתוח השפעתן של הקבוצות העסקיות חשיבות לא מבוטלת.

עבודה זו מתמקדת בקבוצות העסקיות בישראל – בהיסטוריה של התהוותן, במבנה שלהן ובהשפעתן על החברות ועל המשק כולו. לבחירה בישראל כמוקד למחקר כמה סיבות: ראשית, ישראל נמנית עם המשקים המפותחים, שלגביהם בולט היעדרן של עדויות שיטתיות על תפקידן והשפעתן של הקבוצות העסקיות; שנית, עצם קיומן של קבוצות כאלה בישראל, על רקע פעילותם של מוסדות פיננסיים איתנים ושוק הון מפותח מנוגד לתפיסה המקובלת, שלפיה מבנה ריכוזי של בעלות וריבוי של קבוצות שליטה מוסבר בהיעדרה או בחולשתה של מערכת אכיפה המגינה על זכויות המשקיעים. יתירה מזאת, המקרה הישראלי הוא פלטפורמה ייחודית לחקר אלמנטים רבים הקשורים במישרין או בעקיפין לסוגיית הקבוצות העסקיות בעולם; זאת מפני השילוב של תולדות התפתחותן של הקבוצות העסקיות ומעורבותה של הממשלה בפעילות המשק, קשרי גומלין הדוקים בין החברות למערכת הבנקאות, חילופים אינטנסיביים של האליטות השולטות, שינויים מהותיים בחקיקה בשוק ההון והתפתחותה הכלכלית המהירה של המדינה.

במחקר זה, המתבסס על מאגר נתוני פאנל ייחודי, שהורכב מכ-650 חברות ציבוריות אשר נסחרו בבורסה של תל אביב בין השנים 1995 ל-2005 נמצא כי כ-20 קבוצות עסקיות, רובן ככולן בבעלות משפחות, שלטו בכ-160 חברות ציבוריות ובקרוב למחצית מנתח השוק בתקופה הנסקרת. נתח השוק של 10 הקבוצות הגדולות הוא בין הגבוהים בעולם המערבי, ועומד על 30 אחוזים מהשוק. נמצא כי מבנה השליטה של הקבוצות העסקיות בישראל הוא פירמידלי מובהק: כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות מוחזקות במבנה זה, וקבוצות אלה מאופיינות בפיזור ענפי רחב עם התמקדות במגזר הפיננסי: כ-50 אחוזים מהחברות במגזר זה הן חברות מסונפות.

ניתוח אקונומטרי מעלה כי לעצם ההשתייכות לקבוצה עסקית בישראל אין השפעה על רווחיות החברה, כפי שהיא נמדדת על פי מספר פרמטרים חשבונאיים. עם זאת, ערכן הפיננסי של החברות המסונפות נמוך מזה של האחרות באופן מובהק. ממצאים אלה מצביעים על פרמיה שלילית של השוק באשר לחברות המסונפות; מכאן שהסיבות להיווצרותן של הקבוצות העסקיות בישראל ולהמשך קיומן הן כנראה לא כלכליות (כגון יוקרה, שיקולים פרטיים של בעליהן וכו'), ועלולות להוביל להתבצרות יתר של הקבוצות, ועמה – לפגיעה ביעילותו של המשק הישראלי.

EVOLUTION OF BUSINESS GROUPS IN ISRAEL: THEIR IMPACT AT THE LEVEL OF THE FIRM AND THE ECONOMY

KONSTANTIN KOSENKO*

Abstract

The paper, which is based on a newly constructed and unique database, examines the emergence, ownership structure, diversification, evolution and economic activity of business groups in Israel whose development over the years occurred against the background of government activity in the business sector and the financial markets, the rapid expansion of the economy, geopolitical shocks and the extremely unusual replacement of the ruling elites.

Using panel data on 650 public companies from 1995 to 2006, we identify twenty major business groups controlling about 160 listed companies and close to a half of total stock market capitalization, while the 10 largest groups' segment of the market capitalization is among the largest in the western world and amounts to 30 percent. These groups are family-controlled and highly diversified across different industries with common pyramidal structure of ownership: roughly 80 percent of all group-affiliated companies belong to business pyramids. Business groups are dominant especially in the financial sector, where half of banks and insurance companies are group-affiliated. Finally, using both stock market-based measures (Tobin's Q), and accounting measures of profitability (e.g. ROA), we find that group affiliation has no significant impact on accounting profitability, but it is associated with lower market valuation. In part, this seems to be due to conflicts between controlling and minority shareholders; and in part, this may reflect the fact that in a developed economy, where external markets are well-developed, business groups have no advantage in allocating resources internally. The reasons for their existence appear to have more to do with prestige, political ties, family considerations and other factors than with economic efficiency.

* Bank of Israel. Research Department. The article was written as part of 2006 Sapir Forum. I wish to thank Eugene Kandel, Andrei Shleifer, Yishay Yafeh and the participants at the Bank of Israel Research Department Seminar, Forum Sapir and conference participants at Kyoto University for their comments and suggestions. I also thank Morris Dorfman and Vladimir Lifschitz for their contribution to the construction of database and for excellent research assistance.

1. מבוא

אחת הסוגיות הנסקרות בתיאוריה המימונית הקלסית היא קיומו של קונפליקט בסיסי בין מנהל של חברה לבעלי מניותיה, סוגיה המכונה "בעיית הסוכן". לפי אותה תיאוריה, הפרדה בין הבעלות על החברה לבין השליטה בה עלולה ליצור פוטנציאל לניגודי עניינים, ולכן – לפגוע בביצועי החברה וברווחת המשקיעים. תופעה זו נובעת, כמובן, משוני במטרות בין מנהל החברה לבין בעליה – המשקיעים – ובשפה המקצועית, בין פונקציות התועלת שלהם: מנהל החברה ייטה למקד את מאמציו במירוב רווחיו האישיים – רווחים מוחשיים, כשכר וטובות הנאה³⁶⁵, ורווחים לא-מוחשיים, כהגדלת המוניטין שלו וניצולו; לעומת זאת התועלת של המשקיעים תלויה ישירות בביצועיה של החברה, ומכאן שמירוב רווחיה הוא העומד בראש סדר העדיפויות שלהם³⁶⁶.

נושא "בעיית הסוכן" בכלל ו"עלויות הסוכן" בפרט נחקר בתחומי המימון והאסטרטגיה העסקית מאז אמצע המאה הקודמת. חוקרים רבים ניסו למצוא "תרופת פלא" לצמצום "עלויות הסוכן", על בסיס ההנחה הרווחת בדבר קיומן של חברות שהאחזקות בהן מפוזרות בין משקיעים רבים – מבנה דומה לקורפורציות שבארה"ב (Berle and Means, 1932). הועלה מגוון של פתרונות, האמורים להבטיח את יישוב הסתירה בין האינטרסים של בעלי החברות לאלה של המשקיעים – ביניהם שימוש ב"מצנחי זהב"³⁶⁷ (Lambert and Grossman and Hart (1986) ו-(Coase (1960, (Larcker (1985), התניית התגמולים למנהלים בביצועיה של החברה בטווח ארוך (למשל בדרך של תגמול באמצעות אופציות) ושימוש נרחב בחלוקת דיווידנדים (Jensen, 1986)³⁶⁸.

כמה חוקרים (Johnson & Ellstrand, 1999 ואחרים) טענו שהפתרון ל"בעיית הסוכן" הוא דווקא יצירת גרעינים של בעלי שליטה, המחזיקים בחלק ניכר מזכויות ההצבעה³⁶⁹. זאת משום שריכוז השליטה בידי קבוצה מוגדרת של בעלי מניות אמור לאפשר פיקוח צמוד ומעורבות פעילה של הבעלים בניהול החברה, ובכך לצמצם את השפעת שיקול הדעת של המנהל ואת כוחו לניצול לרעה של משאבי החברה³⁷⁰. מחקרים אלו למעשה – בין בכוונה תחילה ובין בדיעבד – העמידו במבחן אמפירי את עצם קיומן של חברות בעלות מבנה בעלות "מפוזר", וממצאיהם הטילו ספק רב בהנחה של פיזור הבעלות, שהובילה את המחשבה המימונית במשך כשני דורות. [ממצאיהם לא הצליחו ביותר בהתמודדות עם אתגרים תיאורטיים ופרקטיים: ראשית, התברר כי התהוותם של גרעיני שליטה מביאה דווקא להחמרה של בעיית הסוכן, המתבטאת בניצול של מיעוט המשקיעים בידי הגרעין השולט. שנית, עוד בסוף שנות השמונים (Stulz, 1988; Shleifer and Vishny, 1988) נמצאו עדויות לווריאציה נוספת של בעיית הסוכן: ריכוזיות גבוהה באחזקות החברה עלולה להביא

³⁶⁵ ראו Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Anderson and Reeb, 2003; Morck, Wolfenzon and Yeung, 2005.

³⁶⁶ עוצמת ניגודי האינטרסים בין הצדדים תלויה כמובן בדיפוזייה בבעלות {בפיזור הבעלות} על החברה, כלומר בפיזור ההחזקות של המשקיעים; משמעותו של פיזור רחב היא הגברת כוחו של הדרג הניהולי ואי יכולתם של המשקיעים להתארגן.

³⁶⁷ רעיון המבוסס על "משפט קוואזי".

³⁶⁸ לפי רעיון זה חלוקת דיווידנדים נרחבת תפעל לצמצום מלאי המזומנים הנגיש למנהל החברה, ובכך תפנה את המנהלים לגיוס מקורות חיצוניים, אשר יעמיד את ביצועיהם במבחן השוק.

³⁶⁹ לעומת מחקרים אלה טענו Holmstrom and Tirole, 1993, כי הגדלת ריכוזיות הבעלות עלולה להשפיע על ביצועי החברה לשלילה, בשל השפעתה השלילית על מנגנוני השוק. על פי גישה זו "משמעת השוק" יכולה לפעול בשתי דרכים – דרך "איום ההשתלטות", או דרך מחירי המניות, המבטאים את כל האינפורמציה על החברה. מאמרים אחדים אכן הצליחו להוכיח אמפירית את קיומה של "משמעת השוק", אולם נראה שהשפעתם של מנגנוני השוק פחותה מהשפעת מנגנוני הבקרה של בעלי ההחזקה הגדולים.

³⁷⁰ לתוצאות דומות אפשר לצפות גם במקרים שבהם חלקו של מנהל החברה בבעלות עולה – דבר המחזק את הזיקה בין תועלתו האישית לבין ביצועי הפירמה.

ל"התבצרות" של הדרג הניהולי השולט (entrenchment problem); מצב שבו לא ניתן להחליף דרג זה, והחלטותיו אינן ניתנות לשינוי או לביקורת, אפילו אם אינן יעילות) ולהקצאה מוטת של מקורות החברה. שלישית, עצם ריכוז הדיון סביב פיזור רב של האחזקות וגרעיני השליטה היה מוטעה, שכן הנחת היסוד שלו התבררה כשגויה: בעבודות אמפיריות שונות נמצא כי גרעיני שליטה אינם הטרוגניים, ולא עוד אלא שבעליהם נוהגים לשלוט בחברות רבות.

סוגיית ההומוגניות בריכוז השליטה נחשפה במחקרם המפורסם של La Porta, Silanes, Shleifer and Vishny (1999), הנחשב לאחד מאבני היסוד של הזרם המחקרי החדש³⁷¹. עבודתם אתגרה את המחשבה המימונית הסטנדרטית בהציגה עדויות שיטתיות להימצאותם של בעלי שליטה "אולטימטיביים" (יחידים, הניתנים לזיהוי), במרבית החברות הגדולות בעולם³⁷² והצביעה על מטמורפוזה בצורת הבעלות של החברות מחוץ למערכת האנגלו-סקסית. על סמך מדגם של 27 מדינות נמצא כי חברות עסקיות מוחזקות בידי בעלי שליטה "אולטימטיביים", לרוב משפחות, אשר לעתים קרובות ממלאים גם תפקידי ניהול³⁷³. בין היתר נמצא כי בעלים אלה משיגים שליטה רחבה במספר חברות, בעיקר דרך שימוש במבנה בעלות ייחודי בעל צורה של פירמידה, המאפשר השגת שליטה באמצעות היקף מצומצם של ההון האישי³⁷⁴. כך, אמנם לא באופן מפורש, הועלה לדיון רחב נושא קיומן של קבוצות עסקיות: צורה מיוחדת של ארגון, בין שוק לחברה, או, במילים אחרות – קבוצה של חברות, שלפי הגדרתן מהוות ישויות משפטיות נפרדות, אך קשורות ביניהן בקשרים פורמליים (החזקות) ובקשרים לא-פורמליים כקשרי בעלות משפחתיים, עסקיים או חברתיים.

כעבור זמן לא רב, ולאור זרם עדויות אינטנסיבי, התברר כי הקבוצות העסקיות הן חלק אינטגרלי מחיי השוק במרבית המדינות בעולם. הן קיימות בשווקים מתפתחים כהודו ופקיסטן, ברזיל, צ'ילה, ארגנטינה, אינדונזיה, קוריאה ותאילנד, אך גם במשקים מפותחים של אירופה כגון איטליה, ספרד, צרפת, גרמניה ובלגיה, וכן במדינות סקנדינביות (שבדיה ונורבגיה). הקבוצות העסקיות בעולם נבדלות ביניהן בפרמטרים רבים – ברמת הפיזור הענפית, בזהות הבעלים, במבנה האחזקות, במעורבות במגזר פיננסי, בסיבות להיווצרותן, בהן סיבות תרבותיות, היסטוריות ופוליטיות, וכן באופן התפתחותן והישענותן על קשרי הון-שלטון³⁷⁵. הקבוצות העסקיות בעולם מכונות בשמות שונים – ה-"chaebols" הקוריאניים, ה-"keiretsu" היפניים, ה-"business houses" ההודיים, ה-"קונצרנים" האירופיים – אך לכולן מכנה משותף: הן שינו לחלוטין את התפיסה הסטנדרטית של הפירמה כיחידה כלכלית, ובכך הפכו רלוונטיות כמעט לכל סוגיה העולה לדיון כלכלי; בכל דיון בצמיחה ופיתוח, במימון חברות, במבנה ארגוני, בתחרותיות, בריכוזיות, בהתמודדות עם משברים פיננסיים ועוד נודעת לניתוח השפעתן של הקבוצות העסקיות חשיבות לא מבוטלת. ואולם, על אף ריבוי העדויות, הבנתנו את הקבוצות העסקיות ואת השפעתן על

³⁷¹ Leff (1976), Yafeh and Khana (2007), עדויות ראשונות להתקבצות השליטה בידי בעלים אולטימטיביים והשגת שליטה במספר רב של החברות הגיעו ממחקרים בתחום של "ממשל תאגידי" בגרמניה ויפן (Prowse, 1992; Berglof & Perotti, 1994; Edwards and Fisher, 1994; Kester, 1992; Granvotter, 1995).

³⁷² להגדרה מדויקת ראו La Porta et al. (1999).

³⁷³ חשוב להדגיש שתדומתם העיקרית של La Porta et al. אינה בהתמודדות עם השלכות הכלכליות של הממצא החדש, אלא במתן זווית ראייה מהפכנית על הגדרתו ומבנהו של הבעלות בתאגיד עסקי מודרני.

³⁷⁴ במחקרם מתוארים כ-20 צורות של מבנה השליטה.

³⁷⁵ לדוגמה: בסין הקבוצות העסקיות מאופיינות בפיזור ענפי רחב ובהישענות על קשרים הדוקים עם הממשל יותר מאשר עם המשפחות הספציפיות.

הכלכלה ברמות מיקרו והמשק היא, לעת עתה, רחוקה מלהיות מספקת. מכאן החשיבות של בסיס תיאורטי ואמפירי מוצק ושל השוואת הממצאים בין מדינות שונות. ניתוח רחב של סוגיית הקבוצות העסקיות עשוי לשפוך אור על שאלות כלכליות מורכבות, ובכך לתרום להבנת השלכותיה העתידיות.

מחקר זה מתמקד בקבוצות העסקיות בישראל, בהיסטוריה של התהוותן, במבנה שלהן ובהשפעתן על החברות ועל המשק כולו. הבחירה בישראל כמוקד למחקר האמפירי אינה נובעת רק מהיותה מ"נטאי הביתיות" של החוקר. ראשית, ישראל נמנית עם המשקים המפותחים, שלגביהם בולט היעדרן של עדויות שיטתיות על תפקידן והשפעתן של הקבוצות העסקיות; שנית, לקבוצות העסקיות בישראל מספר מאפיינים ייחודיים, שאותם אנו רוצים להעמיד בפרספקטיבה רחבה. עצם קיומן של קבוצות כאלה על רקע פעילותם של מוסדות פיננסיים איתנים ושוק הון מפותח עומד בניגוד לתפיסה המקובלת, מיסודם של (La Porta et al. 1999) – אשר לפיה מבנה ריכוזי של בעלות וריבוי של קבוצות שליטה מוסבר בהיעדרה או בחולשתה של מערכת אכיפה המגינה על זכויות המשקיעים. יתירה מזאת, המקרה הישראלי הוא פלטפורמה ייחודית לחקר אלמנטים רבים הקשורים במישרין או בעקיפין לסוגיית הקבוצות העסקיות בעולם; זאת מפני השילוב של תולדות התפתחותן של הקבוצות העסקיות ומעורבותה של הממשלה בפעילות המשק, קשרי גומלין הדוקים בין החברות למערכת הבנקאות, חילופים אינטנסיביים של האליטות השולטות, שינויים מהותיים בחקיקה בשוק ההון³⁷⁶ והתפתחותה הכלכלית המהירה של המדינה. אנו מאמינים שניתוח מעמיק של מכלול סוגיות אלה בישראל עשוי להעשיר את הבנת תפקודן ותרומתן של הקבוצות העסקיות ולשמש אינדיקציה להתפתחותן העתידית גם במדינות אחרות, במיוחד בשווקים המתפתחים.

מחקר זה מתבסס על מאגר נתוני פאנל ייחודי, שהורכב מכ-650 חברות ציבוריות אשר נסחרו בבורסה של תל אביב בין 1995 ל-2005. מטרת המחקר היא לזהות את קיומן של קבוצות עסקיות בישראל, לאפיין את מבנה אחזקותיהן ואופי השתייכותן של חברות לקבוצות בעלות, תוך בחינת מידת פיזורן הענפית של הקבוצות, האינטגרציה שלהן עם המוסדות הפיננסיים והשפעתן על ביצועי החברות הציבוריות המסונפות אליהן. כיוון שעבודה מסוג זה ובהיקף כה רחב על המשק הישראלי מתבצעת כאן לראשונה, אין ביכולתנו להשוות את ממצאיה עם ממצאים קודמים.

המחקר בנוי כדלקמן: בפרק השני אסקור את התיאוריה של הקבוצות העסקיות ואת העדויות האמפיריות לגבי השפעתן על ביצועי החברות; הפרק השלישי יוקדש לסקירה היסטורית רחבה של התפתחות הקבוצות העסקיות בישראל; בפרק הרביעי אציג את המדגם הייחודי ששימש אותי לבדיקות הסטטיסטיות, את השיטה האמפירית ואת ההשערות העיקריות; בפרק החמישי אערוך ניתוח אקונומטרי של הנתונים, ובפרק האחרון אסיק מסקנות ואסכם.

³⁷⁶ הרפורמות בשוק ההון והחקיקה שביטלה את ההפרדה במניות בין זכויות הצבעה לזכויות בהון.

2. סקירת הספרות והתיאוריה של הקבוצות העסקיות

לפני הדיון בתיאוריה של הקבוצות העסקיות ובהשפעתן על ביצועיהן של חברות מן הראוי להגדיר המושג "קבוצה עסקית". סקירה ענפה של עבודות שונות מלמדת כי אין זו משימה פשוטה. כפי שצינו (Ghemawat and Khana, 1998), ההגדרה של קבוצה עסקית משתנה ממדינה למדינה ומחוקר לחוקר. כך (Granovetter, 1994) מגדיר קבוצה עסקית כ"קבוצה של חברות הקשורות ביניהן בדרכים שונות ולא דווקא פורמליות". Powell and Smith-Doer (1994), בסקירה רחבה, רואים בקבוצות "רשת של חברות המשתפות פעולה ביניהן לאורך זמן", ו-(Strachan, 1976) מגדיר אותן כ"התארגנות ארוכת טווח של חברות ומנהליהן". עצם ריבוי ההגדרות הניע אותי לאמץ את התפיסה הרחבה של קבוצה עסקית, שהוזכר לראשונה Leff (1978): "קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני או עסקי משותף"³⁷⁷.

הגדרה זו מלמדת שהקבוצות העסקיות אינן הומוגניות בטבען, וזאת הן מפני התנאים והסיבות להיווצרותן והישענותן על סוגי התקשרות שונים³⁷⁸ והן מפני שוני במבנה. כפועל יוצא הקבוצות העסקיות שונות זו מזו גם בהשפעתן הכלכלית: מהן התורמות להתפתחות השווקים במילוי תפקידים שהמוסדות הכלכליים הלא מפותחים היו צריכים למלא, ומהן המזיקות להתפתחות הכלכלית בצבירת כוח מונופוליסטי, ניצול בלתי יעיל של המקורות, מניעת התפתחות טכנולוגית³⁷⁹ ועוד. כך או כך, רבים מסכימים כי אין אפשרות לחרוץ משפט לגבי מעמדן של הקבוצות העסקיות בכלכלה. האם כדאי להתייחס אליהן כאל "כלילות השלמות" או כאל "טפילות"? התשובה, כנראה, משתנה ממדינה למדינה ומקבוצה לקבוצה³⁸⁰.

הספרות על מימון מדגישה קשת רחבה של יתרונות וחסרונות בקיומן קבוצות עסקיות ובהשתייכותן של חברות אליהן. את היתרונות מייחסים בדרך כלל לתפקיד התיווך שהקבוצות העסקיות ממלאות, ביוצרן שווקים פנים-קבוצתיים, בעיקר פיננסיים. ההשתייכות לקבוצה עסקית עשויה לשפר את מעמדה של חברה יחסית לחברות לא-מסונפות (unaffiliated), משום שהקשרים בתוך הקבוצה ועיצוב זהות משותפת מאפשרות לחברה המשתייכת לקבוצה ליהנות ממגוון מוצרים שהשווקים החיצוניים מתקשים לספק, או שמחירם גבוה. כך, לדוגמה, ההשתייכות לקבוצות עסקיות עשויה להיטיב במיוחד עם חברות קטנות, בעלות פוטנציאל צמיחה גבוה, וכן עם חברות המתקשות לגייס הון או שרירות במצוקה פיננסית. כפי שעולה מהנאמר לעיל, הצלחתן של קבוצות עסקיות בתפקידן כמתווכות תלויה ברמת אי יעילותם של השווקים החיצוניים (external markets); אי יעילות מאפיינת שווקים הנמצאים בשלבים הראשונים להתפתחותם (Amdsen, 1989; Aoki, 1990). אכן, ההשערה בדבר ריכוזן של הקבוצות העסקיות בעיקר

³⁷⁷ בדומה ל-Leff (1978) מדגישים גם חוקרים אחרים וקובעי מדיניות את חשיבותם של הקשרים הסוציו-אקונומיים הפורמליים והלא-פורמליים בין החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות.

³⁷⁸ ראו Morck (2005).

³⁷⁹ ראו Morck (2000).

³⁸⁰ Khanna and Yafeh (2007).

במדינות המתפתחות נתמכת בעדויות אמפיריות רבות (Chang, Khanna and Palepu, 1999). על רקע זה נודעת לתפקידן הכלכלי של הקבוצות העסקיות ושל השווקים הפנים-קבוצתיים חשיבות רבה בעצם תרומתם להקצאה יעילה של ההון ביחס לשווקים החיצוניים (Stein, 1997), להקטנת עלויות העסקה, לצמצום הסיכונים (Khanna and Yafeh, 2005) ולחיסכון של הפירמות המשתייכות לקבוצות אלה מפני משברים פיננסיים ופשיטות רגל (Kim, 2004) – גם אם הפונקציה האחרונה מוסברת ברצון לשמור על המוניטין הכללי של הקבוצה (Gopalan, Nanda and Seru, 2005). עם זאת כדאי לציין שתיווך פיננסי ואינפורמטיבי אינו התפקיד היחיד או העיקרי של רבות מהקבוצות, ואין לצפות אפריורית להשגת יעילות בשווקים הפיננסיים באמצעות פעילותן של הקבוצות (Khanna and Palepu, 1999a; Khanna and Rivkin, 1999b). לקבוצות עסקיות עשויים להיות תפקידים נוספים, בעלי השלכות חיוביות, כגון יצירת שווקים לעובדים ומנהלים והקצאתם היעילה בין המגזרים והחברות, וכן תרומה לקדמה הטכנולוגית (Classens, 1995; Djankov and Lang, 2000; Hobday, 1995). בסיכום – להשתייכות לקבוצה עסקית עשויות להיות השפעות חיוביות על ביצועיהן של חברות, על ההסתברות להישרדותן לאורך זמן וגם על הפעילות המשקית בכללותה. עם זאת, התיאוריה הכלכלית-מימונית והעדויות האמפיריות מציגות בפנינו גם את צדן האפל של הקבוצות.

בעשור האחרון הדיון על החסרונות בקיומן של קבוצות עסקיות התרכז רובו ככולו בסוגיית הבעלות, המבנה ופיזור האחזקות בתוך הקבוצות, ובמידת השפעתם של אלה על החברות המסונפות. בחזית הדיון עומדות שאלות לגבי "בעיית הסוכן", ניצול מיעוט המשקיעים ופגיעה ביעילותם של השווקים. טענתם של המתנגדים לקבוצות העסקיות היא שהמבנה המורכב שלהן, הכולל, בין היתר³⁸¹, צורת פירמידה באחזקות³⁸², וקיומם של השווקים הפנים-קבוצתיים יכולים להוביל אף להתעצמותה של "בעיית הסוכן" בחברות המסונפות בהשוואה לחברות הלא-מסונפות. קביעה זו מתבססת על שלושה טיעונים עיקריים: ראשית, מבנה בעלות פירמידלי וריכוז של הבעלות בידי פרטים מעטים, לרוב משפחות ואליטות פיננסיות, מאפשר שליטה בפועל על מרבית החברות בהשקעה קטנה יחסית, או, במילים אחרות, הפרדה רחבה בין הבעלות לשליטה – ליבה של "בעיית הסוכן". התוצאה היא פוטנציאל רב לניצול של מיעוט המשקיעים על ידי בעלי גרעין השליטה – למשל העברת מקורות לפרויקטים בעלי חשיבות ספציפית לבעליהן העיקריים של החברות על חשבון הפרויקטים המגדילים את רווחתם של שאר המשקיעים. שנית, ריכוזיות גבוהה של השליטה בחברות המסונפות לקבוצות עסקיות מאפשרת לבעלי הקבוצות יצירת שדולה עסקית ואף פוליטית, נטילת פחות סיכונים ו"התבצרות". השלכותיה של ה"התבצרות" הן מרחיקות לכת, ועלולות להתבטא, עקב פיזורן הרחב של הקבוצות העסקיות, אף בהאטה של תהליך הצמיחה במשק (Morck, 2000), בגלל הימנעות מנטילת סיכונים, השקעה מצומצמת, מניעת התפתחות טכנולוגית וכו'. ולבסוף – המערכת הפנימית של הקבוצות העסקיות מהווה קרקע להיווצרותה של תופעת ה"מנהרות" (tunneling)³⁸³: העברת מקורות בין חברות בתוך הקבוצה – מהחברות הנמצאות בתחתית הפירמידה לאלה שבקודקודה. העברות אלה מתבצעות לרוב לפי תבנית מורכבת – בדרך של מכירת מוצרים ושירותים במחירים מלאכותיים, מתן

³⁸¹ החזקות צולבות ומניות דואליות.

³⁸² התיאוריה של Almeida and Wolfenzon (2006).

³⁸³ Johnson et al.

הלוואות מועדפות לחברות שבראש הפירמידה ועוד. בעיית המנהרות היא למעשה נקודת מפגש של בעיית הסוכן וה"התבצרות", שכן צירוף ההשפעות של שתי אלה עשוי להשתקף בניצול מתמיד של החברות הנמצאות בתחתית הפירמידה על ידי בעלי הקבוצות ה"מבוצרים", שמשיגים שליטה מלאה למרות החזקה זעירה. המכלול של שלוש ההשפעות האמורות משפיע לשלילה על הממשל התאגידי של החברות, על ערכן, על רווחת המשקיעים ועל התנהלות השווקים.

העדויות האמפיריות להשפעתן של הקבוצות העסקיות על ביצועי החברות המסונפות כשלעצמם וביחס לאלו של הלא-מסונפות הן מעורבות ורחוקות מלהיות משכנעות. תרומתן של הקבוצות לצמצום מגבלות האשראי הכובלות את החברות ולעמידותן של החברות בתנאים של מצוקה פיננסית והתייקרות גיוסי הון נבדקה לגבי יפן. (Hoshi, Kayshap and Scharfstein (1990) מצאו כי חברות יפניות המשתייכות לקבוצות עסקיות שנהנות מקשרים הדוקים עם המוסדות הפיננסיים משקיעות ומוכרות בתקופות של מצוקה פיננסית יותר מוצרים מחברות לא-מסונפות. (Hoshi, Kayshap and Scharfstein (1991) ניתחו את ההשפעה של השתייכות לקבוצות המזוהות עם הבנקים העיקריים ביפן ומצאו כי החברות המסונפות סובלות פחות מבעיות של העדר מידע והעדר תמריצים, וכי הרגישות של היקפי השקעתן לרמת הנזילות נמוכה. Perotti and Gelfer (1999, 2000) מצאו כי ברוסיה הקבוצות הפיננסיות (FIGS) מקצות הון בין החברות המסונפות ביעילות רבה יותר מזו של השווקים החיצוניים. (Khanna and Palepu (1999b) מצאו כי המדדים לטיב התיווך של הקבוצות העסקיות בצ'ילה והודו בתחומי הייצור, שוק העבודה ושוק ההון מתואמים חיובית הן עם המדדים החשבונאיים והן עם המדדים הפיננסיים של ביצועי החברות.

עבודות אחרות הצביעו על השפעה מעורבת של השתייכות לקבוצות עסקיות על הערך או הביצועים של החברות. (Khanna and Palepu (2000) חקרו את ביצועיהן של הקבוצות העסקיות בהודו ומצאו, בין היתר, שלמדדים החשבונאיים ולמדדי שוק המניות יש קשר לא ליניארי עם פיזור של הקבוצה העסקית: ככל שפיזור של הקבוצה בין ענפי התעשייה השונים רב יותר, ביצועיהן של החברות ירודים יותר עם זאת, כאשר קבוצה עסקית מגיעה לגודלה האופטימלי, ביצועיהן של הפירמות המשתייכות אליה משתפרים במידה משמעותית. בעוד שלפי הממצאים ביצועיהן של החברות המסונפות עדיפים על אלו של הלא-מסונפות, החוקרים אינם מוצאים הבדל סיסטמי מובהק בין שני סוגי החברות ברגישות של ההשקעות לתזרימי המזומנים – תוצאה הפוסלת קשר בין אפקט העושר לבין השווקים הפיננסיים הפנים-קבוצתיים. Lins and Servaes (1999) מציינים כי ביצועיהן של החברות המסונפות נחותים מאלו של הלא-מסונפות, וכי בנוסף ישנן עדויות לקיומה של פרמיית פיזור שלילית (2002).

בעבודות נוספות נמצא כי לעלויות הסוכן השפעה חשובה על ההפסדים והרווחים מעצם ההשתייכות לקבוצות עסקיות, במיוחד לעלויות הקשורות לניגודי אינטרסים בין הגרעין השולט למיעוט המשקיעים בחברה. (Bae, Kang and Kim (2002) מצאו כי רכישת חברות חדשות ומיזוגן לתוך קבוצות קוריאניות (chaebols) משמשות את בעלי הגרעין השולט כדי להגדיל את רווחתם האישית על חשבון מיעוט המשקיעים – ממצא העולה בקנה אחד עם הנחת ה"מנהרות". גם (Bertrand, Mehta and Mullainathan (2002) מצאו, על סמך נתונים על החברות בהודו, כי הקבוצות משמשות את הבעלים ה"אולטימטיביים" כדי להעביר מקורות ממיעוט המשקיעים. כך

זעזוע חיובי ברווחי החברות הנמצאות ברמות הנמוכות של פירמידת ההחזקה מהדהד בחברות אשר בקדקודה, אך לא להפך. (Classens et al. (1999 בנו מדד להפרדה בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהון למספר פירמידות החזקה באסיה, ומצאו שמדד זה מתואם שלילית עם Tobin's Q. (1999) Johnson et al. הראו שבעת המשבר פיננסי באסיה ירדו מדדי המניות בעוצמה רבה במדינות שבהן מערכת ההגנה על זכויות המשקיעים חלשה – ממצא שלדעתם הצביע על אפשרות של "גנבות" מצד הדרג הניהולי באותה תקופה. (1998) Morck et al. רואים בפירמידות בקנדה את אחד הגורמים לירידה בצמיחה שם.

צריך לציין שקיימים גם ממצאים המצביעים על ניכיון בביצועים החשבונאיים של החברות המסונפות על ידי השוק – עדות להערכת חסר של המשקיעים כלפי אותן החברות, למשל מחשש לניצול לרעה של מקורותיהן.³⁸⁴

בסיכום – מצויות עדויות רבות לניצול של מיעוט המשקיעים בקבוצות העסקיות ובצדן עדויות לתרומתן של הקבוצות ליעילות השווקים. עם זאת כדאי להדגיש שבבסיס הטיעונים בעד ונגד קיומן של קבוצות עסקיות ולגבי תרומתן החיובית עומדות הנחות חזקות בדבר אי יעילותם של השווקים והעדר מוסדות פיננסיים איתנים. ניצול של מיעוט המשקיעים מותנה גם בחולשה של החקיקה בתחום שוק ההון ובמיעוט הגנה על זכויותיהם של המשקיעים. תנאים מוקדמים אלה שוררים ברוב הכלכלות הצעירות והשווקים המתפתחים. האם בעזרת אותם טיעונים ניתן להתמודד עם עדויות להימצאותן של קבוצות עסקיות בשווקים מפותחים, שפועלות בהם מערכות פיננסיות איתנות, ולנתח את השפעתן של הקבוצות ברמות החברה הבודדת והמשק כולו? לשאלה זו טרם נמצא מענה מספק.³⁸⁵

בעבודה זו אנו מנסים לשפוך אור על סוגיות של קיומן של קבוצות עסקיות והשפעתן על הביצועים הכלכליים של החברות במשק הישראלי. העמדתה של ישראל בפרספקטיבה בין-לאומית מעלה כי השוק המקומי עונה להגדרה של שוק מפותח, שבו מערכת ההגנה על המשקיעים היא מן הגבוהות בעולם, ופועלים בו מוסדות פיננסיים וממשלתיים איתנים (לוח 1). עם זאת מבנה האחזקות של רוב החברות הישראליות מאופיין בריכוזיות גבוהה ובמעורבות רבה של כמה קבוצות עסקיות שולטות. אותן קבוצות עסקיות מנוהלות ברוב המקרים בידי מספר משפחות או פרטים, וממבנה שלהן הוא פירמידלי. מכאן שניתוח המקרה הישראלי נועד להצטרף לסדרה של עבודות, המתפרסמות לאחרונה, על פעילותן של קבוצות עסקיות בשווקים המפותחים³⁸⁶, ולהעשיר את הידע בתחום זה בפן הייחודי שלנו.

³⁸⁴ Chile and India by Khanna and Palepu (1999,a,c).

³⁸⁵ עדויות מצרפת, גרמניה ויפן.

³⁸⁶ E.Goul in Canada.

לוח 1- מדדים להתפתחות הכלכלית (הפיננסית ואיכות השלטון)

מדינה	תוצר לנפש לפי PPP	ערך שוק (מיל' דולר)	יחס ערך השוק לתוצר	מספר החברות הבורסאיות	ריכוזיות האחזקות	היקף ההנפקות הראשוניות (מיל' דולר)	מהירות המחזור	איכות השלטון הדמוקרטי	שחיתות	דירוג "עשיית העסקים"	מדד להגנה על המשקיעים	יעילות מערכת המשפט
ארגנטינה	17,559	47,590	27%	104	53%	na	11%	5	6	109	6	6
ברזיל	10,637	474,647	50%	381	57%	2,028.53	43%	5	6	122	4	6
צ'ילה	13,745	136,493	114%	246	45%	485.80	15%	3	5	33	5	7
גרמניה	33,561	1,221,106	40%	764	48%	4,857.05	149%	10	9	20	5	9
יוון	30,731	145,121	54%	304	67%	1,568.63	49%	7	7	100	3	7
הונג קונג	41,614	1,054,999	528%	1135	54%	21,291.36	50%	0	9	4	9	10
הונגריה	21,040	32,576	25%	44	61%	6.84	74%	2	8	45	7	na
הודו	4,183	553,074	54%	4763	40%	1,318.88	76%	8	5	120	7	8
אירלנד	47,169	114,086	57%	66	39%	1,262.58	59%	10	9	8	9	9
ישראל	31,560	122,578	74%	606	59%	526.73	46%	9	8	29	9	10
איטליה	32,319	798,073	43%	282	58%	12,904.62	160%	10	6	53	6	7
יפן	34,024	4,572,901	73%	2351	18%	na	115%	10	9	12	8	10
מקסיקו	11,880	239,128	25%	326	64%	563.15	27%	1	5	44	5	6
פרו	7,410	24,140	25%	224	56%	na	10%	4	5	58	7	7
פיליפינים	5,738	39,818	34%	237	57%	543.00	20%	3	3	133	7	5
פולין	16,599	93,602	24%	241	43%	512.64	39%	2	7	74	9	na
סינגפור	36,286	257,341	197%	686	49%	3,906.75	48%	2	8	1	9	10
דרום קוריאה	25,840	718,011	52%	1616	29%	2,182.77	207%	3	5	30	7	6
ספרד	29,148	959,910	82%	na	51%	7,771.27	161%	7	7	38	4	6
שוויץ	40,590	935,448	210%	400	41%	2,670.29	115%	10	10	16	4	10
טאיוון	32,490	476,018	124%	696	18%	170.15	131%	1	7	50	4	7
תאילנד	9,714	123,885	69%	504	47%	1,052.46	81%	4	5	15	6	3
טורקיה	9,816	161,538	31%	304	59%	1,757.44	170%	7	5	57	5	4
בריטניה	37,328	3,058,182	127%	3091	19%	31,168.97	110%	10	9	6	7	10
ארה"ב	44,765	13,310,592	108%	2270	23%	44,115.54	99%	10	9	3	9	10

3. סקירה היסטורית (משנות החמישים ועד היום)³⁸⁷

לשם הבנת השפעתן של הקבוצות העסקיות על המשק ברמות המיקרו והמקרו נדרשת פרספקטיבה היסטורית. זו תאפשר לזהות את האלמנטים הייחודיים של הקבוצות העסקיות, להבין לעומק את סביבת פעולתן ואת קשרי הגומלין שלהן עם היחידות הכלכליות האחרות – כדי לשלבם בניתוח הכלכלי. ההיסטוריה של הקבוצות העסקיות בישראל, המכונות "קבוצות בעלות", מלאה בנקודות מפנה. אופיין, הפיזור הענפי שלהן והתעצמותן הכלכלית הושפעו בתקופות שונות ממעורבותה האינטנסיבית של הממשלה במפת הבעלות (בשנותיה הראשונות של המדינה ובאמצע שנות השמונים), מתחלופה של האליטות השולטות (בשנות השישים והתשעים), ממשברים ביטחוניים ופיננסיים, מרפורמות כלכליות מרחיקות לכת (תכנית הייצוב של אמצע שנות השמונים) ומהשלכותיהן, ומתהליכים דמוגרפיים (גל העלייה של שנות התשעים). סקירה זו תתמקד בנקודות עיקריות בתולדותיהן של הקבוצות העסקיות בישראל.

את השנים הראשונות שלאחר קום המדינה ניתן לאפיין כתקופה של עירוב תחומי האחריות בין המוסדות וההנהגה של המפלגה השולטת, המדינה, המוסדות הלאומיים וההסתדרות. העדר הפרדה בין ה"מדינה" לבין ההנהגה השולטת יצר מצב שבו התערבות מסיבית של השלטון ניכרה כמעט בכל תחומי הפעילות המשקית, ועמה העדפה ברורה לשליטה במשאביה של המדינה – דבר שיצר מיד מערכת ריכוזית ביותר. באותה עת נוסדו חברות ומפעלים עסקיים רבים שנשלטו בידי שלוש קבוצות בעלות עיקריות – ממשלת ישראל, הסוכנות היהודית וההסתדרות העובדים.

במדיניותה של הממשלה לגבי ההשקעות והשליטה בחברות ניתן להבחין בין תקופות שונות: עד אמצע שנות החמישים – במסגרת אג'נדה של הלאמת אוצרות הטבע, המים האדמות והשירותים שביטחון המדינה תלוי בהם – השקיעה הממשלה בעיקר בהקמתן של מספר חברות לניצול אוצרות הטבע ובמפעלי תשתית. בשנים 1956 ו-1957 חל שינוי במדיניות הממשלה ביחס להבטחת זכויות השליטה בחברות: בסוף שנות החמישים הקימה הממשלה חברות השקעה רבות, ובאמצעותן סייעה למפעלי תעשייה ונכנסה באופן מסיבי לעסקי הנפט. החל משנת 1962 התרחבה פעילותה העסקית של הממשלה, וזאת באמצעות כינון ישות משפטית של תאגיד לביצוע פעולות שונות. כך הוקמו חברות בנייה ושיכון, בנקים, חברת ביטוח וחברות לעידוד ענפים שונים, וכן חברות לשם מתן הלוואות למפעלים, לפיתוח אזורי ולשיכון. השפעתה של הממשלה הלכה וגדלה, ומגוון פעולותיה הקיף את כל ענפי המשק. באותה תקופה עברו לבעלות המדינה חברות רבות שהתקשו לעמוד בהתחייבויותיהן, ובשנים מאוחרות יותר נמכרו רבות מהן למשקיעים פרטיים ולקבוצות בעלות אחרות.

מדיניותה של הסוכנות היהודית, שהייתה בשנותיה הראשונות הזרוע המבצעת של ההסתדרות הציונית העולמית, נגזרה מהיותה של מה שכוונה "הממשלה שבדרך". בתקופה זו ריכזה הסוכנות בידיה פונקציות פיננסיות נרחבות באמצעות "בנק לאומי לישראל" (בעבר "בנק אנגלו-פלסטינה"), השקיעה יחד עם המדינה במפעלי תשתית של המשק, בחקלאות ("יכין" ו"מקורות"), בתחום התחבורה, ההובלה ("צים") והבניין ("רסקו"). עם קום המדינה הופנו משאביה הרבים של הסוכנות לקליטת גלי העולים שהגיעו ארצה, וכתוצאה מכך קטנו מקורות ההון שעמדו לרשותה, והיא נאלצה להקטין בהדרגה את חלקה במרבית המפעלים שהיו בשליטתה. בעלותה של הסוכנות

³⁸⁷ סקירה זו מבוססת בחלקה על עבודותיהם של אהרוני וממן (1976, 2002, 2006).

היהודית על חברות רבות עברה לידיה של המדינה, או פוזרה בין השותפים האחרים כגון קק"ל ו"חברת העובדים".

"חברת העובדים" של ההסתדרות הכללית של העובדים הוקמה בעקבות הסכם בין "אחדות העבודה" ו"הפועל הצעיר", שנחתם עוד בשנת 1920. לאחר היווסדה החלה ההסתדרות בהקמתם של מפעלים כלכליים עצמאיים. כך הוקם בשנת 1921 "בנק הפועלים", ושנתיים מאוחר יותר נוסדה חברת "סולל בונה", שקיבלה על עצמה את התפקיד של ביצוע עבודות ציבוריות ובניין בארץ. "חברת העובדים" הייתה אמורה ליצור סינתזה בין ציונות לסוציאליזם, ולהוות מעין גורם ליצירת "מעגל כלכלי לאומי" (אהרוני, 1976). עם הזמן, במפגש עם התנאים האובייקטיביים המשתנים, היטשטשה האידיאולוגיה של המוסד, וכך הצטמצם הפער בין האידיאולוגיה המוצהרת, שנשאה אופי אוטופיסטי, לבין הצרכים הכלכליים. עם זאת הוכתבה מדיניותה של "חברת העובדים" על ידי שתי מטרות עיקריות אלו – ציונות וסוציאליזם – והיה רצון לראות את הרווחיות כאילוץ הכרחי, לא כמטרה עיקרית. משום כך נכנסה "חברת העובדים" לעסקים שנועדו, מחד גיסא, להגדיל את רווחתו של הפועל העברי ולספק לו מקום עבודה, ומאידך – לשרת את האינטרסים של התנועה הלאומית. לאור מדיניות זו התקיים שיתוף פעולה הדוק בין ההסתדרות לבין הסוכנות היהודית בארץ ישראל בהקמת מפעלי תשתית בעלי חשיבות משקית, ביטחונית ופוליטית. באותם שנים (שנות ה-60) קבוצת הבעלות של ההסתדרות כללה כ-2000 יחידות כלכליות שונות, ומשקלה בסך מספר המועסקים במשק נאמד ב-8.4 אחוזים. באמצע שנות השישים נמצאו בבעלותה של חברת העובדים החברות "סולל בונה", "כור", "חומה", "שיכון העובדים", תיעוש אזורי פיתוח, "ייכון חק"ל", "הסנה", "בנק הפועלים" והקואופרטיבים כגון "המשביר המרכזי" ו"תנובה" ועוד. סגל הניהול של החברות שבבעלות הקבוצות במגזר הממשלתי היה מורכב רובו ככולו מפוליטיקאים מקורבים לשלטון ומקצינים בכירים יוצאי צה"ל – בהעדר מנהלים מקצועיים.

נוסף על שלוש הקבוצות האמורות פעלו באותן שנים גם תשע קבוצות בעלות במגזר הפרטי – מפעלים קטנים בבעלות של משפחה אחת או של שותפים מכמה משפחות. בעוד שהסתדרות העובדים והממשלה פעלו מכוח אינטרסים לאומיים, קווי היסוד של הבעלים הפרטיים הדגישו את ההכרח ברווח. מרבית המייסדים (וכן המנהלים) של אותן קבוצות בעלות פרטיות היו יוצאי מדינות מערב אירופה, והביאו עמם הון וניסיון מקצועי שנצבר ברובו מחוץ לארץ. מגוון הפעילות של קבוצות הבעלות הפרטיות הקיף את מרבית הענפים – בנקאות וביטוח ("קבוצת בנק דיסקונט" בבעלות משפחת רקנאטי, משפחת אלרן וקבוצת נחום זאב וויליאמס), תעשייה ומסחר ("החברה המרכזית למסחר ולהשקעות בע"מ", "קבוצת מאיר", "קבוצת סחרוב"), בנייה ("אפריקה א" להשקעות" ו"פי.אי.סי. – החברה הכלכלית לישראל"), תיירות ("קבוצת מאימי) וענפים רבים נוספים. פעילותן של קבוצות הבעלות המגוונות במגזר הפרטי דמתה מבחינות רבות לזו של קבוצות הבעלות במגזרים הממשלתי, הסוכנותי וההסתדרותי. אלה אף אלה החזיקו במקורות מימון מחוץ לגבולות ישראל, וכן בתיקי השקעות מגוונים בענפי המשק. חשוב להדגיש שלא פעם השתלבו האינטרסים של קבוצות הבעלות השונות. שילוב זה בלט במיוחד בהקמתן המשותפת של "חברות מרכזי כובד" ("כלל", "הבנק לפיתוח התעשייה", "חברת קו צינור אילת", חברת "דלק" ו"החברה לישראל"), אשר, דרך השקעות במגוון חברות במשק, היוו למעשה את

מרכזי העצבים של הפעילות הכלכלית בישראל³⁸⁸. מבנה החזקות אנכי (פירמידלי) לא היה רווח באותה עת, אולי מפני טבעם הסימביוטי של היחסים בין הממשלה למגזר העסקי: הממשלה, אשר בעצם הכתיבה את הכיוון העסקי של התפתחות הקבוצות העסקיות, לא הייתה מעוניינת ברווחים כלכליים, ונשענה על הניסיון של מנהלים מקצועיים בפעילותה להאצת הצמיחה הכלכלית. במקביל, הקבוצות העסקיות במגזר הפרטי, תוך שיתוף פעולה עם הממשלה באותם מרכזי כובד, פיזרו את תיקייהן הפיננסיים, ובהתבסס על ביטוח ממשלתי מלאכותי נמנעו מהוצאות אישיות גבוהות. האליטה העסקית לא הייתה מסוגלת ולא הביעה כל רצון להוביל את ההתפתחות הכלכלית של מדינת ישראל, ובמקרים רבים אף "שיוועה" להתערבות ממשלתית (Bichler, 1996). להבדיל משיתוף הפעולה האמור עם הממשלה, לא נמצאו עדויות לקשרים סוציו-אקונומיים בין הקבוצות העסקיות במגזר הפרטי לבין עצמן בשנות החמישים והשישים.

הפיחות של תחילת שנות השישים והמיתון שהחל בשנת 1966 השפיעו מאוד על הרכבן של קבוצות הבעלות בישראל. על רקע חילופי הדורות בהנהלותיהן של החברות הפרטיות, עלו ואף התעצמו מריבות ישנות בתוך המשפחות השולטות ובין השותפים העסקיים. בשנים ההן ניכר גל מכירות של חברות, ומפת הבעלות במדינת ישראל השתנתה. חברות במגזר הפרטי נמכרו בעיקר לבעלי המשאבים הנדרשים – משקיעים זרים ומקומיים וקונצרנים של "חברת העובדים" וההתיישבות העובדת. תהליך זה יצר בסופו של דבר מערכת דואלית במשק: לצד פירמות גדולות מעטות (50 בסך הכול) ומרכזות התקיימו עסקים קטנים רבים. ניתן לסכם ולומר כי המיתון של שנות השישים היה נקודת מפנה ראשונה בתהליך היווצרותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשליטה בהן – עלייה בריכוזיות ובקיטוב במשק: מצד אחד מספר מצומצם של חברות גדולות, ומהצד האחר ריבוי של חברות קטנות.

התעצמותן הכלכלית של קבוצות עסקיות רבות בסוף שנות השישים הושגה בראש ובראשונה על רקע גידול רב של פעילות התעשייה הביטחונית, תוצאת מספר עימותים צבאיים עם המדינות השכנות. רוב החברות הביטחוניות החזיקו בעמדות מפתח בקבוצות עסקיות שבבעלות המדינה וכן בקבוצות ההחזקה הגדולות (איי. די. בי. החזיקה בחברות "אלביט" ו"ישקר"; "כור" שלטה ב"תדיראן", ב"סולתם" וב"טלרד"; לחברת "כלל" הייתה בעלות על "אורדן" ועל "וולקן"). כתוצאה מכך, הצמיחה בישראל, שמסוף שנות השישים ועד לאחר 1973 נשענה ברובה על התעשייה הביטחונית, היטיבה במיוחד עם קבוצות אלה וסייעה להתפתחותן המהירה. תפקידן המרכזי של הקבוצות העסקיות התעצם אפילו בתקופת האינפלציה הגבוהה: דווקא התקופה המכונה ה"עשור האבוד" של המשק הישראלי (1984 עד 1974) נחשבת לתקופת הזוהר של הקבוצות העסקיות, וזאת עקב ההתרחבות בתחומים הביטחוני והפיננסי, שהיו אז לב ליבן של מרבית הקבוצות. כך, לדוגמה, שלושת הבנקים הגדולים ("לאומי", "הפועלים" ו"דיסקונט"), שהשתייכו לקבוצות הבעלות העיקריות, הגדילו את חלקם בת"ג בשנים 1975 עד 1980 כמעט פי שניים, ורווחיהם גדלו באותה תקופה פי ארבעה במונחים ריאליים.

עם זאת, התקופה הקשה לא פסחה על הקבוצות העסקיות. באמצע שנות השמונים נקלעו רובן למשבר, משתי סיבות עיקריות: ראשית, משבר הבנקים (1983) הביא להעברת השליטה ברובם לידי הממשלה; שנית, קיצוץ נרחב בהוצאות הביטחון במסגרת תכנית הייצוב של 1985 יחד עם משבר בשוקי הנשק העולמיים הביאו להרעה ניכרת ברווחיותן של חברות התעשייה הביטחונית.

³⁸⁸ לדוגמה: שליטתה של חברת "כלל" התפרסה על יותר מ-100 חברות (נכון לשנת 1973).

ואולם, המשבר שפקד את הקבוצות העסקיות בישראל היה קצר, ואף, ובאופן פרדוקסלי, הוליד את תקופת ה"תחייה" בהתפתחות הקבוצות העסקיות בישראל.

בשנים שלאחר תכנית הייצוב שררה הסכמה כללית בדבר הצורך בשינוי דרסטי בדפוס ההתנהגות הכלכלית של המשק. תכנית הייצוב, שזכתה לתמיכה לאומית רחבה, שינתה את תפיסתם של קובעי המדיניות לגבי ההתנהלות הראויה של המשק הישראלי. בעקבות תכנית מוצהרת של הפרטה, ירדה הבעלות הממשלתית במגזר העסקי מכ-27 אחוזים בשנת 1985 לכ-6 אחוזים בשנת 1995, ורוב החברות המופרטות הועברו במהירות לידי קבוצות עסקיות שולטות. כך, לדוגמה, כ"ל, ששלטה על רוב המחצבים של ישראל, נפלה לידיה של משפחת אייזנברג, והבעלות על "שיכון ופיתוח" – החברה המובילה בתחום הנדל"ן – התחלקה בין "כלל", משפחת אייזנברג ו"בנק הפועלים"³⁸⁹. גם המונופול הממשלתי על החברות עתירות הידע במגזר הביטחוני ספג מהלומה: בשנת 1987 נאלצה התעשייה האווירית לפטר מהנדסים רבים, ואלה הקימו מספר מפעלים פרטיים בתחומי הטכנולוגיה העילית והמידע. קבוצות עסקיות רכשו חלק מהחברות החדשות, והצליחו להתרחב גם בתקופת גל העלייה, שיצר צורך בקליטת עובדים חדשים רבים, וכן יצר "בועה" בתחום הנדל"ן³⁹⁰. במקביל להתרחבות העסקית התנהל בקבוצות העסקיות תהליך מסיבי של החלפות הבעלות ושינויים מבניים בפיזורן.

לקראת סוף שנות התשעים לא נותרה אף אחת מקבוצות הבעלות בהיקף שבו היא פעלה בשנות השישים והשבעים, וכמעט כולן אינן קיימות עוד, לפחות לא באותה הבעלות. על אף תהליך ההפרטה וצמצום ניכר של מעורבות הממשלה, השינויים הגדולים ביותר נרשמו דווקא בקבוצת הבעלות של הסתדרות העובדים. לאחר עלייתו של משקל הקבוצה בתוצר הנקי מ-18 אחוזים בשנת 1953 ל-23 אחוזים בשנות השישים והשבעים, צנח משקלה של קבוצה זו ל-14 אחוזים בתחילת שנות התשעים ולאחוזים בודדים בתחילת האלף הנוכחי. רוב הקונצרנים נמכרו לידיים פרטיות, ובמשקי העובדים התחוללו שינויים מהפכניים. קבוצת הסוכנות היהודית נותרה גם היא ללא שליטה על עסקים בהיקף גדול. מרכז הכובד של קבוצה זו, חברת "רסקו" – שבבעלותה היו חברות בנות רבות, ובראשן "אלקטרה" ו"טלקו" – הפכה לחברה-נכדה של חברת "ערד", שבבעלות משפחות אייזנברג, גזונטהייט ושפיצר, ו"אלקטרה" עברה לבעלותה של משפחת זלקינד.

במגזר הפרטי נותרו בבעלות הראשונית עוד באמצע שנות השישים רק שתיים מתוך תשע קבוצות: "בנק אלרן", שהיה בבעלות משפחת אלרן, נמכר ל"בנק פוחכטוונגר", שהיה אז בבעלותה של משפחת אפשטיין, ושני אלה מוזגו בסופו של דבר לתוך "בנק לאומי לישראל". קבוצת "בנק דיסקונט" שינתה את פניה באופן ניכר: "בנק דיסקונט" עבר תחילה לבעלותה של הממשלה, והשקעותיו בענפים האחרים, באמצעות איי. די. בי. נמכרו על ידי משפחות רקנאטי וקרסו למשפחת דנקנר. "החברה הישראלית המרכזית למסחר" הפכה לחלק מ"כלל". קבוצת נחום זאבי ("בנק ארץ-ישראל בריטניה") חדלה לפעול כבר ב-1974, כאשר רוב נכסיה עברו לבנק ישראל. היקף העסקים של משפחות מאיר וסחרוב הצטמצם מאוד, וקבוצת פי. אי. סי. הפכה לחלק מאיי. די. בי.

מבין חמשת הבנקים הגדולים – "הפועלים", "לאומי", "דיסקונט", "המזרחי" ו"הבינלאומי הראשון" – רק האחרון היה בשליטתה של משפחה (ספרא); בארבעת האחרים שלטה מדינת

³⁸⁹ לסיכום ההפרטה ראו שרייבר (1995).

³⁹⁰ כוונה למפעלים כגון "נשר", "כור", "כלל" שהיו בבעלות הקבוצות.

ישראל (בעקבות משבר מניות הבנקים ב-1983). במסגרת המאמצים להפריט את החזקות הממשלה במערכת הבנקאות נמכרה השליטה ב"בנק המזרחי" למשפחת עופר ולמוזי וורטהיים, והשליטה ב"בנק הפועלים" נרכשה בידי משפחות אריסון ודנקנר. אשר לחברות ההחזקה הגדולות³⁹¹: אי. די. בי., "החברה לישראל", "כור" ופי.בי. נמכרו לבעלים חדשים – לקבוצת דנקנר, למשפחת עופר, לקבוצת קלאריג, שבשליטתו של צירלס ברופמן, ולמשפחת ליברמן וצדיק בינו, בהתאמה. התחזקו והתרחבו גם מוקדי כוח נוספים: קבוצת "אלקו" (שבבעלות גרשון זלינכר) רכשה את השק"ם ו"אלקטרה", קבוצת פישמן (שבבעלותה גם "מבני תעשייה" ו"החברה הכלכלית לירושלים") רכשו בהפרטה מהמדינה את "ידיעות האחרונות" ו"ערוצי זהב", דודי ויסמן ושרגא בירן ("דור אלון") רכשו את "הריבוע הכחול", ולב לבייב, לאחר הצלחתו המסחררת בעסקי היהלומים, השתלט על חברת "אפריקה ישראל".

מהסתכלות על מבנה המשק עולה כי לקראת סוף שנות התשעים התחלפה הבעלות בחלק ניכר מהחברות הגדולות. את ההחלפה בעלות אפשרו היקפי האשראי הגבוהים, שנטלו הקונים, בהבטיחם לשלם דיווידנדים גבוהים בעתיד. החברות שבהן הועברה השליטה הן: "בזק" (לזאבי ובשנת 2005 למשפחת סבן), "בנק הפועלים" (לאריסון), "בנק המזרחי" (למשפחת עופר וורטהיים) ו"בנק איגוד" (לשלמה אליהו, למשפחת לובינסקי ולישעיהו לנדאו), "כלל סחר" (לזאבי), "החברה לישראל" (השליטה נמכרה ממשפחת אייזנברג למשפחת עופר ב-1999), חברת הדלק "סונול" ומפעל הצבעים "טמבור" (למשפחת בורוביץ), חברת הדלק "דלק" (ליצחק תשובה), ידיעות אחרונות (לפישמן) וחברות הכבלים. על אלה נוספו פי.בי., שבינו צדיק ומשפחת ליברמן רכשו ממשפחת ספרא, ו"אי.די.בי. אחזקות" שרכש נוחי דנקנר ממשפחות רקנאטי וקורסו (עסקה שמונפה על ידי "בנק לאומי" ו"מבטחים"). המבנה הייחודי של הקבוצות העסקיות נשאר לרוב ללא שינוי, כך שפירמידות ההחזקה המשיכו לבלוט בנוף הכלכלה הישראלית. מרבית הבעלים החדשים היו יזמים ש"בנו" את עצמם במהלך השנים, ניצלו ידע ואסטרטגיה עסקית עדיפים והתבססו במקרים רבים גם על הון שיצרו או ירשו בחוץ לארץ. חלקם אף נבנה מהתפתחותה המהירה של תעשיית הטכנולוגיה העילית בעולם ובישראל, אולם אלה, כנראה בשל חלופות של הון סיכון וקיומם של שווקים גלובליים, העדיפו לנהל חברות בודדות מאשר להשקיע בהקמתן של קבוצות עסקיות בתחום הטכנולוגיה העילית.

הקבוצות העסקיות חדשות, שלא כקודמותיהן, חיזקו את אחיזתן בכלכלה הישראלית באמצעות רשת ענפה של קשרי גומלין ביניהן וכן באמצעות קשרים חברתיים (דירקטורים משותפים בחברות מסונפות). נוסף על כך הרחיבו הקבוצות את פעילותן מחוץ לגבולות ישראל. במהלך שנות התשעים התחזקו בעליהן החדשים של הקבוצות העסקיות בהדרגה, תוך השגת שליטה בחברות נדל"ן, תקשורת (טלוויזיה, עיתונים ורדיו) ובחברות החזקה – על פי דפוס השליטה שאפיין את בעליהן של הקבוצות הקודמות. האליטות הישנות התחלפו באליטות החדשות, וכך החל, בסוף שנות התשעים, עידן החדש בהיסטוריה של הקבוצות העסקיות בישראל.

³⁹¹ צריך לציין שמפת הבעלות והקבוצות עסקיות בישראל אינה כוללת חברות ענקיות שאינן קבוצות החזקה. ברובן המכריע של אלה האליטה העסקית שולטת פחות מ-30 שנה. בקבוצת "ישקר" שולטים מייסדה סטף וורטיימר ובנו איתן; החברות "שטראוס" ו"עלית" הן בשליטת משפחת שטראוס; דלתא נשלטת בידי דב לאוטמן; אוסם היא בשליטת משפחת פרופר והבעלים של "דלק" הוא יצחק תשובה.

התפתחותן של הקבוצות העסקיות בישראל

תקופה	קבוצה	המגזר	תחומי הפעילות העיקריים	ההנהלה	החברות המרכזיות	המקור	הערות
שנות החמישים והשישים	ממשלת ישראל	ממשלתי	כל הענפים	חברי מפלגה	אל-על, רכבת ישראל, בוק, חברת החשמל	1948	קבוצת הבעלות הגדולה במשק
	הסוכנות היהודית	ממשלתי	כל הענפים	חברי ארגון בכירים	בנק לאומי, רסקו, צים, מקורות	1920	חלק מתנועה ציונית גלובלית
	ההסתדרות	ממשלתי	כל הענפים	חברי ארגון בכירים	כור, בנק הפועלים, סולל בונה, תנובה, משביר	1920	2000 חברות בבעלות הקבוצה, 8.4% מכוח העבודה של המשק
	בנק אלרן	פרטי	בנקאות ופיננסים	משפחה	בנק אלרן	1934, מהגרים מגרמניה	תקופה של: התערבות ממשלתית ישירה ועקיפה בכלכלת ישראל
	קבוצת דיסקונט	פרטי	בנקאות ופיננסים	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק דיסקונט, בנק מרכנתיל דיסקונט	1935, מהגרים מיוון	צמיחה מהירה והתחזקות קונגלומרטים מרכזיים
	"החברה הישראלית המרכזית למסחר והשקעות"	פרטי	תעשייה, מסחר, בנקאות ופיננסים, בנייה	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	אורדן, בנק סוויס-ישראל	1944, שותפות	מערכת קשרים הדוקה בין הממשל לקבוצות העסקיות דרך החזקות צולבות
	אפריקה – ישראל להשקעות	פרטי	בנייה, ביטוח, תעשייה	מנהלים מקצועיים	מגדל	1934, מהגרים מדרום אפריקה	
	קבוצת נחום זאב וויליאמס	פרטי	פיננסים, תעשייה	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק ישראל-בריטניה	1937, מהגרים מאנגליה	
	קבוצת מאיימי	פרטי	מלונאות, נפט, מסחר ותעשייה	מנהלים מקצועיים	הוטל מלך דוד, ציגורות	1949, שותפות	
	קבוצת מאיר	פרטי	השקעות	משפחה	קבוצת האחזקות מאיר, מגדל שלום	1921, מהגרים	
	קבוצת סחרוב	פרטי	תעשייה, בנייה, ביטוח	משפחה	סהר	1904	
	פי. אי. סי	פרטי	בנייה, תעשייה, מסחר	מנהלים מקצועיים	גב ים	1921, יהודים מארה"ב	

קונגלומרטים עיקריים: כלל, חברה לישראל, דלק ישראל, צינורות אילת הוקמו בשנת 1983. פ בין המגזר הממשלתי לקבוצות עסקיות במגזר הפרטי. קונגלומרטים אלו הורכבו מחברות רבות, והיו מעורבים בכל ענפי המשק ובעצם היו מרכזי הכובד של המשק הישראלי.						
שנות ה-60 וה-70	ממשלת ישראל	ממשלתי	כל התעשיות	זהה לשנים קודמות	+	1948
	ההסתדרות	ממשלתי	כל התעשיות	קצינים, פוליטיקאים	החזקות של הסוכנות היהודית	1920
	אי.די.בי (משפחות רקנטי וקרסו) (קבוצת דיסקונט לשעבר)	פרטי	פיזור ענפי רחב	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	פי.אי.סי, בנק דיסקונט, אלביט	1970
	קבוצת אייזנברג	פרטי	השקעות, נדל"ן, ספנות	משפחה	החברה לישראל, צימ, כי"ל	1968
משבר כלכלי, תקופת היפראינפלציה. משבר הבנקים- רוב הבנקים עברו לידי ממשלת ישראל לאחר גפילת הבורסה בשנת 1983. בשנת 1991 החלה הפרטה של מערכת הבנקאות. לאחר תכנית היציב החלה הפרטה של החברות בבעלות ממשלתית, ליברליזציה וגם הגירה המונית מברה"מ לשעבר – כל אלה השפיעו על שינוי מפת הבעלות בישראל ויצרו קרקע להיווצרותן של קבוצות חדשות.						
שנות ה-90	אי די בי (קבוצת דנקנר)	פרטי	פיזור ענפי רחב	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	כלל, דסק"ש, סלקום, כור	1970, 2003
	אפריקה ישראל (קבוצת לבייב)	פרטי	נדל"ן, השקעות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	אפריקה-ישראל	1996
	קבוצת עופר	פרטי	בנקאות, תעשייה, ספנות, מלונאות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	חברה לישראל, צים, כי"ל, מזרחי	1999
	קבוצת דלק	פרטי	נדל"ן, נפט	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	דלק ישראל	1991-1994
	קבוצת פישמן	פרטי	תעשייה, נדל"ן, טלקומוניקציות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	כלכלית ירושלים	1989
	קבוצת אריסון	פרטי	בנקאות ופיננסים, נדל"ן	מנהלים מקצועיים	בנק הפועלים	1991-99
	קבוצת אלון ברונפמן	פרטי	בנקאות, מזון	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק דיסקונט, רבוע כחול	1989
	קבוצת בינו	פרטי	נפט, נדל"ן, בנקאות	מנהלים מקצועיים	פו, פיבי	1999
	קבוצת נמרודי	פרטי	נדל"ן, תקשורת, מלונאות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	ILDC, מעריב	1989-92
	קבוצות אחרות: סבן, אקירוב, המבורגר, בורוביץ, זלקינד, קץ, פדרמן – כולן פרטיות, בעלות פיזור ענפי רחב עם מבנה בעלות אנכי.					

מנתוני הלוח ומהסקירה ההיסטורית עולות מספר נקודות עיקריות לגבי אופיין של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן האפשרית על ביצועי המשק בהווה ובעתיד. ראשית, ניתן להתרשם מהתחלופה הגבוהה של הבעלים השולטים: בתוך כחמישים שנה התחלפו בעליהן של הקבוצות השולטות במגזר העסקי כשלוש פעמים. העובדה שמרבית הקבוצות השולטות נמצאות בידי מספר משפחות מצביעה על יציבות נמוכה יחסית של המערכת הפיננסית ומתנה הן את השליטה והבעלות על הפירמות והן את הביצועים ואת רווחת המשקיעים בטיב הקשרים בתוך המשפחות, באסטרטגיה ובטעמים של אנשים מעטים. שנית, מתברר שקיימת רשת של קשרי גומלין הדוקים בין המגזר הבנקאי לקבוצות העסקיות. תופעה זו כשלעצמה מצריכה ניתוח רחב וקשורה ישירות לנושאי איתנותה ויציבותה של מערכת הבנקאות בישראל וכן של המערכת הפיננסית כולה. שלישית, מערכת ענפה של קשרים בין-קבוצתיים מעמידה את המשק הישראלי בפני שאלות כלכליות רבות – למשל לגבי יעילותו של שיווי משקל המאופיין בריבוי קבוצות עסקיות ושל פיזור בין ענפי המשק ובמגזר הפרטי, לגבי יעילותם של השווקים הפיננסיים, הקצאת המקורות, הצמיחה ועמידותו של המשק בפני זעזועים. תהליך ההפרטה המואץ במשק ישראלי והעברת שליטה במרבית היחידות הכלכליות לידי מספר מצומצם של בעלי שליטה מצריך התייחסות גם לעצם הגדרתו של השוק הנוכחי (כשוק מרוכז או מבוזר, מונופוליסטי או תחרותי, מתפתח או מפותח, חופשי או מנוהל וכו'). הן להלכה והן למעשה. אין ספק ששאלות אלה ורבות נוספות מאתגרות את מחשבתנו, אך לעת עתה בחרנו להתמקד בזיהוי ואפיון של הקבוצות העסקיות בישראל ובבחינת השפעתן ברמת המיקרו, כלומר על החברה הבודדת.

4. בניית המדגם

לצורך עבודה זו נבנה מדגם ייחודי, ובו נתונים רבעוניים על כ-650 חברות ציבוריות שנסחרו בבורסה של תל אביב בשנים 1995-2005. מועד ההתחלה של הנתונים נבחר בשל כמה אילוצים: ראשית, נתוני הבעלות, כפי שהם מדווחים לבורסה ולרשות לניירות ערך, אינם מצויים בצורה של גיליונות אלקטרוניים לפני שנת 1995, והמידע על השנים שלפני כן דל יחסית. שנית, בשל מגבלות של המערכות אין באפשרותנו לחשב ערכים פיננסיים למרבית החברות לפני התקופה הנחקרת. לפיכך הקיף מאגר זה בשלב ההתחלתי את כל החברות הציבוריות שעליהן נמצאו נתוני הבעלות, ונתונים פיננסיים וחשבונאים מלאים מינואר 1995. המדגם נאסף ממספר מקורות עיקריים:

1. דוחות כספיים של החברות, המכילים נתונים על מאפייני החברה כגון: רווחיותה, היקף פעילותה, סביבת פעילותה (הענף, תת-הענף) ורמת ההוצאות (כולל הוצאות מו"פ).
2. נתוני בעלות על החברות הציבוריות – על ריכוזיות הבעלות ואחוז ההחזקה בהן, הן של בעלי המניות הגדולים (בעלי עניין שמחזיקים יותר מ-5 אחוזים מההון) והן, בחלק ניכר מהחברות, של בעלי תפקידים ניהוליים (החייבים בדיווח לפי הוראות הרשות לניירות ערך) גם אם החזקתם אינה עולה על 5 אחוזים.
3. נתוני בעלות על חברות פרטיות, הכוללים נתונים על כל בעלי האחזקות בחברות פרטיות, לפי סוגי ההחזקה השונים (מניות "בכורה", "ייסוד", "רגילות", "הנהלה" וכו'). נתונים אלה נאספו מתוך דיווחיהן של החברות לרשם החברות הישראלי.
4. נתוני מסחר בורסאיים, שנאספו כדי לחשב ערכים פיננסיים שונים, וביניהם: ROE, TQ וגם התשואות על מניות של החברות הנסחרות. כמו כן נקלט הרכב מלא של מדד תל-אביב 100 החל

משנת 1995 (תוך הפרדה בין החברות הגדולות, בעלות הסחירות הגבוהה לשאר המניות הנסחרות) לצורך בדיקות סטטיסטיות וניתוח אקונומטרי.

5. נתונים על קשרים משפחתיים בין בעלי ההחזקה בחברות ציבוריות, שנאספו מתוך רשימות של בעלי עניין המדווחים ישירות לבורסה ולרשות לניירות ערך. התקנות של הרשות הישראלית מחייבות לדווח על קשרי משפחה בין בעלי עניין בחברה המוחזקת. שאר הקשרים האפשריים הושלמו מתוך ניתוח של מקורות התקשורת השונים (מאגרי עיתונות, אינטרנט, BIS, D&B).

בשלב הראשון של ניתוח הנתונים ניסינו לזהות את הבעלים האולטימטיביים (הייחודיים) בכל חברה ציבורית הנמצאת במאגרנו בתאריך ספציפי. לשם כך הגדרנו בעלי שליטה כבעל מניות העונה על שני תנאים: מחזיק לפחות כ-25 אחוזים מהון החברה והחזקתו גבוהה מסכום האחזקות של שני הבעלים שלפי גודלם באים אחריו בסדר ההחזקה³⁹². הגדרה זו אפשרה לסנן את נתוני הבעלות, ובך התקבלו כ-7,300 בעלי שליטה פוטנציאליים בחברות ציבוריות. אותם בעלים אופיינו בהטרוגניות רבה לפי זהותם: נמנו עמם פרטים (47 אחוזים), חברות פרטיות (22 אחוזים), נאמנויות ושותפויות (2 אחוזים), בעלים זרים (אנשים וחברות) וכן הממשלה. בשלב השני בחרנו להתמקד בזיהוי הבעלים בחברות פרטיות ובסיווגם לפי זהות הבעלות. לצורך סיווג זה השתמשנו בשיטה דומה לזו של La Porta et al. (1999), והגדרנו חמישה סוגים עיקריים של קבוצות בעלות: (1) בעלים יחיד או משפחה; (2) תאגיד פרטי בבעלות מפוזרת; (3) בעלות ממשלתית; (4) בעלות משותפת (נאמנויות, שותפויות וכו'); (5) בעלות זרה. את החברות שלא הצלחנו לשייך לאחת מקבוצות אלו, או שלא נמצאו בהן בעלי שליטה לפי המגבלה שהצבנו, שייכנו לקבוצה של חברות ללא בעלות אולטימטיבית – בעלות פיזור החזקות רחב³⁹³. בשלב הבא הוצלבו נתוני הבעלות של החברות הפרטיות עם אלה של הציבוריות, וזהו קשרים משפחתיים בין הפרטים, ונערך סיווג סופי של כל בעלי השליטה לקטגוריות שצוינו לעיל. בשלב המסכם בדקנו את ההתפלגות של החזקות בעלי השליטה והגדרנו קבוצה עסקית לפי מספר החברות שנמצאו בבעלותו של אותו בעל שליטה בתאריך מסוים. קבוצה עסקית הוגדרה אם בשליטתה של יחידה כלכלית אחת נמצאו יותר מחברה ציבורית אחת (שתיים ומעלה). כחלופה חזקה יותר בחרנו להגדיר קבוצה עסקית גדולה, אם בשליטה אחידה נמצאו יותר משתי חברות ציבוריות. נתוני הבעלות כללו: נתונים על אחוזי ההחזקה הישירים והעקיפים, מדד לריכוזיות האחזקות (HH index), נתונים על השתייכות לקבוצה עסקית וסוג ההשתייכות לפי קבוצת הזהות הנ"ל, מידע על החזקת החברה במבנה הפירמידלי והרמה בתוך הפירמידה שבה מושגת שליטה (מספר החברות שהבעלות עליהן מקנה שליטה בחברה בתוך הפירמידה. כל הנתונים האלה צורפו למאגר נתוני הדוחות הכספיים "דוכס" (דמוי Compustat האמריקאי) ולנתוני הבורסה. כך התקבלו לכל חברה שבמאגר נתוני מאזן רבעוניים, חושב גיל החברה לפי תאריך ההנפקה הראשונית בבורסה לניירות ערך, וחושבו מדדים לביצועיה: Tobin's Q, ROA, ROIC, ROE, נתונים על קצב צמיחת ההכנסות, תשואת המניות, המינוף פיננסי ונתונים חשבונאיים נוספים.

³⁹² הגדרה זו דומה להגדרה של הפיקוח על הבנקים לבעלים אולטימטיבי לצורך זיהוי לווים גדולים.
³⁹³ בחברות אלה מצויים עדיין בעלי עניין, והריכוזיות בהן גבוהה.

לאחר מהלכים לאימות הנתונים וניכוי התצפיות החריגות הורכב מאגר סופי, שכלל מידע על כ-650 חברות ציבוריות, בממוצע על פני התקופה הנסקרת, במשך 11 שנים בנתונים רבעוניים – כ-27,000 תצפיות של חברה-רביע נכללו בנתוני פאנל לא מאוזן סופי.

4.1. תיאור המדגם והסטטיסטיים של המשתנים

לוח 1 מציג נתונים על התפלגות השליטה בכל החברות שלגביהן הוגדר בעל שליטה ייחודי. משקלן של חברות אלה הוא כ-66 אחוזים מסך החברות במדגם על פני השנים 1995 עד 2005, ומשקלן בחברות המשתייכות למדד תל-אביב 100 (100 החברות הגדולות) הוא 70 אחוזים בממוצע. מהלוח ניתן לראות שמרבית הפירמות בישראל (74 אחוזים, בממוצע על פני התקופה הנסקרת, נמצאות בשליטה של יחיד או משפחה, ובמשך השנים ניכר מעבר משליטתה של המדינה לשליטה של שותפויות ונאמנויות למיניהן. תופעה זו, שתיארנו בסקירה היסטורית, עולה בקנה אחד עם המעבר של השליטה בבנקים מידי הממשלה למשפחות או לשותפויות. אמנם אף מוסד בנקאי בישראל אינו מוגדר כבעל שליטה ייחודי אולם במרבית המקרים מתבצעת דרך הבנקים ההחזקה של משפחות או שותפויות בתאגידים ריאליים ישראלים, וכפועל יוצא מושגת גם שליטה על תאגידים אלה.

לוח 1
התפלגות השליטה לפי זהות הבעלים (אחוזים)

שנה	בעלות של יחיד/ משפחתית	בעלות של חברה פרטית	בעלות המדינה	בעלות של שותפות	בעלות זרה
1995	72	7	6	10	5
1996	74	6	6	10	4
1997	73	6	3	12	6
1998	76	6	2	11	5
1999	75	6	2	12	5
2000	75	7	2	12	4
2001	76	6	2	13	3
2002	74	5	2	14	5
2003	71	5	6	14	4
2004	75	5	3	14	3
2005	74	5	1	17	3
2006	74	6	1	17	2

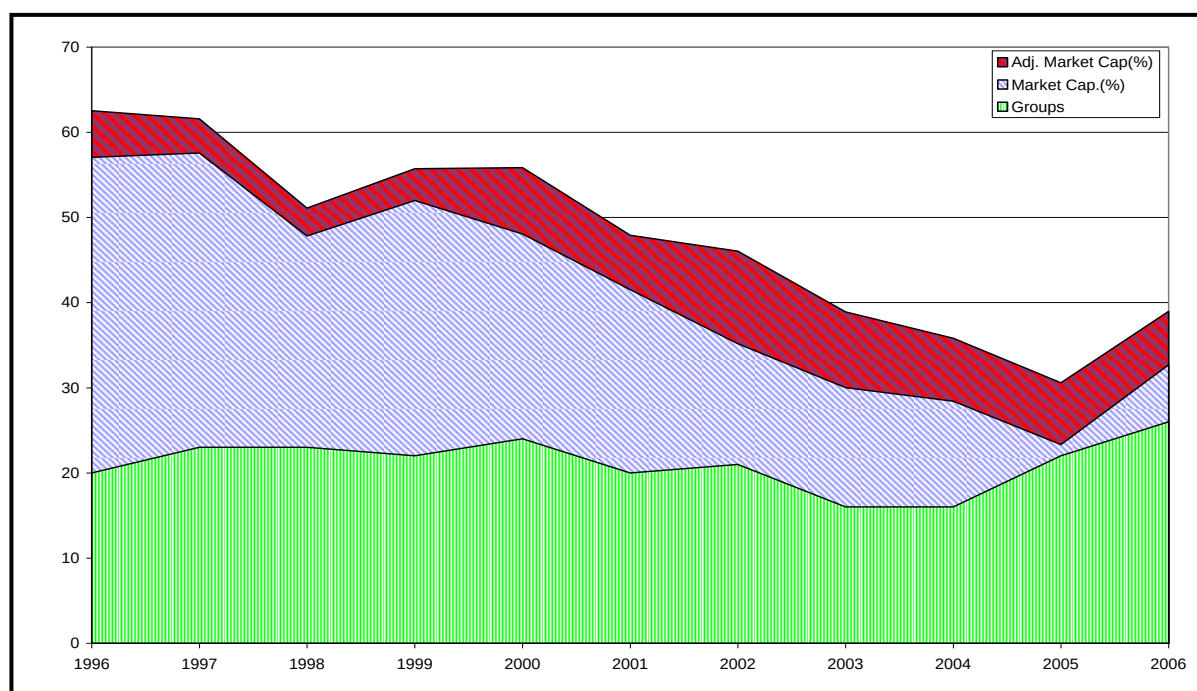
מאחר שהנתונים בלוח 1 רלוונטיים רק לשני שלישים מהחברות שבמדגם, חישובנו את התפלגות האחזקות לפי סוג השליטה מתוך כל התצפיות. שקלול סופי של חישוב זה העלה ש-50 אחוזים מהחברות הישראליות נשלטות בידי פרטים או משפחות, ו-34 אחוזים הוגדרו כחברות בעלות פיזור רחב של ההחזקה (ללא שליטה של בעלים ייחודי). השוואה של ממצאים אלה עם מקביליהם בעולם³⁹⁴ מעלה כי מבחינת מבנה האחזקות לפי סוג השליטה ישראל נמצאת בשורה אחת עם השווקים המתפתחים, כדוגמת השווקים האסייתיים, ושונה מרוב מדינות מערב. מהתבוננות בנתוני ההשתייכות של החברות לפי קבוצות עסקיות עולה התמונה הבאה: הגדרה של קבוצה עסקית לפי החזקה בשתי חברות ציבוריות ומעלה מעלה כי כ-26 אחוזים מהחברות מסונפות לקבוצות עסקיות. בדומה למגמה שהתקבלה לעיל, אחוז החברות המשתייכות לקבוצות עסקיות מתוך מדד ת"א 100 גבוה הרבה יותר – 52 אחוזים בממוצע – והחברות שהמרכיבות את

³⁹⁴ Faccio and Lang(2002), Claessens, Djankov and Lang (2000)

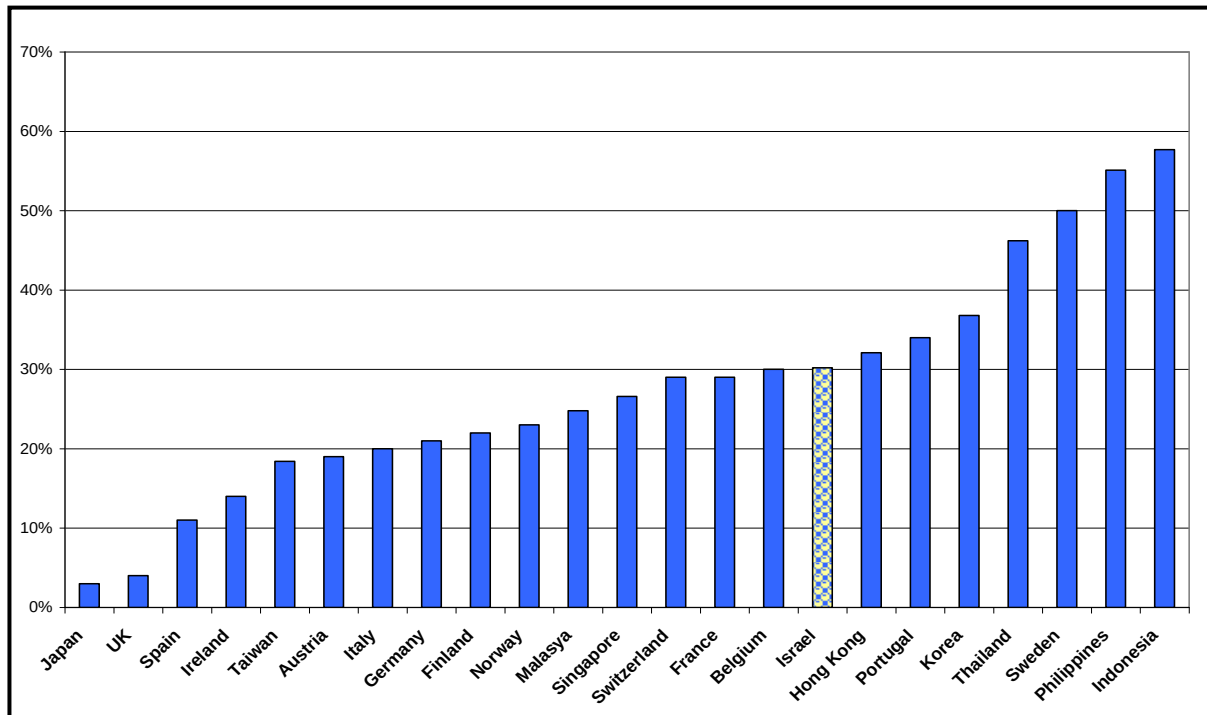
מדד ת"א 25 (75 אחוזים מהחברות הנסחרות בבורסה), רובן בשליטה של קבוצות עסקיות. הגדרה של קבוצה עסקית לפי החזקה בשלוש חברות ציבוריות ומעלה אינה משנה מהותית את הממצאים הקודמים: אף שרק 16 אחוזים מהחברות מוגדרות כמסונפות לפי סיווג זה, מרבית החברות הגדולות במשק (42 אחוזים) (רשימות תל-אביב 100 ותל-אביב 25) עדיין מוגדרות כמסונפות לקבוצות עסקיות. כללית נמצא שלפי ההגדרה הראשונה של קבוצות עסקיות פעלו בישראל כ-50 קבוצות עסקיות בשנים 1995-2006, מהן כ-20 קבוצות גדולות בממצוצע לשנה.

נתון מעניין ניתן לגזור מאיור 1: נתח השוק של הקבוצות העסקיות בעשור האחרון, על אף יציבות יחסית במספרן, נמצא, עד לשנה האחרונה של המדגם, במגמת ירידה – כנראה מפני מאפייניהן של החברות המסונפות. עם זאת, הייחודיות של שוק ההון הישראלי מצריכה הסתכלות רחבה יותר על נתוני נתח השוק, וזאת מפני סחירותה של חברת "טבע", שהיוותה בתקופות מסוימות עד 20 אחוזים מערכו של השוק. ההחזקה בחברה זו, כידוע, מפוזרת לחלוטין, והדבר מטה כלפי מטה את משקלן של הקבוצות העסקיות. בדיקת הנתונים בניכוי חברת "טבע" (הסידרה העליונה באיור) מעלה כי הקבוצות הגדולות החזיקו בתקופת המדגם קרוב ל-50 אחוזים בממוצע מערך השוק כולו. יתירה מזאת, זיהוי של 10 הקבוצות הגדולות, שכולן בבעלותן של משפחות, מעלה כי משקלן מתקרב ל-30 אחוזים – מן הגבוהים בעולם המערבי (איור 2).

איור 1
הקבוצות ונתח השוק



איור 2
החזקה של 10 המשפחות הגדולות
(האחוז מערך השוק)



המקור: Faccio and Lang (2002) למדינות אירופה ו- Claessens et al (2000) למדינות אסיה.

סוגיה נוספת המעוררת עניין בדיון על הקבוצת העסקיות בעולם, ובכלל זה בישראל, היא סוגיית המבנה קבוצות אלו. נדגיש שבשונה מרוב המדינות האחרות בישראל כבר אין, מאז שנות התשעים, אפשרות להנפיק מניות המקנות זכויות הון וזכויות הצבעה שונות (dual shares). תיקון 11 לחוק ניירות ערך בישראל (1988) צמצם במידה רבה את השימוש בזכויות הצבעה עודפות כאמצעי לשימור שליטה, וייתכן שבכך הוא עודד שימוש בשיטת הפירמידה³⁹⁵. לפי ממצאיה של עבודה זו קרוב ל-21 אחוזים מהחברות הרשומות למסחר בישראל נמצאות בשליטה בעלת מבנה פירמידלי. (ראו לדוגמה איור 4). נתון זה כשלעצמו אינו חריג – שיעוריהן הממוצעים של החברות המשתייכות לפירמידות החזקה באירופה ובמדינות אסיה הם 10 אחוזים ו-48 אחוזים, בהתאמה³⁹⁶ – אולם בישראל כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות לקבוצות עסקיות מוחזקות במבנה זה³⁹⁷. יתר על כן הרמה המרבית שבה מוחזקת חברה ציבורית בישראל נאמדה ב-7, משמע שהשליטה בחברה ציבורית מושגת דרך החזקה של לא פחות משש חברות נוספות. נתון מעניין נוסף הוא המירווח בין זכויות השליטה לבין הזכויות בהון שבעלי השליטה משיגים במבנה הפירמידלי. מהכפלת אחוזי ההחזקה בהון באמצעות החברות בשרשרת הפירמידה (Morck, 2004) נמצא כי המירווח בחברה המוחזקת דרך שרשר של 6 חברות ציבוריות נוספות עומד על 97 אחוזים. במילים אחרות: באמצעות החזקת 3 אחוזים בלבד מהונו האישי בחברה בעלים ייחודי משיג שליטה מלאה עליה – בהתאם לתיאוריה של הקבוצות העסקיות הפירמידליות. נדגיש שוב שזיהוי בעלי

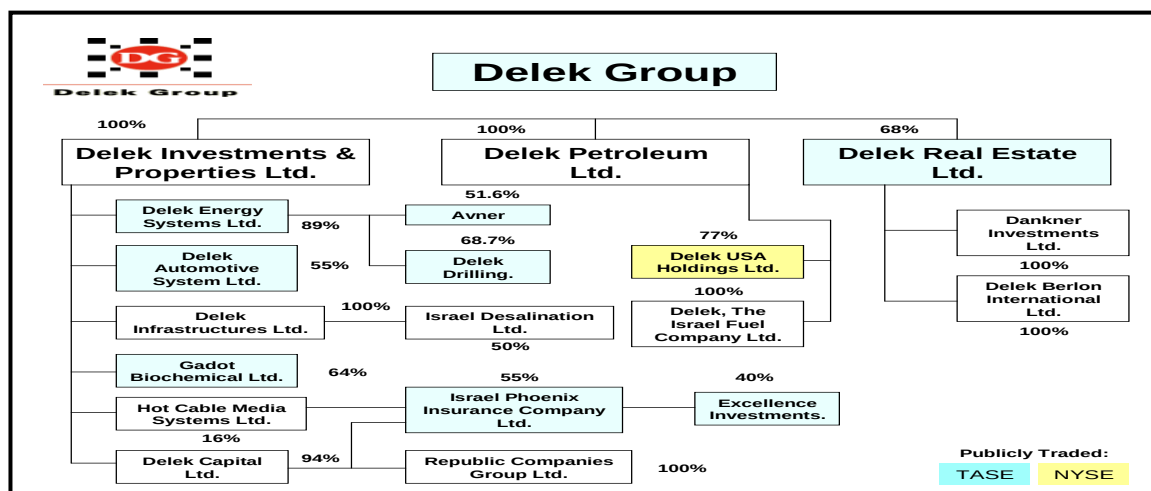
³⁹⁵ עבודה בתהליך (פרופ' ישי יפה).

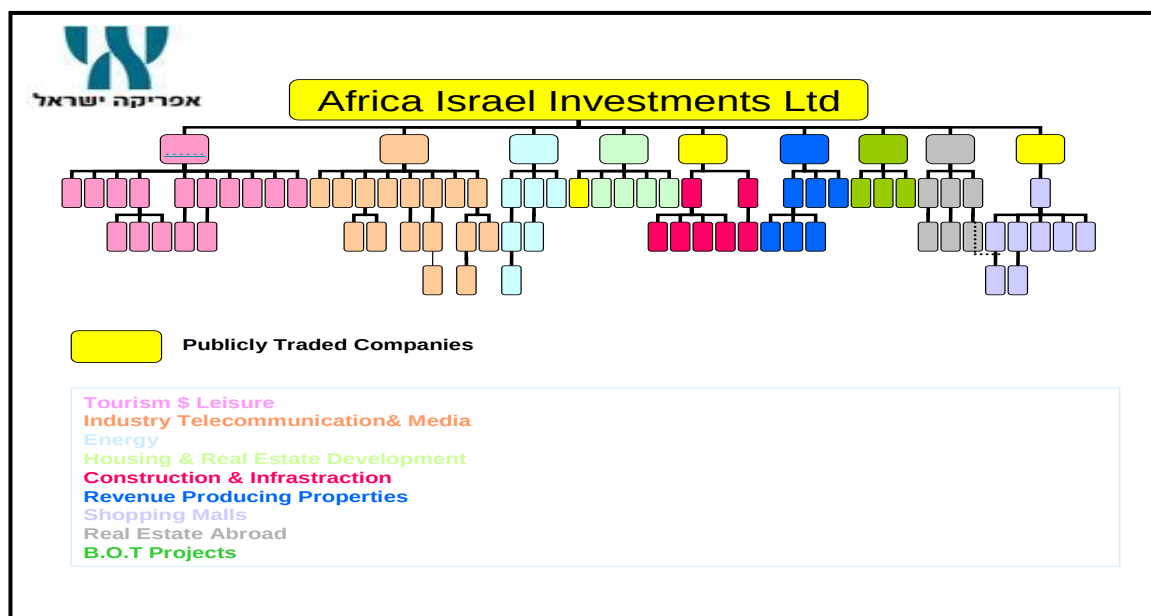
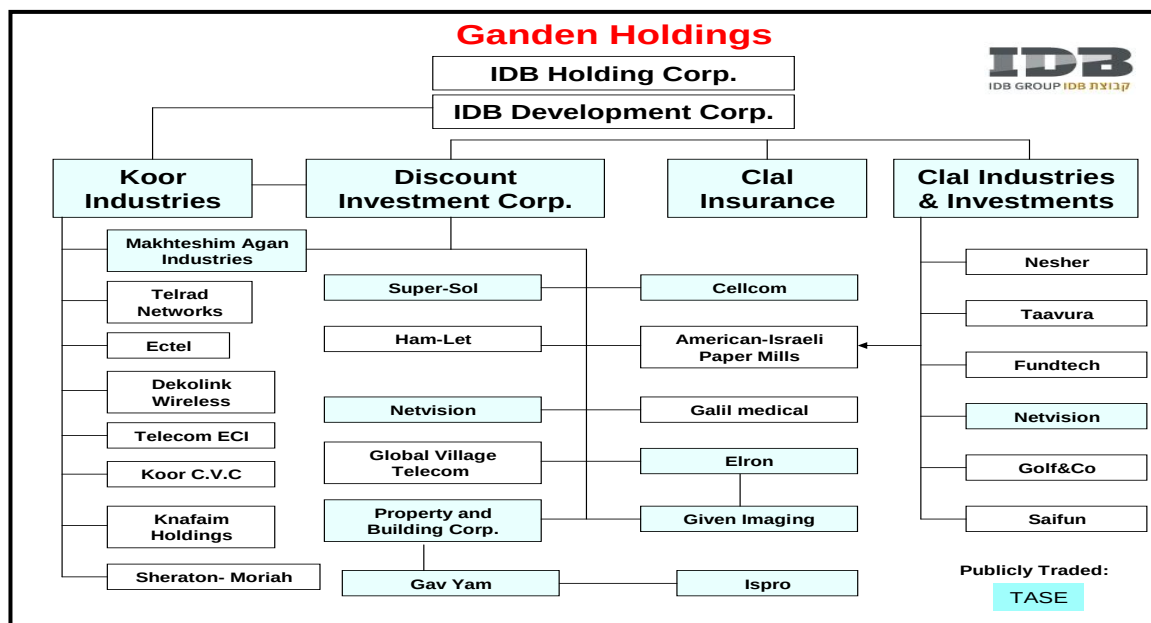
³⁹⁶ סכום של אחוזי ההחזקה לפי מניות דואליות ופירמידות באירופה = 30%.

³⁹⁷ ממצא זה תומך בתיאוריה של מבנה קבוצות עסקיות (Almeida and Wolfenzon, 2006).

השליטה, סיווגם לפי הזהות וחלוקת החברות למסונפות ולא-מסונפות נעשו בהנחה חזקה לגבי הגדרתה של השליטה בחברה הציבורית: בעל שליטה הוא לדידנו מי שמחזיק לפחות 25 אחוזים מהון החברה והחזקתו עולה בגודלה על סכום האחזקות של שני הבעלים הבאים אחריו בסדר גודלן של האחזקות זאת בשונה ממחקרים קודמים, שבחרו שיעורי ייחוס של 10 אחוזים ו-20 אחוזים. אנו דבקים בהגדרה שלנו לאור עדויות על החזקותיהם של בעלי עניין בחברות ציבוריות בישראל: אחד המאפיינים הייחודיים של פירמות הנסחרות בבורסה בתל אביב הוא אחוז ההחזקה הגבוה של בעלי עניין בהון החברה. מבדיקות עדכניות, ובהמשך לממצאי עבודות קודמות (בר, 1999) עולה כי בעלי עניין מחזיקים בממוצע כ-60 אחוזים מהבעלות בחברות ציבוריות בישראל, וכי המדד לריכוזיות האחזקות (הרפינדל-הירשמן) בהן עומד על 0.5. זאת בהבדל גדול ממדינות מערביות אחרות, שבהן אחוז ההחזקה של מניות בידי בעלי עניין גדולים נמוך הרבה יותר. ייתכן שהסיבה נעוצה בגודלן המצומצם של החברות הישראליות ביחס לחברות במדינות מערביות אחרות; אפשר שגרמה לכך גם התפתחותו המאוחרת יחסית של שוק ההון בישראל, אשר השאירה את מרבית החברות במגזר הפרטי במשך זמן רב בידי הבעלים הגדולים ללא דילול של החזקות ההון. אולם למרות התפתחותו המהירה של השוק בשנים האחרונות, תהליך ההפרטה והשימוש במכשירים שונים לדילול השליטה אין אנו עדים להתהפכות המגמה בריכוזיות הבעלות בחברות הציבוריות בישראל, וכך שיעור הבעלות שבידי הציבור ממשיך לדשדש סביב 40-45 אחוזים. מהנאמר לעיל נובע כי התוצאות של עבודה זו בהשוואה בין-לאומית מוטות כלפי מטה יחסית לממצאי עבודות המתבססות על נקודות ייחוס (benchmark) של עד 20 אחוזים לשם הגדרת השליטה בחברה. לו הגדרנו את השליטה כמו באותן עבודות היינו מקבלים היקפים רחבים יותר הן של הבעלים הייחודיים והן של הקבוצות העסקיות והפירמידות בישראל.

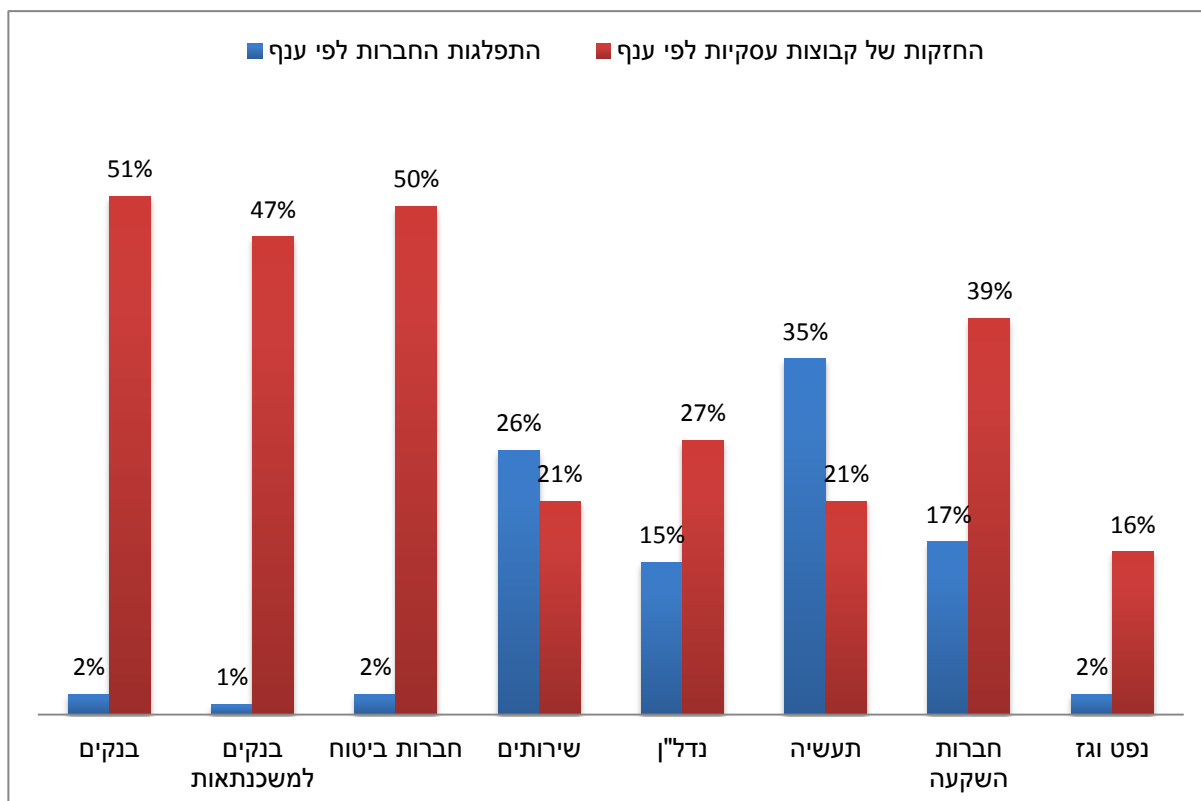
איור 3
המחשה של המבנה הפירמידאלי בישראל





כבדיקה אחרונה בניתוח סוגיית השליטה והקבוצות העסקיות בחרנו להתמקד בפיזור של הקבוצות עסקיות על פני ענפי המשק. המסקנה מאיור 4 היא כי פיזור השליטה של הקבוצות העסקיות ניכר על פני כל הענפים. אולם ניתן לקבוע בוודאות כי בענף הבנקאות, המורכב מבנקים ומבנקים למשכנתאות, בחברות החזקה ובענף הביטוח שליטתן של הקבוצות העסקיות איתנה יותר, ומתפרסת על יותר מ-40 אחוזים מן החברות השייכות לענפים אלה. לעומת זאת בענף התעשייה משתייכות לקבוצות עסקיות רק כ-21 אחוזים מהחברות. נראה אפוא שמרכז הכובד של מרבית הקבוצות העסקיות בישראל הוא אכן במגזר הפיננסי.

איור 4 התפלגות החברות והחזקות של קבוצות עסקיות לפי ענפי המשק



4.1.1 מאפייני החברות לפי הסוג ומבנה השליטה

לוח 2 סיכום הסטטיסטיים של כלל הפירמות הבורסאיות

שנה	אחוז צמיחת ההכנסות (%)	ההשקעה במד"פ (%)	החזקות הציבור (%)	Tobin's Q	המינוף הפיננסי	הגודל (ערך השוק)	ROA
1996	5.40	0.78	32	0.98	0.47	404,074	7.8%
1997	3.10	0.78	34	1.07	0.48	474,901	2.5%
1998	8.54	1.13	33	1.06	0.50	738,799	1.1%
1999	4.28	1.31	33	1.37	0.51	809,433	8.9%
2000	2.69	2.98	33	1.23	0.52	799,973	-2.6%
2001	3.95	3.59	32	1.16	0.53	854,135	-1%
2002	4.04	7.67	34	1.05	0.53	1,009,484	-2.4%
2003	2.40	6.67	37	1.25	0.53	1,057,478	3%
2004	3.06	3.77	39	1.34	0.53	1,190,986	6.7%
2005	2.30	6.33	40	1.46	0.54	1,409,591	6%

לוח 2 מציג נתונים על כלל הפירמות הציבוריות בשנים 1996 עד 2005, שנים שחלק מהן אופיינו בגאות וחלק בשפל. כפי שעולה מהלוח, הרווחיות הממוצעת (הרווח המנורמל בהיקף הנכסים (ROA)) במדגם

עמדה על 3 אחוזים בכל התקופה. ניתן לראות כי בשנים 2002-2000 הרווחיות הממוצעת של הפירמות הייתה נמוכה במיוחד. זאת כחלק מתופעה מקרו-כלכלית של מיתון במשק, ובפרט שפל של בשווקים הפיננסיים³⁹⁸. מנתוני הלוח נגזרת מגמת עלייה בגודלה של החברה הממוצעת במשק הישראלי (לפי נתוני סך המאזן). המינוף הפיננסי של החברות (היחס בין החוב להון) נשאר יציב יחסית לאורך התקופה הנחקרת כולה, ושיעור ההחזקה של הציבור עמד בתקופה זו על כ-35 אחוזים בממוצע. הביצוע הפיננסי של החברות, על פי Tobin's Q נמצא בגבולות המקובל לפי הספרות, והוא מתיישב עם התפתחותו של שוק ההון המקומי (ירידת הערך בתקופת מיתון). נוסף על כך ניתן לציין שהגיל הממוצע של החברה הציבורית לתחילת תקופת המדגם עמד על 7 שנים – עדות נוספת לגילו הצעיר יחסית של שוק ההון המקומי. בולטת במיוחד האינטנסיביות של השקעת החברות הישראליות במחקר ופיתוח, שנאמדה ב-3.5 אחוזים מסך הכנסותיהן.

להלן נבדוק את השפעתן של הקבוצות העסקיות על המאפיינים החשבונאיים והפיננסיים של החברות, בטרם נערוך את המבחנים האקונומטריים.

לוח 3

הסטטיסטיים של החברות הבורסאיות לפי השתייכות לקבוצות עסקיות

הסטטיסטי t להפרש הממוצעים	מסונפות	לא-מסונפות	
2.90	2.1	1	ROA (%)
14.17	1,958,187	371,370	הגודל (ערך השוק בש"ח)
4.98	0.54	0.48	המינוף
4.34	1.15	1.24	TQ
30.20	40	60	החזקות הציבור (%)
2.25	3	6	אינטנסיביות ההשקעה במו"פ (%)
3.82	4	5.7	שיעור צמיחת ההכנסות (%)
32.97	59	40	ההפרש בין אחוז השליטה לאחוז ההחזקה
36.27	14	10	הגיל הבורסאי

בלוח 3 מדווחים ממוצעים של הפרמטרים הרלוונטיים והמובהקות של הפרשי הממוצעים בין החברות לפי השתייכותן לקבוצות עסקיות. הסטטיסטיים מראים שאכן יש הבדלים מובהקים בין שתי קבוצות החברות: החברות המסונפות (המשתייכות לקבוצות העסקיות) מאופיינות ב-Tobin's Q נמוך יותר – סימן להערכת חסר של השווקים כלפי אותן החברות. לעומת זאת הרווחיות של החברות המסונפות מתקבלת כגבוהה יותר. החברות המשתייכות לקבוצות עסקיות הן מבוגרות יותר מבחינת הגיל הבורסאי, גדולות יותר לפי היקף הנכסים (סך המאזן), מסוכנות יותר לפי רמת המינוף הפיננסי, צמיחתן נמוכה יותר, והן משקיעות פחות בפיתוח הטכנולוגי – איתות להתבצרות יתירה. בשל מבנה פירמידלי של מרבית הקבוצות, ההפרדה בין שליטה לבין בעלות (פרמטר Wedge) בחברות המסונפות היא, כצפוי, בולטת יותר מאשר בלא-מסונפות: ריכוזיות השליטה גבוהה יותר וההחזקה הישירה בהן החברה המוחזקת נמוכה יותר.

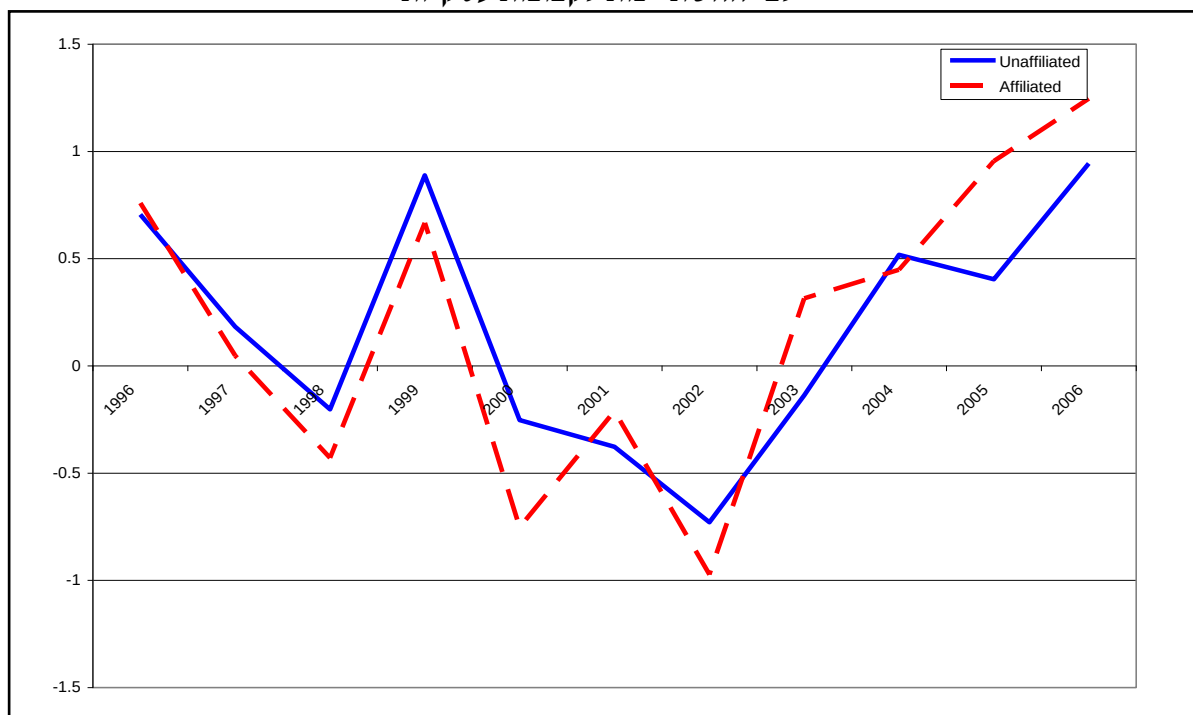
³⁹⁸ גם מתוני ROE (התשואה להון), שאינם מדווחים בלוח, עולה מסקנה דומה.

בסיכום: מניתוח ראשוני של הנתונים עולה כי החברות המסונפות מאופיינות בבשלות גבוהה יותר הן מבחינת הגיל והן מבחינת הגודל, קצב צמיחתן נמוך מזה של הלא-מסונפות, מינופן הפיננסי גבוה, והשקעתן בפיתוח טכנולוגי פחותה. כמו כן מצביעים הממצאים בדבר הפרדה בין שיעור השליטה לשיעור הבעלות בחברות המסונפות על התאמה לתיאוריה של מבנה הבעלות בקבוצות עסקיות.

5. ניתוח אקונומטרי

בפרק זה נציג ניתוח אקונומטרי של ערוצי התמסורת, שדרכם העלויות של השתייכות חברה ציבורית לקבוצה עסקית והתועלת ממנה מתבטאות בערכה של החברה. הניתוח מתבסס על נתוני פאנל רבעוניים עם ספציפיקציות שונות של הרגרסיות. המשתנה המוסבר ברגרסיות נקבע בהתאם לשלב בשאלת המחקר. כללית בחרנו להתמקד בשני משתנים המודדים את רווחיות החברה. המדד הראשון הוא ROA – התשואה להון. (לחלופין ניתן להשתמש גם בתשואה לנכסים) (איור 5). המדד הוא מדד חשבונאי מסוג backward looking – מדד לרווחיות בפועל (בעבר) של ביצועי החברה. באמצעותו אנו בודקים אם ההשתייכות לקבוצה עסקית משנה במידה מובהקת את רווחיותה של החברה.

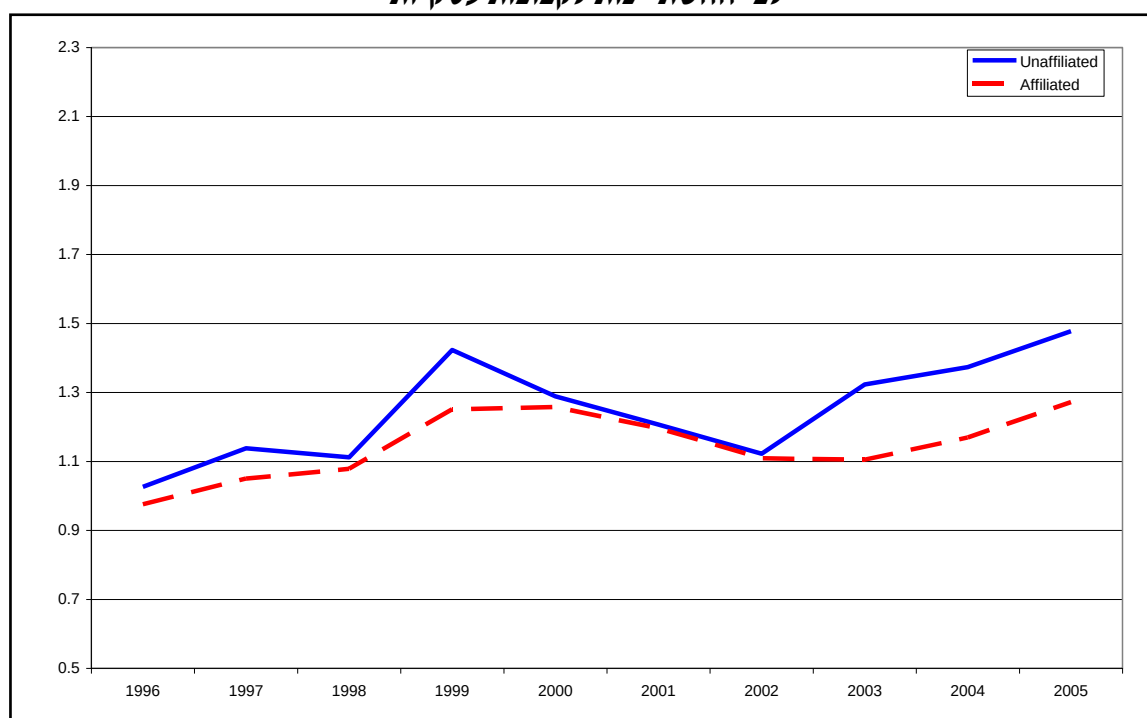
איור 5
ROA
לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות



המדד השני המופיע כמשתנה תלוי ברגרסיות הוא מדד לרווחיות מסוג forward looking – מדד Tobin's Q – ערך השוק של החברה יחסית לערכה בספרים (איור 6).

ניתן לחשוב על TQ כעל מדד להערכה העתידית של ביצועי החברה על ידי השוק (הערכת השוק לגבי צמיחתה העתידית). לפיכך נבחנת, בשלב השני, השאלה אם יש שינוי מובהק בערך הנכסים בשוק יחסית לעלות החלתם וכפועל יוצא – אם קיימת פרמיית שוק לחברות המסונפות לקבוצות עסקיות.

איור 6
Tobin's Q
לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות



המשתנים המסבירים ברגרסיה נבחרו בהתאם לשיטה המקובלת (Claessens, 2000): $\text{Log}(\text{Assets})$ – היקף המאזן, שהוא מדד לבשלות והמוניטין החברה; $\text{Log}(\text{Age})$ – גיל החברה בשנים – אף הוא מדד לבשלות, וכן לשלב שבו היא נמצאת במחזור חייה; Ownership – אחוז ההחזקה בהון בידי בעל השליטה; TA100 – משתנה דמה להשתייכות הפירמה למדד תל-אביב 100 בתקופה הנסקרת; Leverage – המינוף הפיננסי (סך החוב חלקי סך ההתחייבויות), המשמש מדד לסיכון של החברה; כמשתנה המרכז את מרבית תשומת הלב ברגרסיה נכלל משתנה GROUP אינדיקציה להשתייכותה של החברה לקבוצה עסקית בהתאם להגדרותיה בעבודה זו – משתנה דמה שמקבל ערך 1 עבור חברה מסונפת ו-0 אחרת. כמו כן נכללו ברגרסיה משתנים של אחוז צמיחת ההכנסות (sales growth), חלוקת הדיווידנדים של החברה (dividend), שהיא מדד לאיתנותה הפיננסית, מדד לאינטנסיביות של ההשקעה במו"פ (intensity), מרווח בין אחוז השליטה על החברה לבין זכויותיו של בעל השליטה בהון (wedge) וכן גודל הקבוצה לפי ערך השוק (group equity). כמו כן נעשה שימוש באינטראקציות של המשתנים הנ"ל עם המשתנה GROUP , ונכללו גם משתני דמה לתעשייה ולתת-הענף ומשתני זמן (הרביעי) כדי לנטרל אפקטים קבועים.

מבחינת הצפי לגבי כיוון השפעת המקדמים ברגרסיה עולה כי ההשפעה הצפויה של גיל החברה על ערכה הפיננסי אמורה להיות שלילית, משום שחברות צעירות נהנות משיעורי צמיחה גבוהים יותר (Khanna and Palepu (2000)). הכללתם של משתני גודל החברה ושיעור צמיחת ההכנסות מטרתה לבחון את השפעת ערך החברה על אפשרויות צמיחתה העתידית. אנו מצפים להשפעה חיובית של שיעור צמיחת ההכנסות ולהשפעה שלילית של גודל החברה על ביצועיה. מדד הסיכון של המינוף הפיננסי צפוי להשפיע על ביצועי החברה לשלילה. חלוקת דיווידנדים היא כאמור סימן לאיתנותה של החברה ועל ולאי תלותה במקורות חיצוניים (הסתמכות על השווקים הפנים-קבוצתיים), ולכן אנו מצפים כי היא תשפיע על ביצועיה לחיוב. אשר למשתנים המבטאים את השפעתה של הקבוצה על ביצועי החברות – אנו לא מצפים להשפעה בכיוון זה או אחר, משום שהיחס בין התועלת שבהימצאות בתוך קבוצה לעלותה הן שאלות המחקר. תוצאות הרגרסיה מוצגות בלוחות 4 ו-5.

5.1 ניתוח התוצאות

לוח 4 ההשפעה של השתייכות לקבוצה עסקית ROA

Independent variable	כל החברות (1)	כל החברות (2)	ענף התעשייה בלבד (3)	ענף התעשייה בלבד (4)
Intercept	+	+	+	+
Group affiliation	0.10	0.76	0.18	-0.04

Ownership	0.0009	0.0009	0.002	0.004
Log(age)	0.04	0.05	0.12	0.20
Log(assets)	0.13*	0.14*	0.14*	0.14*
Sales growth	0.013***	0.014***	0.015***	0.01***
Leverage	-0.016***	-0.017*	-0.014**	-0.0004*
Dividend	0.18*	0.17*	0.17*	0.10
TA100	-0.13	0.06	-0.08	0.20
R&D intensity	1.00E-06	-2.54E-06	3.21E-06	-7.00E-07
Group*Wedge		0.0004		0.009
Group*Log(age)		-0.19*		-0.11
Group*Log(assets)		-0.057		0.026
Group*Sales growth		0.003**		0.02**
Group Equity		0.015*		0.02
Group*TA100		-0.18		-0.63
Group*R&D		5.23E-06		6.03E-06
Group*Leverage		0.013*		0.013
Quarter Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/sub industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
R-adjusted	0.44	0.47	0.52	0.5

***-מובהק ב 1%, **-5%, *-10%

לוח 4 מסכם את התוצאות של ארבע הרגרסיות שבדקו את השפעת ההשתייכות של חברה לקבוצה עסקית על מדד הרווחיות – ROA. נדגיש שנבדקו כמשתנים תלויים גם מדדים חשבונאיים אחרים, כגון ROIC ו-ROE, והתוצאות נשארו בעינין. הממצאים המתקבלים הם חד-משמעיים ומובהקים בכל אחת מהרגרסיות ובכל ספציפיקציה: ההשתייכות של חברה לקבוצה עסקית אינה מביאה לעלייה ברווחיותה. ניתן אף לראות שבבדיקת הרווחיות בענף התעשייה בלבד – בדיקה שתכליתה לנטרל את השפעת הנתונים החשבונאיים הניכרת בענפים הפיננסיים – נתקבל כי סימנו של משתנה ההשתייכות לקבוצה עסקית הוא שלילי. אשר לשאר הפרמטרים – נמצא שרובם משפיעים בכיוון הצפוי, אף שחלקם אינו מובהק. בפרט ניכרת השפעה חיובית של שיעור הצמיחה של הכנסות החברה על רווחיותה, וכן משפיעים לחיוב חלוקת הדיוידנדים ורמת המינוף. גם לגודל החברה העסקית, הנמדד על ידי המשתנה group equity, יש השפעה חיובית על רווח של הפירמה.

הסתכלות על המדדים החשבונאיים אינה מספיקה בדרך כלל, משום שהם מושפעים מנתונים מקרו-כלכליים של המשק (אף על פי שאנו מנכים אותם דרך אפקטים קבועים) וממניפולציות של החברות ומנהליהן בדוחות הכספים. לכן השתמשנו במשתנה Tobin's Q לצורך בדיקת ההשפעה של השתייכות הפירמה לקבוצה העסקית דרך הסתכלות על מנגנון הפיקוח של השוק. לוח 5 מסכם את תוצאות

הרגרסיות. להבדיל מהבדיקה הקודמת אנו עדים בראש ובראשונה להשפעתה השלילית של ההשתייכות לקבוצה עסקית על ביצועיהן של החברות הן במדגם המלא והן במדגם מצומצם, הכולל חברות תעשייה בלבד. גם כשמדובר בחברות הגדולות (מדד תל-אביב 100) תרומתה של ההשתייכות לקבוצה עסקית לביצועי החברה שלילית: כך עולה מהאינטראקציה Group*TA100. מהנתונים מתקבל שערך החברה מושפע חיובית מגודל ההחזקה של הבעלים השולטים, ממצא המתיישב עם התיאוריה של "בעיית הסוכן", שלפיה גידול של היקף ההון המוחזק בידי בעלי עניין משפר את הפיקוח על החברה, וכפועל יוצא – את ביצועיה. גם פרמטרים המצביעים על הבשלות של הפירמה, כגון הגיל הבורסאי וגודל המאזן, נמצאו מובהקים, והשפעתם היא בכיוון הצפוי: חברות צעירות וקטנות יותר נמצאו כבעלות ערך גבוה יותר משאר החברות. סתירה לממצא הקודם מתקבלת מהמקדם של שיעור צמיחת ההכנסות, אולם השפעתו של שיעור זה על ערך החברה זעירה. חברות הנמנעות מחלוקת דיווידנדים, דבר המעיד על פוטנציאל למצוקה פיננסית, נמצאו כבעלות ערך נמוך יותר. כצפוי, הימצאותה של חברה במדד תל אביב 100, וגם אינטנסיביות של השקעה במו"פ מתואמות חיובית עם ערך החברה. לעומת זאת התקבל במודל המורכב (כולל אינטראקציות) כי המינוף הפיננסי משפיע על ביצועי הפירמות לשלילה. מאינטראקציות של משתנה ההשתייכות לקבוצה עסקית עם שאר המשתנים אנו גוזרים שערך של החברות המסונפות גבוה יותר כאשר המירווח בין השליטה לבין ההשקעה בהן נמוך יותר – סימן ל"בעיית סוכן" מצומצמת יותר – כאשר גודל הקבוצה העסקית במונחי ערך השוק גדול יותר, וכאשר שיעור צמיחתה נמוך יותר (אף כי ממצא זה אינו מובהק). ממצאים אלה מצביעים על אפשרות שהקבוצות העסקיות מונעות את צמיחתן של החברות הקטנות המסונפות אליהן. בטענה זו תומך גם המקדם השלילי של האינטראקציה בין הקבוצה להשקעה במו"פ – עדות להקצאת חסר של המקורות בתוך הקבוצה העסקית. עם זאת, מקדם אינטראקציה חיובי בין רמת המינוף הפיננסי לבין ההשתייכות לקבוצה עסקית מצביע על פחות סיכונים בחברות המסונפות, ואף מרמז על מערכת הביטוח הפנים-קבוצתית. מקדם האינטראקציה החיובי בין גודל החברה להשתייכות לקבוצה מעלה כי המרוויחות העיקריות מהשתייכות לקבוצות עסקיות הן חברות גדולות.

לוח 5 השפעת ההשתייכות לקבוצה עסקית TQ

Independent variable	כל החברות (1)	כל החברות (2)	ענף התעשייה בלבד (3)	ענף התעשייה בלבד (4)
Intercept	+	+	+	+
Group affiliation	-0.0008	-0.34***	-0.05**	-0.42**

Ownership	0.001***	0.001***	0.001***	0.002***
Log(age)	-0.034***	-0.035***	-0.006***	-0.014*
Log(assets)	-0.14***	-0.14***	-0.10***	-0.14***
Sales growth	-3.96E-08***	-3.96E-06***	-3.35E-06***	-3.96E-06***
Leverage	0.0013*	-0.001*	0.003*	-0.0004*
Dividend	0.03***	0.03***	0.007***	-0.02***
TA100	0.16***	0.28***	0.19***	0.258074***
R&D intensity	1.85E-06***	7.74E-06***	2.70E-06***	6.63E-06***
Group*Wedge		-0.0007*		-0.00009*
Group*Log(age)		-0.016		-0.002
Group*Log(assets)		0.036*		0.026*
Group*Sales growth		-1.28E-05		1.58E-06
Group Equity		0.003***		0.006***
Group*TA100		-0.157***		-0.11***
Group*R&D		-6.95E-06***		-5.44E-06***
Group*Leverage		0.003***		0.005***
Quarter Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/sub industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
R-adjusted	0.62	0.63	0.61	0.63

***-מובהק ב 1%, **-5%, *-10%

6. דיון ומסקנות

מטרת על של עבודה זו היא לזהות ולתאר את פעילותן של הקבוצות העסקיות בישראל. על סמך המדגם ששימש אותנו, מניתוח הסטטיסטיים ומהמודל האקונומטרי התקבלו עדויות מובהקות להימצאותן של קבוצות עסקיות בישראל ולמעורבותן בפעילות המשקית. הניתוח הסטטיסטי העלה כמה נקודות עיקריות: קבוצות עסקיות מעטות (כ-20 בממוצע) שולטות בחברות ציבוריות רבות (כ-160 בממוצע), ובנתח שוק של כ-40 אחוזים. מכאן שמבחינת פיזור השליטה ישראל נמנית עם המדינות הריכוזיות בעולם המערבי, והיא אף קרובה, מבחינה זו, למדינות המתפתחות. הדבר מעלה תהיות באשר ליעילות של הקצאת המקורות במשק ישראלי ובאשר לרמת החשיפה של המשק לעזוועים. זאת במיוחד על רקע היסטוריה של אי יציבות ותחלופה גבוהה של האליטות השולטות – אירוע שעלולות להיות לו השלכות חמורות (ראו מקרה "חפציבה"). נמצא גם כי הפיזור הענפי של הקבוצות העסקיות מקיף את כל ענפי המשק, פרט לענף הטכנולוגיה העילית, עם נטייה להתמקד במגזר הפיננסי – הוכחה לקשרים ההדוקים בין המגזר הבנקאי לקבוצות העסקיות. בחינת מאפייניהן של החברות לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות הראתה כי החברות המסונפות לקבוצות עסקיות בישראל הן, בדרך כלל, חברות בשלות, הן מבחינת הגודל והן מבחינת הגיל הבורסאי, ששיעורי צמיחתן וביצועי השוק שלהן נמוכים, ואילו הסיכון בהן גבוה.

כדי לאמת ממצאים אלו, ולבדוק מהי תרומתן של הקבוצות העסקיות לביצועי החברות, נערך ניתוח אקונומטרי. מהמודל האקונומטרי עלו כמה מסקנות: ראשית, נמצא כי הקבוצות העסקיות אינן תורמות

לרווחת החברות המסונפות אליהן, ולא עוד אלא שלאותן חברות קיימת פרמיה שלילית בשוק, כפי שמתבטא בערך Tobin's Q נמוך מזה של החברות המסונפות. שנית, הניתוח האקונומטרי אימת את הממצאים הסטטיסטיים באשר לגודל, לגיל, לסיכון ולצמיחה של החברות המסונפות. נדגיש כי התוצאות שהתקבלו מהניתוח האקונומטרי אינן טריוויאליות וכי המסקנות הנגזרות מהן מחייבות התייחסות למכלול העדויות האמפיריות לגבי הקבוצות העסקיות ולתיאוריה בנושא גם יחד. לצורך זה סוגיית השפעתן של הקבוצות העסקיות אינה נפרדת משאלת רמת האיזון בין התועלת שבקיומן – למשל יצירת שווקים פנים-קבוצתיים (שווקים פיננסיים, שוקי עבודה ועוד) – לבין עלותן, כפי שהיא מתבטאת במבנה האחזקות המורכב ובפוטנציאל להיווצרותה של בעיית הסוכן. מסקנה ברורה העולה מתוצאות הרגרסיה היא כי השוק "מעניש" את החברות המסונפות בגלל בעיית הסוכן הפוטנציאלית; על כך מעיד המקדם השלילי של משתנה ההפרדה בין שיעור השליטה בחברה לבין השיעור שבבעלותה. אולם השאלה היא אם ההשלכות של בעיית הסוכן כגון "התבצרות יתר" ו"מנהרות" די בהן כדי להסביר את הפרמיה השלילית של הקבוצות העסקיות במשק הישראלי. בהעדר מס על הדיווידנדים בין החברות, אפשרות של "מנהרות" קיימת בהחלט בשוק הישראלי, אולם על סמך ההנחות בדבר עוצמתם של המוסדות הפיננסיים סביר שאלה מקשים על ניצולו של מיעוט המשקיעים. הסבר אחר, אולי סביר יותר, הוא שבמשק הישראלי, בהיותו משק מפותח, מתחדדות שאלת יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים ושאלת ההצדקה לקיומן של הקבוצות העסקיות. לפי התיאוריה המודרנית בנושא זה, ניתוח השפעתה של הפרת האיזון בין העלויות לתועלת מקיומן של הקבוצות רלוונטי במיוחד במשקים מתפתחים בעלי missing institutions שבהם טרם התפתחו מוסדות פיננסיים חזקים. כשהשווקים מפותחים, והמוסדות הפיננסיים איתנים, יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים דרך פונקציית פיזור הסיכונים במערכת והקצאת המקורות מוטלת בספק. כך פיזור הענפי הרחב של הקבוצות העסקיות בישראל יכול להיתפס בשוק כמזיק למשקיעים. צריך להדגיש שפרמיית הפיזור אינה ייחודית לקבוצות העסקיות בישראל, ונמצאה גם בשווקים מפותחים אחרים (ארה"ב ועוד). ייתכן שהפרמיה השלילית לקבוצות העסקיות נובעת גם מגורמים שאינם קשורים לפרמטרים הכלכליים, כהערכת השוק לגבי יציבות השליטה בתוך המשפחות השולטות וזהותם של הבעלים העתידיים – או מהערכה כי צפוי ניצול של מיעוט המשקיעים בעתיד.

עבודה זו מעלה באופן כללי עוד מספר סוגיות, שטרם קיבלו מענה בספרות הכלכלית-מימונית. בשנות התשעים – שלא כמו בתחילת שנות החמישים והשישים, על רקע ראשיתה של ההתפתחות הכלכלית בישראל – נוצרו הקבוצות העסקיות על רקע של מוסדות כלכליים מפותחים, ולכן השפעתן המתמשכת בחברה המודרנית היא בגדר חידה. קשה להסביר את היווצרותן וצבירת כוחן של הקבוצות החדשות בעזרת טיעונים פוליטיים או תרבותיים: ישראל (כמו הבעלים של הקבוצות העסקיות) היא חברה הטרוגנית בתרבותה, ולכן קשה למצוא מכנה משותף להתהוותן של הקבוצות. הטבות פוליטיות והעדפות של הממשלה, וכן crony capitalism ("קפיטליזם של מקורבים") קיימים במידה מסוימת, אולם קשה לראות בהם גורמים דומיננטיים בהתהוותן של קבוצות עסקיות בחברה דמוקרטית. מכאן שהסיבות להיווצרותן של קבוצות עסקיות ולהמשך קיומן הן לאו דווקא כלכליות; הן נעוצות אולי במניעים כיוקרה, אגו אישי של בעליהן וכו', המובילים להתבצרות יתר של הקבוצות, ועמה – לפגיעה ביעילותה של הכלכלה הישראלית. שאלות אלה תיבדקנה בעתיד.

7. סיכום

עבודה זו באה לבחון את קיומן והשפעתן של הקבוצות העסקיות על ביצועיהן של חברות ישראליות הנסחרות בבורסה לניירות ערך.

1. נמצאו עדויות מובהקות לקיומן של קבוצות עסקיות בישראל. הן התהוו במשך השנים על רקע פעילותה של הממשלה במגזר העסקי ובשווקים הפיננסיים, התפתחותו המהירה של המשק, זעזועים גיאוגרפיים ותחלופה של האליטות השולטות.
2. על סמך מדגם ייחודי, שנבנה לצורך עבודה זו, נמצא כי כ-20 קבוצות עסקיות, רובן ככולן בבעלות משפחות, שולטות על כ-160 חברות ציבוריות, כלומר על נתח של קרוב ל-40 אחוזים מהשוק.
3. נתח השוק של 10 הקבוצות הגדולות הוא בין הגבוהים בעולם המערבי – 30 אחוזים מהשוק.
4. מבנה השליטה של הקבוצות העסקיות בישראל הוא פירמידלי מובהק: כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות מוחזקות במבנה זה. הרמה המרבית שבה מושגת השליטה בחברה ציבורית בישראל דרך מבנה פירמידלי נאמדה ב-7. במילים אחרות: באמצעות שליטה ב-6 חברות ציבוריות נוספות החברה שבראש הפירמידה משיגה שליטה בחברה זו.
5. בחינת פיזור האחזקות של הקבוצות העסקיות מצביעה על התמקדות רבה במגזר הפיננסי: כ-50 אחוזים מהחברות במגזר זה ניתן לסווג כמסונפות.
6. ניתוח הנתונים מצביע על מאפייני החברות המסונפות לקבוצות עסקיות בישראל: בממוצע חברות אלה מאופיינות בבשלות גבוהה, בצמיחה נמוכה, יחסית לחברות הלא-מסונפות, וברמת סיכון גבוהה יותר. עם זאת ביצועיהן הפיננסיים פחותים מאלה של החברות הלא-מסונפות.
7. מניתוח אנליטי ואקונומטרי נראה כי העלות הכרוכה בקיומן של קבוצות עסקיות בישראל עולה על התועלת. הניתוח האקונומטרי מעלה כי לעצם ההשתייכות לקבוצה עסקית אין השפעה על רווחיותה של החברה המסונפת, כפי שהיא נמדדת על פי מספר פרמטרים חשבונאיים. עם זאת, ערכן הפיננסי של החברות המסונפות נמוך מזה של האחרות באופן מובהק. ממצאים אלה מצביעים על פרמיה שלילית של השוק באשר לחברות המסונפות; שאלה חשובה למחקר עתידי היא האם תוצאה זו נובעת מאי יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים, פוטנציאל לניצול מיעוט המשקיעים בעתיד או הסתברות לפירוק הקבוצה בשל השתבשות היחסים בין בעליה.

אהרוני, י' (2006). "אליטות עסקיות חדשות", בתוך: אליטות חדשות בישראל, ירושלים, מוסד ביאליק.
 אהרוני, י' (1976). מבנה והתנהגות במשק הישראלי, תל-אביב, ציריקובר.

- Almeida, H. and D. Wolfenzon (2004). "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups," *Journal of Finance*, forthcoming.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon (2006). "Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets," *Journal of Financial Economics*, 75, 133-164.
- Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis (2000). "Stock Pyramids, Cross Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.
- Berle, A. and G. Means (1932). "The modern corporation and private property", New York: Harcourt, Brace, and World.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2006). "The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from East Asia," *Emerging Markets Review*, 7, 1-26.
- Chang, S. and J. Hong (2000). "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intra-Group Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, 43, 429-448.
- Chang, S. and J. Hong (2002). "How Much Does the Business Group Matter in Korea?" *Strategic Management Journal*, 23, 265-274.
- Encoua, D. and A. Jacquemin (1982). "Organizational Efficiency and Monopoly Power: The Case of French Industrial Groups," *European Economic Review*, 19, 25-51.
- Faccio, M. and L. Lang (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Granovetter, M. (2005). "Business Groups and Social Organization," in: N. Smelser and R. Swedberg (eds.), *The Handbook of Economic Sociology* (2nd Edition) Princeton, Princeton University Press.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976). "The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990). "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, 225-263.
- Khanna, T. (2000). "Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions," *European Economic Review*, 44, 748-761.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999a). "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: Evidence from Chile and India," *Journal of Economics and Management Strategy*, 8, 271-310.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999b). "The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, 77, 125-133.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000a). "Is Group Membership Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55, 867-891.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000b). "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile," *Academy of Management Journal*, 43, 268-285.

- Khanna, T. and K. Palepu (2000c). "Emerging Markets Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance," in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.
- Khanna, T. and J. Rivkin (2001). "Estimating the Performance Effects of Networks in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22, 45-74.
- Kim, S. (2004). "Bailouts and Conglomerates," *Journal of Financial Economics*, 71, 315-347.
- Lang, L. and R. Stulz (1994). "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280 .
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999). "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Maman, D. (2002). "The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared," *Organization Studies*, 23, 737-758.
- Morck, R. (2005). "How to Eliminate Pyramidal Business Groups – The Double Taxation of Inter-Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy," in: J. Poterba (ed.), *National Bureau of Economic Research Tax Policy Annual*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R. and M. Nakamura (2005). "A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean: A History of Corporate Ownership in Japan," in R. Morck (ed.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., M. Percy, G. Tian and B. Yeung (2005). "The Rise and Fall of the Widely Held Firm – A History of Corporate Ownership in Canada," in: R. Morck (ed.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1990). "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45, 31-48.
- Morck, R., D. Strangeland and B. Yeung (2000). "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" in: R. Morck (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., D. Wolfenzon and B. Yeung (2005). "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, 43, 657-722.
- Perotti, E. and S. Gelfer (2003). "Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups," *European Economic Review*, 45, 1601-1617.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon (2002). "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Yafeh, Y. and T. Khanna (2006). "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? ", *Journal of Economic Literature*, 45, 331-373.

נספח ג' - עדכון לממצאים אמפיריים של מחקר בנושא: "התהוותן של

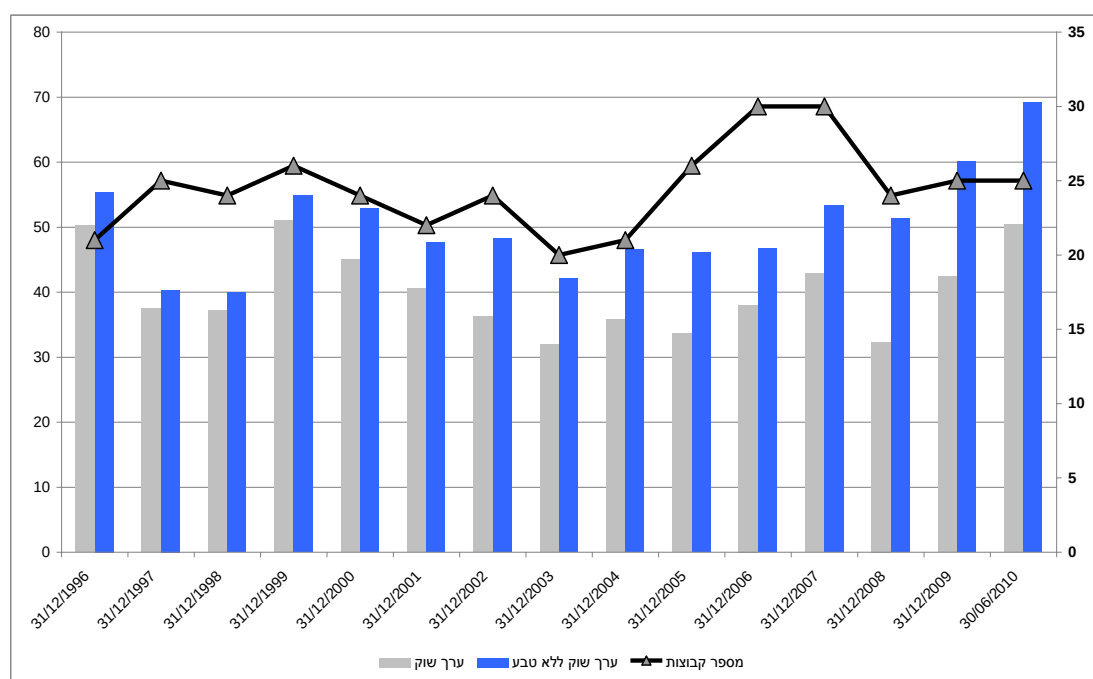
הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק" (קונסטנטיין

קוסנקו, בנק ישראל 2008)

בנייר זה מוצג דיווח קצר על עדכון של הבדיקות האמפיריות כפי שהוצגו במאמר לדיון 2008.2 מתוך סדרת מאמרים לדיון, חטיבת המחקר, בנק ישראל, אפריל 2008. במסגרת פעילות הוועדה, בוצע עדכון של חלק נרחב מהבדיקות שנערכו בעת כתיבת עבודת המחקר הנ"ל. בין היתר עודכנה הסטטיסטיקה התיאורית (נכון לאמצע 2010), לרבות מספר הקבוצות העסקיות ונתחן של החברות המסונפות בערך השוק (ראה איור 1). כמו כן, נבחנו שוב סוגיות של מבנה האחזקות/שליטה במשק הישראלי ובפרט שכיחות השימוש במבנה הפירמידלי – ראה איור 2, רמת הפיזור הענפי. כן שוחזרו חלק מהבדיקות האקונומטריות בתקופת המדגם המאוחרת יותר, קרי בתקופה שתחילתה בשנת 2008.

איור 1

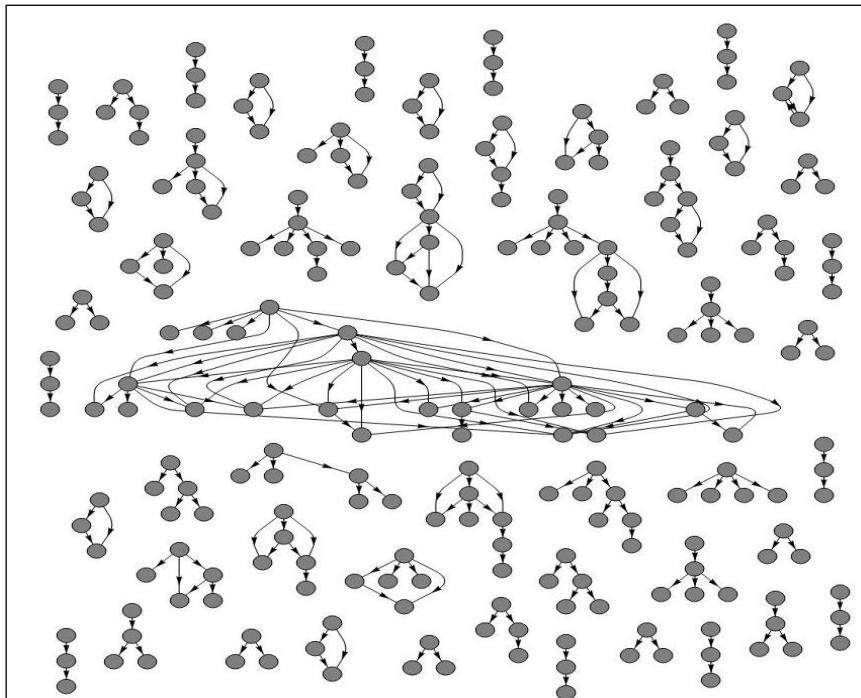
מספר קבוצות עסקיות (ציר ימין) ומשקלן (%) בערך השוק (ציר שמאל)



המסקנות מהבדיקות החדשות הן כדלקמן: נמצא כי רבע מהחברות הרשומות למסחר בישראל משתייכות לכ-25 קבוצות עסקיות (אוסף של שתי חברות ומעלה אשר נמצאות תחת שליטה אחידה) ומשקלן בנתח השוק (ללא חברת "טבע") נאמד על כ-69% (נכון ליולי 2010). זאת לעומת כ-53% בתקופה המקבילה בסוף 2007. נמצא כי המבנה הפירמידלי של קבוצות עסקיות היה ונשאר המאפיין העיקרי של שיטת הבעלות/שליטה בקבוצות אלה (איור 2). בנוסף, הממצאים לגבי הפיזור הענפי הרחב - כולל התמקדות של קבוצות עסקיות בענף הפיננסי - נשארו על כנם. יתרה מזאת שחזור הבדיקות האקונומטריות היה עקבי עם הממצאים הקודמים.

איור 2

מבנה החזקות פירמידלי של קבוצות עסקיות (חברות ציבוריות בלבד), יולי 2010



* - כל אשכול נפרד מייצג קבוצה היררכית של בעלי מניות ו/או חברות שביניהן מתקיימים יחסי שליטה. הנקודה העליונה ביותר מתארת את הישות השולטת בקבוצה העסקית (ultimate owner), ושאר הנקודות מתארות את החברות המסונפות אליה. בכל קבוצה כזאת ישנן לפחות שתי חברות ציבוריות נשלטות. החצים המחברים כל שתי נקודות מתארים את יחסי השליטה: בכל קבוצה, שהנקודות הגבוהות יותר, שמהן החצים יוצאים, מציינות חברות השולטת באלה שהחצים מגיעים אליהן.

נספח ד' - עבודת מטה במשרד האוצר "ניתוח הריכוזיות במשק הישראלי"

מינהל הכנסות המדינה

אגף כלכלה ומחקר

ניתוח הריכוזיות במשק הישראלי

עיקרי הממצאים

בנייר זה ניתחנו את פעילותן, בעשור האחרון, של 13 הקבוצות העסקיות הגדולות במשק, קרי בעלות הרווחים הגבוהים ביותר, במטרה לאפיין את רמת הריכוזיות במשק הישראלי. ייחודה של עבודה זו, בכך שהיא מספקת לראשונה תמונה מדויקת של היקף הריכוזיות במשק, הודות לכך שהיא מתבססת מאגר ייחודי של דוח"ות המוגשים לרשות המיסים מכלל החברות במשק (ציבוריות ופרטיות³⁹⁹), ובשל היכולת לזהות את הבעלות על החברות שמאפשרת לשרטט באופן מדויק את הפירמידות העסקיות. הממצאים העולים מנייר זה הם:

• השפעת פעילותן של הקבוצות העסקיות על המשק:

- חברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות שורדות יותר, זאת על אף ששיעור גבוה מהן מפסידות ושיעור ההפסד בהן גבוה יותר (לעומת שאר החברות במשק). אחד ההסברים האפשריים לכך הוא קיומו של שוק הון פנימי אשר עלול לעוות את הקצאת האשראי במשק (ראה הרחבה עמ' 10-13). הדבר עשוי לשקף חוסר יעילות ברמת המשק ולהצביע על כך שבעלות על חברות כחלק מקבוצה עסקית מניבה ערך מוסף לקבוצה העסקית.
- בשנים האחרונות חלה עלייה ברמת הריכוזיות במשק. בין השנים 2002-2008 גדל משקלן של הקבוצות העסקיות בסך הרווחים במשק מ- 4 אחוזים בשנת 2002 ל- 26 אחוזים בשנת 2008 (בנטרול חברה שהיו לה הפסדים חריגים בתחילת העשור, גדל משקל הקבוצות הגדולות בריכוזיות משיעור של 12 אחוזים ל- 20 אחוזים בשנת 2008). בחינה של פעילות החברות בשוק המקומי בלבד מראה כי רמת הריכוזיות גדלה אף יותר (ראה הרחבה עמ' 15-13).
- הענפים הריכוזיים ביותר במשק הם ענפי התקשורת והפיננסיים, בהם משקל הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים עומד על 84 אחוזים ו- 53 אחוזים בהתאמה.
- הריכוזיות במשק הישראלי מהווה סיכון מערכתי למשק. שתי הקבוצות העסקיות הגדולות ביותר מהוות כ- 50 אחוזים מסך הרווחים של הקבוצות הגדולות (כ- 12.5 אחוזים מסך הרווחים במשק, ראה הרחבה בעמ' 21).

³⁹⁹ עד כה מחקרים קודמים התבססו על דו"ח של חברות ציבוריות בלבד.

- השפעת המבנה הפירמידאלי:

- נמצאה השפעה שלילית של המבנה הפירמידאלי בקבוצות העסקיות הגדולות על רווחי החברות בפירמידה (עדות ל- Tunneling). השפעה זו מתרחשת גם ביתר הפירמידות, למעט בחברות נשלטות. (ראה הרחבה עמ' 15-17).
- נמצאה עדות לפגיעה גדולה יותר בחברות הנשלטות של הקבוצות העסקיות הגדולות הממוקמות נמוך בפירמידה (ראה הרחבה עמ' 15-17).
- בקרב חברות מרווחיות, לא נמצא הבדל מובהק בין שיעורי הרווח של חברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות לבין יתר החברות.
- יחד עם זאת, בהינתן גודל חברה, שיעור הרווחיות בקבוצות העסקיות הגדולות נמוך יותר בהשוואה ליתר החברות. כמו כן, נמצאה השפעה שלילית של המבנה הפירמידאלי על שיעורי הרווח של החברות בקבוצות העסקיות הגדולות (ראה הרחבה עמ' 18-20).

- השפעת הקבוצות העסקיות על שוק העבודה:

- הקבוצות העסקיות הגדולות כוללות כ- 7.8 אחוזים מסך משרות השכיר במשק הישראלי. בעשור האחרון משקלן בתעסוקה הלך וקטן ותרומתן לקליטת עובדים חדשים המצטרפים לשוק העבודה נמוכה ביחס למשקלן (עמ' 22-23).
- נמצא כי הקבוצות העסקיות משלמות בממוצע שכר נמוך יותר לעובדיהן בהשוואה ליתר החברות. לעומת זאת, שכר העובדים הוותיקים ושכר המנהלים בהן גבוה יותר (ראה הרחבה עמ' 27-31).
- בעשור האחרון חל גידול ניכר בפער בין שכר המנהלים לשכר העובדים בקבוצות העסקיות הגדולות, בעוד שביתר החברות פער זה נותר ללא שינוי (ראה הרחבה עמ' 32-34).

1. רקע

קבוצות עסקיות מתפתחות בדרך כלל כאמצעי להתמודדות עם מוסדות כלכליים חלשים ומחסור בשירותים בסיסיים הדרושים לפעילות הפירמות. לפיכך, פעילות של קבוצות עסקיות אמורה, לכאורה, להיות נפוצה יותר במדינות מתפתחות מאשר במדינות מפותחות. למרות זאת, למעט ארה"ב ובריטניה, בהן ננקטו צעדים אקטיביים להפחתת פעילותן של הקבוצות עסקיות, מבנה של חברות הפועלות כקבוצה אחת מתקיים כמעט בכל המדינות המתפתחות וברבות מהמדינות המפותחות.

במרבית המדינות בהן רמת התשתיות והשירותים נמוכה, פועלים מונופולים ממשלתיים השולטים על תעשיות כדוגמת הטלקומוניקציה, הבריאות, התחבורה והאנרגיה. אומנם בשנים האחרונות מדינות רבות פתחו תעשיות אלה לתחרות, אך רגולציה כבדה ורמת מוסדות נמוכה (כדוגמת מערכות משפט ואכיפה בלתי נאותות, שמירה על זכויות קניין, שווקי הון לא מפותחים ועוד) מגדילים את עלות העסקאות במשק ומונעות מפירמות השגת רנטות כלכליות על המוצרים והשירותים שהן מספקות.

כאשר שווקי ההון אינם מפותחים דיים, המידע אינו זורם בחופשיות ולכן הוא מגדיל את הכדאיות של הקמת קבוצה עסקית, כאמצעי להקל על גיוס הון. למעשה הקבוצה העסקית יוצרת מעין שוק הון פנימי

(internal capital market) בו החברות יכולות לגייס הון האחת מהשנייה בעלויות נמוכות יותר וכמעט ללא סיכון (ראה למשל Samphantharak, 2006). מעבר לכך, שווקי הון לא מפותחים מגדילים את הכדאיות של פיזור הפעילות הכלכלית על פני ענפים שונים, כאמצעי להפחתת סיכון. מחקרים מצאו שאכן קיימת פרמיה על פיזור הפעילות הכלכלית (ראה Fauver et al., 2003) כאשר פרמיה זו הולכת וקטנה כשהשווקים הולכים ומתפתחים (ראה Khanna and Palepu, 2000).

כאשר קיימת אכיפה מוגבלת של חוזים, שלטון חוק חלש או מערכת משפט לא יעילה, עלות העסקאות בין פירמות במשק גבוהה יותר. הקמת קבוצה עסקית מהווה פתרון להפחתת העלויות הללו מכיוון שהיא פותרת את בעיית חוסר המידע או הצורך בפניה למערכת המשפט בכדי לאכוף הסכמים וחוזים בין חברות. יש לציין כי העלות הגבוהה של ביצוע עסקאות עם פירמות חיצוניות מעודדת במשקים רבים הקמה של פירמידות משפחתיות, בהן מרכיב האמון הוא קריטי.

קבוצות עסקיות מופיעות גם כאשר ההגנה על המשקיעים אינה חזקה מספיק. במקרים אלה, מבנה של קבוצה עסקית ובפרט מבנה שליטה דמוי פירמידה⁴⁰⁰, מאפשר לבעלי השליטה בקבוצה העסקית לבצע Tunneling, כלומר להעביר הון ומקורות מהחברות בתחתית הפירמידה לחברות בראש הפירמידה, המוחזקות ישירות על ידי ראשי הקבוצה העסקית (ראה Almeida and Wolfenzon, 2006).

מספר מחקרים טוענים כי לממשלה יש חלק בהקמתן של קבוצות עסקיות. ישנן עדויות רבות לכך שבעולם כמו קבוצות עסקיות כפועל יוצא ממדיניות ממשלתית, כדוגמת מדיניות הפרטות. מעבר לכך, ישנה מעורבות ברורה של הקבוצות העסקיות בפוליטיקה וניכר כי קשרי הון ושלטון מתקיימים במדינות רבות. ישנן תיאוריות המצביעות על כך שהקמת קבוצות עסקיות הן אמצעי יעיל ליצירת לובי העשוי לסייע בהשגת רנטות מהממשלה (ראה Majumdar and Sen, 2007).

חלק מהגורמים שהוזכרו לעיל מסבירים את התפתחותן של הקבוצות העסקיות במשק הישראלי ואת רמת הריכוזיות במשק. בישראל נערכו מחקרים שבדקו את רמת הריכוזיות במשק והם מצאו כי קיימת בעיית ריכוזיות. יחד עם זאת, הממצאים בעבודות הללו התבססו על ניתוח פעילותן של החברות הציבוריות במשק (כלומר חברות בורסאיות) אשר מספרן עומד על כמה מאות בודדות (ראה קוסנקו 2008) ולכן הם אינם מספקים תמונת מצב מקיפה של רמת הריכוזיות במשק.

בנייר זה נציג את תמונת הריכוזיות במשק הישראלי ונאמוד אמפירית את השפעתן של הקבוצות העסקיות על פעילות החברות בישראל ואת השפעתן על שוק העבודה בהתבסס על נתונים ייחודיים הקיים במינהל הכנסות המדינה שבמשרד האוצר. הייחודיות של נתונים אלה הינה בכך שהם כוללים את כל החברות במשק הישראלי, הן פרטיות והן ציבוריות. הנתונים במאגר התקבלו מדיווחי החברות בישראל לרשויות המס. לפיכך עבודתנו היא הראשונה והיחידה שכוללת גם חברות פרטיות.

פאנל הנתונים שברשותנו מייחד את העבודה בשני אספקטים נוספים: ראשית, מכיוון שברשותנו נתוני בעלות על חברות, ניתן למפות את הקבוצות העסקיות בצורה מדויקת ולשייך לכל פירמידה עסקית הן את החברות הציבוריות שלה והן את החברות הפרטיות שלה, דבר שלא היה קיים עד כה. שנית, הנתונים

⁴⁰⁰ מבנה שליטה דמוי פירמידה מאפשר למשפחה השולטת בחברה להשיג שליטה על חברות נוספות באמצעות רמת השקעה נמוכה. כך למשל, משפחה המחזיקה ב- 50 אחוזים ממניות חברה א', אשר בעצמה מחזיקה ב- 50 אחוזים ממניות חברה ב', מאפשרת למעשה לשלוט בחברה ב' על בסיס השקעה של 25 אחוזים בחברה ב'.

שברשותנו כוללים אך ורק את החברות הפעילות בישראל. כפועל יוצא מכך, ובניגוד לעבודות קודמות המתבססות על דיווחי החברות לבורסה (אשר לא יכלו להפריד את הפעילות של החברות מחוץ לישראל מפעילותן בתוך ישראל) בעבודה זו בחנו את ההשפעה של הפירמידות העסקיות על המשק הישראלי בהתבסס על פעילות החברות בישראל בלבד.

מבנה הנייר הוא כדלקמן: בחלק הבא נציג סקירת ספרות המתארת את ההשפעה של הקבוצות העסקיות על הפעילות במשק. בחלק השלישי נתאר את מאגר הנתונים שברשותנו ובחלק הרביעי ננתח את רמת הריכוזיות במשק הישראלי ובפרט נדון בהשפעת הקבוצות העסקיות על הפעילות הכלכלית במשק ועל שוק העבודה בישראל.

2. ההשפעה של קבוצות עסקיות על המשק – סקירת ספרות

מחקרים אמפיריים ותיאורטיים הצביעו על השפעות מנוגדות של קבוצות עסקיות על המשק. בעוד שההשפעות השליליות של קבוצות עסקיות על המשק ניכרות הן במשקים מתפתחים והן במשקים מפותחים, ההשפעות החיוביות רלוונטיות יותר למשקים המתפתחים והן הולכות ונעשות רלוונטיות פחות כאשר רמת הפיתוח של המשק הולכת וגדלה. על כן, ניכר כי במשקים מפותחים דיים, ישנם בעיקר חסרונות לפעילות של קבוצות עסקיות, בעוד שבמשקים מתפתחים השפעתם יותר מאוזנת ותלויה בתנאים הכלכליים המאפיינים את המשק.

בצד ההשפעות השליליות, ישנם מחקרים שמצאו כי קבוצות עסקיות מתאפיינות בכוח מונופוליסטי ופוגעות בתחרות, הן מגדילות את הסיכון ליציבות במשק ועל פי רוב הן עסוקות בחיפוש רנטות פוליטיות על חשבון פעילות יצרנית התומכת בצמיחה. מנגד, ישנן תיאוריות המצביעות על השפעות חיוביות שעשויות להיות לקבוצות העסקיות בעיקר מכיוון שהן מפצות על העדר מוסדות ראויים ומסייעות לפיתוח הכלכלה המשקים המתפתחים. בחלק זה נציג בקצרה את ההשפעות השליליות והחיוביות של הקבוצות העסקיות על הרווחה במשק.

2.1 השפעות שליליות

החשש הראשוני מפני היווצרות של קבוצות עסקיות הינה פגיעה אפשרית ברווחה כפועל יוצא מהשגת כוח מונופוליסטי, זאת מכיוון שאינטגרציה אנכית, אשר מאפיינת חלק מהקבוצות העסקיות, מרכזת למעשה את כל שלבי הייצור בידי הקבוצה העסקית ובכך פוגעת בתחרות ותורמת להשגת כוח מונופוליסטי. מעבר לכך, ריכוז חלקים גדולים במשק בידי קבוצות עסקיות פוגע בחוסן של המשק בכך שהוא חושף אותו לסיכונים מערכתיים.

חלק מיכולתן של הקבוצות העסקיות להצליח הינה יכולת חיפוש הרנטות שלהן. מחקרים בתחום הכלכלה הפוליטית הראו כי חיפוש רנטות, כלומר השגת רווחים באמצעות הפעלת מניפולציות על גורמים פוליטיים או באמצעות ניצול הסביבה הכלכלית, פוגע בצמיחה מכיוון שהוא מוביל פירמות להתמקד בהשגת רנטות המביאות תשואה גבוהה על חשבון השקעה בנכסים פיסיים, ביצור מו"פ ופעולות יצרניות אחרות התורמות לצמיחה (ראה Morck and Yeung 2004, Murphy et al. 1993).

התארגנות כקבוצה עסקית מאפשרת ליצור שוק הון פנימי אשר לו עשויות להיות השפעות שליליות⁴⁰¹. הטיעון המרכזי כנגד שוק שכזה הינו שהוא מגדיל את בעיית הסוכן. מחקרים מצאו כי בעיית הסוכן בקבוצות העסקיות מביאה להקצאה חסרה של מקורות או השקעה לא יעילה (ראה Scharfstein, 1997). כך למשל, חברות עם בעלי שליטה יכולים לנצל את כוחם לצורך ניתוב מקורות לפרויקטים שמביאים תועלת לבעלי השליטה אך מביאים תועלת נמוכה לבעלי המניות שבמיעוט.

כאשר ישנה בעיה של מידע א-סימטרי, ישנה חשיבות רבה לקיומם של שווקי הון פנימיים מכיוון שהמימון החיצוני יקר יותר מאשר מימון פנימי. על כן, קיומו של שוק הון פנימי חשוב מאוד לחדשנות (Innovation), שכן פעילות זו מתאפיינת ברמה גבוהה של מידע א-סימטרי בין הפירמה למשקיעים (ראה Himmelberg, 1994, and Peterson). ישנה מחלוקת בספרות באשר להשפעה של מבנה הבעלות על שווקי ההון הפנימיים וחדשנות. Seru (2010) מצא שקונגלומראטים בארה"ב מונעים חדשנות בשל קיומה של בעיית הסוכן, אשר מובילה לחוסר יעילות בשוק ההון הפנימי. מנגד Belenzon and Berkovitz (2007) מוצאים שחברות בקבוצות עסקיות גדולות, מפתחות כמות גדולה יותר של פטנטים ומייצרות מחקר חדשני בעל תרומה גדולה יותר. עם זאת, יש לשים לב כי גם אם חברות בקבוצות העסקיות מייצרות יותר חדשנות, אין זה אומר שהשפעתן של הקבוצות העסקיות על הרמה המצרפית של חדשנות בכלכלה הינה חיובית. זאת מכיוון שקבוצות עסקיות פוגעות בתחרות ולכן עשויות לפגוע ברמה המצרפית של חדשנות.

השפעה שלילית נוספת הינה היכולת של קבוצות עסקיות להימנע מתשלום מס. במדינות רבות מיזוג הכנסות אפשרי אם חברת האם שולטת בכל או במרבית המניות של חברות הבת. לכן, אם בקבוצה העסקית, ישנן רמות שונות של שיעורי רווח וניכויי מס, בעלי השליטה יכולים להפחית את המס שהם משלמים על ידי העברת ניכוי מס לחברות בהן יש להם שליטה ישירה. מעבר לכך, אם ישנם שיעורי מס שונים לתעשיות שונות, ניתן להפחית את תשלומי המס באמצעות מכניזם המעביר הכנסות בין החברות, כלומר מחברות המשלמות מס גבוה לחברות המשלמות מס נמוך. יש לציין כי תופעה זו מוכרת בעיקר בחברות בינלאומיות.

2.2 השפעות חיוביות

לצד ההשפעות השליליות של קבוצות עסקיות על המשק, ישנם מחקרים שמצאו השפעות חיוביות הרלוונטיות בעיקר למדינות מתפתחות. במדינות אלה, אשר סובלות מרמת שירותים ופיתוח נמוכה, לקבוצות עסקיות יש תפקיד חשוב בהתפתחות הכלכלית האזורית (ראה Fisman and Khanna, 1998). הקמה של חברות על ידי קבוצות עסקיות מסייעת להתפתחות של תעשיות תומכות המספקות את השירותים הדרושים לחברות הקבוצה העסקית. בשלבים מאוחרים יותר מתפתחות תשתיות הדרושות להספקת שירותים לאוכלוסייה המתגוררת באזור וכך נוצר פיתוח כלכלי אזורי. אחת הדוגמאות הבולטות להשפעה של הקבוצות העסקיות על ההתפתחות במשק הינה ההשפעה של קבוצת טאטא (TATA) ההודית על התפתחות העיר ג'משדפור (Jamshedpur) שבהודו. קבוצת טאטא הקימה מפעל פלדה בג'ונגלים של ביהאר אשר ברבות השנים צמחה לעיר מרכזית שבה מתגוררים למעלה ממיליון תושבים.

כפי שצוין קודם לכן, כאשר ישנם שווקי הון חלשים, מבנה הקבוצה העסקית מאפשר למעשה ליצור שוק הון פנימי המסייע לפתרון בעיות אשראי של פירמות חדשות (ראה Almeida and Wolfenzon, 2006). לצד

⁴⁰¹ מלבד ההשפעות השליליות של שוק הון פנימי על המשק ישנן גם השפעות חיוביות, כפי שיצוין בהמשך, ולכן ההשפעה נטו אינה ברורה.

החשש מההשפעות השליליות של שוק הון פנימי, ישנם מחקרים אשר הראו כי שוקי הון פנימיים יכולים לפצות על העדר רמת פיתוח נאותה של שוק ההון החיצוני במשק. כך למשל, הקבוצה יכולה לכלול בנק אשר יספק מימון לחברות קטנות, בעלות פוטנציאל צמיחה גבוה, הכלולות בקבוצה או לחברות בקבוצה שהגישה שלהן לשוק ההון החיצוני מוגבלת. יתרון זה הופך למשמעותי יותר כאשר ההגנה על נותני האשראי והסטנדרטים החשבונאיים במשק חלשים.

מחקרים נוספים מצאו שקיומם של שוקי הון פנימיים מסייעים לחלוקת סיכונים ותמיכה פיננסית בין חברי הקבוצה העסקית (ראה למשל Khanna and Yaffeh, 2005). מעבר לכך, קבוצות עסקיות מתאפיינות במוניטין גבוה יותר המאפשר להתגבר על המגבלות הקיימות בשוק ההון החיצוני.

יתרון נוסף שיש למבנה ארגוני של קבוצות עסקיות קשור ביכולתם להתגבר גם על מחסור בכוח אדם איכותי ומיומן. כך למשל, ניתן לנייד מנהלים או טכנאים בין החברות בקבוצה העסקית. כמו כן, מבנה הקבוצה העסקית מאפשר לפצות על מחסור בגורמי ייצור פיסיים הן באמצעות מעבר של גורמי ייצור בין החברות המצורפות לקבוצה העסקית והן באמצעות אספקתם על ידי רשתות ספקים הפועלות עם הקבוצה העסקית.

3. הנתונים

בעבודה זו עשינו שימוש במאגר נתונים ייחודי הקיים במינהל הכנסות המדינה שבמשרד האוצר. מאגר הנתונים מתבסס על הדיווחים השנתיים של החברות לרשויות המס בישראל אודות פעילותן בשנים 2002-2008. מאגר הנתונים כולל שלושה קבצים עיקריים:

- קובץ החברות – קובץ זה מכיל נתונים כספיים על כלל החברות במשק הישראלי (פרטיות וציבוריות), אשר מדווחים על ידי החברות לרשויות המס.
- קובץ שכירים – קובץ זה מכיל נתוני שכר ומשתנים נוספים על כלל המועסקים במשק הישראלי, המדווחים על ידי החברות לרשויות המס.
- קובץ מנהלים – קובץ זה מכיל נתונים אודות שכר מנהלים, שהם בעלי מניות בחברה. כמו כן, מכיל קובץ זה מידע המאפשר לשרטט במדויק את מבנה הקבוצות העסקיות בכך שהוא מאפשר לשייך לכל חברה את בעליה. הנתונים בקובץ זה מקורם בדיווחי החברות לרשויות המס.

הייחודיות של מאגר נתונים זה הינו שהוא כולל את כל החברות במשק הישראלי, פרטיות וציבוריות. עד כה העבודות שניתחו את רמת הריכוזיות במשק הישראלי התבססו על הדו"חות הבורסאיים של החברות ומתוקף כך ניתחו רק את פעילותן של החברות הציבוריות, אשר מספרן עומד על כמה מאות בלבד.

בנוסף, למאגר הנתונים שברשותנו יתרון נוסף. הנתונים כוללים רק את פעילות החברות הנמצאות בגבולות ישראל, זאת בניגוד לשימוש בדו"חות בורסאיים הכוללים גם פעילות של חברות בת הפועלות מחוץ לגבולות המדינה. לפיכך, הנתונים שברשותנו מאפשרים לבחון את השפעת הריכוזיות על המשק הישראלי בצורה מדויקת יותר.

4. פעילות הקבוצות העסקיות בישראל

בעבודה זו בחנו את רמת הריכוזיות במשק באמצעות ניתוח פעילותן של 13 הפירמידות העסקיות הגדולות במשק בשלושה תחומים:

- ריכוזיות ברווחים – בחלק זה נבחן נתח השוק של הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים במשק לאורך זמן. כמו כן נבחנו שיעורי הרווחיות של החברות בקבוצות העסקיות הגדולות ואת הסיכון שגודלן מהווה למשק.
- תעסוקה – בחלק זה נבחן משקלן של הקבוצות העסקיות הגדולות בתעסוקה במשק והיציבות התעסוקתית בהן.
- שכר – בחלק זה נבחן שכר העובדים ושכר המנהלים בקבוצות העסקיות הגדולות.

פרק זה מחולק לשלושה חלקים. בחלק הראשון נאפיין את החברות בקבוצות העסקיות הגדולות. בחלק השני נבחן את רמת הריכוזיות במשק ובחלק השלישי ננתח את השפעת הקבוצות העסקיות הגדולות על שוק העבודה.

4.1 מאפייני החברות בקבוצות העסקיות הגדולות

ממאגר הנתונים שברשותנו עולה כי מספר החברות שפעלו בכל אחת מהשנים 2002-2008 עמד על 39,142 חברות, מתוכן 803 חברות השתייכו לאחת מ-13 הקבוצות העסקיות הגדולות (כ-2 אחוזים).⁴⁰² רובן המכריע של חברות אלה הן בבעלות פרטית.⁴⁰³ להלן המאפיינים הייחודיים של החברות בקבוצות העסקיות הגדולות:

4.1.1 המבנה הפירמידאלי ושיעור הבעלות על החברות

הפירמידות העסקיות הגדולות נבדלות מיתר הפירמידות במשק במבנה השליטה שבהן. מניתוח מבנה השליטה עולה כי שיעור ההחזקה הממוצע בכל שלב בפירמידה נמוך יותר ב-13 הפירמידות העסקיות הגדולות בהשוואה ליתר הפירמידות במשק (ראה תרשים 1). המשמעות היא כי ההשפעה השלילית של המבנה הפירמידאלי (ובפרט בעיית ה-Tunneling) עשויה להיות חזקה יותר בפירמידות של הקבוצות העסקיות הגדולות מאשר ביתר הפירמידות במשק.

⁴⁰² יש לציין כי מספר החברות הכולל שהיו שייכות לאחת מ-13 הקבוצות העסקיות הגדולות לפחות באחת מהשנים 2002-2008 היה גבוה בהרבה.

⁴⁰³ זיהוי החברות השייכות לקבוצות העסקיות נעשה על ידי שרשור החברות בפירמידה עד לרמה החמישית בכל פירמידה (כאשר בשכבה הראשונה מצויה חברת האם).

תרשים 1: מבנה השליטה בפירמידות העסקיות



מקור: מינהל הכנסות המדינה

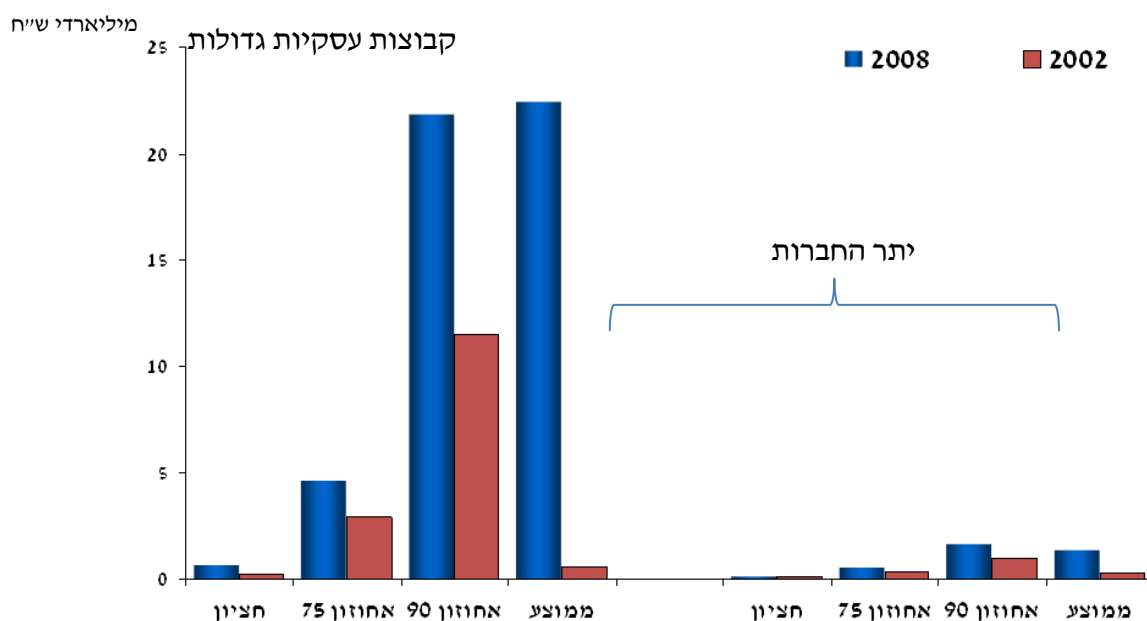
אחד ההסברים האפשריים לשיעורי ההחזקה הנמוכים יותר בפירמידות העסקיות הגדולות בהשוואה ליתר הפירמידות, הינה העובדה שבכל שלב בפירמידה, החברות המשתייכות לפירמידות העסקיות הגדולות הינן גדולות יותר מהחברות המקבילות בפירמידות האחרות. דהיינו, כל אחוז שליטה דורש הון גבוה יותר. כך למשל, המחזור הממוצע של חברה נכדה (שלב 3 בפירמידה) ב-13 הפירמידות העסקיות הגדולות גבוה פי 8.4 מהמחזור הממוצע של חברה נכדה בפירמידות העסקיות האחרות.

4.1.2 גודל החברות

החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות נבדלות מיתר החברות במשק בגודלן. במסגרת זאת, הרווח הממוצע לחברה בפירמידות הגדולות עמד בשנת 2008 על כ- 22.5 מיליון ש"ח בעוד שהרווח הממוצע ביתר החברות במשק עמד על כ- 1.3 מיליון ש"ח בלבד. בדומה לכך הרווח החציוני של החברות בקבוצות הגדולות גבוה כמעט פי 5 מהרווח החציוני של יתר החברות במשק.

בשנים האחרונות חל גידול ניכר ברווחי החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות. בהשוואה לשנת 2002, גדל הרווח הממוצע לחברה בקבוצות הגדולות פי 38 בעוד שביתר החברות הרווח הממוצע גדל פי 4.5 בלבד. הרווח החציוני גדל בתקופה זו פי 2.5 בקבוצות העסקיות הגדולות בהשוואה לגידול של 1.3 ברווח החציוני של יתר החברות במשק (ראה תרשים 2).

תרשים 2: התפלגות הרווחים ב- 13 הקבוצות העסקיות הגדולות וביתר החברות



מקור: נתוני אגף מינהל הכנסות המדינה

4.1.3 סיכויי השרידות של החברות והקצאת מקורות האשראי במשק

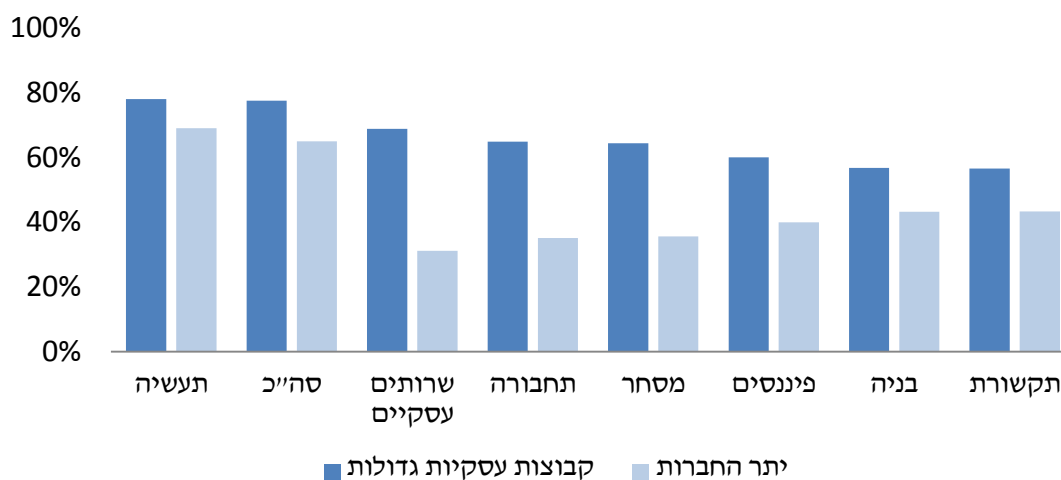
כפי שתואר בסקירת הספרות, מחקרים קודמים הראו כי המבנה של הקבוצות העסקיות מאפשר ליצור שוק הון פנימי אשר משפר את הנגישות של החברות בקבוצה לאשראי. לפיכך, בדקנו האם השתייכות לקבוצה עסקית בישראל מעניקה יתרון לחברות בהשגת אשראי ומהן ההשלכות האפשריות של כך על הקצאת האשראי במשק. לצורך כך התמקדנו בשני פרמטרים אשר שילוב שלהם עשוי להצביע על נגישות גבוהה יותר לאשראי: סיכויי השרידות של החברות מול שיעור החברות המפסידות.

מניתוח נתוני החברות עולה כי סיכויי השרידות של החברות (הסיכוי של חברה שהייתה פעילה בשנת 1999 להיות פעילה גם בשנת 2007)⁴⁰⁴ המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר מאשר אצל שאר החברות. הדבר נכון לכל ענפי המשק (ראה תרשים 3).

⁴⁰⁴ לצורך ניתוח שיעורי השרידות נלקח טווח שנים ארוך יותר, משנת 1999 עד 2007, על מנת לקבל אינדקסיה על שיעורי השרידות לפרק זמן ארוך ככל האפשר. מאחר וישנן חברות שעדיין לא תוקצר הדוח שלהן לשנת 2008, נלקחה שנת 2007 כמבחן לשרידות.

תרשים 3: שיעורי השרידות של החברות לפי ענפים

חברות שהיו פעילות בשנת 1999 ו- 2007

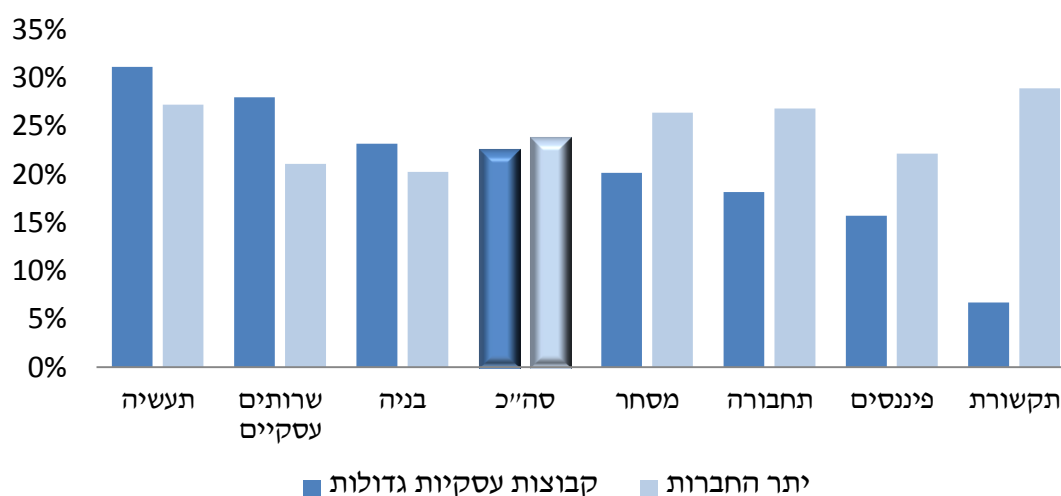


מקור: נתוני אגף מינהל הכנסות המדינה

כאשר פילחנו את החברות המפסידות במשק לחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות וליתר החברות, מצאנו כי בממוצע, שיעור החברות המפסידות בקרב הקבוצות העסקיות הגדולות דומה לזה שביתר החברות (ראה תרשים 4). בחלוקה ענפית בולטת העובדה שבענפים תחרותיים שיעור החברות המפסידות בקרב הקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר, בהשוואה ליתר החברות, ולהיפך בענפים הפחות תחרותיים. עוד נמצא, כי שיעור ההפסד (מסך המכירות) בקרב החברות המפסידות במשק, גבוה יותר בקרב חברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות, למעט בענף התחבורה (ראה תרשים 5).

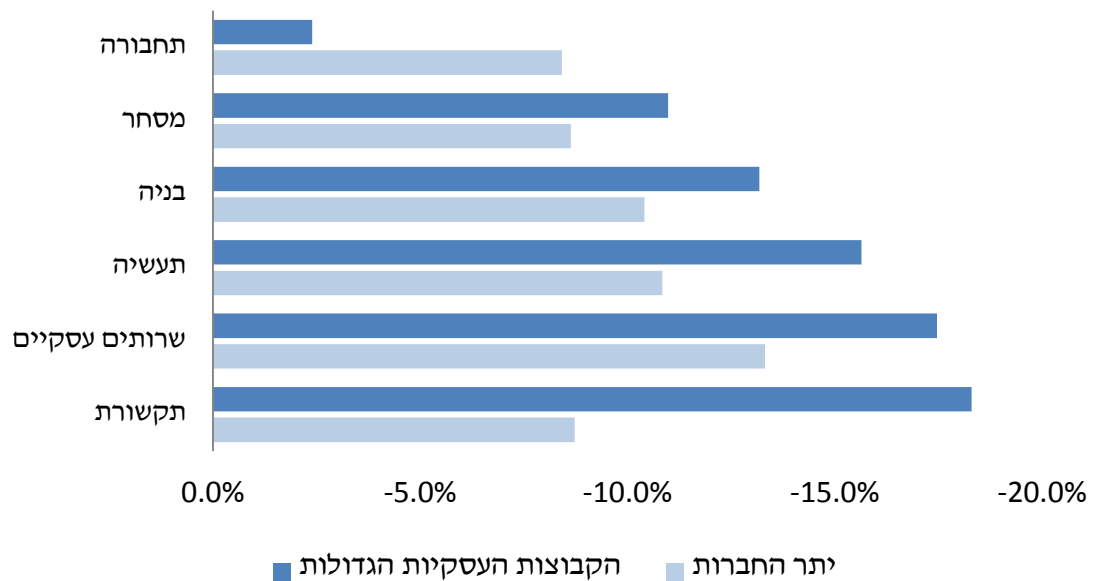
תרשים 4: שיעור החברות המפסידות

לפי ענפים, שנת 1999



מקור: נתוני אגף מינהל הכנסות המדינה

**תרשים 5: שיעור ההפסד של החברות לפי ענפים
2008-2002**



הערה: שיעור ההפסד מחושב כיחס בין סך ההפסדים לפדיון של החברה.
מקור: נתוני אגף מינהל הכנסות המדינה

המסקנה העולה מכך היא שהחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות, ככל הנראה נגישות יותר לאשראי ולכן חלקן שורדות יותר, זאת על אף ששיעור גבוה מהן הן חברות מפסידות ושיעור ההפסד בהן גבוה יותר. ממצאים אלה עשויים להעיד על הקצאת מקורות לא אופטימאלית של אשראי במשק. מעבר לכך, הדבר עשוי לשקף חוסר יעילות ברמת המשק ולהצביע על כך שבעלות על חברות (גם אם הן מפסידות) כחלק מקבוצה עסקית מניבה ערך מוסף לקבוצה העסקית.

מנתוני פעילות החברות בישראל עולה כי בשנת 2008 עמד משקל ההפסדים להעברה (סך ההפסדים הנצברים של החברות) של כלל החברות במשק על 27.3 אחוזי תוצר. שיעור זה הינו הגבוה ביותר מבין מדינות ה-OECD המובילות, כאשר ממוצע מדינות ה-OECD עמד ב-2008 על 13 אחוזי תוצר (ראה תרשים 6). יש לציין, כי משקלן של הקבוצות העסקיות בסך כל ההפסדים להעברה עמד בשנה זו על 26.4 אחוזים. ממצאים אלה מראים כי חלק משמעותי בעיוות בהקצאת האשראי נובע מפעילות הקבוצות העסקיות.

תרשים 6: הפסדים להעברה כאחוז מהתוצר
2008



מקור: OECD, מנהל הכנסות המדינה.

4.2 רמת הריכוזיות במשק

בפרק זה נבחן את רמת הריכוזיות במשק דרך משקלן של הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים במשק ונבחן את הסיכון המערכתי שהן מהוות בשל גודלן.

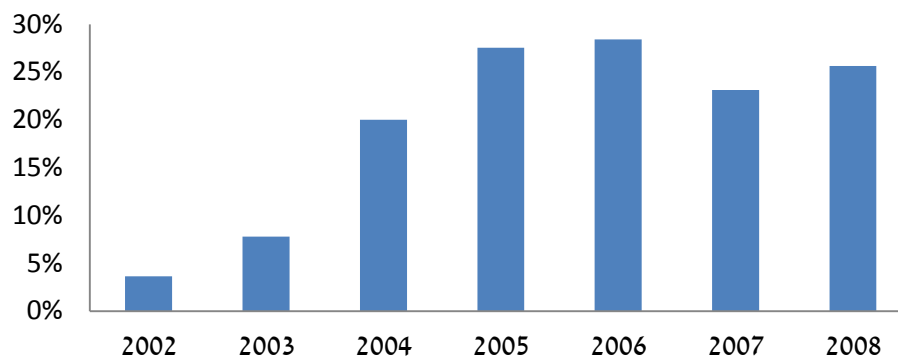
4.2.1 משקל הקבוצות העסקיות ברווחים במשק

4.2.1.1 ממצאים סטטיסטיים

מניתוח משקלן של החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות בסך הרווחים במשק (לפני מס וכולל שכר המנהלים בחברה) עולה כי בשנים 2002-2008 גדל משקלן של 13 הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים במשק. בעוד שבשנת 2002 עמד משקלן של 13 הקבוצות הגדולות על 4 אחוזים מסך הרווחים במשק, בשנת 2008 משקלן עלה ל- 26 אחוזים (ראה תרשים 7).⁴⁰⁵

⁴⁰⁵ יש לציין כי, כי בנטרול אחת החברות בקבוצות העסקיות הגדולות אשר עברה במהלך תקופה זו מהפסדים לרווחים, הגידול במשקלן של הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים במשק היה מ- 12 אחוזים ל- 20 אחוזים.

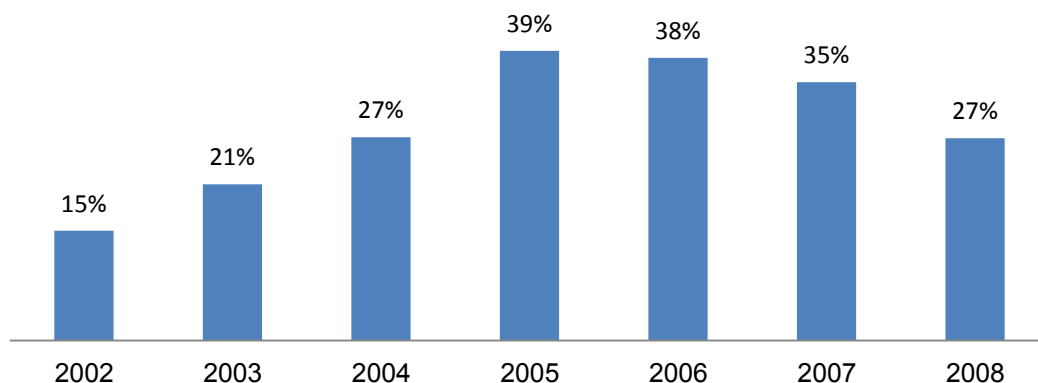
**תרשים 7: משקל החברות ב-13 הקבוצות העסקיות הגדולות
בסך הרווחים של החברות במשק**



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה.

מעבר לכך, מניתוח פעילותן של הקבוצות העסקיות בשוק המקומי (בניכוי הרווחים הנובעים ממכירות ליצוא), עולה כי משקל החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים ממכירות לשוק המקומי גדל בצורה ניכרת בשנים האחרונות מ-15 אחוזים בשנת 2002 ל-27 אחוזים בשנת 2008 (ראה תרשים 8).

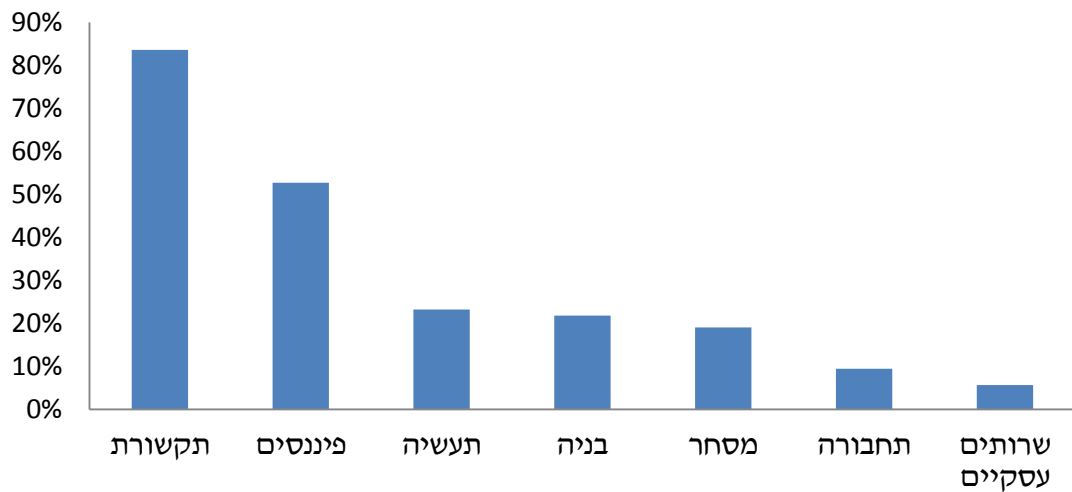
**תרשים 8: משקל הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים ממכירות
לשוק המקומי**



מקור: נתוני אגף מינהל הכנסות המדינה

בחינת רווחי החברות לפי ענפים מראה כי הקבוצות העסקיות הגדולות דומיננטיות בעיקר בענפי התקשורת והפיננסיים. בשנת 2008 עמד משקלן של 13 הקבוצות העסקיות בסך הרווחים בענף התקשורת על כ-84 אחוזים ובענף הפיננסיים על כ-53 אחוזים (ראה תרשים 9).

תרשים 9: משקל החברות ב-13 הקבוצות העסקיות הגדולות בסך הרווחים
לפי ענפים, שנת 2008



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה.

4.2.1.2 השפעת הקבוצות העסקיות על רווחי החברות – אמידה אמפירית

בכדי לבחון את השפעת ההשתייכות של חברה לקבוצה עסקית גדולה על רווחיה, אמדנו אמפירית את הגורמים המשפיעים על רווחי החברות בשנת 2008. השפעת השיוך לקבוצה עסקית גדולה על רווחי החברה, באה לידי ביטוי באמידה באמצעות משתנה דמי לשיוך החברה לפירמידה של קבוצה עסקית גדולה, משתנה כמותי למיקומה של החברה בפירמידה העסקית ומשתנה דמי לחברות הנשלטות על ידי חברות במעלה הפירמידה. להלן המשוואה האמפירית שנאמדה:

$$(1) PROF08 = \beta_1 PROF02 + \beta_2 BG + \beta_3 PROF02 \cdot BG + \beta_4 MINC02 + \beta_5 (MINC02)^2 + \beta_6 SELS02 + \beta_7 PYRAMID + \beta_8 CONT + \beta_9 CONT \cdot BG + \beta_{10} PYRAMID \cdot CONT + \beta_{11} PYRAMID \cdot CONT \cdot BG + \gamma ANAF + \varepsilon$$

כאשר:

PROF08 – רווחי החברה בשנת 2008.

PROF02 – רווחי החברה ב- 2002.

BG – משתנה דמי לחברה המשתייכת לקבוצה עסקית גדולה.

MINC02 – שכר ממוצע למנהל (שהינו בעל מניות) בחברה ב- 2002.

SELS02 – פדיון החברה ב- 2002.

PYRAMID – מיקום החברה בפירמידה

CONT – משתנה דמי לחברה הנשלטת ב- 50% לפחות בכל אחד משלבי הפירמידה.

ANAF - משתני בקרה לענפים במשק.

הממצאים האמפיריים, המוצגים בטבלה 1, מעידים כי :

- הגידול ברווחים בחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר בהשוואה לגידול ברווחים ביתר החברות.
- יחד עם זאת, קיימת השפעה שלילית של המבנה הפירמידלי בקבוצות העסקיות הגדולות על רווחי החברות בפירמידה (עדות ל-Tunneling), בין אם החברה נשלטת ובין אם לא. ביתר הפירמידות השפעה זו קיימת רק בחברות שאינן נשלטות.
- נמצאה השפעה שלילית של מיקום החברה בפירמידה על רווחי החברות בפירמידה.
- נמצאה פגיעה ברווחי חברה נשלטת בתחתית הפירמידה של קבוצה עסקית גדולה.

טבלה 1: הגורמים המשפיעים על רווחי החברות

	משתנה תלוי: רווחי החברה ב- 2008
0.59 (95.76)	רווחי החברה ב- 2002
22,059,553 (10.21)	השתייכות לקבוצה עסקית גדולה
0.45 (38.93)	רווחי החברה ב- 2002 * השתייכות לקבוצה עסקית
2.01 (13.08)	שכר ממוצע למנהל בחברה ב-2002
-3.23e-8 (-13.10)	(שכר מנהל)*(שכר מנהל)
0.03 (44.54)	פדיון החברה ב- 2002
-1,710,277 (-4.13)	מיקום החברה בפירמידה
-821,246 (-4.82)	חברה נשלטת
-14,257,057 (-5.11)	חברה נשלטת * קבוצה עסקית גדולה
2555778 (5.89)	מיקום בפירמידה*חברה נשלטת
-1683812 (-3.22)	מיקום בפירמידה*חברה נשלטת*קבוצה עסקית גדולה
+	משתני בקרה לענפים
0.54	R^2
16627	OBS

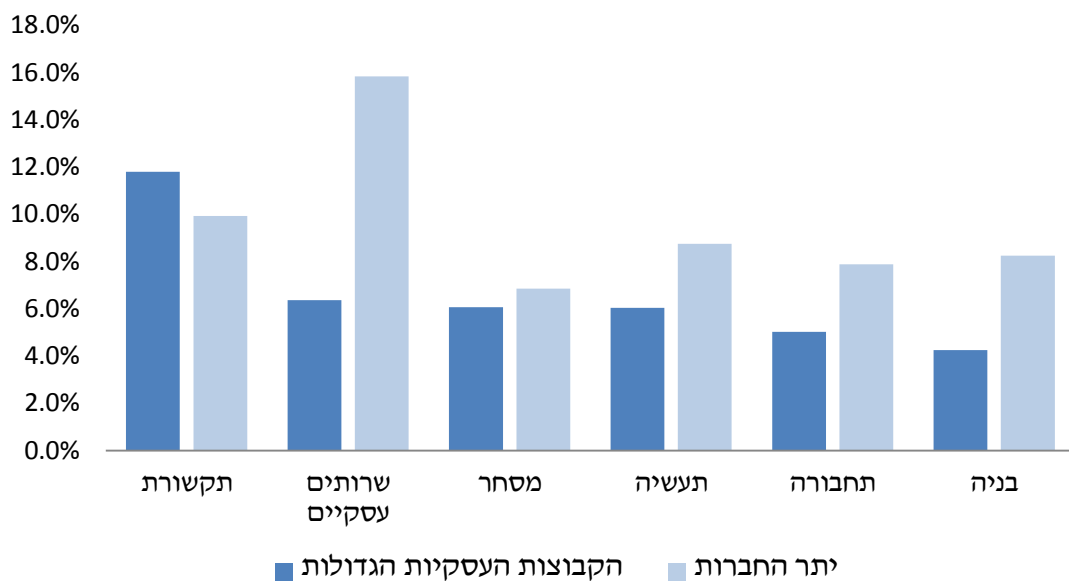
* הערכים בסוגרים מייצגים את ערכי t.

4.2.2 שיעורי הרווח של חברות בקבוצות העסקיות הגדולות

4.2.2.1 ממצאים סטטיסטיים

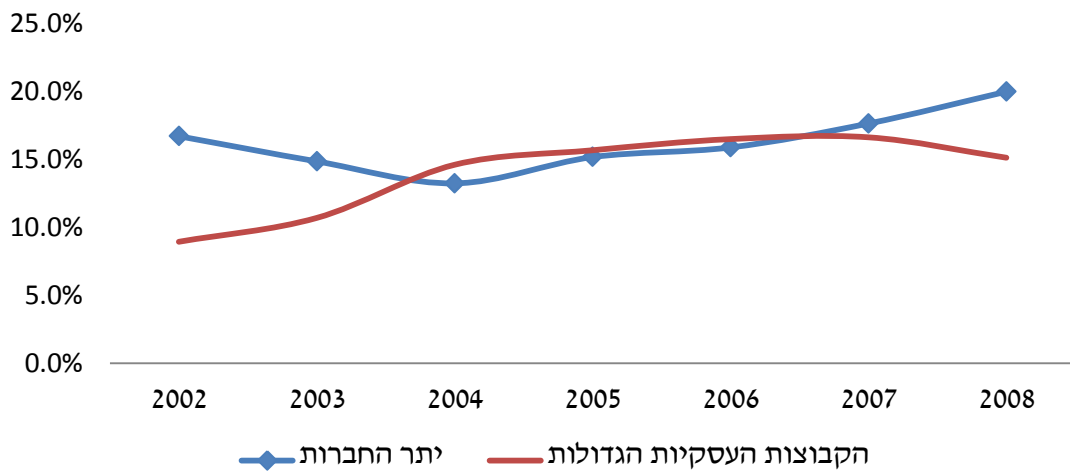
בחלק זה בחנו את שיעורי הרווחיות של החברות המרוויחות בקבוצות העסקיות הגדולות מול יתר החברות המרוויחות במשק. שיעור הרווחיות של החברות נמדד על ידי חלוקת סך הרווחים של החברה (לפני מס וכולל שכר מנהלים) בסך המכירות שלה. מניתוח הנתונים עולה כי שיעור הרווחיות של החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות נמוך יותר ביחס ליתר החברות בכל הענפים, למעט בענף התקשורת (ראה תרשים 10). יחד עם זאת, לאורך השנים חלה ירידה בשיעורי הרווחיות של הקבוצות העסקיות הגדולות בענף התקשורת ובמקביל חלה עלייה בשיעורי הרווחיות של יתר החברות בענף (ראה תרשים 11).

תרשים 10: שיעורי הרווחיות הממוצע בשנים 2002-2008
בקרב חברות מרוויחות



מקור: מינהל הכנסות המדינה

**תרשים 11: שיעורי הרווחיות של החברות בענף התקשורת
2008-2002**



מקור: מינהל הכנסות המדינה

4.2.2.2 שיעור הרווח של החברות במשק – אמידה אמפירית

בחלק זה אמדנו אמפירית את הגורמים המשפיעים על שיעור הרווח של החברות במשק, במטרה לבחון האם שיעור הרווח של החברות בקבוצות העסקיות גבוה יותר וכיצד משפיע המבנה הפירמידאלי על שיעורי הרווח של החברות בפירמידה. המשתנה התלוי במשוואה האמפירית הינו שיעור הרווח הממוצע לחברה בשנים 2008-2002. להלן המשוואה שנאמדה:

$$(1) RIV_i = \beta_1 PROF02 + \beta_2 PROF02 \cdot BG + \beta_3 MINC + \beta_5 (MINC)^2 + \beta_4 CONT + \beta_5 PYRAMID \cdot CONT + \beta_6 PYRAMID \cdot CONT \cdot BG + \gamma ANAF + \varepsilon$$

כאשר:

RIV_i – שיעור הרווח הממוצע של חברה i בשנים 2008-2002

$PROF02$ – רווחי החברה ב- 2002.

BG – משתנה דמי לחברה המשתייכת לקבוצה עסקית.

$MINC$ – שכר ממוצע למנהל (שהינו בעל מניות) בחברה בשנים 2008-2002.

$CONT$ – משתנה דמי לחברה הנשלטת ב- 50% לפחות בכל אחד משלבי הפירמידה.

$PYRAMID$ – מיקום החברה בפירמידה.

$ANAF$ - משתני בקרה לענפים במשק.

הממצאים האמפיריים, המוצגים בטבלה 2, מראים כי בקרב חברות מרוויחות, לא קיים הבדל מובהק בין שיעורי הרווח של חברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות לבין יתר החברות במשק. עם זאת:

- שיעור רווח גבוה יותר (ממוצע 2002-2008) נמצא בקרב חברות בעלות רווחים גבוהים יותר ב-2002. בקרב חברות אלה, שיעור הרווח של החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות נמוך יותר.
- ככל שחברה נשלטת מצויה בשכבה נמוכה יותר בפירמידה כך שיעורי הרווח שלה יהיו נמוכים יותר. הדבר בולט במיוחד בקבוצות העסקיות הגדולות.

טבלה 2: הגורמים המשפיעים על שיעור הרווח של החברות

משתנה תלוי: שיעור הרווחיות הממוצע בשנים 2002-2008	
5.42e-9 (9.31)	רווחי החברה ב- 2002
-4.65e-9 (-6.21)	רווחי החברה ב- 2002 * השתייכות לקבוצה עסקית
4.64e-7 (35.63)	שכר ממוצע למנהל בשנים 2002-2008
-3.30e-15 (-25.27)	(שכר ממוצע של מנהל)*(שכר ממוצע של מנהל)
0.20 (5.22)	חברה נשלטת
-0.05 (-3.72)	מיקום בפירמידה*חברה נשלטת
-0.13 (-6.09)	מיקום בפירמידה*חברה נשלטת*קבוצה עסקית גדולה
+	משתני בקרה לענפים
0.078	R^2
23821	OBS

* הערכים בסוגרים מייצגים את ערכי t.

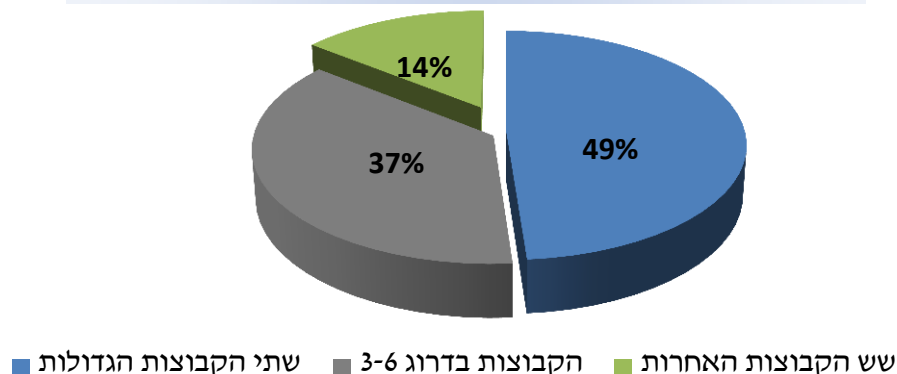
4.2.3 ריכוזיות בתוך הקבוצות העסקיות

אחד הטיעונים המרכזיים נגד ריכוזיות גבוהה במשק מתייחס לסיכון המערכתי שנובע מגודלן של הקבוצות העסקיות. ככל שהמשק ריכוזי יותר כך ההשלכות של פשיטת רגל של חברות גדולות ובפרט של קבוצות עסקיות על המשק תהיה משמעותית יותר. מניתוח הנתונים עולה כי לצד הריכוזיות הגבוהה ברווחים במשק, גם בתוך הקבוצות העסקיות הגדולות קיימת שונות גבוהה בין הקבוצות.

מחקרים קודמים שבחנו את הריכוזיות במשק (ראה קוסנקו, 2008) התייחסו לפעילותן של 20 קבוצות עסקיות בישראל. בעבודה זו אנו בוחנים את פעילותן של 13 הקבוצות העסקיות הגדולות במשק. אך, מניתוח הנתונים שברשותנו, עולה כי המשק הישראלי ריכוזי אף יותר מכך. **שתי הקבוצות העסקיות הגדולות במשק, מחזיקות בכ- 50 אחוזים מסך הרווחים של 13 הקבוצות העסקיות הגדולות ולמעשה משקלן של שתי הקבוצות הללו בסך הרווחים במשק עומד על כ- 12.5 אחוזים** (ראה תרשים 12). לכך, יש השלכות מהותיות על הסיכון המערכתי שמהוות הקבוצות העסקיות.

תרשים 12: ריכוזיות בתוך הקבוצות העסקיות הגדולות

משקלן של שתי הקבוצות הגדולות בסך הרווחים במשק עומד על כ- 12.5 אחוזים (49 אחוזים מרווחי הקבוצות הגדולות).



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה

4.3 השפעת הקבוצות העסקיות על שוק העבודה

בחלק זה של הנייר נותחה תרומתן של הקבוצות העסקיות הגדולות לתעסוקה במשק. לצורך כך, בחנו את היקף התעסוקה שמספקות הקבוצות העסקיות הגדולות ואת היציבות התעסוקתית בהן.

4.3.1 משקלן של הקבוצות העסקיות הגדולות בסך התעסוקה במשק

מניתוח תרומתן של הקבוצות העסקיות הגדולות לתעסוקה במשק עולה כי בשנת 2008 אלה העסיקו כ- 7.8 אחוזים מכלל משרות השכיר⁴⁰⁶. לאורך השנים חלה ירידה במשקלן של הקבוצות העסקיות בתעסוקה אשר נבעה מקצב גידול איטי יותר של קליטת עובדים. במסגרת זאת, בין השנים 2003 עד 2008 עמד קצב גידול המועסקים בקבוצות הגדולות על כ- 25.1 אחוזים לעומת גידול של כ- 29.2 אחוזים ביתר החברות.

ניתוח לפי ענפים מראה כי בענפים בהם הקבוצות העסקיות הגדולות דומיננטיות, כגון ענפי התקשורת והפיננסיים, קצב גידול התעסוקה בהן היה מהיר באופן משמעותי ביחס ליתר החברות בענף (ראה תרשים 13).



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה

בחינה של נתוני קליטת עובדים חדשים שהצטרפו למעגל העבודה מראה כי תרומתן של הקבוצות העסקיות הגדולות בקליטת עובדים אלה היתה נמוכה. כך למשל, בשנת 2008 קלטו הקבוצות העסקיות הגדולות כ- 2 אחוזים בלבד מהעובדים החדשים שהצטרפו לשוק העבודה. שיעור זה נמוך משמעותית ממשקלן בתעסוקה באותה השנה, אשר עמד על 8 אחוזים.

גם בענפים בהן הקבוצות העסקיות דומיננטיות בתעסוקה, כמו ענף התקשורת, משקלן בקליטת עובדים חדשים שהצטרפו לענף היתה נמוכה יותר בהשוואה למשקלם הכולל בתעסוקה בענף זה (39 אחוזים לעומת 57 אחוזים בהתאמה). לפיכך, ניכר כי הקבוצות העסקיות הגדולות מגייסות פחות עובדים ונוטות לקלוט עובדים עם ניסיון תעסוקתי.

4.3.2 יציבות תעסוקתית

⁴⁰⁶ סך משרות השכיר במשק עומד על כ- 2.1 מיליון משרות.

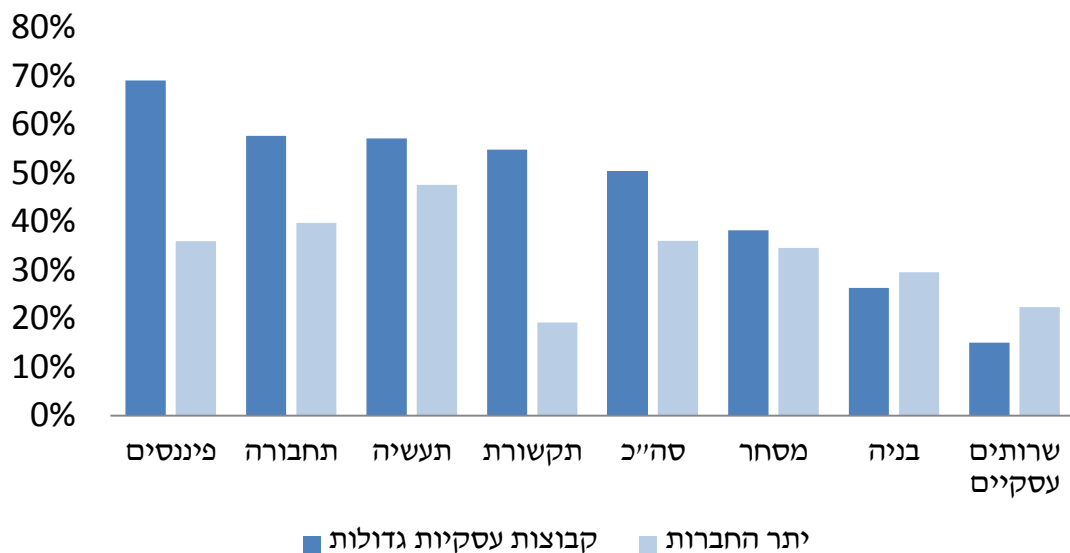
4.3.2.1 ממצאים סטטיסטיים

מניתוח נתוני קובץ השכירים עולה כי התעסוקה בחברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות יציבה יותר. בתוך כך, כמחצית מהעובדים שהשתייכו לחברות בקבוצות העסקיות הגדולות ב- 2003 המשיכו לעבוד בשנת 2008 באותה החברה. שיעור זה גבוה בהשוואה ליתר החברות במשק, אשר בהן היציבות התעסוקתית עמדה על 36 אחוזים.

מניתוח היציבות התעסוקתית בחלוקה לפי ענפים עולה כי היציבות התעסוקתית הגבוהה ביותר נמצאה בקרב החברות בקבוצות העסקיות הגדולות הפועלות בענף הפיננסיים. הפער הגדול ביותר ביציבות התעסוקתית בין הקבוצות הגדולות ליתר החברות במשק היה בענף התקשורת (ראה תרשים 14).

תרשים 14: יציבות תעסוקתית

שיעור העובדים בשנת 2003 שנותרו מועסקים באותה חברה ב- 2008



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה
הערה: היציבות התעסוקתית בסך המשק מחושבת לפי ממוצע פשוט.

4.3.2.2 היציבות התעסוקתית במשק – אמידה אמפירית

בכדי לבחון את השפעת הקבוצות העסקיות על היציבות התעסוקתית בחברות השונות במשק, אמדנו באמצעות מודל logit את הגורמים המשפיעים על היציבות התעסוקתית של עובדים בחברות. מודל logit מאפשר לבחון את ההסתברות להתרחשות של תופעה כלשהי, כאשר המשתנה התלוי במודל הוא דיכוטומי. באמצעות מודל זה בחנו את השאלה מהם הגורמים המשפיעים על סיכויי עובד שעבד בשנת 2003 בחברה i לעבוד בה גם בשנת 2008. להלן המשוואה שנאמדה:

$$(2) SUREMP08 = \beta_1 WAGE03 + \beta_2 BG03 + \beta_3 BG03 \cdot IND + \beta_4 BG03 \cdot TRADE + \beta_5 BG03 \cdot FIN + \beta_6 BG03 \cdot TRN + \beta_7 BG03 \cdot COMM + \beta_8 SELS03 + \beta_9 IMMIG90 + \beta_{10} IMMIG00 + \tau AGE + \theta AGE \cdot WAGE03 + \gamma ANAF + \varepsilon$$

כאשר:

$SUREMP08$ – משתנה דמי המקבל את הערך 1 אם עובד שעבד בחברה i בשנת 2003 עדיין עובד בה בשנת 2008.

WAGE03 – שכר העובד בשנת 2003.

BG03 – משתנה דמי לעובד בחברה שהשתייכה לקבוצה עסקית גדולה ב- 2003.

IND – משתנה דמי לענף התעשייה.

TARDE – משתנה דמי לענף המסחר.

FIN – משתנה דמי לענף הפיננסיים.

TRN – משתנה דמי לענף התחבורה.

COMM – משתנה דמי לענף התקשורת.

SELS03 – מחזור החברה בשנת 2003.

IMMIG90 - משתנה דמי לעולה חדש אחרי שנת 1990.

IMMIG00 – משתנה דמי לעולה חדש אחרי שנת 2000.

AGE – משתני בקרה לגיל העובד.

הממצאים העולים מהאמידה האמפירית הם :

- בניגוד לממצאים בסטטיסטיקה התיאורית (תרשים 14), היציבות התעסוקתית בקבוצות העסקיות הגדולות נמוכה יותר בממוצע.
- עם זאת, בחתך לפי ענפים, עולה כי היציבות התעסוקתית בקבוצות העסקיות הגדולות גבוהה יותר בענפי התעשייה, הפיננסיים התחבורה והתקשורת.

טבלה 3: הגורמים המשפיעים על היציבות התעסוקתית

0.00*	משתנה תלוי : סיכויי השרידות של עובד שכר העובד בשנת 2003
-1.12*	עובד בחברה המשתייכת לקבוצה עסקית גדולה ב- 2003
1.39*	עובד בקב' עסקית גדולה בענף התעשייה
0.37*	עובד בקב' עסקית גדולה בענף המסחר
2.68*	עובד בקב' עסקית גדולה בענף הפיננסיים
1.87*	עובד בקב' עסקית גדולה בענף התחבורה
2.39*	עובד בקב' עסקית גדולה בענף התקשורת
2.25e-10*	מחזור החברה ב- 2003
-0.12*	עולה ותיק (אחרי שנת 1990)
-0.72*	עולה חדש (אחרי שנת 2000)
+	משתני בקרה לגיל העובד
85,030	OBS

הערות : מודל Logit

* מציין רמת מובהקות של 1 אחוז.

** מציין רמת מובהקות של 5 אחוזים.

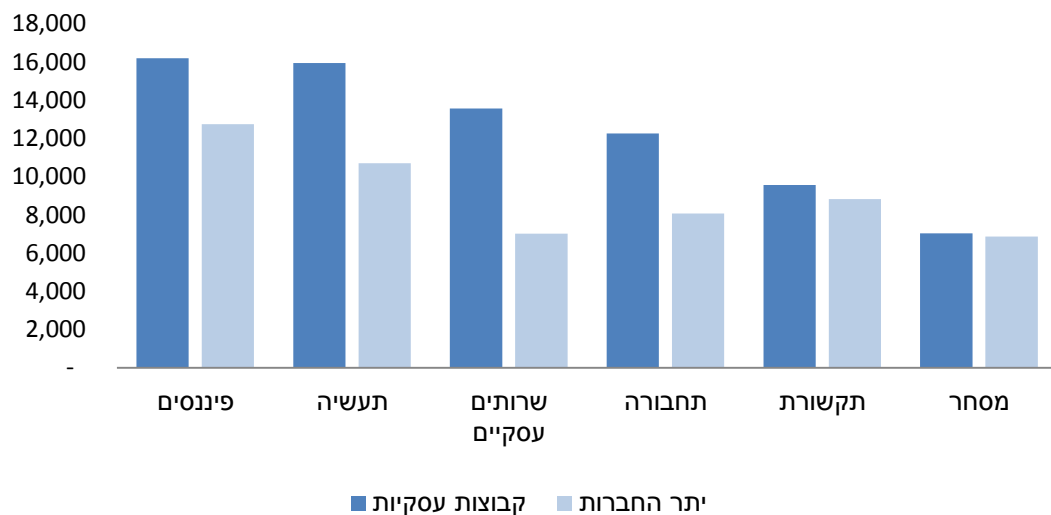
4.3.3 שכר המועסקים בקבוצות העסקיות

4.3.3.1 ממצאים סטטיסטיים

באמצעות קובץ השכירים שברשותנו, בדקנו האם הקבוצות העסקיות הגדולות משלמות שכר גבוה יותר או נמוך יותר לעובדיהן בהשוואה ליתר החברות במשק. קובץ השכירים, כולל כאמור נתונים פרטניים על המועסקים במשק, כפי שעולה מדיווחי החברות לרשויות המס.

מנתוני השכירים המועסקים על ידי חברות במשק עולה כי בשנת 2008 השכר הממוצע לעובד ב-13 הקבוצות העסקיות הגדולות היה גבוה יותר בהשוואה לעובדים ביתר החברות במשק. הדבר נכון לכל ענפי המשק (ראה תרשים 15).

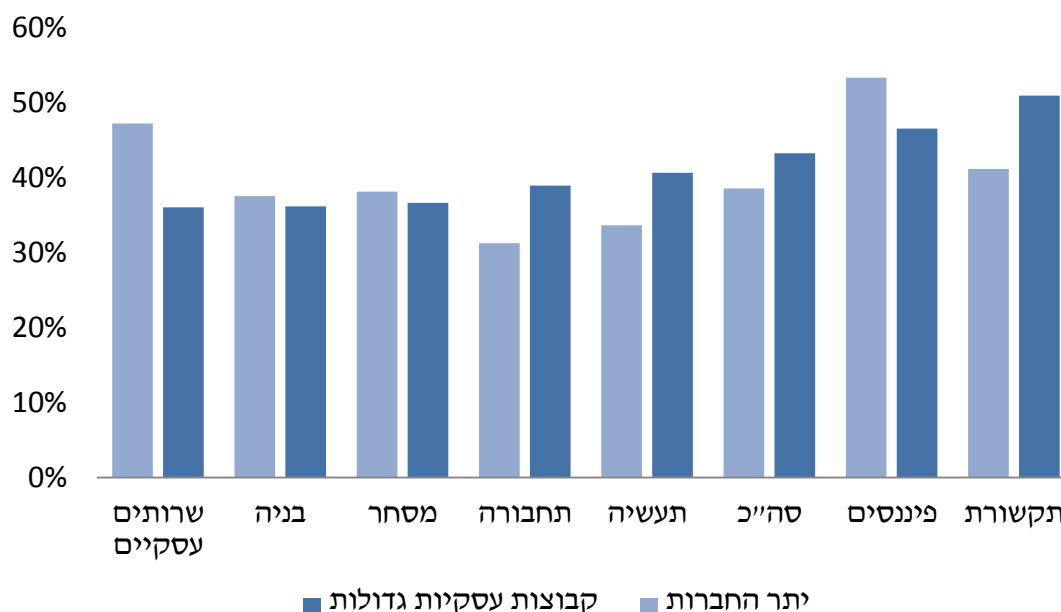
תרשים 15: שכר העובדים בקבוצות העסקיות וביתר החברות במשק
שכר ממוצע, שנת 2008



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה

בחינת קצב צמיחת השכר של העובדים בחברות השונות במשק מעלה כי בין השנים 2003 עד 2008, היה קצב צמיחת השכר הממוצע בקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר בהשוואה ליתר החברות במשק. הפער המשמעותי ביותר בקצב צמיחת השכר היה בענף התקשורת, בו הקבוצות העסקיות הגדולות דומיננטיות גם ברווחים (ראה התרשים 16). למעשה, קצב צמיחת השכר בקבוצות העסקיות היה גבוה יותר בכל הענפים, למעט בענף הפיננסיים והשירותים העסקיים.

תרשים 16: גידול השכר הממוצע בשנים 2003-2008

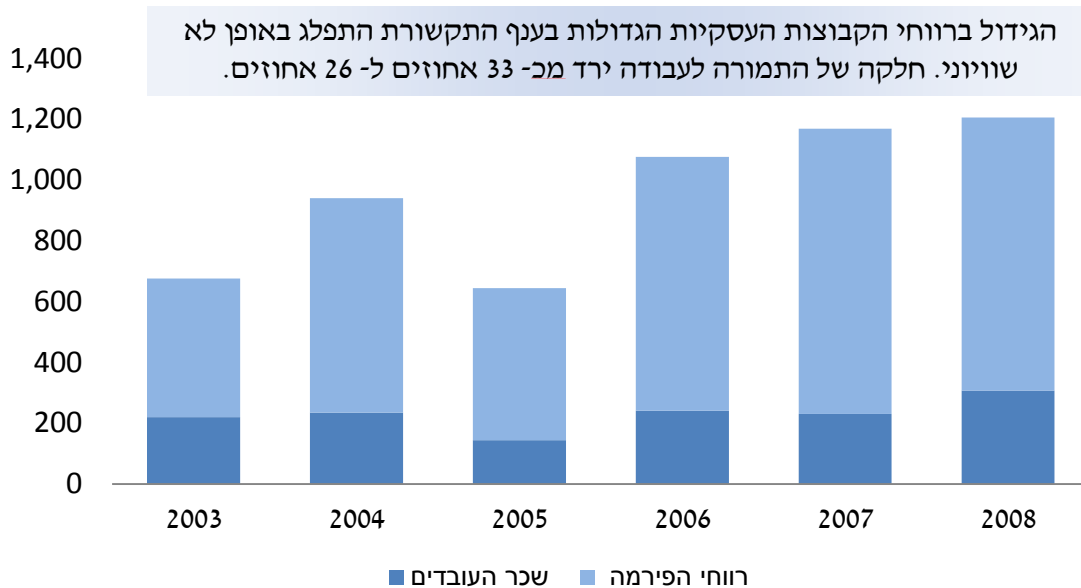


מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה

מתרשימים 9 ו-16 עולה כי הדומיננטיות הגדולה ביותר של הקבוצות העסקיות הגדולות הינה בענף התקשורת, ענף בו מתקיים גם הפער הגבוה ביותר בין הקבוצות העסקיות הגדולות ליתר החברות במשק בגידול השכר של העובדים. לפיכך, נשאלת השאלה האם העובדים בקבוצות העסקיות מתוגמלים עבור הגידול ברווחי החברות. מניתוח התפלגות הערך המוסף (תשלומי שכר ורווחים) ב-13 הקבוצות הגדולות בענף התקשורת עולה, כי הגידול ברווחי החברות בקבוצות העסקיות הגדולות התפלג באופן לא שיוויוני. חלקה של התמורה לעבודה ירד בשנים 2003-2008 מ-33 אחוזים ל-26 אחוזים. כלומר הנהנים העיקריים מהגידול ברווחי החברות היו בעלי ההון (ראה תרשים 17).

תרשים 17: התפלגות הערך המוסף ב-13 הקבוצות העסקיות הגדולות
בענף התקשורת, 2003-2008

מיליוני
ש"ח



מקור: נתוני אגף מנהל הכנסות המדינה

4.3.3.2 שכר העובדים – אמידה אמפירית

בכדי לבחון האם הקבוצות העסקיות הגדולות משלמות שכר גבוה יותר לעובדיהן אמדנו אמפירית את הגורמים המשפיעים על שכר העובד. המשוואה שעמדנו היא:

$$(3) WAGE08 = \beta_1 WAGE03 + \beta_2 MAN + \beta_3 WAGE03 \cdot MAN + \beta_4 BG + \beta_5 STAB + \beta_6 STAB \cdot BG + \beta_7 IMMIG90 + \beta_8 BG \cdot MAN + \beta_9 GEN + \beta_{10} PROF03 + \beta_{11} SELS08 + \beta_{12} SELS08 \cdot MAN + \beta_{13} PROF03 \cdot MAN + \theta AGE + \gamma ANAF + \varepsilon$$

כאשר:

WAGE08 – שכר העובד ב- 2008.

WAGE03 – שכר העובד ב- 2003.

MAN – משתנה דמי למנהל בחברה.

BG – משתנה דמי לחברה המשתייכת לקבוצה עסקית גדולה.

STAB – משתנה דמי ליציבות תעסוקתית של העובד.

IMMIG90 – משתנה דמי לעולה אחרי שנת 1990.

GEN – משתנה דמי למין העובד.

PROF03 – רווחי החברה בשנת 2003.

SELS08 – פדיון של החברה ב- 2008.

AGE – משתני בקרה לגיל העובד.

בטבלה 4 מוצגים הממצאים העולים מהאמידה האמפירית. עיקרי הממצאים הם :

- הקבוצות העסקיות הגדולות משלמות בממוצע שכר נמוך יותר לעובדיהן.
- יחד עם זאת, עובדים ותיקים משתכרים שכר גבוה יותר בקבוצות העסקיות בהשוואה לעובדים ותיקים בחברות אחרות.
- הקבוצות העסקיות הגדולות משלמות שכר גבוה יותר למנהלים (שהם בעלי מניות בחברה).

הממצאים העולים מהניתוח האקונומטרי סותרים במידה מסוימת את הממצאים בסטטיסטיקה התיאורית (תרשים 15). אלו הראו ששכר העובדים בקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר בעוד שהממצאים האקונומטריים מראים ששכר העובדים בקבוצות העסקיות נמוך יותר. ניתן להסביר את ההבדלים בין הממצאים הסטטיסטיים לממצאים האמפיריים בשתי דרכים :

- הממצאים האקונומטריים הראו כי חברות גדולות יותר משלמות שכר גבוה יותר לעובדיהן. בתחילת עבודה זו אפיינו את החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות והראנו כי הן חברות גדולות יותר. אי לכך, יתכן שהממצאים בסטטיסטיקה התיאורית אשר הראו כי שכר העובדים בקבוצות העסקיות הגדולות גבוה יותר נובעים מגודלן של החברות ולא מהשתייכותן לקבוצה עסקית כלשהי.
- בחלק בו ניתחנו את השפעתן של הקבוצות העסקיות על התעסוקה מצאנו כי הקבוצות העסקיות הגדולות נוטות לגייס עובדים ותיקים. מכיוון שהממצאים האקונומטריים מראים כי חברות בקבוצות העסקיות הגדולות משלמות שכר גבוה יותר לעובדים ותיקים, הרי שהדבר יכול להסביר את הממצאים בסטטיסטיקה התיאורית.

טבלה 4: הגורמים המשפיעים על שכר העובדים

משנתנה תלוי : שכר העובד בשנת 2008	
שכר העובד ב- 2003	0.19
	(15.85)
משנתנה דמי למנהל	1696
	(8.12)
(שכר העובד ב- 2003)*(מנהל)	-0.21
	(-27.38)
השתייכות לקבוצה עסקית גדולה	-1224
	(-4.28)
יציבות תעסוקתית בעבודה	1657
	(14.26)
(השתייכות של קבוצה עסקית גדולה)*(יציבות תעסוקתית)	2488
	(7.45)
עולה חדש אחרי שנת 1990	-2045
	(-15.80)
(השתייכות לקבוצה עסקית גדולה)*(מנהל)	72370
	(18.38)
מין העובד	3010
	(28.30)
(פדיון החברה)*(מנהל)	0.0004
	(486.31)
(רווחי החברה)*(מנהל)	0.001
	(393.49)
רווחי החברה ב- 2003	1.65e-7
פדיון החברה ב- 2008	2.02e-7
	0.6846
R^2	
OBS	619,348

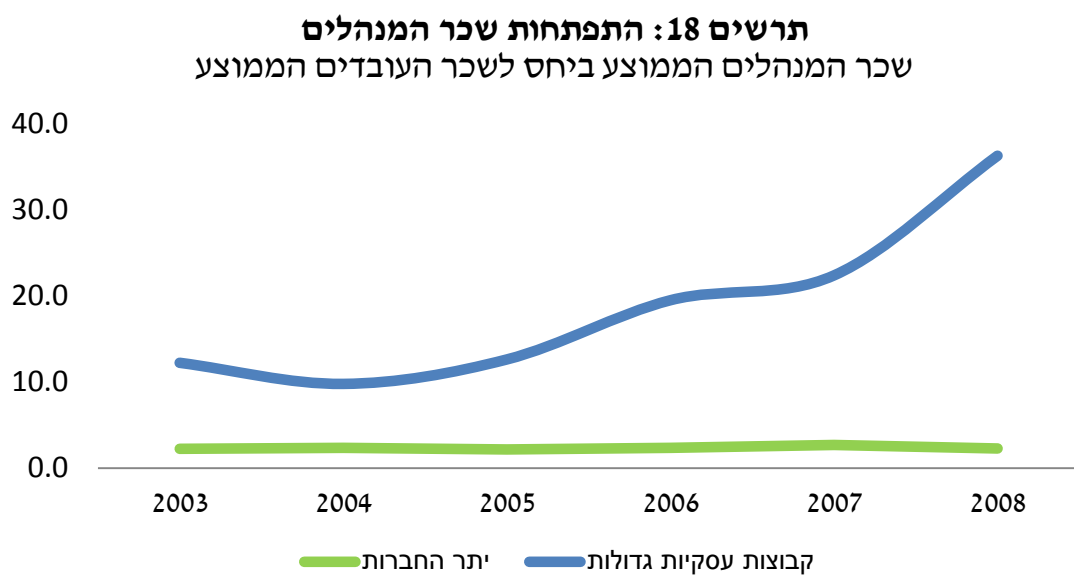
* הערכים בסוגרים מייצגים את ערכי t.

4.3.4 שכר מנהלים

4.3.4.1 ממצאים סטטיסטיים

בחלק זה נבחן את שכר המנהלים בקבוצות העסקיות הגדולות בהשוואה לשכר המנהלים ביתר החברות. באמצעות קובץ המנהלים אנו יכולים לזהות את מנהלי החברות במשק (רק אלו שהם בעלי מניות בחברה) ולבחון מהם הגורמים המשפיעים על שכרם.

בשנים האחרונות חל גידול ניכר בשכר המנהלים בקבוצות העסקיות הגדולות. מניתוח נתוני שכר המנהלים ב-13 הקבוצות העסקיות הגדולות עולה כי שכר המנהלים הממוצע היה בשנת 2008 גבוה פי 3.4 משכר הממוצע בשנת 2003. לצורך השוואה, שכרם של העובדים באותה התקופה עלה ב-15 אחוזים בלבד. ביתר החברות במשק היחס בין שכר המנהלים לשכר העובדים נותר ללא שינוי משמעותי. בתרשים 18 מוצגת ההתפתחות ביחס שכר המנהלים לשכר העובדים בקבוצות העסקיות הגדולות וביתר החברות במשק.



מקור: נתוני מנהל הכנסות המדינה.

4.3.4.2 שכר המנהלים – אמידה אמפירית

בחלק זה אמדנו אמפירית את הגורמים המשפיעים על שכר המנהלים שהם בעלי מניות בחברות במשק, באמצעות נתונים פרטניים על כל מנהל במשק שהוא בעל מניות בחברה בה הוא עובד. להלן המשוואה האמפירית שנאמדה:

$$(4) \text{MINC08} = \beta_1 \text{MINC02} + \beta_2 \text{PROF08} + \beta_3 \text{SELS08} + \beta_4 \text{BG} + \beta_5 \text{PYRAMID} + \beta_6 \text{PYRAMID} \cdot \text{BG} + \beta_7 \text{CONT} + \beta_8 \text{CONT} \cdot \text{BG} + \gamma \text{ANAF} + \varepsilon$$

כאשר:

- MINC02 – שכר המנהל בשנת 2002.
- PROF08 – רווח החברה ב-2008.
- SELS08 – פדיון החברה בשנת 2008.
- BG – משתנה דמי לחברה המשתייכת לקבוצה עסקית גדולה.
- PYRAMID – מיקום החברה בפירמידה.
- CONT – אחוז השליטה בחברה של בעל המניות המהותי.
- ANAF - משתני בקרה לענפים במשק.

בטבלה 5 מוצגים הממצאים האמפיריים. עיקרי הממצאים העולים מהניתוח האמפירי הם:

- הקבוצות העסקיות הגדולות משלמות שכר גבוה יותר למנהליהן.
- שכר המנהלים גבוה יותר בחברות נשלטות ובמיוחד בחברות נשלטות המשתייכות לקבוצות העסקיות הגדולות.
- חברות בתחתית הפירמידה של קבוצה עסקית גדולה משלמות שכר נמוך יותר למנהליהן (שהם בעלי מניות בחברה) בהשוואה ליתר החברות במשק.

טבלה 5: הגורמים המשפיעים על שכר המנהלים

* הערכים בסוגרים מייצגים את ערכי t.

משתנה תלוי: שכר המנהל בשנת 2008	
שכר המנהל בשנת 2002	0.10 (5.48)
רווח החברה בשנת 2008	0.03 (23.28)
פדיון החברה בשנת 2008	0.00 (34.4)
קבוצה עסקית גדולה	3,341,076 (3.4)
(עומק הפירמידה) * (קבוצה עסקית גדולה)	-1,089,524 (-5.85)
חברה נשלטת	204,450 (13.61)
(חברה נשלטת) * (קבוצה עסקית גדולה)	8,413,087 (11.29)
R^2	0.24
OBS	16,627

ביבליוגרפיה

Almeida, H. and Wolfenzon, D. 2006. "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups". The Journal of Finance. 61 (6), 2637–2680

Belenzon, S. and Berkovitz, T. 2007. "Innovation in Business Groups", CEP Discussion Paper No. 833.

- Dyck A. and Zingales L. 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*. Vol. 59, pp. 537-600.
- Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. 2003. "Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 135–157.
- Fisman, R. and Khanna, T. 1998. "Facilitating Development: The Role of Business Groups", *World Development*, Vol. 32 (4), 609-628.
- Franks J., Colin M. and Rossi S. 2004. "Spending Less Time with the Family: The decline of Family Ownership in the United Kingdom", NBER working paper.
- Himmelberg, C.P. and Petersen B.C. 2004. "R&D and Internal Finance: A panel study of small firms in high tech industries" *Review of economics and statistics* 76(1), 38-51.
- Khanna, T. and Palepu. K. 2000. "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. 2, 867-891.
- Khanna, Tarun, and Yishay Yafeh, 2005. Business Groups and Risk Sharing around the World, *Journal of Business*, 78, 301-340
- Khanna, T. and Yafeh, Y. 2007. "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?" *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, 331-372.
- Kosenko K. and Yafeh Y., "Business Groups in Israel", 2010 (unpublished working paper)
- Kosenko K. "Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy", Bank of Israel, 2008
- La porta, Lopez de-Silanes & Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", NBER Working Paper, 1999
- Fauver, L., Houston, J. and Naranjo, A. 2003. "Capital market development, international integration, legal systems and value of corporate diversification: A cross-country analysis". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 135–157.
- Majumdar, S.K. and Sen, K. 2007. "The Debt Wish: Rent Seeking by Business Groups and the Structure of Corporate Borrowing in India". *Public Choice*, 131, 1, 209-223
- Morck, R., and Yeung, B. 2004, Family control and the rent-seeking society, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28 No. 4, pp. 391-409.
- Murphy, K.M., Schleifer, A., and Vishny R.W. 1993. "Why is rent seeking so costly to growth". *American Economic Review*, 83, 409-414.
- Nasulis, E.W, Pham P.K and Zein, J. 2009. "Family Business Groups A round The World: Costs and Benefits of Pyramids", ECGI - Finance Working Paper No. 240/2009 .
- Samphantharak, K. 2006. "Internal Capital Markets in Business Groups". mimeo.

Scharfstein, D. 1997. "The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates" NBER Working paper No. 6352.

Seru, Amit, 2010 "Firm Boundaries Matter: Evidence from Conglomerates and R&D Activity", forthcoming in the Journal of Financial Economics

דו"ח ברודט, 2004. בדיקת כדאיות והיתכנות להפעלת תכנית האופציות למכירת מניות בנק לאומי.

מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 2007, "ועדת החקירה הפרלמנטרית לעניין עמלות הבנקים : הריכוזיות והתחרויות בשוק הבנקאות".

חמדני אסף, 2009, "ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים", המכון הישראלי לדמוקרטיה.

מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 2010. "קבוצות עסקיות בישראל - תיאור ניתוח והשלכות"

רוטנברג דוד. 2005. "תחרויות בענף הבנקאות, היבטים תיאורטיים וראיות אמפיריות מישראל ומחו"ל", בנק ישראל.



ראש הממשלה

ירושלים, ט"ז חשון תשע"א
24 אוקטובר 2010
מזהה מלי: 289958D

לכבוד
מר איל גבאי, מנכ"ל משרד ראש הממשלה – יו"ר
מר חיים שני, מנכ"ל משרד האוצר – יו"ר
ד"ר גיתית גור, כלכלנית ראשית, הרשות לניירות ערך
פרופ' זוהר גושן, יו"ר הרשות לניירות ערך
מר רוני חזקיהו, המפקח על הבנקים, בנק ישראל
עו"ד אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי-פיסקאלי)
ד"ר אודי ניסן, הממונה על התקציבים, משרד האוצר
ד"ר קרנית פלוג, מנהלת חטיבת המחקר, בנק ישראל
גבי רונית קן, הממונה על הגבלים עסקיים
פרופ' יוג'ין קנדל, ראש המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה
פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון, משרד האוצר

הנדון: כתב מינוי – הועדה להגברת התחרותיות במשק

1. רקע:

המשק הישראלי מאופיין בריכוזיות גבוהה, שכן חלק ניכר מהחברות במשק מוחזקות על ידי מספר קטן יחסית של קבוצות עסקיות. מרבית הקבוצות העסקיות בישראל הן משפחתיות ומתאפיינות במבנה אחזקות פירמידאלי. העדויות בעולם מלמדות, כי מבנה בעלות זה עלול להשפיע לרעה על רמת התחרותיות בענפי המשק ועל היציבות הכלכלית, על יעילות הקצאת המקורות, על הצמיחה במשק ועל השוויון בחלוקת ההכנסות. יתרה מכך, מבנה אחזקות זה, המקנה כוח בידי קומץ מקבלי החלטות, עלול לעודד קשרים פסולים בין הסקטור העסקי לגורמי השלטון.

לאחר שהממשלה טיפלה בעבר בהגבלת ההחזקות הריאליות על-ידי הבנקים, הוצאת החיסכון ארוך הטווח מהמערכת הבנקאית ויצירת שוק אשראי חליפי, יש לבחון את סוגיית התחרותיות הענפית והמשקית במובנה הרחב יותר לאור התפתחותן של קבוצות עסקיות בישראל וזאת על מנת להפוך את המשק למשוכלל ותחרותי יותר.



ראש הממשלה

2. מטרת הועדה:

הוועדה תבחן את ההשפעות של המבנה הנוכחי על המשק הישראלי ולאור בחינה זו תמליץ על צעדי המדיניות הרצויים, לרבות תיקוני חקיקה וצעדים אופרטיביים. בין היתר יישקלו ההיבטים הבאים:

- (1) הגברת התחרותיות והיעילות בפעילות המשקית.
- (2) הבטחת הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור והגנה על כספי המשקיעים בחברות ציבוריות;
- (3) שמירה על יציבות המערכת הפיננסית בכלל והמערכת הבנקאית בפרט;

לאור השינויים המבניים במשק ומסגרת ההסדרה והפיקוח הקיימים, תבחן הועדה צעדי מדיניות אפשריים, ובכלל זה (1) צעדים לחיזוק הממשל התאגידי בחברות ציבוריות; (2) סוגיית השליטה של חברות ריאליות בחברות פיננסיות (בהתחשב בהמלצות הועדה לבחינת ההיבטים של אחזקות בתאגידים ריאליים, "ועדת ברודט", משנת 1995 ובהתחשב גם בסטנדרטים המקובלים בעולם); (3) תחולת מדיניות ההגבלים העסקיים; (4) סוגיית הגבלת השליטה בחברה ציבורית באמצעות מבנה החזקות פירמידאלי (לרבות באמצעות מיסוי של פעילות הנעשית בתוך הקבוצה העסקית והגברת הזיקה הישירה בין השליטה לאחזקה בחברות המסונפות) ושימוש בהחזקות צולבות ובכלים נוספים; ו- (5) בחינת הקשחת התנאים עבור קבוצות עסקיות לרכישת נכסים ממשלתיים וקבלת רישיונות וזיכיונות.

3. סדרי עבודת הועדה

הועדה תקבע את סדרי עבודתה, תתייעץ ותשמע גורמים רלוונטיים לנושא ותסתמך על מידע וחומרי מחקר שנצברו בממשלה ובאקדמיה.

במהלך עבודתה ובהתאם לנושא הנדון, תזמן הוועדה להופיע בפניה את הגורמים הרלוונטיים במשק ובאקדמיה. כמו כן, תזמן הועדה לפי הצורך מומחים וגורמים אחרים הנוגעים לדבר, ותבחן את הנושאים לעיל תוך התייחסות לנעשה במדינות אחרות בעולם.

4. לוח הוועדה

הוועדה תגיש את המלצותיה לראש הממשלה עד ליום 1.3.2011.

ס. ז. זל

פרופ' סטנלי פישר
נגיד בנק ישראל

מר בנימין נתניהו
ראש הממשלה

ד"ר יובל שטייניץ
שר האוצר

העתקים:

ח"כ בנימין בן אליעזר – שר התמ"ת

פרופ' יעקב נאמן – שר המשפטים

עו"ד יהודה ויינשטיין – היועץ המשפטי לממשלה