

# בעיית הפער בין הון לשליטה בפירמידות העסקיות בישראל

וניגוד העניינים המובנה בקשרי הבעלות שבין פירמידות  
עסקיות (צרכניות של הון) לחברות פיננסיות (ספקיות של הון)

המרכז הישראלי לקידום חברתי כלכלי

ינואר 2011

טיוטא ראשונית לצורכי סיעור מוחות

# הצעה להגדרת הריכוזיות בישראל

ריכוזיות=פירמידות שליטה/קבוצות עסקיות

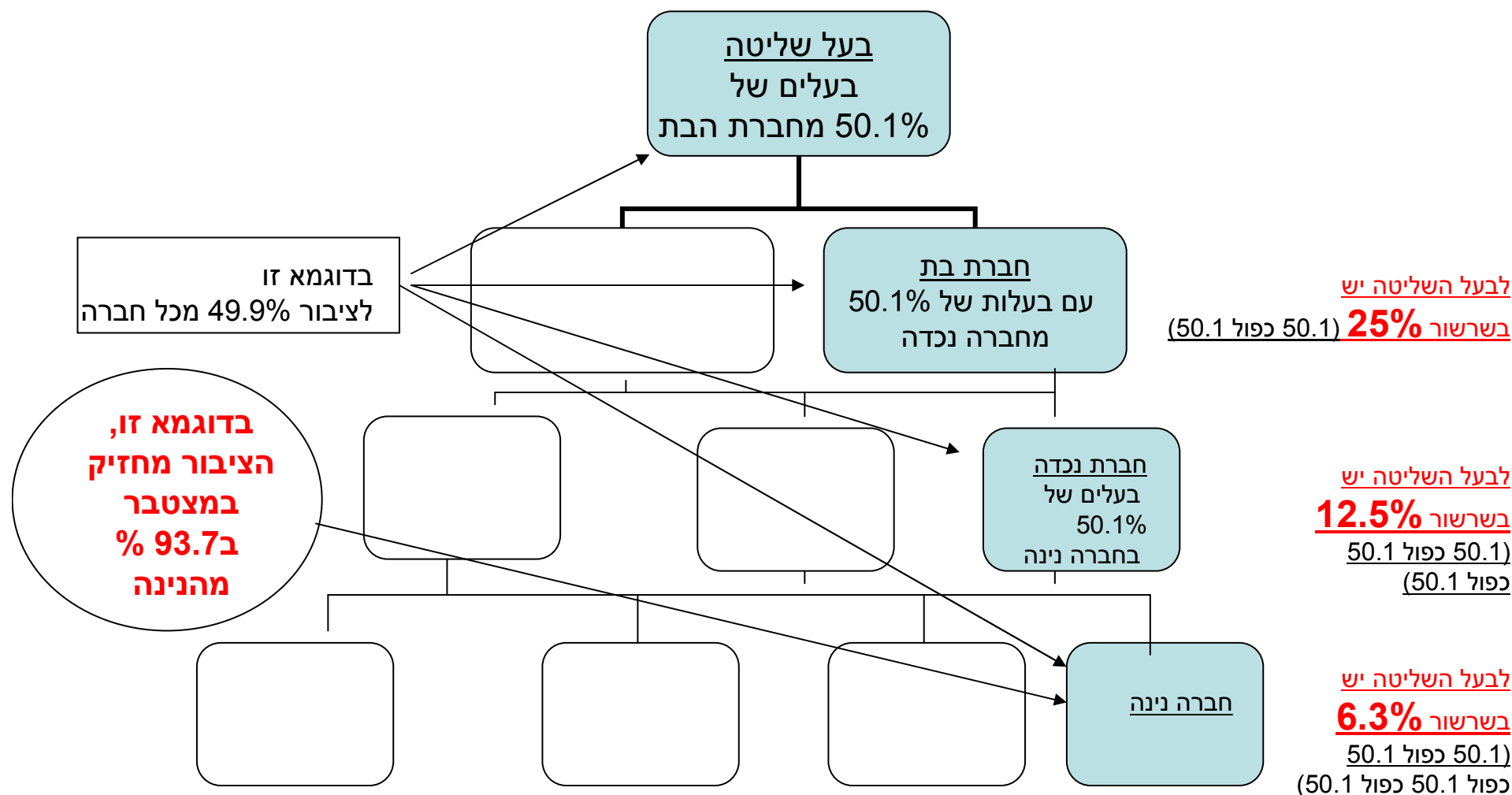
ריכוזיות=שליטה של הפירמידות/קבוצות

עסקיות בנכסים הפיננסיים של הציבור

רקע: בישראל קיימת ריכוזיות משקית, ענפית וברמת השליטה  
בפירמה הבודדת

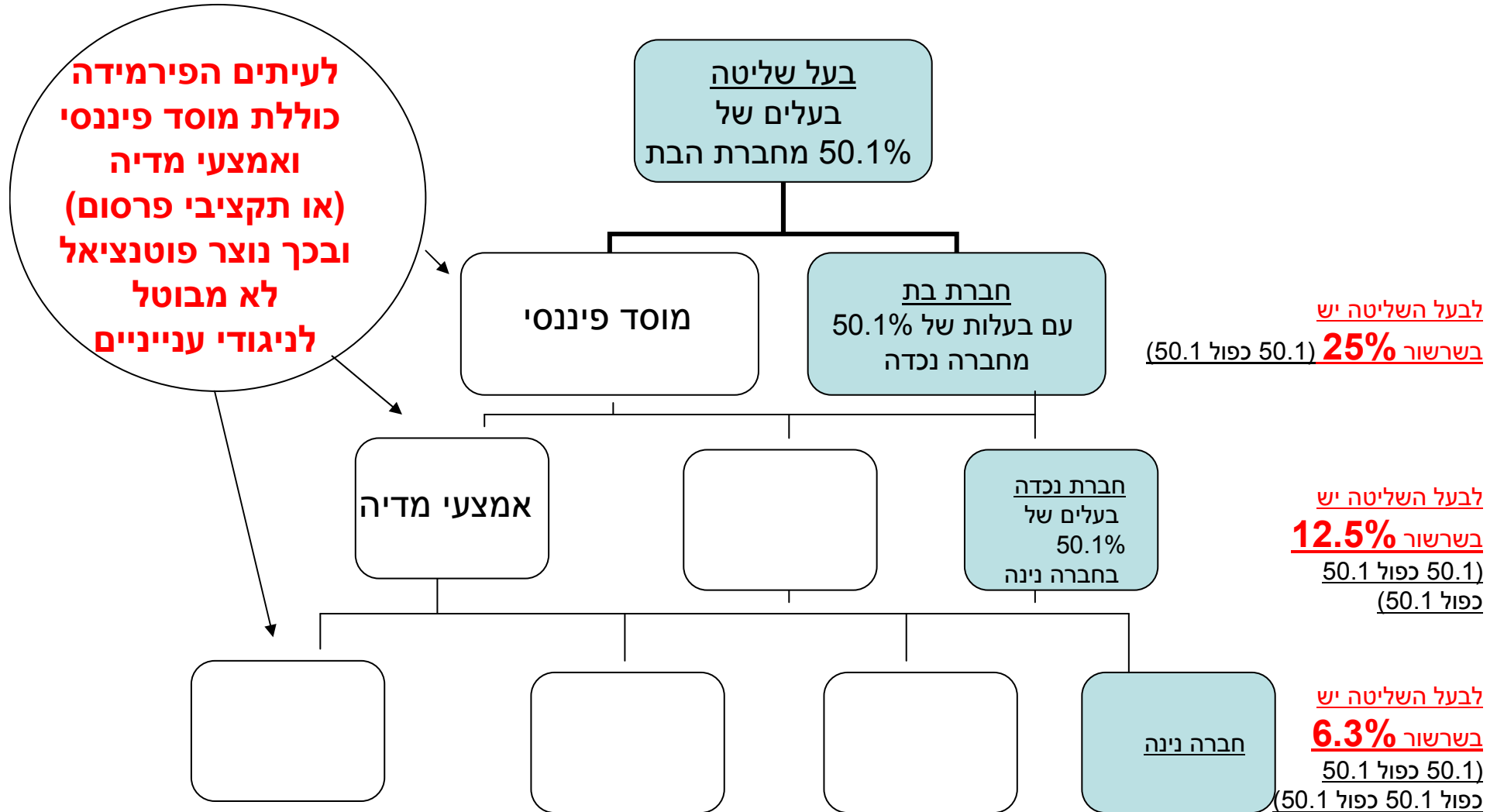


המחשה גרפית למבנה הפירמידה שיוצר הלכה למעשה שתי סוגי מניות. מניית שליטה ומניית מיעוט (עולם הפוך: **מיעוט שהוא רוב...**)



**הפירמידות כוללות חוב בכל רמה ובכך מעניקות עוד יותר שליטה בעוד פחות הון לבעל השליטה<sup>3</sup>**

# לעיתים הפירמדה כוללת מוסד פיננסי ואמצעי מדיה (או תקציבי פרסום)

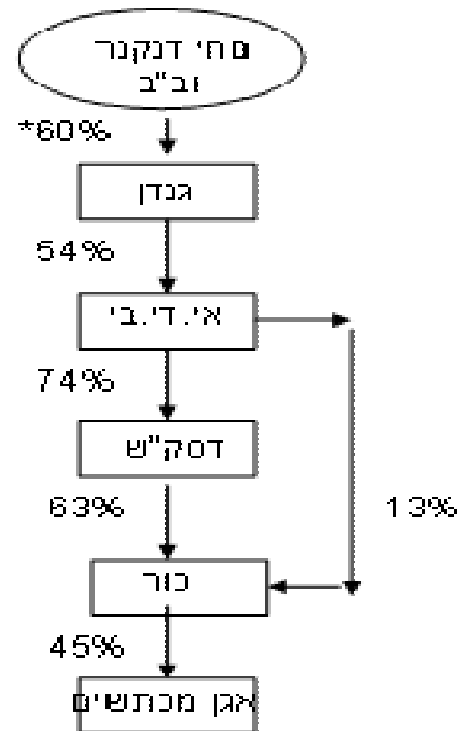


**בפועל המצב חמור יותר עקב קשרי הגומלין בין הפירמידות**

# השלכות מבנה הפירמדה

- בדוגמא שבעמודים הקודמים בעל השליטה מחזיק בפועל בפחות מ 10 אחוז מהחברה הנינה אך בפועל הוא שולט על:
- --מינוי הדירקטוריון בכל רמה ורמה היות ויש לו 50.1 אחוז מהמניות של אותה רמה בפירמידה
- --מינוי יו"ר הדירקטוריון
- --מינוי ההנהלה
- --מדיניות שכר
- --מדיניות הדיווידנדים
- --עסקאות בעלי עניין (לדוגמא, עסקת ישראייר בה חוב פרטי הפך לחוב ציבורי)
- --חברת ביטוח עם חסכונות ציבוריים
- --תקציבי פרסום, עם כל ההשלכות על המדיה והציבור והפוליטיקאים והרגולטורים
- --שוק עבודה לבכירים, עם כל ההשלכות על רגולטורים וכו'
- --מדיניות מכירת החברה, קניה של חברות ופירוק וכו'
- משמעות:
- בהנחה שהציבור מחזיק את יתרת ה- 49% בכל חברה, אזי בפועל הציבור הוא הבעלים של יתרת 90% בחברה הנינה.
- התוצאות:
- המיעוט הפך לרוב והרוב הפך למיעוט, ב"זכות" מבנה הפירמידה ושיטת "הפרד ומשול"
- הפירמידה הפכה "דה פקטו" ל"בנק" של בעל השליטה, ללא כל הבקרות והאיזונים שיש בבנק על בעלי שליטה, על הדירקטוריונים, על ההנהלה ועל מדיניות ההשקעה וכו' (FREE LUNCH).
- הפירמידה יצרה שני סוגי מניות האחת "מיוחסת" של בעל השליטה והאחת "נחותה" של הציבור וכל זאת למרות שהציבור הוא הרוב ולא המיעוט.

# דוגמא: באגן מכתשים לבעל השליטה יש כ 10%



\* הערכה לגבי האחזקות ס'ח' דנקנר יחד עם אביו ואחותו בבגדן אחזקות

נשיא הטכניון לשעבר: "מכירת מכתשים לסינים - יום עצוב לתעשייה"  
זאב תדמור: "העסקה נובעת מהרס המו"פ בחברה בשנים האחרונות; חתכו במחקר להביא

Tentative Claim, Professor Yishay Yafeh

The “good” things that groups may do tend to happen in early stages of economic development; the “bad” things tend to persist long afterwards.

## Implications for Groups in Developed Economies, Professor Yishay Yafeh

- “Tunneling” and impediments to financial development;
- “Entrenchment” and rent seeking;
- Monopoly power;
- Mismanagement associated with the second generation of family firms.



# ריכוזיות בתחום שוק ההון, האשראי הבנקאי והאשראי החוץ בנקאי

• בישראל, הריכוזיות קיימת "הלכה למעשה" בשליטת הקבוצות העסקיות ב 2.4 טריליון ש"ח הנכסים הפיננסים של הציבור (להוציא חוב ממשלתי):

– **בורסה:** כעשרים קבוצות עסקיות (כ 50 מקבלי החלטות?), רובן משפחתיות, בעלות מבנה פירמידלי מובהק, ממשיכות לשלוט בחלק ניכר מהחברות הציבוריות בישראל (כ 25% ממספר החברות) ובכמחצית מנתח השוק בבורסה. מבחינת פיזור השליטה ישראל נמנית עם המדינות הריכוזיות בעולם המערבי (מתוך דו"ח בנק ישראל לשנת 2009). **בנוסף,** לקבוצות העסקיות יש השפעה נוספת משמעותית על הבורסה באמצעות שליטתם בבנקים ובחברות הביטוח שמשקיעות גם הן בבורסה

– **אשראי חוץ בנקאי:** 16 קבוצות עסקיות מחזיקות ב 56% מהאג"ח החוץ בנקאי המונפק ו 7 קבוצות מחזיקות ב 45% ממנו (שקף 7 בדו"ח הרצ"ב של חברת הדירוג מידרוג [http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info\\_images/mono.pdf](http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info_images/mono.pdf)). כ-47% מסך ההנפקות של אשראי חוץ בנקאי ב 2009 גויסו על-ידי תשע קבוצות עסקיות.

– **אשראי בנקאי:** 6 קבוצות עסקיות קיבלו ב 2008 כ 40% מהאשראי הבנקאי לעסקים גדולים (מרכז המידע של הכנסת)

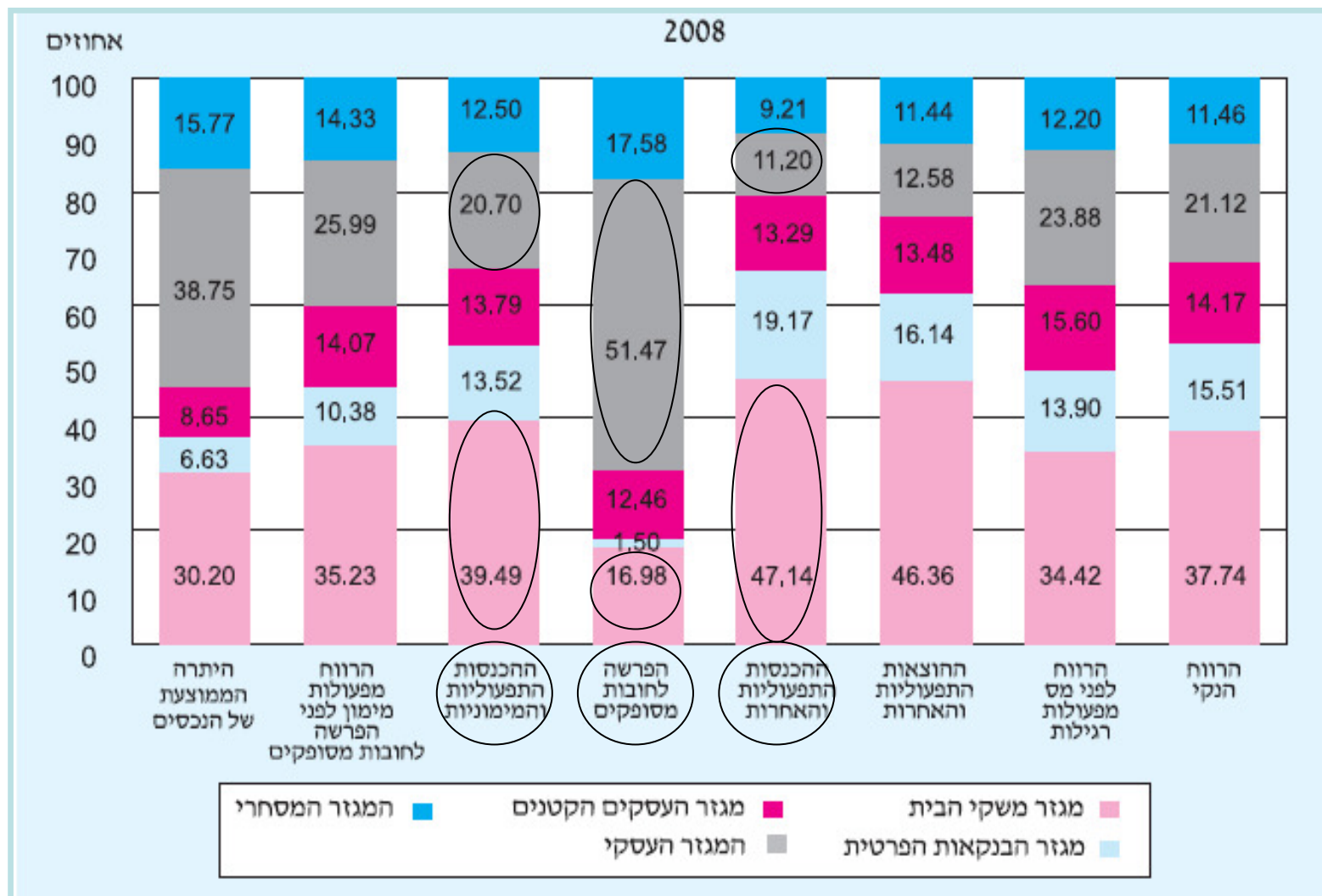
– **בנוסף,** הקבוצות העסקיות שולטות על 50% מענפי הבנקאות וענפי הביטוח (עמוד 2 בדו"ח של הכנסת)

• **שורה תחתונה:** יש להסתכל על נתח השוק של 20 הקבוצות העסקיות במלוא הנכסים הפיננסים של הציבור ולא רק בשוק ההון ואז ניתן להגיע למסקנה שהקבוצות העסקיות שולטות על למעלה מ 50% מסך הנכסים הפיננסים של הציבור הפנויים למגזר העסקי (קרי, 2.4 טריליון ש"ח נכסים פיננסים של הציבור פחות חוב ממשלתי).

• **מדד לריכוזיות=** ההון העצמי של בעלי השליטה המושקע בקבוצות עסקיות/השליטה בהון ציבורי (יש לחשב מספר זה על מנת להמחיש גודל הבעיה) פחות מ 4%???. כיצד מודדים סיכון מערכתי? כיצד מודדים את מחיר הצל של אי הקצאת הון לעסקים קטנים, בינוניים, עצמאיים, חרדים, ערבים, נשים, נגב, גליל וכו')

# בפועל המצב חמור יותר. לא רק שהקבוצות העסקיות מקבלות את

## מרבית ההון של המשק, אלא שההון ניתן להן במחיר מסובסד



# מתוך דוח בנק ישראל לשנת 2009

הניתוח של מבנה הבעלות במשק הישראלי מעלה מספר ממצאים חשובים להערכת הסיכון המערכתי שהקבוצות העסקיות נושאות.

- נמצא כי קיימת רשת הדוקה של קשרי גומלין בין המגזר הבנקאי לקבוצות העסקיות, כך שבעליהן, וגם הקבוצות עצמן, תואמים את הגדרת קבוצת הסיכון המהותית ביותר של לקוחות הבנקים-קבוצת הלווים הגדולים.
- נמצאה מערכת ענפה של קשרי גומלין בין קבוצתיים, המתבטאת בבעלות משותפת או בישיבה בדירקטוריונים של חברות רבות.
- לצד רמת הריכוזיות של הבעלות על הפירמות, נמצא כי אופי השליטה בקבוצות העסקיות הוא משפחתי.
- בממוצע החברות המסונפות לקבוצות העסקיות אינן רווחיות יותר מחברות מסונפות והשוק מעריך אותן פחות.

מבנה הבעלות וקשרי הגומלין הענפים עם מוסדות פיננסיים וריאליים מעלים את ההסתברות לאפקט SPILL OVER בעת כישלון, מקשים על הניתוח המידע לגבי פעילותן, ומכאן גם על הערכת סיכוניהם וזיקתם ליציבות הכלל מערכתית.

יודגש כי התעלמות מסוגיית הקבוצות העסקיות עלול להביא לאי הצלחתם של צעדי מדיניות שונים או לעיוות מטרתם ותוצאותיהם, וכתוצאה מכך – גם לפגיעה בתפקודן של המערכות הפיננסיות והריאליות בכללותן.

# מה בולט במספרים הללו של חברת אי.די.בי אחזקות?

## IDBH

(in NIS millions, except for earnings per share)

	H1/2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Total Assets	133,195	120,984	104,529	104,992	86,220	78,954	59,790	54,387
Shareholders' equity	2,059	1,925	1,358	2,547	1,825	2,024	1,892	2,025
Net Income/(Loss)	1,114	977	(412)	1,221	652	545	595	2
Net (Loss) Earnings per share	29.21	25.89	(10.75)	32.75	17.38	14.44	3.16	0.05

# תצפיות והשלכות

- יחס ההון העצמי לסך מאזן הינו כ 1.5 % והוא נמוך באופן חריג (אפילן בחברות נדלן שהינן ממונפות מאוד יש כ כ% 20-30 הון עצמי)
- בעל השליטה שולט על מאזן של כ 35 מיליארד דולר עם החזקה של מניות בשווי של כ 300 מיליון (פחות מ 1%). שליטה זאת מתאפשרת בזכות הפירצה שמיבנה הפירמידה יצר. בפירמידה מתקיימות "דה פאקטו" שני סוגי מניות: מניית "שליטה" ומניית "מיעוט" של הציבור (פרדוקס: הציבור הוא הרוב בפועל).
- סך הנכסים במאזן גדל במספר שנים קטן יחסית בכ 80 מיליארד שקל, בעיקר באמצעות חוב בעוד שההון העצמי כמעט ולא גדל. חוב זה הוקצה ללא כל הבקרות של חוב בנקאי ובמחיר מסובסד "דה פאקטו" (ב 2008 יתרת האשראי הבנקאי **לעסקים קטנים** שמעסיקים כמיליון איש עמדה על כ-58 מיליארד ₪).
- בין 2004 ל 2009 הרווח למניה גדל בפי 8 בעוד שהרווח הנקי גדל בפחות מפי 2. TUNNELING??

# המחשת הבעיה שמבנה הפירמידה יצר

- להמחשת הבעייתיות של מבנה הפירמידה, נדמיין משקיע מהציבור שקונה מניות בסך 480 מיליון דולר בחברה בת של החברה נינה של הפירמידה, לדוגמא, באגן מכתשים.
- אותו משקיע יקבל כ 20% מאגן מכתשים (שווי של אגן מכתשים בשוק הוא כ 2.4 מיליארד דולר).
- אך למרות שהמשקיע השקיע בחברת הבת של הנינה יותר הון מאשר בעל השליטה מחזיק בחברת האם של הפירמידה (השווי של דנקנר מוערך ב 300 מיליון דולר), המשקיע לא יוכל למנוע מבעל השליטה מדנקנר (שלו פחות מ 10% מהמניות של אגן מכתשים בשירשור) להמשיך לשלוט בחברה כאילו הוא מחזיק בה 51% ישירות.
- כאמור, מבנה הפירמידה יצר פירצה שמאפשרת נתק בין ההון של בעל השליטה להשפעה בפועל ובפועל יצר שתי סוגי מניות.

יש לשאול האם הכסף של הציבור או של משקיעי חוץ פחות טוב מהכסף של בעל השליטה?

# הגדרת הבעיה- זווית נוספת

- הבעיה אינה היכן ישראל מדורגת במדד 10 המשפחות ושווי החזקתן בבורסה. זה הוא מדד שאינו מציף את הבעיה במלוא חומרתה.
- הבעיה אינה שיש בישראל אנשים עשירים.
- הבעיה היא שהפירמידות ושליטתם יצרו FREE LUNCH ענק ללא איזונים ובלמים (וכתוצאה מכך MORAL HAZARD). מבנה זה מאפשר לקבוצה של כ-50 איש?? לשלוט בפועל על כ-50% (אם לא יותר) מסך הנכסים הפיננסיים של הציבור עם הון עצמי של כ-4% (הערכה גסה). המיעוט הפך לרוב והרוב הפך למיעוט. כתוצאה מכך ההון מוקצה באופן שיש בו ניגוד עניינים מובנה.
- מצב זה מוחמר בסדרי גודל על ידי החיבור בין פירמידות למוסדות פיננסיים ואמצעי מדיה.

# השלכות הריכוזיות—רשימה חלקית בהחלט

- הריכוזיות (גם הממשלתית). אחראית, עקב דיכוי התחרותיות והקצאה לא יעילה של הון להקטנת הפריון, להקטנת החיסכון הפנסיוני של הציבור, לצמצום הצמיחה, להגדלת הפערים ולהגדלת הסיכון המערכתי והסיכון המוסרי (MORAL HAZARD) בפעילות הכלכלית.
- לריכוזיות מחיר צל גבוהה. היא מונעת מיצוי הפוטנציאל אצל כל אלו שלא מקורבים ל-20 הקבוצות העסקיות החולשות על מרבית הנכסים הפיננסיים של הציבור (עסקים קטנים ובינוניים, עצמאיים, מיעוטים, חרדים, נשים, נגב, גליל וכו'). התוצאה היא שכר ממוצע נמוך מהפוטנציאל במגזרים רבים ואף עוני מוגבר עקב ניפוח גדול של המחירים על ידי המונופולים והקרטלים שהריכוזיות מעודדת. היא גם פוגעת בפנסיה ובחסכונות הציבור על ידי הגדלת הסיכון המערכתי והקטנת התשואה.
- לריכוזיות גם השלכה לא בריאה על הפוליטיקה הישראלית ועל הדיון הציבורי עקב ההשפעה של בעלי ההון על אישי צבור רבים ושליטתם בעיתונות ובמדיה.
- היא פוגעת ביד נעלמה ונותנת את הכוח ל-50 ידיים.
- "המשפחות" הפכו למעין "אוליגרכיה" שמקור כוחה נובע ממבנה משק לא יעיל ולא תחרותי ורגולציה ומערכת פוליטית ומדיה חלשים ולעיתים אינטרסנטית.
- ועוד ועוד ועוד ועוד



ישראל מדרדרת במדד התחרותיות

WORLD ECONOMIC FORUM

**ישראל מדורגת במקום ה 120**

**(מתוך 140 מדינות) במדד**

**הריכוזיות המשקית**

# ציטוט ממשקיע בינלאומי שמעוניין להשקיע בישראל אך חושש מהריכוזיות

“I continue to be amazed that the pyramidal structure of the Israeli business groups as well as their control of the Israeli financial institutions has not already been addressed.

It is so grossly unfair”

A Leading Global Investor

# שאלה?

- כיצד קורה מצב שבו תופעה כל כך חמורה, בלתי צודקת ומקוממת יכולה להתרחש במקומותינו?
  - מעבר מכלכלה ריכוזית לכלכלת שוק?
  - הפרטה ליחידים במקום לשוק ההון?
  - רגולציה חלשה?
  - העדפת "היציבות על התחרות" על ידי בנק ישראל?
  - ציבור אדיש?
  - מדיה בבעלות או בהשפעת הקבוצות העסקיות?
  - שיטת משטר שבה ממשלות הינן חלשות באופן כרוני ולכן הפוליטיקאים אינם מטפלים בבעייה ואולי אף מחמירים אותה

# פתרונות אפשריים

- **In the 1930s, the Roosevelt administration convinced Congress that pyramidal business groups wrought problems of:**
  - --corporate governance,
  - --tax avoidance,
  - --monopolies,
  - --and undesirably concentrated political influence.
- **The administration's response was to:**
  - --tax intercorporate dividends,
  - --exempt the liquidations of controlled subsidiaries for capital gains taxes,
  - --and greatly restrict the ability of business groups to file consolidated returns.
  - More information <http://www.nber.org/papers/w10944.pdf>
- **In 1956, the US Congress has legislated the Bank Holding Company Act. The act generally prohibited a bank holding company from engaging in most non-banking activities or acquiring voting securities of certain companies that are not banks.**

# פתרונות אפשריים (המשך)

- על מנת ליישם את הפתרונות האמריקאיים יש לבחון ביטול "חומת המגן" סביב רעיון גרעיני השליטה בבנקים (האם גרעיני השליטה הוכיחו את עצמם בראי הזמן?). במקביל, יש להימנע משלטון מנהלים על ידי חיזוק הדירקטוריונים (50% במשרה מלאה?) וחיזוק האסיפות הכלליות באמצעות שימוש באינטרנט.
- בנוסף יש לחזק את "הקוד התאגידי" בחברות הביטוח ובכל שאר המוסדות המנהלים את כספי הציבור.
- באנליזה הסופית, הציבור הוא לא רק בעל רוב המניות במרבית הקבוצות העסקיות אלא גם בעל עניין בקבוצות העסקיות דרך פיקדונותיו בבנק, דרך ביטוח המנהלים, קופת הגמל, קרן הפנסיה, קרן הנאמנות ושוק האשראי החוץ בנקאי.
- החוק המוצע בכנסת של ח"כ עינת וילף מוביל לכך שבחברות-הבנות ובחברות-הנכדות וכו' של הפירמידות יתקיים רוב של דירקטורים מטעם הציבור. יש לשקול מינוי רוב של דירקטורים ציבוריים ויו"ר עצמאי לחברות הציבוריות הגדולות, כנהוג באנגליה.

# משתני רקע שמושפעים/משפיעים

- המערכת הפיננסית הינה ריכוזית בקנה מידה בינלאומי (5 קבוצות בנקאיות, 2 בנקים מהווים כ 60% מהמערכת, הבנקים שולטים על חברות כרטיסי האשראי, אין חברות נתוני אשראי עם מידע חיובי, לא הוקם בנק 60 שנה, מעבר מבנק לבנק כרוך בקשיים וכו')
- רוב החברות הציבוריות מוחזקות על ידי גרעין שליטה גדול וכמות הסחורה הצפה נמוכה (והמחזור השנתי נמוך יחסית)
- עסקים קטנים ובינוניים ועצמאים, מנוע תעסוקה גדול, לא מפותחים מספיק
- פרדוקס - ההי טק, החלק התחרותי במשק, ממומן ברובו בחו"ל בעוד שפרויקטי נדלן בחו"ל זכו להקצאת הון מסיבית
- המשק סובל מריכוזיות בכח עבודה (שירות ציבורי, הסתדרות, מונופולים) ובאדמות ורפורמה בהקצאת ההון הלאומי תקל על שאר השווקים
- בעיות ייחודיות של פריפריה, ערבים, חרדים שדורשות הגדלת הפיריון בין היתר על ידי הנגשת הון
- הפירמידות מתאימות בעיקר למשק לא מפותחה שבו יש בעיה מבנית של מחסור במוסדות, כגון שוק הון ומערכת אכיפת חוק

# מטרות מוצעות לרפורמה

שיפור התחרותיות והקצאת ההון הלאומית והסיכון המערכתי באמצעות:

1. ניתוק 100% של הקשר הגורדי בין חברות פיננסיות לחברות ריאליות כולל פיזור גרעיני השליטה בבנקים דרך הבורסה וקביעת כללי בקרה אפקטיביים על מוסדות פיננסים על ידי חיזוק הדירקטוריונים (50% במשרה מלאה?) וחיזוק האסיפות הכלליות דרך האינטרנט.
2. הגברת התחרות בסקטור הפיננסי
3. ביטול התמריצים לחברות אחזקה פירמידליות ופירוקן ההדרגתי
4. תמיכה בחקיקה של ח"כ אמנון כהן/רשות להגבלים עסקיים בנושא הקטנת כוחן של קבוצות ריכוז (אליגופולים בענף אחד) תוך הימנעות ממצב שלרגולטור סקטוריאלי יש זכויות וטו (מפקח על הבנקים, מפקח על שוק הון, משרד התקשורת וכו')
5. ביזור הדרגתי של גרעיני השליטה בחברות ציבוריות והגדלת הסחורה הצפה והיקפי המחסר (וריקוך מעמד "בעל השליטה" של הבנקים בבורסה לני"ע, מוסדותיה, מנהליה ונוהליה).

# טיעוני המתנגדים

- בישראל יש בעיה של MISSING INSTITUTIONS ולכן צריך את הפירמידות
- רמת הריכוזיות בישראל אינה שונה מהותית מזו של מדינות מתפתחות ומספר מדינות באירופה
- יש לחשוב מה יהיו השלכות הרפורמה המוצעת באם הקבוצות העסקיות יפורקו
- הריכוזיות מייצרת גם סוג של יציבות - אולי לא הכל צומח, אבל כשהעולם במשבר גם לא הכל קורס
- אם זה לא מקולקל - אין מה לתקן: הכלכלה הישראלית הצליחה מאוד בשנים האחרונות, ואנשי העסקים עשו עבודה טובה ועסקים לא קרסו והאבטלה נמוכה, אז מדוע להתעסק בנושא זה.
- הפירמידות עוזרות לכאורה להתחרות בחו"ל
- ארה"ב היא החריג ואין ללמוד ממנה
- בארה"ב אין גרעיני שליטה אך לעיתים יש שלטון מנהלים לא אחראי
- לא ברור מה הקשר הישיר בין החוליים של המשק הישראלי לבין הריכוזיות - האם קורלציה ברורה לריכוזיות? (לא קשר שעובר דרך קשרים סיבתיים שרק בקצה שלהם נמצא נושא הריכוזיות).
- הדוגמאות היחידות לטיפול בריכוזיות בצורה משמעותית הן ארה"ב לאחר השפל הגדול ואנגליה - כיום אין אף מדינה שרואה בכך בעיה שדורשת טיפול וכלכלות בריטניה וארה"ב הן כרגע לא בדיוק דוגמא לישראל.
- מה מונע מרגולטורים לטפל בבעיות שנובעות מריכוזיות בכל מה שקשור לניהול תאגידי - יש להם את הכלים, אז שיעשו בהם שימוש.
- בעתיד ניתן יהיה להקים ועדה שתגביל את גודלם של הקונגלומרטים המשקיים



# החזון

- תוך 5 שנים כל חברות האחזקה מכרו את הבנקים או את חברות הביטוח שלהן או את האחזקות הפיננסיות שלהן (או שהן מכרו את האחזקות הריאליות ונותרו רק עם אחזקות פיננסיות).
- הנכסים הפיננסיים של הציבור מוקצים באמצעות "היד הנעלמה" ומנגנון השוק ולא על ידי יד מכוונת...ועל ידי כך הפיריון, השכר, כוח הקנייה, החיסכון, התעסוקה והחדשנות גדלים. תזכורת: כל אחוז תשואה שווה=24 מיליארד שקל...
- תוך 5 שנים אין בישראל פירמידות עסקיות
- תוך 5 שנים, במקום 20 קבוצות עסקיות, בישראל יש לפחות כ-50 100 חברות עצמאיות שלא במבנה פירמידלי ועל ידי כך עולם העסקים מתחזק, כמו גם הדמוקרטיה הישראלית
- בהדרגה, פחות ופחות חברות בבורסה הישראלית מתנהלות עם גרעין שליטה והציבור הופך לדומיננטי יותר בשוק ההון
- תוך 5 שנים כל שחקן מהותי בכלכלה משקיע את ההון שלו ולא את ההון הציבורי בשיטת "הפרד ומשול" באמצעות הפירמידה והשליטה בנכסים הפיננסיים של הציבור ובכך הסיכון המערכתי קטן דרמטית