

יום שני 05 נובמבר 2018

בנק ישראל

חטיבת המחקר

עבודות בהן עסק בנק ישראל בנושא הריכוזיות במשק הישראלי והשלכותיה

בנק ישראל הוא הגוף הראשון בישראל ששם דגש על בחינה של סוגיית הריכוזיות בכלל ושל חשיבותן המערכתית של הקבוצות העסקיות במשק הישראלי והסיכונים הנובעים מפעילותן בפרט. החל משנת 2007 (לפני המשבר הפיננסי הגלובאלי והעלייה בהיקף הסדרי החוב במשק הישראלי) פרסם בנק ישראל מספר מחקרים העוסקים בקבוצות העסקיות - קבוצות בעלות אשר פעילות בענפים שונים תחת שליטה אחידה (של פרטים בודדים – "טייקונים" אוו של משפחות שולטות) ובהשלכותיהן ובכלל זה בהשלכת הקצאת האשראי לקבוצות אלה על הפעילות הכלכלית במשק ועל הסיכונים לפעילות. נוסף על המחקרים המתוארים להלן, חטיבת המחקר והפיקוח על הבנקים בבנק ישראל עקבו באופן שוטף אחרי פעילות הקבוצות העסקיות והאשראי לקבוצות אלה, כפי שהדבר בא לידי ביטוי בין השאר בדו"חות היציבות שבנק ישראל מפרסם על-בסיס חצי-שנתי. המעקב השוטף אחרי פעילות הקבוצות העסקיות והסיכונים הנובעים מהן לצד העבודה המחקרית המעמיקה בנושא שתואר בקצרה להלן היוו בסיס לתרומה משמעותית של בנק ישראל להעלאת הנושא לסדר היום הציבורי ולהקמה של הוועדה להגברת התחרותיות במשק שהובילה לשינויים מרחיקי לכת במבנה הבעלות במשק הישראלי. רפורמה זו הייתה ייחודית לישראל בפרספקטיבה הבינלאומית והתרחשה בתקופת שגשוג כלכלי. זאת להבדיל משווקים אחרים, מעטים במספרם (ארה"ב, יפן וקוריאה הדרומית, לדוגמה) שחוו תהליכים דומים בעבר בעתות משבר.

באפריל 2008 פרסם בנק ישראל מחקר במסגרת סדרת הניירות לדיון של הבנק שכותרתו 'התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק'. המחקר שחובר על-ידי דוקטור קונסטנטין קוסנקו סקר את התפתחותן ההיסטורית של הקבוצות העסקיות בישראל ותיאר בפירוט את פעילותן בשנים 2005-1995.¹ המחקר הדגיש את הדומיננטיות של מבנה שליטה זה בשוק ההון הישראלי הן אבסולוטית והן ביחס למדינות אחרות. הניתוח האמפירי מצא כי, באמצע שנות ה-2000, מבחינת פיזור השליטה, ישראל נמנתה עם המדינות הריכוזיות בעולם המערבי ואף הייתה קרובה בהיבט זה למדינות המתפתחות.² לקבוצות עסקיות הייתה גישה נוחה למקורות הייצור, לאשראי (שנבעה, חלקית, גם מבעלות המשותפת על נכסים ריאליים ופיננסיים), הן אופיינו על ידי פיזור פעילות (כולל גיאוגרפית) רחב, וקשרי הגומלין ביניהן באו לידי ביטוי ברשת קשרים חברתיים ענפה (בדמות של דירקטורים משותפים) ובמפגשים בין-ענפיים רבים - לרבות בענפי בנייה ונדל"ן, מסחר, פיננסיים וגם בענפי התקשורת. בבחינה של משקלן בפעילות הכלכלית במשק נמצא כי 20 קבוצות עסקיות שלטו בכ-70% משווי השוק (חברות ציבוריות) ובכ-40% מסך ההכנסות במשק.³ מאידך, רמת הרווחיות של הפירמות המסונפות אליהן לא הייתה עדיפה בהשוואה לפירמות אחרות בעלות מאפיינים דומים,

¹ במסגרת עבודתו בבנק ישראל פרסם דר' קוסנקו גרסה מוקדמת של מחקר זה עוד בשנת 2007 ב- Israel Economic Review.

² ראו דו"ח ביניים של הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

³ על פי נתוני הכנסות המדינה, אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר.

שיעור צמיחתו וביצועי השוק שלהן, בדומה להיקף השקעתן ביזמות, היו נמוכים, ואילו הסיכון בהן היה גבוה (Kosenko, 2008). המקר מצא גם פרמיה שלילית מבחינת התמחור בשוק להשתייכות לקבוצה עסקית, דבר שעשוי לרמז על מניעים אחרים לקיומן של הקבוצות העסקיות ועל פגיעה שלהן ביעילות הכלכלית. במסגרת מחקרים אחרים בנושא, קוסנקו ועמיתיו גם הציעו מתודולוגיות לזיהוי יחסי השליטה בקבוצות עסקיות בעלות מבנים מורכבים והראו שהתפשטות הקבוצות העסקיות בישראל נבעה בעיקר ממניעים של צבירת הכוח הכלכלי (empire-building) פיזור פעילות וסיכונים ושלא ניתן להסבירה כפתרון כלכלי יעיל לשווקים חסרים (missing institutions)

בפרק ד' של דו"ח בנק ישראל לשנת 2009 התפרסמה תיבה ד'-2 'גדולות או מורכבות מכדי ליפול? קבוצות עסקיות וסיכון מערכתי בישראל'. התיבה תיארה את הקבוצות העסקיות והראתה את הקשרים הרבים ביניהן וביניהן לבין הגופים הפיננסיים. התיבה גם הדגישה שהחברות בקבוצה עסקית לא-דווקא מובילה לרווחיות ותמחור גבוהים יותר משל חברות עצמאיות. התיבה הדגישה את הסיכונים הכרוכים בפעילותן של הקבוצות העסקיות, בעיקר עקב הקישוריות הגבוהה, גודלן ומורכבותן. התיבה הציעה מספר דרכי התמודדות רגולטוריות עם הסיכונים הכרוכים בפעילותן של הקבוצות העסקיות, שרובן ככולן (לרבות ההמלצה על הפרדה בין החזקות ריאליות ופיננסיות, השטחת מבנים פירמידאליים, שימוש בכלים להגברה של ממשל התאגידי ברמת הפירמה/קבוצה עסקית, הטלת מגבלת אשראי על ישות משפטית בודדת או על קבוצה של החברות וכו') אומצו במלואן בהמשך על-ידי הוועדה להגברת התחרותיות במשק

בפרק ד' של דו"ח בנק ישראל לשנת 2011 התפרסמה תיבה ד'-2 'נתונים על הסיכון בהחזקות ריאליות ופיננסיות בקבוצות עסקיות בישראל'. התיבה בחנה אמפירית את ההשלכות של השתייכות לקבוצה עסקית ובאופן פרטני קבוצה עסקית הכוללת גם חברה פיננסית על האשראי לחברות לא-פיננסיות במשק הישראלי. נמצא שחברות לא-פיננסיות המשתייכות לקבוצה עסקית הכוללת גם חברה פיננסית נוטות להיות ממונפות יותר ונזילות פחות ביחס לחברות לא-פיננסיות עצמאיות או כאלה המשתייכות לקבוצה עסקית שאינה כוללת חברה פיננסית. נראה ששייכות לקבוצה עסקית המחזיקה בחברה פיננסית משפרת את אפשרויות הגיוס של החברות האחרות בקבוצה ומורידה את עלויות המימון שלהן. בתיבה מוסבר כי תופעה זו עלולה לרמז על הקצאה לא אופטימלית של המקורות במשק, להקטין תמריצים ליזמות ולהוביל לגידול בסיכונים עקב מינוף יתר של חברות השייכות לקבוצות עסקיות גדולות ומקושרות. ממצאי התיבה תומכים בהמלצת הוועדה להגברת התחרותיות במשק להפריד בין החזקות ריאליות ופיננסיות משמעותיות.

כהמשך למחקרים קודמים, נציין כי בימים אלה מתבצעת בחטיבת המחקר עבודה מחקרית הקושרת בין הסדרי חוב ואופי השליטה בחברות שנכנסו להסדר. המחקר בוחן כיצד השתנו ההחזקות במניות החברות שנכנסו להסדר סביב מועד ההסדר ובפרט החזקות בעלי השליטה ומהם הגורמים המשפיעים על השינויים הללו. המחקר צפוי לתרום להבנתנו את יחסי הנושים ובעלי השליטה בהסדרי חוב. מחקר אחר בתהליך מתאר את התפתחותן של הקבוצות העסקיות בישראל ובוחן את סוגיית הריכוזיות הכלל משקית בשנים 2015-1995. מחקר זה צפוי לתרום להבנת הגורמים המשפיעים על התפתחות הקבוצות העסקיות והשפעתן על המשק הישראלי ככלל. בהמשך למחקרים שהוזכרו לעיל שהתקופה הנבחנת הייתה עד 2008, מחקר זה מעודכן עד 2015 ומצביעה על ירידה ברמת הריכוזיות במשק ובצמצום משמעותי של תופעת הקבוצות העסקיות, בין היתר על רקע המשבר הפיננסי והחקיקה בעקבות המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק.