

# תיאור וניתוח של יישום חוק הריכוזיות והשפעותיו הכלכליות על המשק

כתיבה: נעם בוטוש, כלכלן | אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי  
תאריך: ל' בשבט תש"ף, 25 בפברואר 2020

סקירה כלכלית

## תוכן העניינים

1	תמצית.....	
3	מבוא .....	1.
5	חוק הריכוזיות – רקע ותיאור של הסעיפים העיקריים .....	2.
5	2.1 הסביבה העסקית – הרקע לחקיקת חוק הריכוזיות .....	
10	2.2 הסעיפים העיקריים בחוק הריכוזיות .....	
14	יישום הסעיפים המרכזיים בחוק הריכוזיות .....	3.
14	3.1 פרק ב' – שיקולי ריכוזיות כלל-משקית .....	
14	3.1.1 יישום .....	
20	3.1.2 מסגרת מתודולוגית ליישום .....	
22	3.2 פרק ג' – הגבלת השליטה בחברות במבנה פירמידלי .....	
22	3.2.1 פירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי .....	
26	3.2.2 מגבלות אשראי על קבוצות עסקים .....	
29	3.3 פרק ד' – הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים .....	
32	ניתוח ההשפעות הכלכליות של חוק הריכוזיות על המשק .....	4.
32	4.1 מדדי ריכוזיות כלל-משקית .....	
33	4.2 השפעות על האשראי העסקי במשק .....	
38	4.3 משקל קבוצות העסקים בחברות הגדולות במשק .....	
39	4.4 השפעות על שוק ההון בישראל .....	
45	4.5 השפעות אפשריות על מיסוי .....	
47	נקודות לדין.....	5.
47	5.1 פרצות אפשריות בחוק הריכוזיות .....	
48	5.2 סעיפים שטרם יושמו בחוק הריכוזיות .....	
49	5.3 ניתוח ההשפעות העיקריות של חוק הריכוזיות .....	

## תמצית

סקירה זו נכתבה לבקשת חה"כ עופר שלה, והיא עוסקת ביישום **החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013** (להלן: חוק הריכוזיות או החוק), ובניתוח ראשוני של השפעותיו הכלכליות על המשק. ממחקר של בנק ישראל משנת 2009 בנושא קבוצות עסקים עלה כי רמת הריכוזיות בישראל גבוהה לעומת רמת הריכוזיות במדינות מפותחות במונחי שליטה של קבוצות עסקים, וכי לקבוצות אלו מינוף פיננסי ברמות גבוהות. בדוח עלה כי מבנה זה של קבוצות עסקים עשוי להוות סיכון ליציבות הפיננסית בישראל בשל גודלן ומורכבותן. באוקטובר 2010 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות במשק במטרה לבחון את סוגיית התחרותיות הכלל-משקית בישראל, בעיקר בשל קיומן של קבוצות עסקים גדולות, ולהמליץ על כלי מדיניות אפשריים לקידום התחרותיות במשק. על פי דוח הביניים של הוועדה, אשר פורסם באוקטובר 2011, מבנה הבעלות על חברות ציבוריות בישראל ריכוזי, והתקיימה תופעה של קבוצות עסקים גדולות השולטות בנתח גדול של נכסים ריאליים ופיננסיים. באפריל 2012 הוחלט בהחלטת ממשלה לאמץ את המלצות הוועדה, וב-11 בדצמבר 2013 נחקק חוק הריכוזיות. יישומו נועד לחול בהדרגה עד חודש דצמבר 2019. להלן עיקר הפעולות שננקטו ליישום חוק הריכוזיות לפי שלושת הפרקים העיקריים בו:

- **שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית ותחרותיות ענפית בהקצאת זכויות של תשתיות חיוניות ובהפרטת חברות ממשלתיות** – הוקמה ועדת הריכוזיות, המורכבת ממנכ"ל משרד האוצר, הממונה על התחרות וראש המועצה הלאומית לכלכלה, ובשנים 2015-2019 התפרסמו **27 חוות דעת שלה בנושאים העוסקים בריכוזיות כלל-משקית**. במרץ 2019 פורסמה מתודולוגיה לבחינת ריכוזיות כלל-משקית, ובמסגרתה הוצגו פרמטרים שונים להגדרת גורמים ריכוזיים במשק ולמדידת כוח השוק שלהם. בספטמבר 2019 היו 75 קבוצות המוגדרות גורם ריכוזי במשק.
- **פירוק מבנה הפירמידות בחברות ציבוריות בישראל עד דצמבר 2019** – לפי מחקר של הבורסה לניירות ערך, בשנים 2013-2019 השתנה מבנה הבעלות של 29 חברות. **14 מהחברות האמורות דיווחו שהשינוי נעשה בשל הוראות חוק הריכוזיות**. עדיין יש מחלוקת בנוגע לקבוצה אחת.
- **הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים בישראל עד דצמבר 2019** – בשנת 2019 היו בישראל **21 קבוצות שהוגדרו תאגידים ריאליים משמעותיים** (היקף מכירות או אשראי של מעל לכ-6 מיליארד ש"ח), ו-**18 קבוצות שהוגדרו גופים פיננסיים משמעותיים** (ששווי הנכסים שלהן הוא מעל כ-40 מיליארד ש"ח). לפי דיווחי החברות לבורסה לניירות ערך, ממועד כניסת חוק הריכוזיות לתוקף מכרו את החזקותיהן בתחום הריאלי או בתחום הפיננסי שמונה קבוצות עסקים שהוגדרו בעלות שליטה הן בתאגידים ריאליים משמעותיים והן בגופים פיננסיים משמעותיים.

יש לזכור כי נדרש זמן כדי לבחון את השפעות חוק הריכוזיות על המשק בכלים אמפיריים, לדוגמה את השינוי בהקצאת המקורות במשק (אשראי, עובדים, תפוקות וכדומה). נוסף על כך, כדי לאמוד את ההשפעות הישירות של חוק הריכוזיות, יש לבדוד השפעות של משתנים נוספים: רגולציות פיננסיות נוספות שהתרחשו במשק, מחזורי

עסקים ועוד. זהו ניתוח כלכלי מורכב, הדורש זמן וגישה לנתונים רבים. מנקודת ראות איכותנית אפשר לומר שעצם יישום החוק הוביל לצמצום ברמת הריכוזיות הכלל-משקית.

מהניתוח הראשוני של ההשפעות הכלכליות של חוק הריכוזיות, **שנבחנות בו בעיקר ההשפעות בטווח הקצר**, עולים הממצאים האלה:

#### **אשראי:**

בעשור האחרון חל צמצום ניכר בריכוזיות האשראי לעסקים. משקל האשראי הבנקאי ל-20 קבוצות הלווים הגדולות ירד מכ-54.6% בשנת 2008 לכ-30.4% בשנת 2017; בשנים 2008-2016 חלה ירידה של כ-45% בחובות לבנקים של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות; בשנים 2011-2018 עלה האשראי הבנקאי לעסקים קטנים בכ-55%, האשראי הבנקאי לעסקים בינוניים עלה בכ-30.6% והאשראי הבנקאי לעסקים גדולים ירד בכ-7.6%.

#### **שוק ההון:**

בשנים האחרונות **חלה ירידה ניכרת בשווי השוק של חברות החזקה עיקריות הנסחרות בבורסה**, וחלה עלייה בשיעור החזקות הציבור בחברות הנסחרות בבורסה, בייחוד ב-20 החברות ששווי השוק שלהן הוא הגבוה ביותר. כמו כן, ממחקר של הבורסה לניירות ערך בנושא השפעות חוק הריכוזיות עלה כי **החברות הציבוריות שנמחקו היו בשווי של כ-31 מיליארד ש"ח**, ומתוך סכום זה כ-15 מיליארד ש"ח נמחקו לחלוטין משווי השוק הכולל של הבורסה.

**גופים מוסדיים:** מהמסמך עולה כי אחד השינויים שחלו בשנים 2013-2019 הוא **גידול בכוחם של הגופים המוסדיים**. בשוק האשראי העסקי עלה משקל האשראי שנותנים גופים אלו מכ-18.4% בשנת 2013 לכ-21.3% בשנת 2019. נוסף על כך, בחינה של התפלגות החזקות המניות בבורסה לניירות ערך מלמדת כי משקל החזקות של הגופים המוסדיים גדל מכ-15.3% בשנת 2013 לכ-22.7% בשנת 2019. העלייה בכוחם של הגופים המוסדיים מעוררת סוגיות נוספות שיש להתמודד עימן: הרגולציה המוטלת עליהם, דפוסי המעורבות שלהם בניהול החברות, דרך ההצבעה שלהם באספות מניות של החברות הציבוריות וכדומה.

**1. מבוא**

בשנת 2010 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: הוועדה) במטרה לבחון את רמת הריכוזיות הכלל-משקית. על בסיס המלצות הוועדה נחקק בדצמבר 2013 **החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013**.

מרכז המחקר והמידע של הכנסת עסק בעבר בנושא קבוצות העסקים בישראל, וכן בנושאים אחרים שעלו בהקשר של ריכוזיות כלל-משקית, במסמכים שהוכנו לקראת הדיונים בחוק הריכוזיות בכנסת. מסמכים אלו עסקו בניתוח קבוצות העסקים בישראל, בהשלכות של פעילותן על המשק ובבחינה של כלי מדיניות אפשריים להקטנת הריכוזיות במשק. במסמכים נוספים נדונה הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים והובא ניתוח של היבטים שונים בעניין שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות חיוניות של המדינה.<sup>1</sup>

**בסעיף 2** בסקירה מוצג ניתוח של הרקע העסקי לחקיקת חוק הריכוזיות – קבוצות העסקים שהיו בישראל, השפעתן על המשק והחסרונות האפשריים של קיומן של קבוצות עסקים גדולות וריכוזיות במשק, בייחוד קבוצות במבנה פירמידלי. עוד מוצג תיאור של הסעיפים המרכזיים בחוק הריכוזיות: שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות, פירוק מבנה הפירמידות והפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים.

**בסעיף 3** בסקירה מוצגות הדרכים שבהן יושם חוק הריכוזיות על ידי קבוצות העסקים והרגולטורים השונים, מאז חקיקתו בסוף שנת 2013 ועד למועד סיום יישומו בדצמבר 2019, בנוגע לשלושת הסעיפים העיקריים בחוק – שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות, פירוק הפירמידות והפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים.

**בסעיף 4** בסקירה מוצג ניתוח ראשוני של ההשפעות הכלכליות האפשריות של יישום חוק הריכוזיות על המשק, ובהן השפעות על התפלגות האשראי העסקי במשק והשפעות על שוק ההון בישראל.

יש לציין כי זהו ניתוח כלכלי ראשוני, שכן יישומו של סעיפים מרכזיים בחוק הריכוזיות הסתיים בחודש דצמבר 2019, ונתונים רבים על הפעילות הכלכלית של קבוצות העסקים הגדולות אשר עשויים לסייע במדידת ההשפעות הכלכליות של חוק הריכוזיות עדיין אינם זמינים. בין היתר, יש צורך בנתונים על ביצועי החברות (הפרטיות בעיקר), השינוי בהיקף המועסקים והקצאת אשראי בתוך קבוצות העסקים. כמו כן, עד כה נושא הריכוזיות הכלל-משקית לא הוצג בהרחבה בספרות הכלכלית המקצועית, וכן חוק הריכוזיות הוא ייחודי לישראל והשפעות חוק מעין זה עדיין לא נותחו דיין. בנוסף, בעשורים האחרונים יושמו רפורמות מבניות נוספות במשק, אשר גם להן

בסקירה מוצג ניתוח של הרקע העסקי לחקיקת חוק הריכוזיות ומתוארים הסעיפים המרכזיים בחוק ויישומם. כמו כן מובא ניתוח ראשוני של ההשפעות הכלכליות של יישום החוק על המשק.

יישום החוק הסתיים רק בדצמבר 2019. בשלב זה אין נתונים זמינים רבים על הפעילות הכלכלית של קבוצות העסקים הגדולות. הסקירה שלהלן עשויה לשמש בסיס למחקרים נוספים ומעמיקים בעתיד.

<sup>1</sup> תמיר אגמון ועמי צדיק, [קבוצות עסקים בישראל – תיאור, ניתוח והשלכות](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 20 ביוני 2010; עמי צדיק, [הפרדה בין תאגידים ריאליים לגופים פיננסיים](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 9 ביוני 2013; אייל קאופמן, [הצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב-2012, פרק ב' – שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית ושיקולי תחרותיות ענפית בהקצאת זכויות ונכסים – תיאור וניתוח](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 15 באוקטובר 2013.

השפעה על מבנה המשק בכלל ורמת הריכוזיות בפרט. על כן, סקירה זו עשויה לשמש בסיס למחקרים נוספים ולניתוחים מעמיקים בעתיד, שבהם ייסקרו ממרחק של זמן השפעותיו הכלכליות של חוק הריכוזיות בעזרת נתונים זמינים.

נוסף על חוק הריכוזיות, ב-15 השנים האחרונות היו כמה רפורמות שנועדו להגביר את התחרותיות ולצמצם את הריכוזיות בתחומים שונים במשק הישראלי. בתרשים 1 להלן מוצגות כמה רפורמות מרכזיות על פני ציר זמן.

### תרשים 1 – רפורמות משקיות עיקריות בעשורים האחרונים<sup>2</sup>



בשנת **1995** הוקמה הוועדה לבחינת ההיבטים של החזקות של הבנקים בתאגידים ריאליים בראשות דוד ברודט (**ועדת ברודט**).<sup>3</sup> ועדת ברודט המליצה כי תאגיד בנקאי לא יורשה לשלוט בתאגיד ריאלי ואף קבעה הגבלות על החזקת תאגידים ריאליים בידי תאגידים בנקאיים. הוועדה גם המליצה לבחון את נושא חברות ההחזקה השולטות הן בבנקים והן בתאגידים ריאליים. ועדת ברודט הייתה הגורם הראשון שבחן את נושא ההפרדה בין שליטה על נכסים ריאליים ונכסים פיננסיים – מהלך שהושלם עם חקיקת חוק הריכוזיות (כפי שיפורט בהמשך הסקירה).

בשנת **2004** הגישה **ועדת בכר** דוח בנושא הרפורמה בשוק ההון. מטרת הוועדה הייתה להגביר את התחרות בשוק ההון על ידי צמצום כוחם של התאגידים הבנקאיים בשוק זה.<sup>4</sup> המלצתה העיקרית הייתה שתאגידים בנקאיים לא יוכלו לשלוט בקופות גמל ובקרנות נאמנות, ולמעשה בכך היא ביטלה את השליטה של הבנקים בקופות החיסכון של הציבור. כמה חוקים חוקקו כדי לעגן את המלצות הוועדה, ובהם **חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, וחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (עיסוק ביעוץ פנסיוני ובשיווק פנסיוני), התשס"ה-2005.**

נוסף על חוק הריכוזיות יושמו בעשורים האחרונים רפורמות מבניות רבות בשווקים שונים, אשר הובילו להגברת התחרותיות בענפי המשק השונים.

<sup>2</sup> נוסף על כך, בשנת 2011, בעקבות המשבר הכלכלי העולמי, הוקם בבנק ישראל צוות העוסק בנושאי "מקרו-יציבות" ובו נציגים מחטיבת הפיקוח על הבנקים, חטיבת המחקר וחטיבת השווקים. הצוות בוחן סיכונים פיננסיים ברמה הכלל-משקית וסיכונים לתאגידים הבנקאיים. ראו בנק ישראל, [מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית 2011](#), 25 ביולי 2012.

<sup>3</sup> ועדת ברודט, [דין וחשבון](#), משרד האוצר, דצמבר 1995.

<sup>4</sup> ועדת בכר, [דין וחשבון](#), משרד האוצר, ספטמבר 2004.

בשנת **2011**, בעקבות המחאה החברתית שהתעוררה בציבור בשל יוקר המחיה, הוקמה **ועדת טרכטנברג**, שעסקה בצעדים להקלת הנטל הכלכלי על אזרחי ישראל ולהגברת התחרותיות והיעילות בשווקים של מוצרים ושירותים שונים.<sup>5</sup> בשנת **2013**, בעקבות המלצת הוועדה שהוקמה בשנת 2010, חוקק **חוק הריכוזיות**, שעסק בשינוי מבנה קבוצות העסקים בישראל ובטיפול בריכוזיות הכלל-משקית.

בשנת **2016** הגישה **ועדת שטרם** את המלצותיה בנושא הגברת התחרות בשירותים בנקאיים ופיננסיים.<sup>6</sup> הוועדה המליצה למנוע מהבנקים הגדולים את השליטה בחברות כרטיסי אשראי, להקל את הקמתם של בנקים חדשים, להרחיב את מתן האשראי לעסקים על ידי גופים מוסדיים, להגביר את התחרות בין הבנקים הקיימים ועוד. בעקבות המלצות הוועדה חוקק בשנת 2017 **חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017**.

נוסף על שינויים אלו, בעשורים האחרונים יושמו רפורמות מבניות רבות בשווקים שונים, כדי להוביל להגברת התחרותיות בענפי משק רבים.

אם כן, חוק הריכוזיות הוא צעד אחד בשורה של צעדים שננקטו כדי להגביר את התחרותיות במשק, ולכן יש מורכבות מתודולוגית לנתח את ההשפעות הכלכליות שלו כשלעצמו, במנותק מהשפעותיהם של רפורמות ואירועים נוספים במשק. כמו כן, עדיין אין בנמצא נתונים רבים הנדרשים לניתוח השפעות החוק, ובעיקר נתונים על הפעילות העסקית של קבוצות העסקים.

יש לציין כי **חוק הריכוזיות הוא חוק ייחודי בעולם בשל ההגבלות שהוא יוצר על מבנה של קבוצות עסקים במבנה פירמידלי וההוראות שנקבעו בו בנושא של הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים. חוק הריכוזיות גם מבוסס על נקודת מבט חדשנית בנוגע לתחרותיות - בחינה של הריכוזיות-הכלל משקית - בניגוד לנקודת המבט הקלאסית של דיני הגבלים עסקיים, המתמקדים בתחרות בענף אחד או ענפים מסוימים. בהיסטוריה הכלכלית חוקקו רק פעם אחת חוקים המטילים מגבלות דומות על קבוצות עסקים - בארצות הברית בשנות השלושים של המאה הקודמת.**

## 2. חוק הריכוזיות - רקע ותיאור של הסעיפים העיקריים

### 2.1 הסביבה העסקית - הרקע לחקיקת חוק הריכוזיות

בדוח בנק ישראל לשנת 2009 נדון הנושא של קבוצות עסקיות בישראל בהקשר של השלכות המשבר הפיננסי העולמי בשנים 2008-2009 על קבוצות אלו ועל הסיכון המערכתי למשק. לפי הדוח, ישראל נמנית עם המדינות הריכוזיות בעולם המפותח מבחינת השליטה של קבוצות עסקים, ונוסף על כך לקבוצות אלו רמות מיון פיננסי גבוהות יחסית. בדוח עלה כי מבנה זה של

<sup>5</sup> ועדת טרכטנברג, **דין וחשבון**, משרד ראש הממשלה, ספטמבר 2011.

<sup>6</sup> ועדת שטרם, **דין וחשבון**, משרד האוצר, ספטמבר 2016.

חוק הריכוזיות הוא ייחודי בעולם, שכן קבוצות בו הגבלות על מבנה פירמידלי של קבוצות עסקים וכן הפרדה בין תאגידים ריאליים לגופים פיננסיים; הוא אף עוסק בנושאים של ריכוזיות כלל-משקית - סוגיה חדשנית בתחום התחרותיות.

דוח בנק ישראל לשנת 2009 קבע כי ישראל נמנית עם המדינות הריכוזיות בעולם המפותח מבחינת השליטה של קבוצות עסקים וכי מבנה זה עשוי להוות סיכון ליציבות הפיננסית בישראל.

קבוצות עסקים עשוי להוות סיכון ליציבות הפיננסית בישראל בשל גודלן ומורכבותן. בדוח ניתנו המלצות להתמודדות עם מבנה קבוצות העסקים בישראל, ובהן הגברת השקיפות על חובות הדיווח של קבוצות עסקים, הכללת הפעילות של כל הקבוצה במודל ניהול סיכונים של גופים פיננסיים שהם חלק מקבוצת עסקים, בחינה של הטלת מס על דיבידנד בין חברות (יפורט להלן בסעיף 4.5) ובחינה של ההפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים.<sup>7</sup>

באוקטובר 2010 הוקמה הוועדה להגברת התחרותיות במשק. הוועדה התבקשה לבחון את סוגיית התחרותיות הכלל-משקית במשק, בעיקר בשל קיומן של קבוצות עסקים גדולות, ולהמליץ על כלי מדיניות אפשריים לקידום התחרותיות במשק.

על פי דוח הביניים של הוועדה, אשר פורסם באוקטובר 2011, ישראל התאפיינה במבנה בעלות ריכוזי, וקבוצות עסקים גדולות שלטו בנתח גדול של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק, ולפיכך חלק גדול מהפעילות הכלכלית במשק נשלט בידי בעלי הון מעטים.<sup>8</sup>

על פי מחקר של בנק ישראל בנושא קבוצות עסקים,<sup>9</sup> צמיחתן של קבוצות אלו החלה בשנות השישים, עם המיתון בשנים אלו שהביא להיווצרות מספר מצומצם של חברות גדולות; לאחר מכן, בשנות השמונים והתשעים, החל תהליך מואץ של הפרטה, כך שרוב החברות הממשלתיות הועברו לידי קבוצות עסקים פרטיות (למשל קבוצת החברה לישראל, שבבעלותה היו בתי הזיקוק וכימיקלים לישראל, נמכרה על ידי הממשלה לקבוצת אייזנברג, ולאחר מכן – לקבוצת עופר), וכן קונצרנים שהיו בבעלות ההסתדרות נמכרו לידי קבוצות עסקים גדולות. כמו כן, בעקבות משבר מניות הבנקים ב-1983 הולאמו ארבעה מחמשת הבנקים הגדולים ועברו לידי המדינה, ולאחר מכן, בשנות התשעים, החל תהליך של הפרטת מערכת הבנקאות ומכירת הבנקים לקבוצות עסקים גדולות. בנוסף, לאחר יישום המלצות ועדת ברודט בדבר איסור החזקת נכסים ריאליים בידי הבנקים, נמכרו תאגידים ריאליים מרכזיים, כגון אפריקה ישראל, מגדל וכור ועוד, לידי בעלי שליטה פרטיים. תהליכים אלו הובילו להיווצרותן של קבוצות עסקיות גדולות בישראל, השולטות במשק דרך רשת ענפה של קשרים ובאמצעות השגת שליטה בתאגידים ריאליים גדולים, גופים פיננסיים מרכזיים וחברות השולטות בתחומי תשתיות חיוניות: טלפונים ניידים, כלי תקשורת, בתי זיקוק וכדומה.

נוסף על השינויים שחלו והפרטתן של תשתיות חיוניות במשך השנים, התחלפו בעלי השליטה בקבוצות העסקים הגדולות. למשל, קבוצת אייזנברג, ששלטה בעבר בידי משפחות רקנאטי וקרסו, עברה לשליטת נוחי דנקנר בתחילת שנות האלפיים, וקבוצת אייזנברג (בשליטת משפחת אייזנברג), ששלטה בחברה לישראל, צים וכי"ל, נמכרה לקבוצת האחים עופר.

<sup>7</sup> בנק ישראל, דוח לשנת 2009, פרק ד' – המערכת הפיננסית ויציבותה, 21 באפריל 2010.

<sup>8</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, טיוטת המלצות הוועדה (דוח ביניים), אוקטובר 2011.

<sup>9</sup> קונסטנטין קוסנקו, מחלקת המחקר בבנק ישראל, [התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק](#), אפריל 2008.

**תהליכים שהתרחשו  
במשך השנים הובילו  
לצמיחתן של קבוצות  
עסקים גדולות, ובין  
היתר תהליכי הפרטה  
נרחבים במשק,  
הפרטת מערכת  
הבנקאות ומכירת  
נכסים ריאליים שהיו  
בידי הבנקאים  
בעקבות המלצות  
ועדת ברודט.**



לקיומן של קבוצות עסקים גדולות עשויים להיות יתרונות: כאשר הן פועלות במשקים מתפתחים הן עשויות לשפר את הקצאת המשאבים בתוך הקבוצה העסקית בשל הקצאה יעילה של אשראי והון לחברות השייכות לקבוצה. הן גם עשויות לעזור לחברות השייכות לקבוצה בצמצום עלויות העסקה וסיכונים ובחיזוק החברות בפני משברים כלכליים. יתרונות אלו באים לידי ביטוי בעיקר בקבוצות הפועלות במשקים מתפתחים, המתאפיינים באי-יעילות של שוקי הון חיצוניים או במחסור בשוק הון מפותח דיו.<sup>10</sup> מנגד, יש כמה חסרונות לקיומן של קבוצות עסקים גדולות, בעיקר במשק שבו מערכות שוק ההון והאשראי מפותחות ויעילות, ובהם:<sup>11</sup>

**בעיית הסוכן** – כשל שוק<sup>12</sup> שבו יש הפרדה בין הבעלות על החברה ובין השליטה בה בפועל. בקבוצות עסקים, ובעיקר בקבוצות עסקים במבנה החזקות פירמידלי (שבו חברת-אם שולטת על חברות-בנות, אשר שולטות גם הן על חברות-בנות – עד לשבע שכבות), מיעוט קטן של פרטים יכול לשלוט, בשרשור, בחברות רבות, בהשקעה הונית קטנה. הפרדה כזאת, הנקראת גם **other people's money**, עשויה לגרום לניצול של רוב בעלי המניות מהציבור, לדוגמה על ידי העברת משאבי החברה להשקעות התואמות את האינטרסים של בעלי השליטה בחברה ולא דווקא את האינטרסים של כלל בעלי מניותיה.

**"התבצרות" (entrenchment problem) ופגיעה ביעילות המשק** – שליטה ריכוזית של מספר מועט של בעלים בקבוצת העסקים, המאפשרת להם לקבוע את מדיניות הקבוצה כולה ובדרך זו ליצור שדולות עסקיות ופוליטיות לקידום האינטרסים שלהם, להסתכן פחות, להקטין את ההשקעות, **כולל בחדשנות טכנולוגית**, ו"להתבצר". "התבצרות" עשויה להוביל את המשק להאטה כלכלית ולפגיעה ביעילות הקצאת המקורות.

**"מנהור" (tunneling)** – העברת מקורות בין חברות בתוך הקבוצה העסקית, מהחברות שבתחתית הפירמידה לאלו שבראשה, שהן בשליטה ובבעלות ישירה של בעלי השליטה בקבוצה. התופעה יכולה להיווצר בדרכים מגוונות: עסקאות פיננסיות בין החברות הנמנות עם הקבוצה; העברת נכסים ושירותים שלא במחירי השוק; הכנסת פעילויות עסקיות שיוצרות חוב גדול לחברות ציבוריות; גביית תשלומים מופרזים תמורת שירותי ניהול. התופעה עשויה לפגוע ברווחת המשקיעים וביעילות הכלל-משקית.

**"התבצרות" (entrenchment problem) ופגיעה ביעילות המשק** – שליטה ריכוזית של מספר מועט של בעלים בקבוצת העסקים, המאפשרת להם לקבוע את מדיניות הקבוצה כולה ובדרך זו ליצור שדולות עסקיות ופוליטיות לקידום האינטרסים שלהם, להסתכן פחות, להקטין את ההשקעות, **כולל בחדשנות טכנולוגית**, ו"להתבצר". "התבצרות" עשויה להוביל את המשק להאטה כלכלית ולפגיעה ביעילות הקצאת המקורות.

**"מנהור" (tunneling)** – העברת מקורות בין חברות בתוך הקבוצה העסקית, מהחברות שבתחתית הפירמידה לאלו שבראשה, שהן בשליטה ובבעלות ישירה של בעלי השליטה בקבוצה. התופעה יכולה להיווצר בדרכים מגוונות: עסקאות פיננסיות בין החברות הנמנות עם הקבוצה; העברת נכסים ושירותים שלא במחירי השוק; הכנסת פעילויות עסקיות שיוצרות חוב גדול לחברות ציבוריות; גביית תשלומים מופרזים תמורת שירותי ניהול. התופעה עשויה לפגוע ברווחת המשקיעים וביעילות הכלל-משקית.

השימוש בצעדי מנהור עשוי להפחית את תשלומי המס של קבוצות העסקים לרשויות המס במדינה, ולכן לפירמידת שליטה השפעה לא רק על משקיעי המיעוט בחברה המסונפת, אלא גם על יכולת הפיקוח של המדינה על תשלומי המס של הקבוצה. במחקרים נמצא כי

השימוש בצעדי מנהור עשוי להפחית את תשלומי המס של קבוצות העסקים לרשויות המס במדינה, ולכן לפירמידת שליטה השפעה לא רק על משקיעי המיעוט בחברה המסונפת, אלא גם על יכולת הפיקוח של המדינה על תשלומי המס של הקבוצה. במחקרים נמצא כי

<sup>10</sup> שם.

<sup>11</sup> שם; תמיר אגמון ועמי צדיק, [קבוצות עסקים בישראל – תיאור, ניתוח והשלכות](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 20 ביוני 2010; משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [סיטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), אוקטובר 2011.

<sup>12</sup> **כשל שוק**: מצב שבו כל גורם ממרב את העדפותיו אולם התוצאה אינה יעילה לכלל הציבור.

יש התאמה בין איכות הממשל התאגידי של חברות ובין נטייתן להתחמק מתשלומי מס. הסיבה לכך היא שבעלי השליטה נוקטים לעיתים שיטות הסוואה בהעברת משאבים מהחברה המסונפת לעצמם, ללא שיתוף משקיעי המיעוט. שיטות אלו עשויות לאפשר גם התחמקות מתשלומי מס.<sup>13</sup>

**שליטה של קבוצת עסקים בתאגיד פיננסי עשויה להוביל להקצאה לא יעילה של המקורות הפיננסיים במשק וכן להוות סיכון ליציבות כלל המערכת הפיננסית.**

● **שליטת קבוצת עסקים בתאגיד פיננסי** – הגופים הפיננסיים אחראים להקצאת המקורות הפיננסיים במשק, ועם קבוצה זו נמנים בעיקר בנקים וגופים מוסדיים (קרנות פנסיה, חברות ביטוח ועוד). שליטה של קבוצת עסקים בתאגיד פיננסי עשויה להוביל להקצאה לא יעילה של המקורות הפיננסיים במשק, בשל הרצון של הקבוצה העסקית להבטיח לעצמה זמינות של מקורות אלו ככל האפשר. כמו כן, מידע עסקי על הלווים של הגוף הפיננסי עשוי לעבור לידי חברות הנמצאות בקבוצה העסקית ומתחרות בלווים אלו – צעד שעשוי להביא לפגיעה בתחרות במשק. נוסף על כך, קשיים או סיכונים הנוצרים בחלק הריאלי של קבוצת עסקית אשר מחזיקה הן בפעילות ריאלית והן בגוף פיננסי עשויים להשפיע על יציבות הגוף הפיננסי ואף לערער את יציבות כלל המערכת הפיננסית, משום שהיא עשויה להיות תלויה בגוף זה. כאשר מספר מצומצם של קבוצות עסקים גדולות צורכות חלק נכבד מהאשראי במשק, סיכון זה מתגבר ונוצר סיכון מערכתי לכלל המשק.

**בתהליך הקצאת זכויות בנכסי המדינה לא תמיד / מובאת בחשבון ההשפעה על ריכוזיות כלל-משקית.**

● **ריכוזיות בהחזקת תשתיות חיוניות** – השינויים שחלו במשק הישראלי, ובפרט תהליכי ההפרטה המואצים שתוארו לעיל, הביאו, נוסף על יצירתן של קבוצות עסקיות גדולות, לשליטתן של קבוצות אלו ברישיונות וזיכיונות להפעלת תשתיות חיוניות של המדינה – תשתיות אשר אספקתן הסדירה חיונית לציבור בישראל, כגון חשמל, מים, תקשורת ונמלי ים ואוויר. בהחלטה של רגולטור ענפי להקצות לגורמים פרטיים זכויות בנכסי המדינה הנטייה היא לשקול בעיקר את המחיר המתקבל בתמורה להקצאת הנכס או את התועלת הכלכלית המיידית לאזרחים. לעיתים לא נשקלים שיקולי תחרותיות בתהליך הקצאת הזכויות, וגם אם כן, אלו שיקולי תחרות ענפיים בלבד, ללא בחינה של ההשפעה על הריכוזיות הכלל-משקית, כלומר ההשפעה על המשק עקב הימצאות השליטה במספר רב של תשתיות חיוניות בידי מספר מצומצם של חברות עסקיות.

לריכוזיות בהחזקת תשתיות חיוניות עשויות להיות השלכות מגוונות. למשל, החזקה של כמה קבוצות עסקיות בחלק גדול מהתשתיות החיוניות של המדינה עשויה לתת לקבוצות אלו כוח מיקוח והשפעה עודפים מול המדינה, הן בנושא התשתית החיונית והן בשווקים אחרים שבהם הקבוצה העסקית פועלת. חשש נוסף הקשור בריכוזיות מסוג זה הוא שקבוצות עסקים גדולות מאוד, המחזיקות בנכסים רבים של המדינה, יהפכו לגופים גדולים מכדי

<sup>13</sup> אסף חמדני, [ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים](#), המכון הישראלי לדמוקרטיה, נובמבר 2009.

להיכשל (Too Big to Fail) והמערכת הרגולטורית והמערכת הפיננסית עשויות להחליט החלטות המושפעות מהחשש לסיכון מערכתי עקב נפילת קבוצות עסקים אלו.<sup>14</sup>

- **ממשק מרובה שווקים (Multi Market Contacts)** – פעילות של מתחרים ביותר משוק מוצרים אחד, העשויה להיגרם מהריכוזיות הרבה של קבוצות עסקים בשווקים שונים. במצב כזה, ובעיקר אם בשווקים אלו פועלים מעט מתחרים, שחקן יחיד עשוי להפיק רווח מהורדת מחירים בשוק מסוים, אך יחשוש לעשות כן בשל פגיעה אפשרית ברווחיו מצד מתחריו בשווקים האחרים שבהם שני הגורמים הללו פועלים. לכן, ככל שקבוצות עסקים נפגשות במספר גדול יותר של שווקים שבהם התחרות קטנה, כך יש ציפייה ליצירת קרטל בשווקים אלו.<sup>15</sup>

בשנת 2010, היו בישראל 24 קבוצות עסקים, והן שלטו בכ-23% מהחברות הציבוריות בבורסה ובכ-68% משווי שוק המניות.

על פי דוח הוועדה, **בשנת 2010 היו בישראל 24 קבוצות עסקים, והן שלטו בכ-136 חברות ציבוריות מכלל 596 החברות הציבוריות בבורסה (כ-23%); שווי השוק של חברות אלו היה כ-68% משווי השוק הכולל של החברות הציבוריות.** לפי מחקרים שונים, ישראל הייתה בצמרת המדינות המפותחות במשקל שווי קבוצות עסקים בכלל שווי השוק בבורסה, ובמאפיין זה הייתה דומה למדינות מתפתחות במזרח אסיה.<sup>16</sup>

חלק מקבוצות עסקים אלו התקיימו במבנה פירמידלי. רמת הסינוף (מספר השכבות בפירמידה) של הקבוצות העסקיות השתנתה מקבוצה לקבוצה – בקבוצה עסקית אחת היו **שבע חברות** המרכיבות את הפירמידה. הוועדה גם בדקה את השווקים שהקבוצות העסקיות פעלו בהם, ונמצא כי הן פעלו במספר רב של שווקים, שחלקם מתאפיין בתחרות בין מעטים וחלקם שווקים מונופוליסטיים.<sup>17</sup>

המלצות הוועדה התמקדו בשלוש סוגיות שעל פי הדוח הן הסוגיות המרכזיות, שטיפול בהן יקדם את התחרותיות במשק הישראלי ויצמצם את הריכוזיות הקיימת בו:

המלצות הוועדה עסקו בשלוש סוגיות עיקריות: שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהליך הקצאת זכויות, הפרדה בין החזקה בתאגיד ריאלי להחזקה בגוף פיננסי והגבלות על מבנה החזקות פירמידלי של קבוצות עסקים.

- **הקצאת נכסים ציבוריים** – בהקצאה של זכויות או נכסים של המדינה: תחנות כוח לייצור חשמל, מתקני התפלת מים, תדרים לתקשורת וכדומה, הגופים האחראים לתהליך יחויבו לשקול שיקולים של תחרות ולקיים התייעצות עם רשות התחרות. יתר על כן, בתהליך הקצאה של זכויות בנכסים המוגדרים "תשתיות חיוניות" (ראו הסבר להלן בסעיף 2.2),

<sup>14</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [טיטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), עמ' 209-215, אוקטובר 2011. שם, עמ' 76-77.

<sup>16</sup> להרחבה: בנק ישראל, דוח בנק ישראל לשנת 2009, פרק ד' – [המערכת הפיננסית וציבותה](#), 21 באפריל 2010; תמיר אגמון ועמי צדיק, [קבוצות עסקים בישראל – תיאור, ניתוח והשלכות](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, מאי 2010.

<sup>17</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [טיטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), עמ' 80-87, אוקטובר 2011; לקבוצות העסקים הגדולות בישראל לפי השווקים שהן פעלו בהם (לפי נתוני דצמבר 2009) ראו: תמיר אגמון ועמי צדיק, [קבוצות עסקים בישראל – תיאור, ניתוח והשלכות](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 20 ביוני 2010.

גופים אלו יחויבו **לשקול שיקולי ריכוזיות כלל-משקית** ולקיים התייעצות עם ועדה מייעצת בנושא.

- **הפרדה בין השליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים** – כפי שהוסבר לעיל, שליטה של אותה קבוצה עסקית בתאגידים ריאליים ובגופים פיננסיים עשויה להוביל לחוסר יציבות במערכת הפיננסית ולפגיעה בתחרותיות. על כן, המלצת הוועדה היא כי שולט בתאגיד ריאלי המוגדר "משמעותי" לא ישלט בגוף פיננסי המוגדר "משמעותי" ושיעור ההחזקה שלו בגוף כזה לא יהיה מעבר לשיעור מסוים. לעניין זה תאגיד ריאלי משמעותי מוגדר קבוצה עסקית שאינה גוף פיננסי **שמחזור המכירות שלה או האשראי הכולל שלה עולה על כ-6 מיליארד ש"ח** (לפי החוק, סכום זה יתעדכן בינואר בכל שנה על פי מדד המחירים לצרכן). תאגיד פיננסי משמעותי מוגדר גוף פיננסי, קרי, גוף שעיסוקו הוא ניהול נכסים פיננסיים של לקוחות, למשל בנק, חברת ביטוח, וחברת ניהול תיקי השקעות, אשר **כלל נכסיו עולה על 40 מיליארד ש"ח** (לפי החוק, הסכום יתעדכן בינואר בכל שנה על פי מדד המחירים לצרכן). עוד נקבע כי שולט בגוף בנקאי לא ישלט בגוף פיננסי אחר שאינו בנק, וכי בעלי שליטה או אנשים המקורבים להם בתאגיד ריאלי משמעותי לא יוכלו לכהן כדירקטורים בגופים פיננסיים משמעותיים.

- **הגבלות על מבנה החזקות פירמידלי של קבוצות עסקים** – המלצת הוועדה היא כי חברות חדשות שיקומו במשק והן חברות ציבוריות או חברות שלהן אג"ח הנסחר בבורסה יוכלו לשלוט בחברות ציבוריות אחרות במבנה של **שתי שכבות בלבד**, כלומר חברת-בת לא תוכל לשלוט בחברה-נכדה. חברות קיימות במשק יוכלו לשלוט בחברות ציבוריות במבנה של שלוש שכבות, כלומר חברת-אם, חברת-בת וחברת-נכדה, ועל החברה האחרונה יחולו כללי ממשל תאגידי מחמירים יותר מאלה החלים על חברת-בת.

באפריל 2012 התקבלה החלטת ממשלה המאמצת את המלצות דוח הוועדה ונקבע שיש להפיץ תזכיר חוק ליישום המלצות הוועדה.<sup>18</sup> **החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד – 2013**, התקבל ב-11 בדצמבר 2013, ונקבעו בו עיקרי המלצות הוועדה בשינויים מסוימים. בסעיף 2.2 להלן מוצג תיאור של סעיפי חוק הריכוזיות העיקריים ולוחות הזמנים שנקבעו ליישום כל פרק בחוק הריכוזיות.

## 2.2 הסעיפים העיקריים בחוק הריכוזיות

בלוח 1 להלן מוצגים הסעיפים העיקריים בחוק הריכוזיות, הגורם האחראי ליישומם ומועד התחילה שלהם.

<sup>18</sup> החלטה 4559 של הממשלה ה-32, [אימוץ המלצות דוח הוועדה להגברת התחרותיות במשק](#), 22 באפריל 2012.

**לוח 1 - הסעיפים העיקריים בחוק הריכוזיות**

מועד תחילה	משימה	הגורם האחראי	סעיף	פרק
דצמבר 2014	גיבוש ופרסום של רשימת הגורמים הריכוזיים	הוועדה לצמצום הריכוזיות	סעיף 4	<b>פרק ב' - שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית ושיקולי תחרותיות ענפית</b>
דצמבר 2014, ובחינה של הקביעה אחת לשנה	קביעת הגורמים הריכוזיים ובחינת קביעה זו אחת לשנה; מסירת רשימת הגורמים הריכוזיים וכל עדכון שלה לוועדה לצמצום הריכוזיות	הממונה על התחרות	סעיף 4	
	פרטים נוספים בקביעת הגורמים הריכוזיים	שר האוצר, בהתייעצות עם הממונה על התחרות ובאישור הממשלה	סעיף 4	
דצמבר 2014	שקילת שיקולי ריכוזיות ותחרותיות בהקצאת זכויות וכן קביעת כללים, בהתייעצות עם הממונה על התחרות	רגולטורים המקצים זכויות	סעיפים 5-19	
	שקילת שיקולי ריכוזיות בהליכים לפי חוק החברות הממשלתיות וחוק תאגידי מים וביוב	רשות החברות הממשלתיות ומועצת רשות המים	סעיפים 8 ו-9	
אחת לשנה	דיווח לממשלה על הליכים שהתקיימו בעניין שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות בהתייעצות עם הוועדה, וכן על שיקולים ששקלה לשם גיבוש חוות דעת. הדיווח יועבר גם לוועדת הכספים של הכנסת	הוועדה לצמצום הריכוזיות	סעיף 15	
אחת לשנתיים	חוות דעת והמלצה בדבר הצורך בתיקון התוספת בחוק	הוועדה לצמצום הריכוזיות	סעיף 16	
דצמבר 2017	פירוק מבנה החזקות פירמידלי; איסור מבנה פירמידלי של ארבע שכבות ומעלה	שר המשפטים	סעיפים 21-25	<b>פרק ג' - הגבלת השליטה בחברות במבנה פירמידלי</b>
דצמבר 2019	איסור מבנה פירמידלי של שלוש שכבות ומעלה			
דצמבר 2014	הוראות לקביעת מגבלות אשראי לקבוצות עסקיות	שר האוצר ונגיד בנק ישראל	סעיפים 26-27	
	פרסום רשימת הגורמים הפיננסיים המשמעותיים והגורמים הריאליים המשמעותיים	הוועדה לצמצום הריכוזיות	סעיפים 29-30	<b>פרק ד' - הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים</b>
דצמבר 2019	הפרדה בין שליטה על תאגיד ריאלי לגוף פיננסי	שר האוצר	סעיף 39	

מועד תחילה	משימה	הגורם האחראי	סעיף	פרק
דצמבר 2017	הפרדה בין שליטה על תאגיד יראלי לגוף פיננסי במקרה שהפעילות היראלית של התאגיד התרחבה			
דצמבר 2019	הקמת צוות לבחינת יישום פרק ד' והשפעות היישום על המשק	שר האוצר	סעיף 39	
דצמבר 2013	הקמת הוועדה לצמצום הריכוזיות	שר האוצר	סעיף 40	<b>פרק ה'</b>

כפי שעולה מהלוח לעיל, בחוק הריכוזיות שלושה פרקים עיקריים, המבוססים, כאמור, על המלצות הוועדה:

**פרק ב' בחוק הריכוזיות עוסק בשקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית ותחרותיות ענפית בתהליך הקצאת זכויות בנכסים של המדינה.**

**פרק ב'** עוסק בשקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית ותחרותיות ענפית בתהליך הקצאת זכויות בנכסים של המדינה. מטרת הפרק היא לתת סמכות לרגולטורים לשקול גם שיקולים של ריכוזיות כלל-משקית ושל תחרותיות ענפית בעת הקצאת זכויות בתשתיות חיוניות לגופים פרטיים, כדי לקדם תחרותיות הן ברמה הענפית והן ברמה הכלל-משקית. כאמור לעיל, כאשר מספר מצומצם של קבוצות עסקים מחזיקות והן ברמה הכלל-משקית. כאמור לעיל, כאשר מספר מצומצם של קבוצות עסקים מחזיקות במספר רב של תשתיות חיוניות של המדינה יש סיכונים ליציבות המשק. פרק זה בחוק נועד לאפשר התמודדות עם סוגיה זו ולהביא לביזור התשתיות החיוניות במדינה באמצעות הקצאה מבוקרת של הזכויות בתשתיות אלו, ובכלל זה בדיקה של השפעת מהלכים אלו על הריכוזיות הכלל-משקית.<sup>19</sup>

בסעיף 40 בחוק נקבע כי תוקם ועדה לצמצום הריכוזיות (להלן: ועדת הריכוזיות), שחבריה הם הממונה על התחרות – יו"ר הוועדה, מנכ"ל משרד האוצר או הכלכלן הראשי באוצר וראש המועצה הלאומית לכלכלה או אחד מסגניו.

על פי סעיף 4 בחוק, ועדת הריכוזיות תפרסם את רשימת הגופים הריכוזיים. גוף ריכוזי במשק הוא גוף שמקיים אחד מהתנאים האלה: הוא גוף פיננסי משמעותי (כפי שהוסבר לעיל), הוא תאגיד יראלי משמעותי (כפי שהוסבר לעיל), הוא גורם בעל השפעה בתחום התקשורת או העיתונות, הוא שולט לפחות בחצי מהפעילות בשוק שבו הוא מחזיק תשתית חיונית, הוא מחזיק בזכויות בארבעה תחומי תשתית חיונית לפחות באמצעות עשרה רישיונות או חוזים לפחות.

על פי סעיף 5 בחוק, רגולטור המבקש להקצות לגורם ריכוזי זכות בתשתית חיונית חייב ראשית לשקול שיקולי ריכוזיות כלל-משקית, בהתייעצות עם ועדת הריכוזיות. סעיפים 6 ו-7 בחוק הריכוזיות קובעים כי על הרגולטור לפנות בכתב לוועדת הריכוזיות ולקבל את חוות דעתה בנוגע להקצאות הזכות; ועדת הריכוזיות תגבש חוות דעת ותפרסם אותה באתר משרד האוצר.

<sup>19</sup> דברי הסבר להצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב-2012, של הממשלה, נוסח לקריאה ראשונה.

על פי סעיפים 11-12 בחוק, רגולטור חייב לשקול שיקולי תחרותיות ענפית בהקצאת זכויות. אם מדובר בזכויות שמנויות ברשימת הזכויות שפורסמה לפי סעיף 13 בחוק, הרגולטור יתייעץ עם הממונה על התחרות בדבר ההקצאה ותנאיה.

בסעיפים 15 ו-16 בחוק נקבע כי על ועדת הריכוזיות לדווח לממשלה אחת לשנה על שיקולי ריכוזיות ששקלה בגיבוש חוות הדעת שלה, וכן לגבש אחת לשנתיים חוות דעת בדבר הצורך בשינוי תחומי התשתיות החיוניות שמופיעים בתוספת לחוק – תחומים שבעניינם על הרגולטורים לשקול שיקולי תחרות כלל-משקית ולהיוועץ בוועדת הריכוזיות בעת הקצאת זכות לפעילות המחייבת רישיון או חוזה.

בלוח 2 להלן מוצגת רשימת הענפים והתשתיות.

**לוח 2 – רשימת התשתיות החיוניות כפי שנקבעו בתוספת לחוק הריכוזיות**

ענף	שירותי תשתית חיונית
תקשורת	שירותי טלפונים נייחים וניידים שירותי דואר שידורי תקשורת ורדיו
מים	שירותי הפקת מים והתפלת מים שירותי תאגידי מים וביוב
חשמל	שירותי ייצור, הולכה וחלוקה של חשמל; רישיון לניהול המערכת של משק החשמל
מחצבים	זכויות במשאבי נפט זכויות במחצבים ורישיון לחציבה זכויות בים המלח זכויות בשימוש במשאבי טבע
אנרגיה	זכויות בהפעלת חברות דלק ובזיקוק דלקים שירותי ייצור, אחסון והספקה של גז שירותי הולכה, חלוקה אחסון ושיווק של גז טבעי
תחבורה	שירותי הפעלת שדות תעופה שירותי הפעלת קווי שירות באוטובוסים שירותי הפעלת רכבות שירותי הפעלת נמל שירותי הפעלת כבישים ושירות בכבישים וכן בכבישי אגרה שירותי מחסנים למטענים אוויריים
פיננסים	שירותי הפעלת מערכות סליקה פנסיוניות שירותי הפעלה של מסחר בניירות ערך וסליקת עסקאות בניירות ערך

פרק ג' בחוק הריכוזיות עוסק בשינוי מבנה ההחזקות בקבוצות עסקים הפועלות במבנה פירמידלי. לאחר דצמבר 2019, קבוצת עסקים אינה יכולה לשלוט במבנה שבו יותר משתי שכבות.

**פרק ג'** עוסק בשינוי מבנה ההחזקות בקבוצות עסקים, ובעיקר בתנאים להחזקה של חברות בחברות המסונפות להן בצורה של מבנה החזקות פירמידלי. על פי סעיף 21 בחוק, חברה ציבורית או חברה בעלת אג"ח הנסחרת בבורסה אינה יכולה לשלוט במבנה של יותר **משתי שכבות**, כלומר חברת-אם וחברת-בת. יש לציין כי בהמלצות הוועדה הותר לחברות קיימות להישאר במבנה של קבוצת עסקים בעלת שלוש שכבות, אך בחוק הריכוזיות נקבע כי יתאפשר להן מבנה של עד שתי שכבות. סעיף 25 בחוק קובע לוחות זמנים ליישום שינוי מבנה ההחזקות: קבוצת עסקים יכולה

להישאר בעלת מבנה של **שלוש שכבות עד דצמבר 2017**, וכלל החברות הציבוריות נדרשות להיות במבנה החזקות של עד **שתי שכבות עד דצמבר 2019**.

בסעיפים 26 ו-27 נקבע כי שר האוצר ונגיד בנק ישראל יקבעו הוראות לעניין מגבלות על האשראי הניתן לקבוצות עסקים מהגופים הפיננסיים וכי הוראות ראשונות בנושא ייקבעו עד דצמבר 2014.

**פרק ד'** עוסק בהפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים. על פי סעיפים 29 ו-30, ועדת הריכוזיות תפרסם את רשימות הגופים הפיננסיים המשמעותיים ואת רשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים במשק.

סעיף 39 בחוק קובע את ההפרדה הנדרשת בין שליטה בתאגיד ריאלי משמעותי לשליטה או החזקה בגופים פיננסיים משמעותיים. על פי סעיף זה, השולט או מחזיק ב-5% בתאגיד ריאלי משמעותי לא יכול להמשיך ולשלוט בגוף פיננסי משמעותי או להחזיק ביותר מ-10% בו, ואם מדובר בגוף ללא גרעין שליטה – ביותר מ-5%.

על פי הוראות המעבר בסעיף 39, איסור השליטה או ההחזקה יחול מדצמבר 2019, ואיסור השליטה או ההחזקה על תאגידים שהפעילות הריאלית שלהם התרחבה עקב רכישה של תאגיד ריאלי או גוף פיננסי אחר יחול מדצמבר 2017. נוסף על כך, על פי סעיף 39(י) בחוק, **בדצמבר**

**2019 יוקם צוות לבחינת יישום ההוראות של פרק ד' וכן את השפעות היישום על הריכוזיות במשק.**

לצורך הגדרת תאגיד ריאלי משמעותי נוספה בחוק הגדרה שלא הופיעה בהמלצות הוועדה: בסעיף 30(א)(1) בחוק נקבע כי תאגיד המוגדר בעל מונופולין לפי חוק התחרות ייחשב תאגיד ריאלי משמעותי אם מחזור מכירותיו עולה על כ-2 מיליארד ש"ח בשנה.

### 3. יישום הסעיפים המרכזיים בחוק הריכוזיות

#### 3.1 פרק ב' - שיקולי ריכוזיות כלל-משקית

##### 3.1.1 יישום

כאמור, סעיף 40 בחוק קובע כי יש להקים את **ועדת הריכוזיות**. הוועדה מפרסמת את רשימת הגורמים הריכוזיים במשק מדצמבר 2014. בדצמבר 2014 פרסמה הוועדה שיש **31 קבוצות עסקיות ריכוזיות, והן שולטות בכ-2,500 חברות במשק**.<sup>20</sup> יש לציין כי על פי רשות התחרות, ברשימות הראשונות שהתפרסמו לא נכללו בגורמים הריכוזיים חלק מקבוצות העסקים שהוגדרו גורם ריכוזי. למשל, ברשימות לא נכללו חלק מתחנות הרדיו, העיתונים וערוצי הטלוויזיה

**פרק ד' בחוק הריכוזיות עוסק בהפרדה בין שליט בתאגידים ריאליים משמעותיים לשליטה בתאגידים פיננסיים משמעותיים. לאחר דצמבר 2019, לא יוכל גוף השולט בתאגיד ריאלי להמשיך להחזיק בגוף פיננסי, ולהפך.**

**על פי ועדת הריכוזיות, בדצמבר 2014, היו 31 קבוצות עסקיות ריכוזיות, והן שלטו בכ-2,500 חברות במשק.**

<sup>20</sup> רשות התחרות, **רשימות הגופים הריכוזיים: 31 קבוצות עסקיות ריכוזיות שולטות בלמעלה מ-2,500 חברות**, 11 בדצמבר 2014. ריכוז המידע של עבודת ועדת הריכוזיות נעשה בחטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, שהוקמה בין השאר לצורך ריכוז עבודת המטה המקצועית והמינהלית של ועדת הריכוזיות.



המסחריים.<sup>21</sup> בלוח 3 להלן מספר הקבוצות הריכוזיות במשק בספטמבר 2019 בחלוקה לפי הסיבה להגדרתן ככאלה (יש חפיפה בין הסיבות ולכן חלק מהקבוצות נמנות ביותר מסעיף אחד בטבלה).

**לוח 3 - מספר הגורמים הריכוזיים במשק לפי הסעיף בחוק שבגינו הם מוגדרים ריכוזיים**

(ספטמבר 2019)<sup>22</sup>

מספר הקבוצות	הסיבה שבגינה הגוף נכלל ברשימת הגורמים הריכוזיים	הסעיף בחוק
30	בעל השפעה בשידורי תקשורת או בעיתונות	4(א)(1)(א)(3)
21	מחזיק מעל מחצית מהפעילות בתחום התשתית החיונית	4(א)(2)
21	תאגיד ריאלי משמעותי	4(א)(1)(א)(2)
18	גוף פיננסי משמעותי	4(א)(1)(א)(1)
2	מחזיק בארבעה תחומי תשתית חיונית לפחות באמצעות עשר זכויות לפחות	4(א)(3)

**בספטמבר 2019 היו 75 קבוצות המוגדרות קבוצות ריכוזיות על פי הסיבות המנויות בחוק הריכוזיות.**

מהלוח אפשר לראות כי 30 מהגורמים שהוכרזו גורמים ריכוזיים במשק הם בעלי השפעה בשידורי תקשורת או בעיתונות, **21** מחזיקים ביותר ממחצית מהפעילות בתחום התשתית החיונית, **21** מוגדרים תאגידים ריאליים משמעותיים, **18** מוגדרים גופים פיננסיים משמעותיים ו**שני** גורמים מוגדרים גורמים ריכוזיים בגין החזקה בארבעה תחומי תשתית חיוניות לפחות באמצעות עשר זכויות לפחות.

**בשנים 2015-2019 פורסמו 27 חוות דעת של ועדת הריכוזיות בנוגע לשיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות.**

המספר הכולל של הקבוצות המוגדרות קבוצות ריכוזיות במשק הוא **75**; **ארבע** מהן מוגדרות גורם ריכוזי לפי שלושה סעיפים שונים בחוק **ותשע** מוגדרות גורם ריכוזי לפי שני סעיפים שונים בחוק.<sup>23</sup> כאמור, בסעיף 6 בחוק, נקבע כי ועדת הריכוזיות תפרסם באתר משרד האוצר את חוות דעתה על הקצאות של זכויות. על פי סעיף 19 בחוק, פרסום חוות הדעת של ועדת הריכוזיות יחל בדצמבר 2014. עיון באתר ועדת הריכוזיות מעלה כי משנת 2015 התפרסמו באתר חוות דעת והמלצות. בשנת 2015 התפרסמו **חמש** חוות דעת, בשנת 2016 - **ארבע** חוות דעת, בשנת 2017 - **תשע** חוות דעת, בשנת 2018 - **ארבע** חוות דעת, בשנת 2019 התפרסמו **חמש** חוות דעת בנושאים שונים, ובסך הכול פורסמו בשנים אלו **27 חוות דעת**. להלן יוצגו כמה חוות דעת והמלצות מרכזיות של ועדת הריכוזיות בשנים אלו:

**הפרטת חברת דואר לישראל (2015)**<sup>24</sup> - ביוני 2015 פרסמה ועדת הריכוזיות את המלצתה בנושא השליטה בחברת הדואר ובחברת בנק הדואר. ההמלצה התקבלה בעקבות פנייה של רשות החברות הממשלתיות בנושא הפרטת חברת דואר ישראל בע"מ. הפנייה נעשתה בעקבות החלטת

<sup>21</sup> עמנואל ברכפלד, ראש חטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, דוא"ל, 19 בנובמבר 2019.

<sup>22</sup> משרד האוצר, הוועדה לצמצום הריכוזיות, **רשימת הגורמים הריכוזיים**, 24 בספטמבר 2019.

<sup>23</sup> שם,

<sup>24</sup> שם, **חוות דעת הוועדה בנושא הפרטת חברת דואר ישראל בע"מ**, 7 ביוני 2015.

**בהחלטת ועדת הריכוזיות בנושא הפרטת חברת הדואר הומלץ כי לגורמים שמידת הריכוזיות שלהם רבה במיוחד לא תינתן זכות בגורם תשתית חיונית ואף נקבעו תבחינים להגדרת גופים אלו.**

ממשלה בנושא "תוכנית רב-שנתית לביצוע הנפקות מיעוט של חברות ממשלתיות", ועניינה, בין היתר, מכירה של עד 20% מהון מניות חברת הדואר לגורמים פרטיים.<sup>25</sup>

בהמלצת הוועדה מפורטות הסיבות לכך שיש למדינה אינטרס חיוני בפעילות תחום הדואר ובנק הדואר בישראל. חברת הדואר מחזיקה נתח שוק גדול בשוק שירותי הדואר בישראל, יש לה גישה בלעדית למרכזי חלוקה והיא חתומה על הסכמים בין-לאומיים לקבלת דואר מחו"ל. גם לבנק הדואר יש חשיבות רבה, משום שיש לו פוטנציאל להפוך לגורם תחרותי בתחומי הנפקת כרטיסי אשראי, כרטיסים לחיוב מיידי וסליקת כרטיסי אשראי. למשל, בדצמבר 2018 בנק הדואר היה הגוף היחיד שאפשר הנפקת כרטיסי חיוב נטענים ללא צורך בחשבון בנק. לשירות זה חשיבות רבה, שכן כרטיסי חיוב נטענים יכולים לשמש תחליף למזומן עבור אזרחים שאין להם חשבון בנק או שחשבון הבנק שלהם מוגבל, לנוכח מגבלות השימוש במזומן שנקבעו **בחוק לצמצום השימוש במזומן, התשע"ח-2018**.<sup>26</sup>

מסיבות אלו, שליטה בחברת הדואר משמעותה שליטה בשירותים חיוניים למשק, ועל כן המליצה הוועדה שלא לאפשר לגורמים **שמידת הריכוזיות שלהם רבה במיוחד** להשתתף בהליכי הקצאת הזכויות בחברת הדואר. גורמים אלו הוגדרו אחד מהגופים האלה:

- גוף פיננסי משמעותי שסך נכסיו עולה על **120 מיליארד ש"ח**.
- תאגיד ריאלי משמעותי שמחזור מכירותיו עולה על **15 מיליארד ש"ח**.
- גורם המוגדר גורם ריכוזי מתוקף שתיים או יותר מהסיבות המנויות בסעיף 4(א) בחוק (כמפורט לעיל בלוח 2);
- גורם שהיקף פעילותו **עולה על מחצית** בתחומים האלה: תחבורה ציבורית, תחנות דלק, גז, חשמל, נפט והתפלת מים. שירותים אלו מוגדרים חיוניים ביותר, שכן הפסקת פעילותם אפילו לזמן קצר תגרום נזק רב לציבור.

חשיבותה של המלצה זו נובעת מכך שמדובר על **המלצה מקדמית (pre-ruling)**, שכן הוועדה לא נתנה המלצה בנוגע להקצאת זכויות בתשתית חיונית לגורם ריכוזי מסוים אלא המליצה באופן כללי כי **לא תינתן זכות בגורם תשתית חיונית לגורמים שמידת הריכוזיות שלהם רבה במיוחד**, קבעה תבחינים להגדרת גופים כאלה ופרסמה רשימה מפורטת של הגופים הנכללים בהגדרות שצוינו לעיל.

יש לציין כי בחוות דעת שנייה שניתנה בנושא הפרטת חברת דואר ישראל, בנובמבר 2018,

<sup>25</sup> החלטה 2301 של הממשלה ה-33, [תוכנית רב-שנתית לביצוע הנפקות מיעוט של חברות ממשלתיות](#), 19 באוקטובר 2014.

<sup>26</sup> להרחבה ראו: נעם בוטוש, [היערכות לקראת יישום החוק לצמצום השימוש במזומן, התשע"ח-2018](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 19 בדצמבר 2018.

המליצה ועדת הריכוזיות שלא למנוע השתתפות של שום גורם בהליכי המיון המוקדם. ועדת הריכוזיות המליצה כי רק לאחר תום הליך המיון המוקדם תיבחן באופן פרטני ההשפעה של הקצאת הזכות בדואר ישראל לגורמים ריכוזיים במשק על הריכוזיות הכלל-משקית.<sup>27</sup>

**מתן רישיונות לייצור חשמל לחברות בקבוצת עידן עופר (2017 ו-2019)**<sup>28</sup> – בשתי חוות הדעת של ועדת הריכוזיות בנושא זה נדרשה הוועדה לגבש המלצה בנוגע לבקשת חברות בקבוצת עידן עופר לקבל רישיונות לייצור חשמל בהספק של למעלה מ-175 מגה-ואט, צעד המוגדר הקצאת זכות בתשתית חיונית כפי שנקבעה בתוספת בחוק. בחוות דעת הוועדה משנת 2017 מפורטות הסיבות להגדרתה של קבוצת עידן עופר (קבוצת החברה לישראל) גורם ריכוזי כלל-משקי:

- הקבוצה היא **תאגיד ריאלי משמעותי**;
- הקבוצה בעלת השפעה **בתחום התקשורת** עקב החזקותיה ברשת מדיה בע"מ ובאמצעותה – בחברת החדשות
- לקבוצה היקף פעילות של **למעלה ממחצית** בתחומי התשתיות החיוניות האלה: חציבה, זיקוק דלק וזיכיון ים המלח;
- לקבוצה יש כ-20 זכויות בתשעה תחומי תשתיות חיוניות.

ועדת הריכוזיות בחנה גם את הנתונים המקרו-כלכליים של הקבוצה, ומצאה כי מחזורי המכירות רק של החברות כ"ל (כימיקלים לישראל) ובז"ן (בתי זיקוק נפט), השייכות לקבוצה, היו בשנת 2016 כ-3.32% מהתמ"ג וכ-4.12% מהתמ"ג של המגזר העסקי. ועדת הריכוזיות גם מצאה כי הקבוצה היא התאגיד הריאלי המשמעותי השני בגודלו במשק מבחינת היקף האשראי המקומי ואף הגוף הפרטי בעל מחזור המכירות המקומי הגדול בישראל. חברת בז"ן מעסיקה כ-2,000 עובדים בהעסקה ישירה וכ-10,000 עובדים באופן עקיף.

אינדיקטורים נוספים להשפעת הקבוצה על הריכוזיות הכלל-משקית הם יכולותיה להשיג השפעה רגולטורית. לקבוצה יש זכויות הקצאה רבות בתחומי תשתיות שונים, ומשום כך היא מקיימת פגישות ופעילויות רבות מול הרגולטורים בתחומים אלו, ובעיקר משרד האנרגיה. קבוצה הפועלת בתחומי תשתיות מורכבים הדורשים הליכי רישוי ומשתנים תדיר עשויה להשיג כוח מול הרגולטורים הפועלים מולה ולהגביר את השבי הרגולטורי שלהם בכל הנוגע אליה (מונח זה יוסבר בסעיף 3.1.2 להלן, והוא חלק מהמתודולוגיה לבחינת ריכוזיות כלל-משקית). כמו כן, שליטתה של קבוצת עידן עופר בערוץ הטלוויזיה רשת ובחברת החדשות נותנת לקבוצה יכולת להפעיל לחץ על קובעי המדיניות באמצעות דיווח על נושאים שונים בתקשורת. בעקבות הנתונים שהוצגו לעיל **קבעה**

בחוות דעת ועדת הריכוזיות משנת 2017 בנוגע לרישיונות לייצור חשמל לקבוצת עידן עופר, נכתב כי הקבוצה היא הריכוזית ביותר במשק ומשום כך לא אושרו לה רישיונות נוספים לייצור חשמל.

<sup>27</sup> משרד האוצר, הוועדה לצמצום הריכוזיות, [חוות דעת מעודכנת של הוועדה לצמצום הריכוזיות בעניין הפרטת חברת דואר ישראל](#), 25 בנובמבר 2018.

<sup>28</sup> משרד האוצר, הוועדה לצמצום הריכוזיות, [חוות דעת בעניין הענקת רישיון ייצור חשמל לחברת צומת מקבוצת החברה לישראל](#), 7 באוגוסט 2017; שם, [חוות דעת בעניין מתן רישיונות לייצור חשמל לקבוצת עידן עופר כפוף להתחייבותה שלא לפעול בתחום התקשורת בישראל](#), 2 בינואר 2019.

**ועדת הריכוזיות כי קבוצת עידן עופר היא הקבוצה הריכוזית ביותר במשק הישראלי**, ומשום כך גם הוחלט שלא לתת לחברת צומת אנרגיה שבשליטת קבוצת עידן עופר רישיון נוסף לייצור חשמל.

בחוות דעת של ועדת הריכוזיות משנת 2019 בנושא מתן רישיונות לייצור חשמל לקבוצת עידן עופר פורטו בהרחבה ההשפעות של החזקה בכלי תקשורת על הריכוזיות הכלל-משקית.<sup>29</sup> בחוות הדעת נכתב כי כלי תקשורת הם אמצעי מרכזי למימוש זכויות כמו חופש הביטוי, חופש המידע וזכות הציבור לדעת. החזקה בהיקף ניכר בתחום התקשורת עשויה ליצור כוח מיקוח של הגורמים המחזיקים מול קובעי המדיניות, שכן יש לתקשורת השפעה על קביעת סדר-היום הציבורי בכך שהיא בוחרת על אילו נושאים לדווח או שלא לדווח. נוסף על כך, שליטה בגוף המשדר תוכן חדשותי מגבירה עוד יותר את כוחו של גורם ריכוזי מול קובעי המדיניות. משום כך נקבע בחוות הדעת כי כאשר יש לגורם ריכוזי פעילות בענפים רבים במשק ובתחומי תשתיות חיוניות, החזקתו בכלי תקשורת עשויה להועיל לו מבחינה כלכלית בעסקים אלו, שכן כלי תקשורת מהווה "מכפיל כוח" אל מול מקבלי החלטות.<sup>30</sup>

בעקבות שתי חוות דעת אלו בנושא הריכוזיות הכלל-משקית של קבוצת עידן עופר, נקבע מתווה של ועדת הריכוזיות אל מול קבוצת עידן עופר, ולפיו כדי שהקבוצה תוכל להתפתח ולקבל רישיונות נוספים בתחום ייצור החשמל בישראל, **עליה למכור את כלל החזקותיה בתחום התקשורת**. נוסף על כך, הקבוצה התחייבה שלא לפעול בתחום התקשורת בישראל ב-25 השנים הבאות – שידורי טלוויזיה, עיתונות כתובה וגם חברות רכש מדיה ואתרי אינטרנט העוסקים בתחומי חדשות או אקטואליה, אף על פי שחברות רכש מדיה ואתרי אינטרנט אינם נמנים עם קבוצה זו בחוק הריכוזיות. על פי ועדת הריכוזיות, התועלת הכלל-משקית של מהלך זה של יציאה קבוצת עידן עופר מתחום התקשורת עולה על הגידול ברמת הריכוזיות הכלל-משקית אשר עשוי להתרחש בגין התרחבות פעילות הקבוצה בתחום ייצור החשמל.

להמלצה זו חשיבות רבה משום שהיא אינה המלצה מוחלטת בעד הקצאת זכות לגורם ריכוזי או נגדה, אלא המלצה שניתנת בתנאים מסוימים. המלצת הוועדה לאשר את מתן הרישוניות לייצור חשמל לקבוצת עידן עופר כפוף להפסקת פעילותה בתחום התקשורת נובעת מהכוונה לצמצם את כוח המיקוח וההשפעה של הקבוצה ברמה הכלל-משקית. פתרון זה מבטא את הרצון לאזן בין הקטנת הריכוזיות הכלל-משקית לבין פגיעה ברווחת הצרכנים, המצריך לעיתים פתרון מורכב יותר.

<sup>29</sup> שם.

<sup>30</sup> להרחבה ראו: תמיר אגמון ועמי צדיק, **ניתוח ההשלכות הכלכליות של ריכוזיות ובעלויות צולבות על כלי התקשורת**, מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 2 בנובמבר 2011.

**ועדת הריכוזיות  
הגיעה עם קבוצת  
עידן עופר להסכמה  
על מתווה שלפיו כדי  
שתוכל לקבל  
רישוניות נוספים  
בתחום ייצור החשמל  
עליה למכור את כלל  
החזקותיה בתחום  
התקשורת.**

**בחוות דעת ועדת הריכוזיות בנוגע לחברת שיכון ובינוי נקבע כי לקבוצת אריסון יש השפעה רגולטורית והיא אף עשויה להיות בעלת השפעה על גופי תקשורת. הוועדה המליצה שלא לאפשר לחברת שיכון ובינוי להשתתף במכרז הרכבת הקלה בירושלים.**

**השתתפות חברת שיכון ובינוי במכרז קווי הרכבת הקלה בירושלים (2018)**<sup>31</sup> – בחוות דעת זו נדרשה ועדת הריכוזיות להמליץ לחשב הכללי במשרד האוצר אם לאפשר השתתפות של גורמים ריכוזיים במכרז לתכנון, להקמה ולתפעול של קווי רכבת קלה בירושלים. אחת המשתתפות במכרז הייתה חברת שיכון ובינוי, שהייתה אז בשליטתה של שרי אריסון. חברת שיכון ובינוי נחשבה גורם ריכוזי משום שהשתייכה לקבוצת מחזיקים בגוף פיננסי משמעותי – בנק הפועלים. בשנת 2016 הסתכמו נכסי בנק הפועלים בכ-448 מיליארד ש"ח – כ-29% מכלל נכסי המערכת הבנקאית בישראל, המשקל הגבוה ביותר בין הבנקים.<sup>32</sup> נוסף על כך, בנק הפועלים מספק אשראי לפרויקטים רבים בתחומי תשתיות בישראל, כגון התפלת מי ים, ייצור חשמל וגז טבעי. כמו כן, באותה תקופה הבנק גם שלט בחברת ישראלכרט, הפעילה בתחום כרטיסי האשראי וסליקת עסקאות בכרטיסים אלו.<sup>33</sup> לגבי הפעילות הריאלית של קבוצת אריסון, ובה חברת שיכון ובינוי, נאמר בחוות הדעת כי בשנת 2017 צפוי שמחזור המכירות השנתי של החברה יעבור את הרף של כ-6 מיליארד ש"ח, ועל כן תוגדר היא גם תאגיד ריאלי משמעותי על פי חוק הריכוזיות. כמו כן, שיכון ובינוי פועלת בתחומי התפלת מי ים, בתחום ייצור החשמל ובתחום הפעלת כבישים וכבישי אגרה בישראל.

לנוכח נתונים אלו קבעה ועדת הריכוזיות כי לקבוצת אריסון יש השפעה רגולטורית מול משרד התחבורה, משרד האנרגיה ובנק ישראל, בשל פעילויותיה הרבות כמפורט לעיל. כמו כן נקבע בחוות הדעת כי למפרסמים גדולים בכלי התקשורת יש כוח להשפיע על הנושאים המסוקרים בתקשורת, ומשום כך יש להם גם כוח להשפיע על סדר-היום הציבורי ועל מקבלי ההחלטות בישראל; לכן קבוצת אריסון, שהיא מהמפרסמים הגדולים במשק, עשויה להיות בעלת השפעה על גופי תקשורת. בשל שיקולים אלו – שליטה בפעילות ריאלית ניכרת, בייחוד בתחומי תשתית חיונית, ושליטה בגורם פיננסי משמעותי ביותר – המליצה הוועדה שלא לאפשר לחברת שיכון ובינוי להשתתף במכרז הרכבת הקלה בירושלים.

חשיבותה של המלצה זו נובעת בעיקר מההשלכות האפשריות שהיו לה על מבנה קבוצת אריסון בישראל. ההמלצה ניתנה ב-5 ביוני 2017, וב-13 ביוני 2018, נחתם הסכם למכירת חברת שיכון ובינוי לקבוצת סיידוף ישראל.<sup>34</sup> עסקה זו הביאה לגריעת שיכון ובינוי מרשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים ומרשימת הגורמים הריכוזיים – וביטלה למעשה את המלצת ועדת הריכוזיות

<sup>31</sup> משרד האוצר, הוועדה לצמצום הריכוזיות, [חוות דעת נוספת של הוועדה לצמצום הריכוזיות בדבר השתתפות גורמים ריכוזיים בהקצאת פרויקט JNET](#), 5 ביוני 2018.

<sup>32</sup> בנק ישראל, מערכת הבנקאות בישראל – סקירה שנתית 2016, [לוח א'1- מדדים מרכזיים של מערכת הבנקאות](#), 22 במאי 2017.

<sup>33</sup> יש לציין כי מאז ירד שיעור ההחזקה של בנק הפועלים בחברת ישראלכרט ל-33%, בעקבות הוראות [החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל \(תיקוני חקיקה\), התשע"ז-2017](#).

<sup>34</sup> אתר הבורסה, [דיווחים, הסכם למכירת מניות שיכון ובינוי בע"מ לקבוצת סיידוף ב1.1-מיליארד ש"ח](#), 13 ביוני 2018.

לגביה.<sup>35</sup> נוסף על כך, בספטמבר 2018, בעקבות בקשתה של שרי אריסון לרדת בהחזקותיה בבנק הפועלים בע"מ, ניתן לה היתר החזקה מותנה מנגידת בנק ישראל שייכנס לתוקף רק אם תמכור אמצעי שליטה ובעקבות המכירה ההחזקה שלה תהיה נמוכה מ-20%. היתר החזקה זה יבטל את היתר השליטה שהיה בידה.<sup>36</sup> בנובמבר 2019 החזיקה אריסון החזקות בכ-15.77% מהון המניות של בנק הפועלים, ולפי הודעת החברה היא אינה נחשבת עוד לבעלת שליטה בבנק הפועלים.<sup>37</sup>

נוסף על שקילת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית, חוק הריכוזיות קובע כי על הרגולטורים לשקול שיקולי ריכוזיות ענפית בבואם להקצות זכויות בתשתיות חיוניות. רשות התחרות, במסגרת סמכויות שניתנו לה על פי **חוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988**, בוחנת תדיר את הריכוזיות הענפית. **החידוש שנוצר בעקבות חקיקת חוק הריכוזיות** הוא שבהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות יידרשו גם הרגולטורים הענפיים **להתחשב בשיקולי ריכוזיות בענף שבו הם מקצים את הזכות**, וכך נוסף שיקול התחרותיות על שיקולי הרגולטורים הענפיים בבואם להקצות זכויות במשאבים של המדינה. רשות התחרות מסייעת לרגולטורים בנושא זה ומסבירה להם כיצד שוקלים שיקולי תחרות בהקצאת זכויות, כדי שיוכלו לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות.<sup>38</sup>

בשנים שחלפו מאז נחקק חוק הריכוזיות נתנה הממונה על התחרות 12 חוות דעת שעניינן קידום התחרותיות הענפית בהקצאת זכויות. בין חוות הדעת האלה יש לציין את חוות הדעת של הממונה על התחרות בנושא הקצאת זכות לחברת אגד להפעלת קווי רכבת קלה בירושלים. בחוות הדעת הראשונה הומלץ שלא לאפשר לאגד להשתתף במכרז להפעלת רכבת קלה בירושלים, מכיוון שעשוי להיגרם מצב שגורם אחד ישלוט בפעילות הרכבת הקלה ובנתח גדול מפעילות קווי האוטובוסים בירושלים. לבסוף הוסכם שחברת אגד תצמצם חלק מפעילות קווי האוטובוס שלה בירושלים וכך תוכל להשתתף במכרז להפעלת קווי רכבת קלה.<sup>39</sup>

### 3.1.2 מסגרת מתודולוגית ליישום

חוק הריכוזיות, כמו חוקים אחרים מסוגו, לא כולל בסיס מתודולוגי מסודר ולא הוגדרו בו מדדים ברורים לבחינת הריכוזיות הכלל-משקית ולהערכת ההשפעה של הקצאת תשתית חיונית לגורם ריכוזי על ריכוזיות זו.<sup>40</sup> על בסיס הניסיון שנצבר בתקופה שבה פועלת ועדת הריכוזיות, ובעקבות הסוגיות שעליהן היא נתנה את דעתה, גיבשה ועדת הריכוזיות מסמך המציג **מתודולוגיה לבחינת**

<sup>35</sup> עמנואל ברכפלד, מנהל חטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, דוא"ל, 5 בפברואר 2020.

<sup>36</sup> אורנה וגו, הפיקוח על הבנקים, דוא"ל, 30 בינואר 2020.

<sup>37</sup> אתר הבורסה, בנק הפועלים בע"מ, [פרטי חברה](#), כניסה: 27 בנובמבר 2019; אתר הבורסה, בנק הפועלים בע"מ, דיווחים, [אריסון השלימה מכירת כ-4.26% ממניות הבנק ואינה נחשבת עוד לבעלת שליטה בבנק](#), 22 בנובמבר 2018.

<sup>38</sup> אוריאל סיטראן, רשות התחרות, שיחת טלפון, 27 בינואר 2020.

<sup>39</sup> עמנואל ברכפלד, מנהל חטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, דוא"ל, 5 בפברואר 2020.

<sup>40</sup> רשות התחרות, [מתודולוגיה לבחינת ריכוזיות כלל-משקית](#), 3 במרץ 2019.

בעקבות חוק הריכוזיות הרגולטורים נדרשים להתחשב גם בשיקולי ריכוזיות ענפית בתהליך הקצאת זכויות בתשתיות חיוניות.

**ריכוזיות כלל-משקית**, והוא פורסם באתר רשות התחרות במרץ 2019. להלן יוצג פרק במתודולוגיה זו העוסק בפרמטרים למדידת כוחם של גורמים ריכוזיים:<sup>41</sup>

### פרמטרים למדידת כוח מיקוח והשפעה של גורם ריכוזי:

- תחומי פעילות חיוניים** – גורם הפועל בתחום תשתית חיונית שהפסקה או שיבוש בפעילותה בתחום זה יביאו למשבר במשק ובחיי הציבור ייחשב גורם שיש לו כוח מיקוח והשפעה. בנוסף, ככל שהיקף הפעילות שלו בתחום זה גדול יותר, עד כדי היותו מונופולין בשוק, כוח המיקוח וההשפעה שלו גדולים. כמו כן, אם גורם זה שולט בכמה תשתיות חיוניות, יגדלו כוח המיקוח וההשפעה שלו.

במסמך המתודולוגיה מוצגים תחומי פעילות שעל פי ועדת הריכוזיות הם חיוניים ביותר למשק הישראלי: משק החשמל, מים לשתייה ושירותי ביוב, משק הדלק, משק הגז הטבעי ושירותי טלפונים קוויים ואינטרנט. ועדת הריכוזיות גם מונה תחומים שהם חיוניים במידה רבה: שירותי טלפונים ניידים, שירותי שדות תעופה ונמלים ושירותי תחבורה ציבורית. עוד נקבע במסמך כי החזקה של גורם בתחום התקשורת, ובפרט בתחום החדשות, מחזקת את השפעתו של הגורם הריכוזי המחזיק בה על קובעי המדיניות (כפי שהוסבר לעיל).

אם כן, כאשר ועדת הריכוזיות שוקלת אם לאשר הקצאת זכות, היא בוחנת את תחומי הפעילות שהגורם הריכוזי פועל בהם ואת מידת החיוניות שלהם, וכן את התחום שאליו שייכת הזכות שהגורם הריכוזי מבקש לקבל. יש לציין כי במסמך המתודולוגיה לא מוצגים מדדים מדויקים לבחינת החיוניות של תחומי הפעילות שהגורם הריכוזי פועל בהם.
- נתוני פעילות מקרו-כלכלית** – בבחינת מעמדו של הגורם הריכוזי יש לבחון את נתוני הפעילות שלו במשק ולהעריך את חשיבותו המקרו-כלכלית באמצעות מדדים אלו: גודלה של הקבוצה העסקית במונחי פדיון, מחזור מכירות, אשראי וכדומה; משקל הקבוצה בסך התוצר; משקלה בשוק ההון; משקל הקבוצה בסך הייצוא במשק; היקף הנכסים והיקף האשראי שהגורם מספק לגורמים במשק. במסמך המתודולוגיה מוצע גם לבחון את החשיבות של פעילות הקבוצה ולראות אם הקבוצה פועלת **בצומת מרכזי במשק**, המשפיע על שווקים אחרים, כגון גופים פיננסיים האחראים להקצאת האשראי במשק. אינדיקטור נוסף המוצע במסמך הוא קיומו של ועד עובדים חזק בקבוצה, העשוי לשמש את המעסיק להפעלת כוח מיקוח והשפעה על קובעי המדיניות. כוח המיקוח וההשפעה של ועדי העובדים נובע בעיקר מהחיוניות של התחום שבו הם פועלים. כך, ועד עובדים הפועל בתחום תשתית חיונית משמעותית, כגון משק החשמל או הנמלים, עשוי לאיים בשיבוש אספקת שירותים אלו, איום המכונה "הורדת השלטר". בין שהאיום ממומש ובין שהוא אינו ממומש, עצם האפשרות להשבית תשתית חיונית כזאת מוביל לכוח מיקוח והשפעה מול מקבלי החלטות.

**בחוות הדעת של ועדת הריכוזיות בנוגע להקצאת זכויות נבחנים: תחומי הפעילות שהגורם הריכוזי פועל בהם, מידת החיוניות של התחומים ומידת החיוניות בתחום שבו הגורם הריכוזי מבקש לקבל זכות.**

**בבחינת הגורם הריכוזי יש לברר את נתוני הפעילות שלו במשק לשם הערכת חשיבותו המקרו-כלכלית. כמו כן, מוצע לבחון אם הגורם פועל בצומת מרכזי במשק המשפיע על שווקים אחרים.**

<sup>41</sup> שם.

כדי לבחון את הפעילות המקרו-כלכלית של קבוצה עסקית מסוימת נדרשת גישה לנתונים פרטניים של הקבוצה, כלומר יש צורך בשיתוף מידע בין רגולטורים שונים (כמו רשות המיסים), דבר שייתכן שאינו מתקיים בפועל.

**שבי רגולטורי הוא הטיה של החלטות קובעי המדיניות לטובתו של גורם עסקי. סיבות אפשריות לכך הן קיומו של ממשק רגולטורי תכופ בין המאסדר לגורם העסקי, תלות בגורם העסקי והחזקה של הגורם העסקי בכלי תקשורת.**

• **השפעה רגולטורית** – בתחום זה נבדקת השאלה אם יש חשש להיווצרות **שבי רגולטורי**, קרי הטיה של החלטות קובעי המדיניות לטובתו של גורם עסקי. הטיה זו עשויה להיווצר מהתלות של קובעי המדיניות בגורמים העסקיים בכל הנוגע למידע העסקי הדרוש להם לגיבוש החלטותיהם בתחומים שונים, שכן לגורמים העסקיים יש גישה טובה יותר למידע העסקי; תלות זו עשויה להביא להחלטות מוטות המבוססות על מידע אינטרסנטי שנמסר מגופים אלו. בנוסף, מפגשים תכופים בין הגורמים העסקיים לרגולטורים עשויים להביא את הרגולטורים לאמץ באופן בלתי מודע את נקודת המבט של גורמים אלו ולהחשיב אותה לנקודת מבט המשקפת את האינטרס הציבורי. להלן יוצגו הפרמטרים לבחינת השפעה רגולטורית:

**ממשק רגולטורי תכופ** – מערכת יחסים מתמשכת ומפגשים רבים בין הגורם העסקי למקבל ההחלטות מביאים לחשש לקיומו של שבי רגולטורי, בייחוד בתחומים עתירי רגולציה, שבהם יש מפגשים רבים בין הרגולטורים לגופים המפוקחים. נוסף על כך, בתחומים שפועלים בהם שדלנים רבים אפשר למצוא השפעה של גורמים אלו. במסמך מצוין כי היקף פעילות השדלנות של גורמים ריכוזיים נחשב פרמטר להערכת ריכוזיות כלל-משקית.

**תלות בגורם הריכוזי** – תלות של קובעי מדיניות בגורם ריכוזי עשויה להיווצר אם הגורם הוא מרכזי בתחום מסוים ובטווח הקצר אין לו תחליף, או בתחומים מורכבים שבהם יש פערי מידע מובנים בין הרגולטורים לגופים העסקיים.

**החזקה בכלי תקשורת** – כאמור לעיל, החזקה בתחום התקשורת נחשבת לאחד המדדים לכוח המיקוח וההשפעה של גורם ריכוזי, ועשויה ליצור שבי רגולטורי של הרגולטור כלפיו. גורם ריכוזי המחזיק בכלי תקשורת עשוי להשפיע על הדרך שבה מוצגים הנושאים המדווחים, וכך גם לעורר אהדה ציבורית כלפיו.

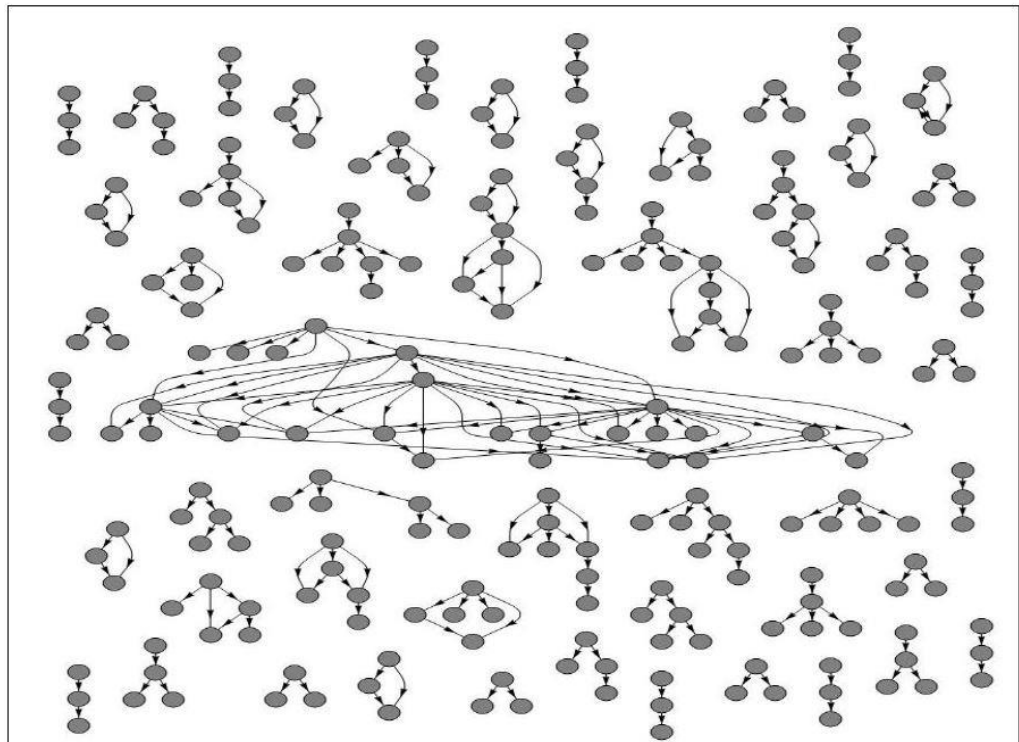
## 3.2 פרק ג' – הגבלת השליטה בחברות במבנה פירמידלי

### 3.2.1 פירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי

בסעיף 25 בחוק נקבע כי עד דצמבר 2019 יהיו כלל החברות הציבוריות במבנה החזקות של שתי שכבות לכל היותר. בתרשים 2 להלן מוצג מבנה החזקות של קבוצות העסקים ביולי 2010.



## תרשים 2 – מבנה החזקות פירמידלי של קבוצות עסקים (יולי 2010)<sup>42</sup>



התרשים ממחיש כי ביולי 2010 היו 24 קבוצות עסקים שהוגדרו קבוצות בעלות מבנה פירמידלי, ומספר השכבות במבנה הפירמידלי היה שונה בכל קבוצה. כפי שאפשר לראות, **אחת הקבוצות המוצגות בתרשים מורכבת מ-24 חברות ציבוריות, ודרגת הסינוף (מספר השכבה של החברה האחרונה בשרשרת הפירמידה) שלה היא שבע**. בלוח 4 להלן מוצגת רשימת קבוצות העסקים שהיו במבנה פירמידלי והחברות שהיו מסונפות אליהן ונעשו בהן פעולות כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות.

## לוח 4 – קבוצות העסקים והחברות המסונפות אליהן שפעלו לפירוק המבנה הפירמידלי

(אוקטובר 2011-דצמבר 2019)<sup>43</sup>

מספר שכבה אחרונה בפירמידה	מספר קבוצת עסקים	מספר חברות	החברה	הפירוק נעשה לאחר דצמבר 2013	הפירוק נעשה כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות <sup>44</sup>	מספר שכבה אחרונה בפירמידה
1	אי.די.בי	11	אי.די.בי. אחזקות	כן	לא	1
4	אי.די.בי		מקסימה		לא	4
4	אי.די.בי		המלט		לא	4

<sup>42</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [טיוטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), עמ' 86, עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל, אוקטובר 2011.

<sup>43</sup> הבורסה לניירות ערך, מחלקת המחקר, [בעקבות חוק הריכוזיות מחקו קבוצות השליטה 25 חברות שכבה בשווי כולל של כ-30 מיליארד שקל](#), אוקטובר 2018; [פעולות שנעשו לאחר אוקטובר 2018](#): קובי אברמוב, מנהל מחלקת המחקר, דוא"ל, 25 בנובמבר 2019. **חברת מהדרין**: הבורסה לניירות ערך, מהדרין בע"מ, [עם השלמת חלוקת מניות החברה, נכסים ובניין חדלה להיות בעלת שליטה והחברה הינה ללא בעלי שליטה](#), 12 בדצמבר 2019.

<sup>44</sup> הבורסה לניירות ערך, [דיווחי חברות](#), כניסה: 18 בדצמבר 2019. הגדרה זו מתבססת על דיווחי החברות על הסיבות לשינוי במבנה החזקות של החברה. כאשר הופיע חוק הריכוזיות כאחד מהסיבות לשינוי, החשבנו זאת כפירוק לצורכי עמידה בהוראות החוק.

מספר שכבה אחרונה בפירמדה	הפירוק נעשה כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות <sup>44</sup>	הפירוק נעשה לאחר דצמבר 2013	החברה	מספר חברות	קבוצת עסקים	מספר קבוצה
4	לא		מעריב		אי.די.בי	
4	לא	כן	כור		אי.די.בי	
5	לא		אדמה		אי.די.בי	
5	לא		סטרינג		אי.די.בי	
5	לא	כן	גיוון אימג'ינג		אי.די.בי	
4	כן	כן	כלל פיננסים		אי.די.בי	
3	כן	כן	ישפרו		דיסקונט השקעות	
3	כן	כן	מהדרין		דיסקונט השקעות	
2	כן	כן	דלק פטרוליום	4	דלק	2
3	לא		דלק ישראל		דלק	
3	כן	כן	מהדרין		דלק	
3	לא	כן	אקסלנס		דלק	
2	כן	כן	קרדן ישראל	3	קרדן	3
3	לא		קרדן טכנולוגיות		קרדן	
3	לא	כן	קרדן רכב		קרדן	
2	לא		ביכורי השדה	3	נטו	4
3	לא		ויליגר		נטו	
3	לא		טיבון-ויל		נטו	
2	לא		גרנית	2	עזריאלי	5
3	לא		טמבור		עזריאלי	
2	לא	כן	דניה סיבוס	2	אפריקה	6
4	לא		נגב		אפריקה	
3	כן	כן	דורי קבוצה	2	גזית	7
4	כן	כן	דורי בנייה		גזית	
1	לא		טמפו תעשיות	2	טמפו	8
3	לא		ברקן		טמפו	
3	לא		טסקום	2	מיחשוב ישיר	9
3	לא	כן	כלנית כרמון		מיחשוב ישיר	
3	לא		תאת תעשיות	2	קמן	10
4	לא		תאת טכנולוגיות		קמן	
3	לא	כן	צמיחה	2	אולטרה	11
3	לא	כן	גפן		אולטרה	
2	כן	כן	יואל	2	אקויטל	12
4	כן	כן	נצבא		אקויטל	
1	לא		כלל תעשיות	1	כלל תעשיות	13
3	לא	כן	עוגן	1	ערד	14
3	לא	כן	אשלד	1	אשטרם	15
4	לא		וואלה	1	בזק	16
1	לא		סאני	1	סאני	17
2	לא	כן	בי.ג'י.איי	1	זד.בי.איי	18
2	כן	כן	מועדון 365	1	המשביר 365	19

מספר שכבה אחרונה בפירמידה	הפירוק נעשה כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות <sup>44</sup>	הפירוק נעשה לאחר דצמבר 2013	החברה	מספר חברות	קבוצת עסקים	מספר קבוצה
3	כן	כן	פלייט מדיקל	1	אילקס	20
1	לא	כן	פרימיום	1	פרימיום	21
3	כן	כן	כרמל אולפנים	1	בתי הזיקוק	22
3	לא	כן	מירלנד	1	חברה כלכלית	23
2	כן	כן	ביטוח ישיר	1	צור שמיר	24
2	לא	כן	בי-קום	1	קבוצות יורקום	25

מהלוח עולה כי בין אוקטובר 2011 לדצמבר 2019 ננקטו ב-25 קבוצות עסקים פעולות לפירוק המבנה הפירמידלי, והן השפיעו על 50 חברות המסונפות לקבוצות עסקים אלו. אפשר לראות כי מ-50 חברות אלו 29 חברות נמחקו מהבורסה לאחר דצמבר 2013, מועד כניסת חוק הריכוזיות לתוקף. כמו כן, 14 מ-50 החברות דיווחו כי הפירוק נעשה כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות.

על פי מחקר של המחלקה הכלכלית של רשות ניירות ערך, בספטמבר 2010 היו קיימות 69 חברות, שלאחר מכן בעקבות הוראות חוק הריכוזיות, נדרשו לעשות "קיפול שכבה" במבנה הפירמידלי שלהן. מספטמבר 2010 עד דצמבר 2018 ננקטו פעולות ל"קיפול שכבה" ב-68 חברות ציבוריות, ובסוף 2018 נותרו שמונה חברות ציבוריות שהיו צריכות לעמוד בהוראות החוק (במהלך התקופה נוספה שכבה שלישית בשבע חברות, כך שבסך הכול 76 חברות ציבוריות נדרשו לעשות "קיפול שכבה").<sup>45</sup> יש לציין כי מלבד הוראות החוק בנוגע לפירמידות חלו תהליכים כלכליים נוספים במשק שגרמו לפירוק ושינוי במבנה הבעלות בחברות השונות, למשל המשבר הכלכלי העולמי, הסדרי חוב ומיזוגים ורכישות במהלך העסקים הרגיל, וכן שיקולים עסקיים של החברות הובילו למכירת חברות מסוימות או למחיקתן מהבורסה. בלוח 5 להלן מוצגות הסיבות ל"קיפול שכבות" של החברות במבנה הפירמידלי כפי שמצאה רשות ניירות ערך על פי דיווחי החברות.

#### לוח 5 – התפלגות החברות שבוצע בהן "קיפול שכבה", לפי דיווחי החברות<sup>46</sup>

הסיבה המדווחת ל"קיפול שכבה"	מספר חברות	אחוז מסך הכול
קשיים כלכליים	31	46%
אסטרטגיה עסקית	20	29%
<b>חוק הריכוזיות</b>	<b>11</b>	<b>16%</b>
כללי שימור	4	6%
אין מידע	2	3%
<b>סך הכול</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>

<sup>45</sup> רשות ניירות ערך, [התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010-2018](#), יולי 2019; ההבדל בין המקורות שהוצגו במספר החברות שעשו קיפול שכבה במבנה פירמידלי נובע מספירה שונה של חברות שקופלו עקב מחיקה של חברת האם של הקבוצה, וכן מהמועדים השונים – אוקטובר 2011 לעומת ספטמבר 2010.

<sup>46</sup> שם, עמ' 27.

בשנים 2013-2019 נמחקו מהבורסה 29 חברות שהיו חלק מקבוצות עסקים פירמידליות. 14 מהן דיווחו שעשו זאת כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות.

נוסף על הוראות חוק הריכוזיות חלו תהליכים כלכליים במשק שגרמו לפירוק חברות ולשינוי במבנה הבעלות בחברות הציבוריות.

תרומתו של פרק ג'  
בחוק הריכוזיות אינה  
רק בפירוק  
הפירמידות שהיו  
קיימות אלא במניעה  
של הקמת קבוצות  
עסקים חדשות  
במבנה כזה. כמעט  
כל קבוצות העסקים  
שהיו במבנה  
פירמידלי אכן  
התפרקו.

מעמדה של חברת  
"גב-ים" עדיין לא  
הוכרע ומשרד  
המשפטים בוחן אם  
היא עדיין נחשבת  
כחברת שכבה  
שלישית בקבוצת  
העסקים דיסקונט  
השקעות.

על פי המוצג בלוח, מ-68 החברות שביצעו "קיפול שכבה" בפירמידה, 31 עשו זאת עקב קשיים כלכליים (כ-46%), 20 – בשל אסטרטגיה עסקית (כ-29%), **11 – בגלל חוק הריכוזיות (כ-16%)**, וארבע – בשל כללי שימור<sup>47</sup> (כ-6%). על שתי חברות אין מידע מספיק (כ-3%).

יש לציין כי להוראות פרק ג' של חוק הריכוזיות עשויות להיות השפעות נוספות, **ותרומתו אינה רק בפירוק הפירמידות שהיו קיימות אלא במניעה של הקמת קבוצות עסקים חדשות** במבנה פירמידלי. מהנתונים לעיל אפשר לראות כי **כל קבוצות העסקים שהיו במבנה פירמידלי אכן התפרקו**, כפי שנדרש בהוראות חוק הריכוזיות, מלבד קבוצה אחת שלגביה יש מחלוקת בשאלה אם אכן ביצעה את "קיפול השכבה" שנדרש ממנה.

על פי הודעת החברה גב-ים לבורסה, משרד המשפטים בוחן אם היא עדיין נחשבת חברת שכבה שלישית בקבוצת העסקים דיסקונט השקעות, כיוון שחברת נכסים ובניין (חברת-בת של חברת דיסקונט השקעות) עדיין שולטת בה.<sup>48</sup> לטענת חברת נכסים ובניין, היא אינה שולטת עוד בחברת גב-ים, לאחר שמכרה חלק מהחזקותיה בה וירדה לשיעור החזקות של כ-34.9%.<sup>49</sup> במכתב ששלחו הארגונים צדק פיננסי ולובי 99 למשרד המשפטים ב-16 בדצמבר 2019 נטען כי אומנם חברת נכסים ובניין ירדה בשיעור החזקותיה בחברת גב-ים לכ-34.9%, אך ממבחי שליטה אחרים, כגון הפער בין שיעור ההחזקות של חברת נכסים ובניין לבין שיעור ההחזקות של בעלי השליטה האחרים בחברת גב-ים ושליטת מר אדוארדו אלשטיין (השולט בקבוצת דיסקונט השקעות) בדירקטוריון חברת גב-ים, עולה כי חברת נכסים ובניין עדיין שולטת בפועל בחברת גב-ים, ולמעשה לא עמדה בהוראות חוק הריכוזיות בנוגע לקבוצות עסקים במבנה פירמידלי.<sup>50</sup>

### 3.2.2 מגבלות אשראי על קבוצות עסקים

הוועדה להגברת התחרותיות קבעה בדבריה על שמירה על היציבות במשק כי מינוף גבוה של אשראי הניתן ללווים בודדים או לקבוצת לוויים עשוי להגביר את הסיכון ליציבות פיננסית. הוועדה מצאה כי רמת המינוף בקבוצות עסקים נובעת גם מרכישת חברות על ידי שימוש בהון זר (אשראי בנקאי או אשראי מהגופים המוסדיים), ולא השקעות פנימיות.<sup>51</sup> לפי סעיפים 26 ו-27 בחוק הריכוזיות, שר האוצר ונגיד בנק ישראל יקבעו הוראות לגופים פיננסיים בנושא מגבלות אשראי לקבוצות עסקים, והוראות ראשונות בנושא יתפרסמו עד דצמבר 2014. בנובמבר 2014 התפרסם

<sup>47</sup> ניירות ערך של חברות ציבוריות עשויים להיות מועברים לרשימת שימור על ידי הבורסה לניירות ערך. להעברה עשויות להיות כמה סיבות: שווי נמוך של החזקות הציבור במנייה, שיעור החזקות נמוך של הציבור, הפיכת החברה לחברת "מעטפת" ועוד. להרחבה ראו: הבורסה לניירות ערך, [מדריך לחברות – הפסקות מסחר וכללי השימור](#), כניסה: 7 בינואר 2020.

<sup>48</sup> הבורסה לניירות ערך, דיווחים, [מכתב משרד המשפטים לנכסים ובניין בנושא חוק הריכוזיות והשליטה בחב' גב-ים](#), 13 בינואר 2020.

<sup>49</sup> הבורסה לניירות ערך, דיווחים, [נכסים ובניין חדלה מלהיות בעלת שליטה בגב-ים, אינה מהווה עוד חברה הנשלטת ע"י חב' שכבה שנייה](#), 3 בספטמבר 2019.

<sup>50</sup> נילי אבן-חן, ארגון צדק פיננסי, דוא"ל, 2 בפברואר 2020.

<sup>51</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [טיטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), אוקטובר 2011, עמ' 174.

דוח הוועדה לבחינת תהליכים לעריכת הסדרי החוב בישראל (להלן: ועדת אנדרון), והומלץ בו כי קבוצה עסקית תוכל לקבל אשראי אשר **אינו עולה על 5% מסך האשראי העסקי במשק**. כמו כן, אם לקבוצה עסקית יש אשראי **העולה על 3% מסך האשראי העסקי במשק** היא צריכה לדווח על כך לוועדת הריכוזיות, ואם האשראי **גדול מ-4.5% מסך האשראי העסקי במשק**, על הקבוצה לכלול גילוי על כך בדוחותיה הכספיים.<sup>52</sup>

בתזכיר חוק הסדרת חובות (תיקוני חקיקה), התשע"ה-2015 (להלן: התזכיר), אומצו המלצות הוועדה בנושא קביעת מגבלות האשראי על קבוצות העסקים, אך תזכיר החוק לא קודם לכדי הצעת חוק. כמו כן, רשות ניירות ערך פרסמה טיוטה לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון), התשע"ו-2015, שבהן נקבעו מגבלות על אשראי לקבוצות העסקים לפי המלצות דוח ועדת אנדרון. בדברי ההסבר לתזכיר נכתב כי יש קושי ביישום הוראת סעיף 26 לחוק הריכוזיות מכיוון שהאחריות ליישומה היא בידי הגופים הפיננסיים ורשויות הפיקוח עליהם, ונראה כי עדיין לא נוצרו בין רשויות הפיקוח הפיננסיות הממשקיים הנדרשים למדידת סך האשראי של קבוצות עסקים. הסמכויות של רשויות הפיקוח מאפשרות להן להגביל את פעילות המלווים, אבל אינן מאפשרות להן להשפיע ישירות על התנהלות הלווים. לגופים הפיננסיים (המלווים) אין דרך למדוד את סך האשראי של קבוצות עסקיות, ועל כן מוצע לקבוע כי יישום מגבלות האשראי יוטל על הקבוצה העסקית עצמה ולא על הגופים הפיננסיים.<sup>53</sup>

עם זאת, הן חטיבת הפיקוח על הבנקים והן רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון קבעו הוראות שבהן מגבלות על האשראי לקבוצה בגוף פיננסי ספציפי, וכן דרישה לבחינת איתנות תאגיד לווה בשלב החיתום ולאורך תקופת האשראי, לרבות על בסיס המינוף הכולל שלו כפי שהוא משתקף בדוחותיו הכספיים.<sup>54</sup> להלן פירוט של מגבלות אשראי שנקבעו בהוראות הפיקוח על הבנקים:<sup>55</sup>

**מגבלת חשיפה ללווה בודד** – סך החבות של לווה יחיד לא יעלה על **15%** מהון הבנק. מגבלה זו נועדה לצמצם את ההפסד המרבי עקב כשל של לווה וכך להפחית את סיכון האשראי של הבנקים ללווים בודדים. במהלך השנים, הפיקוח על הבנקים החמיר מגבלה זו וקבע שהבסיס למגבלה זו יהיה ההון הזמין של הבנק (הון רובד 1) ולא ההון הכולל של הבנק (קיטון של בסיס ההון בכ-40%).

**מגבלת חשיפה לקבוצת לוויים** – סך החבות של קבוצת לוויים לא יעלה על **25%** מהון הבנק. לאורך השנים, הפיקוח על הבנקים הרחיב את ההגדרה של "קבוצת לוויים" ונקבע שהיא תכלול את כל הלוויים המקיימים ביניהם קשרים מהותיים. נוסף על כך, עד שנת 2011 מגבלת החבות

<sup>52</sup> משרד האוצר, [הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל](#), נובמבר 2014.

<sup>53</sup> דברי הסבר לתזכיר חוק הסדרת חובות (תיקוני חקיקה), התשע"ה-2015, פורסם להערות הציבור ב-10 ביוני 2015; רשות ניירות ערך, [יישום המלצות הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל \(ועדת אנדרון\)](#), כניסה: 25 בנובמבר 2019.

<sup>54</sup> אורנה וגו, הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, דוא"ל, 30 בינואר 2020.

<sup>55</sup> בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, [הוראה 313 – ניהול בנקאי תקין – מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לוויים](#), כניסה: 12 בינואר 2020; בנק ישראל, [הסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2017](#), [תיבה ג'-3: הידוק המגבלות על האשראי ללוויים גדולים והשלכותיו על ריכוזיות האשראי](#), 27 במאי 2018.

הוראות סעיפים 26 ו-27 בחוק הריכוזיות לא יישמו; האחריות ליישום היא בידי רשויות הפיקוח, אך נראה כי לא נוצרו הממשקים הנדרשים כדי למדוד את סך האשראי של קבוצות עסקים.

הן חטיבת הפיקוח על הבנקים והן רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון קבעו הוראות שבהן מגבלות על האשראי לקבוצה בגוף פיננסי ספציפי.

הייתה 30% ובשנה זו המגבלה הוקשחה מ-30% ל-25%. בשנת 2015 הפיקוח על הבנקים החמיר את המגבלה וקבע שגם בסעיף זה בסיס ההון יהיה ההון הזמין של הבנק.

**מגבלת חשיפה ללווים גדולים** – סך החבות של לוויים גדולים לא יעלה על 120% מהון הבנק. לווה גדול הוא לווה שחובותיו עולים על 10% מהון הבנק. כדי לצמצם את הריכוזיות באשראי הבנקאי למגזר העסקי הוחמרו המגבלות על מתן אשראי ללוויים גדולים. בשנת 2011, נקבע כי המגבלה תחול על החבות של כל הלוויים גדולים (כל לווה או קבוצת לוויים שחובם עולה על 10% מהון הבנק) ולא רק על ששת הלוויים הגדולים, וכן נקבע בשנה זו כי היקף החשיפה ללוויים אלו יצומצם מ-135% ל-120%. בשנת 2015 נקבע שבסיס המגבלה לא יהיה ההון הכולל אלא ההון הזמין של הבנק.

**מגבלה על אשראי למימון עסקאות הוניות (אמצעי שליטה)** – סך האשראי למימון אמצעי שליטה לא יעלה על 70% מהון הבנק אם שיעור המימון גבוה מ-50%. אשראי למימון אמצעי שליטה נחשב לאשראי מסוכן, ולכן לאחר שתאגידים הרחיבו את השימוש באשראי מסוג זה הוחמרו הוראות הפיקוח על הבנקים על מתן אשראי מסוג זה. בשנת 2002 שונתה ההוראה: בסיס מגבלת האשראי ירד מ-100% ל-70%, שיעור המימון ירד מ-70% ל-50% והמגבלה חלה גם על אשראי נוסף שהועמד לאחר הרכישה. בשנת 2015 נקבע כי בסיס ההון למגבלה זו לא יהיה ההון הכולל אלא ההון הזמין של הבנק, והמגבלה חלה גם על כל העסקאות ההוניות ולא רק על רכישות אמצעי שליטה.

נוסף על מגבלות אשראי בנקאי ללוויים נקבעו מגבלות על **אשראי חוץ-בנקאי** שנותנים הגופים המוסדיים. בסעיפים 10 ו-11 בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012, נקבעו מגבלות על ההלוואות שגופים מוסדיים יכולים לתת ללווה ויחיד ולקבוצת תאגידים:<sup>56</sup>

**הלוואה של גוף מוסדי ללווה יחיד** – משקיע מוסדי יכול לתת הלוואה לתאגיד עד לשיעור של 5% משווי נכסיו, ובלבד שסך ההלוואות של הגוף המוסדי לחמשת התאגידים הגדולים ביותר שנותן להם הלוואות, לא יעלה על 20% מסך נכסיו.

**הלוואה של גוף מוסדי לקבוצת תאגידים** – משקיע מוסדי יכול לתת הלוואה עד לשיעור של 10% משווי נכסיו, ובלבד שסך ההלוואות של הגוף המוסדי לחמש קבוצות התאגידים הגדולות ביותר שנותן להם הלוואות, לא יעלה על 40% מסך נכסיו.

יש לציין כי ברשות שוק ההון פורסמו בשנת 2015 כמה חוזרים העוסקים בהסדרת ההשקעות של הגופים המוסדיים בהלוואות מותאמות ובהסדרת הסדרי חוב של לוויים לגופים המוסדיים. בחוזרים

<sup>56</sup> [תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים \(קופות גמל\) \(כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים\), התשע"ב-2012.](#)

נקבעו בין השאר הוראות הנוגעות לחובות החלים על ועדות השקעה טרם החלטה על מתן הלוואות ממונפות לגופים עסקיים, לתנאים למתן הלוואה מותאמת לתאגידים שהיו בקשיים בשנים שלפני מתן הלוואה ולקביעת מגבלות פנימיות של גופים מוסדיים בנוגע להעמדת אשראי ללווים.<sup>57</sup>

### 3.3 פרק ד' - הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים וגופים פיננסיים

בסעיפים 29 ו-30 בחוק הריכוזיות נקבע כי על ועדת הריכוזיות לפרסם את רשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים ואת רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים. בדצמבר 2014 פורסמו לראשונה רשימות אלו. על פי הפרסום, בדצמבר 2014 **20 קבוצות שלטו בתאגידים ריאליים משמעותיים ו-12 קבוצות שלטו בגופים פיננסיים משמעותיים**. מספר התאגידים הכולל בשליטת קבוצות אלו היה יותר מ-2,500.<sup>58</sup>

בלוח 6 להלן מוצגות רשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים בחלוקה לפי קבוצות לפי נתוני ספטמבר 2019 ורשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים בחלוקה לפי קבוצות לפי נתוני מרץ 2019 כפי שסווגו גופים אלו בפרסומי ועדת הריכוזיות.

#### לוח 6 - התאגידים הריאליים המשמעותיים והגופים הפיננסיים המשמעותיים

##### בחלוקה לפי קבוצות (2019)<sup>59</sup>

#	תאגיד ריאלי משמעותי	#	גוף פיננסי משמעותי
1	קבוצת אלייד	1	קבוצת בנק הפועלים
2	קבוצת אלקטרה	2	קבוצת לאומי
3	קבוצת אלשטיין	3	קבוצת דיסקונט
4	קבוצת בזק-יורוקום	4	קבוצת ורטהיים (בנק מזרחי-טפחות)
5	קבוצת ברייטפוד-תנובה	5	קבוצת איל עופר (בנק מזרחי-טפחות)
6	קבוצת גזית גלוב	6	קבוצת הבינלאומי
7	קבוצת דלק-תשובה	7	קבוצת אגוד
8	קבוצת ורטהיים	8	קבוצת מגדל
9	קבוצת חברה לישראל	9	קבוצת מנורה מבטחים
10	קבוצת חברת החשמל	10	קבוצת אלשטיין (כלל ביטוח)
11	קבוצת ישראלמקו	11	קבוצת הראל
12	קבוצת כלכלית ירושלים	12	קבוצת דלק-תשובה (הפניקס)
13	קבוצת כלמוביל	13	קבוצת פסגות
14	קבוצת מקורות	14	קבוצת מיטב דש
15	קבוצת נתן חץ	15	קבוצת אלטשולר שחם
16	קבוצת עופר השקעות	16	קבוצת IBI
17	קבוצת עזריאלי	17	קבוצת הלמן אלדובי
18	קבוצת פז חברת הנפט	18	קבוצת ילין לפידות

<sup>57</sup> רשות שוק ההון, [דוח שנתי 2015](#), מרץ 2016.

<sup>58</sup> אתר רשות התחרות, [רשימת הגופים הריכוזיים: 31 קבוצות עסקיות ריכוזיות שולטות בלמעלה מ-2,500 חברות](#), 11 בדצמבר 2014.

<sup>59</sup> הוועדה לצמצום הריכוזיות, [רשימת התאגידים הריאליים המשמעותיים לפי החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות](#), התשע"ד-2013, 24 בספטמבר 2019; [רשימת הגופים הפיננסיים המשמעותיים לפי החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות](#), התשע"ד-2013, 12 במרץ 2019.

#	תאגיד ריאלי משמעותי	#	גוף פיננסי משמעותי
19	קבוצת קופת חולים כללית		
20	קבוצת קופת חולים מאוחדת		
21	קבוצת קופת חולים מכבי		

בלוח אפשר לראות כי בשנת 2019, **21 קבוצות** הוגדרו תאגידים ריאליים משמעותיים ו-18 **קבוצות** הוגדרו גופים פיננסיים משמעותיים. כמו כן, אפשר לראות כי **שלוש קבוצות עסקים** הוגדרו קבוצות השולטות הן בתאגידים ריאליים משמעותיים והן בגופים פיננסיים משמעותיים: קבוצת ורטהיים, קבוצת אלשטיין וקבוצת תשובה.<sup>60</sup> להלן יוצג היישום של סעיפי חוק הריכוזיות העוסקים בהפרדה בין השליטה של קבוצות העסקים על תאגידים ריאליים משמעותיים לבין שליטתן על גופים פיננסיים משמעותיים.

סעיף 39 בחוק קובע כי לאחר דצמבר 2019 מי ששולט או מחזיק ב-5% בתאגיד ריאלי משמעותי לא יוכל להמשיך לשלוט בגוף פיננסי משמעותי או להחזיק בו ביותר מ-10%, ואם מדובר בגוף ללא גרעין שליטה – ביותר מ-5%. בלוח 7 להלן מוצגות קבוצות העסקים שנקבע שהן שולטות הן בתאגיד ריאלי משמעותי והן בגוף פיננסי משמעותי מאז דצמבר 2013 והפעולות שהן נקטו כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות.

### לוח 7 - קבוצות העסקים ששלטו הן בתאגיד ריאלי משמעותי והן בגוף פיננסי משמעותי

#### הפעולות שנקטו כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות<sup>61</sup>

קבוצת עסקים	גופים פיננסיים משמעותיים	תאגידים ריאליים משמעותיים	התחום בו נשארה הקבוצה פעילה	הפעולות שנעשו	תאריך
אלשטיין	כלל ביטוח, כלל פיננסיים	דיסקונט השקעות ואי.די.בי. פיתוח	ריאלי	אי.די.בי. פיתוח מכרה את החזקותיה בכלל ביטוח ולא נחשבת לבעלת שליטה בה	נובמבר 2019
דלק-תשובה	הפניקס, אקסלנס נשואה	קבוצת דלק	ריאלי	הפניקס נמכרה לקרנות הון סיכון – סנטרברידג' וגלטין פוינט	נובמבר 2019
עזריאלי	לאומי קארד	קבוצת עזריאלי	ריאלי	מכירת לאומי קארד לקרן ורבורג פינקוס	פברואר 2019
קרן אייפקס	פסגות	תנובה	פיננסי	תנובה נמכרה לקבוצת ברייט פוד	מאי 2014
צדיק בינו	הבנק הבינלאומי הראשון	קבוצת פז חברת הנפט	פיננסי	מכירת קבוצת פז למוסדיים ולציבור	ירד בהחזקותיו בפז עם השנים; במרץ 2017 סיים למכור את כל מניותיו

<sup>60</sup> נתונים אלו נכונים לספטמבר 2019. מנובמבר 2019 קבוצת ורטהיים לא מוגדרת עוד כתאגיד ריאלי משמעותי וקבוצת תשובה לא מוגדרת עוד כגוף פיננסי משמעותי, כפי שמוסבר בלוח 7.

<sup>61</sup> עמי צדיק, הפרדה בין תאגידים ריאליים לגופים פיננסיים, מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 9 ביוני 2013; הבורסה לניירות ערך, [מערכת מאיה-דיווחים](#), כניסה: 7 בינואר 2020; קונסטנטין קוסנקו, חטיבת המחקר של בנק ישראל, דוא"ל, 15 בדצמבר 2019.



קבוצת עסקים	גופים פיננסיים משמעותיים	תאגידים ריאליים משמעותיים	התחום בו נשארה הקבוצה פעילה	הפעולות שנעשו	תאריך
ורטהיים	מזרחי-טפחות	אלוני חץ נכסים והשקעות	פיננסי	ירידה לשיעור החזקה שאינו עולה על 5% באלוני חץ	נובמבר 2019
ליאורה עופר איל עופר	בנק מזרחי-טפחות	עופר השקעות (מליסרון)	קבוצה אחת בתחום הריאלי וקבוצה אחת בתחום הפיננסי	הקבוצה התפרקה לשתי קבוצות – ליאורה עופר שולטת בקבוצת עופר השקעות ואיל עופר שולט בקבוצת מזרחי טפחות	נובמבר 2018
אריסון	בנק הפועלים	שיכון ובינוי	הקבוצה כבר לא מוגדרת כקבוצה ריכוזית.	חברת שיכון ובינוי נמכרה לנתי סיידיוף. קבוצת אריסון ויתרה על היתר השליטה בבנק הפועלים ותרד לשיעור החזקה שאינו עולה על 5%	יוני 2018 נובמבר 2018

כפי שאפשר לראות בלוח, עם החלת חוק הריכוזיות הוגדרו **שמונה קבוצות עסקים קבוצות השולטות הן על תאגיד ריאלי משמעותי והן על גוף פיננסי משמעותי**. קבוצות אלו נקטו כמה פעולות כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות:

- שלוש קבוצות (אלשטיין, דלק-תשובה ועזריאלי) בחרו להישאר בתחום הריאלי ומכרו את החזקותיהן בגופים פיננסיים משמעותיים.
- שלוש קבוצות (אייפקס, צדיק בינו וורטהיים) בחרו להישאר בתחום הפיננסי ומכרו את החזקותיהן בתאגידים ריאליים משמעותיים.
- קבוצה אחת (עופר) התפצלה לשתי קבוצות – אחת נשארה בתחום הריאלי והאחרת נשארה בתחום הפיננסי.
- קבוצה אחת (אריסון) מכרה את החזקותיה בתאגיד ריאלי משמעותי (שיכון ובינוי), ולאחר מכן ויתרה על שליטתה בגוף פיננסי משמעותי (בנק הפועלים), וכיום היא אינה מוגדרת עוד גורם ריכוזי.

סעיף 39(י) בחוק הריכוזיות קובע כי בדצמבר 2019 יש להקים **צוות לבחינת היישום של הוראות פרק ד' בחוק והשפעת יישומן על מידת הריכוזיות במשק**. בצוות יהיו חברים ראש המועצה הלאומית לכלכלה, יושב-ראש רשות ניירות ערך, המפקח על הבנקים, הממונה על התחרות, מנכ"ל משרד האוצר וראש רשות שוק ההון. בתשובה על פנייה של מרכז המחקר והמידע של הכנסת אל הגופים האחראים ליישום החוק נמסר כי נושא הקמת הצוות נלמד בימים אלו, וכי הגורמים הנוגעים בדבר מנהלים שיחות בדבר הגורם האחראי לריכוז עבודת הצוות וניהולה, אופן

**עם החלת חוק הריכוזיות הוגדרו שמונה קבוצות עסקים כקבוצות השולטות הן על תאגיד ריאלי משמעותי והן על גוף פיננסי משמעותי. כל הקבוצות נקטו צעדים כדי לעמוד בהוראות החוק; חלקן נשארו עם התאגיד הריאלי וחלקן – עם הגוף הפיננסי.**

**על פי הוראות החוק, יש להקים צוות שיבחן את השפעת פרק ד' על מידת הריכוזיות במשק. הצוות צפוי להיפגש במהלך חודש מרץ 2020.**

עד דצמבר 2019 לא נקבעו מדדים ברורים לבחינת ריכוזיות כלל-משקית. במחקר שנעשה בבנק ישראל מוצע מדד לבחינתה. המדד בוחן את רמת הריכוזיות הענפית, את רמת המרכזיות של כל ענף בפונקציית הייצור של המשק ואת רמת הפיזור של פעילות החברות במשק.

עבודת הצוות והנושאים שיעסוק בהם.<sup>62</sup> יש לציין כי נמסר שמנכ"ל משרד האוצר קבע כי הצוות ייפגש במהלך חודש מרץ 2020.<sup>63</sup>

## 4. ניתוח ההשפעות הכלכליות של חוק הריכוזיות על המשק

### 4.1 מדדי ריכוזיות כלל-משקית

כאמור בסעיף 3.1.2, אין בסיס מתודולוגי סדור ולא נקבעו מדדים ברורים לבחינת ריכוזיות כלל-משקית, ומשום כך יש מורכבות מובנה בניתוח ההשפעות הכלכליות של חוק הריכוזיות על המשק. בפרק זה יוצגו ממצאים עיקריים מתוך מחקר של ד"ר קונסטנטין קוסנקו מחטיבת המחקר בבנק ישראל בנושא ריכוזיות כלל-משקית.<sup>64</sup> במחקר מוצע מדד לבחינת ריכוזיות כלל-משקית המורכב מהגורמים האלה:

- **רמת הריכוזיות הענפית** נמדדת על ידי מדדי ריכוזיות ענפית מקובלים כגון מדד הרפנידל-הירשמן (HHI)<sup>65</sup> ומדדי C3 ו-C4, המודדים את נתח הפעילות של שלוש-ארבע החברות הגדולות בענף. ככל שרמת הריכוזיות הענפית עולה כך גדלה הריכוזיות הכלל-משקית.
- **רמת המרכזיות של כל ענף בפונקציית הייצור של המשק** נבחנת על פי מטריצת תשומה-תפוקה שהלמ"ס מפרסמת מעת לעת. באמצעות המטריצה נבדקת רמת המרכזיות של כל ענף ברשת הייצור של המשק על ידי בחינת השפעתו על הענפים שהוא מספק להם את מוצרי הביניים שלו. ככל שרמת המרכזיות של הענף גבוהה יותר כך הריכוזיות הענפית בו משפיעה יותר על רמת הריכוזיות הכלל-משקית.
- המושג "רמת המרכזיות בפונקציית הייצור" מקביל במידה מסוימת למושג "תשתיות חיוניות" כפי שהוא משמש במסמך המתודולוגיה לבחינת ריכוזיות כלל-משקית שפרסמה ועדת הריכוזיות. ה"חיוניות" במחקר מוגדרת על פי התרומה של הענף לפונקציית הייצור במשק, וכן על פי מרכזיות הענף בצריכה הסופית של מוצרים במשק.
- **רמת הפיזור של פעילות הפירמות** – מספר הענפים שבהם פועלת פירמה מסוימת. ככל שפעילות הפירמה מפוזרת יותר בתחומים מרכזיים ושונים זה מזה לפי פונקציית הייצור של המשק וככל שמשקלה של הפירמה במשק גדול יותר כך עשויה לגדול הריכוזיות הכלל-משקית.

<sup>62</sup> עמנואל ברכפלד, ראש חטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, שיחת טלפון, 1 בדצמבר 2019; תמר יוסף, הלשכה המשפטית במשרד האוצר, שיחת טלפון, 1 בדצמבר 2019.

<sup>63</sup> עמנואל ברכפלד, ראש חטיבת הריכוזיות ברשות התחרות, דוא"ל, 5 בפברואר 2020.

<sup>64</sup> קונסטנטין קוסנקו, הספר "אורות וצללים בכלכלת השוק – המשק הישראלי 1995-2015", הוצאת "עם עובד" (טרם פורסם), הפרק "ריכוזיות כלל-משקית בישראל, 1995-2015", התקבל בדוא"ל, 1 בדצמבר 2019.

<sup>65</sup> מדד זה מחושב כסכום של נתחי השוק של החברות הפועלות בענף מסוים המועלים בריבוע. למשל, אם פועלות שלוש חברות בענף מסוים, האחת מחזיקה ב-60% מנתח השוק ושתי האחרות מחזיקות כל אחת ב-20%, חישוב המדד יהיה  $0.2^2 + 0.2^2 + 0.6^2 = 0.44$ .

במחקר נמצא כי הענפים חשמל, מים, זיקוק נפט ומוצריו ופטרוכימיה מתאפיינים הן בריכוזיות ענפית גבוהה והן כענפים מרכזיים בפונקציית הייצור של המשק.

פרמטרים אלו נבחנו במחקר ביחס לנתונים הקיימים בישראל. במחקר עלה כי הענפים המרכזיים בפונקציית הייצור של המשק הם זיקוק נפט ומוצריו, הפקת נפט גולמי וגז טבעי, מסחר סיטוני וקמעוני, שירותים עסקיים ואחרים, בנקאות ומוסדות פיננסיים ואחרים, פעילות בנדל"ן ותוכנה ומחקר. בבחינה של מדדי ריכוזיות ענפית עלה כי הממוצע של מדד הרפינדל-הירשמן בענפי המשק היה כ-0.12.<sup>66</sup> הענפים שהתאפיינו במדד ריכוזיות גבוה הם חשמל, ייצור ותיקון של ספינות, מטוסים וכלי הובלה אחרים, זיקוק נפט ומוצריו, מוצרים פטרוכימיים ותרופות ומוצרי כרייה וחציבה. כמו כן עלה כי כמה ענפים מתאפיינים בריכוזיות ענפית גבוהה והם גם ענפים מרכזיים בפונקציית הייצור של המשק: **חשמל, מים, זיקוק נפט ומוצריו ופטרוכימיה.**

בניתוח של רמת הפיזור של החברות במשק עלה כי בשנת 2013 הקבוצות העסקיות הגדולות פעלו ב-20 ענפי משק, והענפים המרכזיים שפעלו בהם כמה קבוצות עסקים גדולות<sup>67</sup> הם זיקוק נפט ומוצריו, הפקת נפט גולמי וגז טבעי וכריית פחם, בנייה אחרת, מסחר סיטוני וקמעוני, בנקאות ומוסדות פיננסיים, פעילות בנדל"ן, תוכנה ומחקר ושירותים עסקיים אחרים. כמו כן עלה כי בדצמבר 2015 היו 19 קבוצות עסקיות גדולות וערכן היה כ-23% מערך השוק הכולל של החברות הציבוריות במשק. לעומת זאת בספטמבר 2010 היו 32 קבוצות עסקיות גדולות וערך השוק שלהן היה כ-70% מערך השוק הכולל של החברות הציבוריות במשק. בסוף שנת 2018 היו 16 קבוצות עסקים גדולות וערכן היה כ-24% משווי השוק של החברות הציבוריות במשק.<sup>68</sup>

## 4.2 השפעות על האשראי העסקי במשק

חלוקת אשראי היא אחת הפעולות העיקריות של המוסדות הפיננסיים. האשראי הוא מנוע צמיחה מרכזי במשק, ולאופן החלוקה שלו יש השפעה ישירה על הכלכלה ועל הציבור: ראשית, חלוקת האשראי ללא התחשבות מספקת בסיכונים עשויה להוביל למחיקת כספי ציבור, ובמקרים קיצוניים – לפגיעה ביציבות המערכת; שנית, חלוקת אשראי עשויה להקנות ללווים יתרון שיאפשר להם להגדיל את כוחם הכלכלי ובתוך כך להחמיר את בעיית הריכוזיות במשק; שלישית, אשראי הוא משאב מוגבל, ולכן מתן אשראי עודף ללווים מסוימים בא על חשבון לווים אחרים ועשוי לפגום בהקצאת המקורות היעילה במשק. בתרשים 3 להלן מוצגת התפלגות האשראי במשק למגזר העסקי לפי מקור האשראי לשנים 2009, 2013 ו-2018.

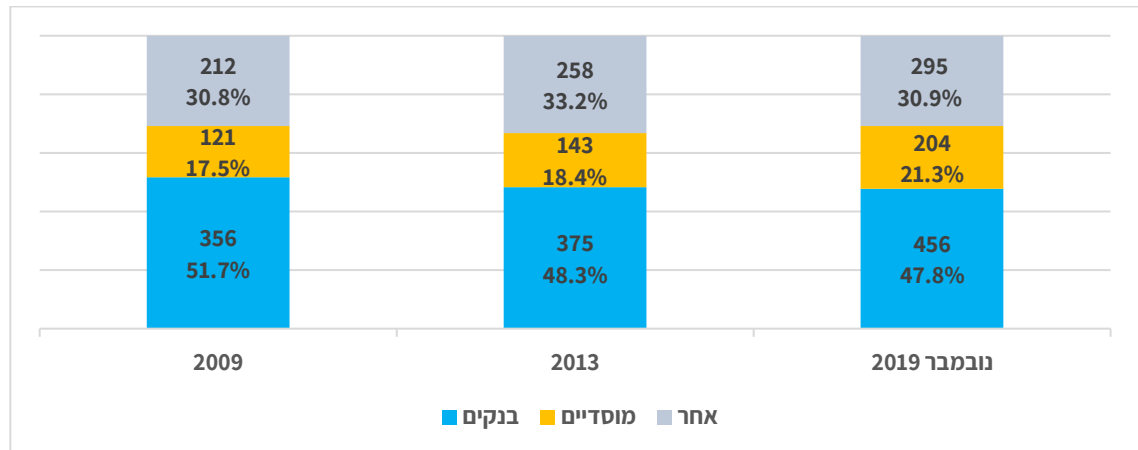
<sup>66</sup> על פי משרד המשפטים האמריקאי, רמת ריכוזיות בענף מוגדרת בשלושה טווחים: 0-0.15 – ריכוזיות נמוכה, 0.15-0.25 – ריכוזיות מתונה/בינונית, מעל 0.25 – ריכוזיות גבוהה.

The United States Department of Justice, [HERFINDAHL-HIRSCHMAN INDEX](#), accessed: 19 December, 2019.

<sup>67</sup> במחקר זה "קבוצה עסקית" היא קבוצה שיש בה לפחות שתי חברות ציבוריות בבעלות של אותו בעל שליטה ו"קבוצה עסקית גדולה" היא קבוצה שיש בה לפחות שלוש חברות ציבוריות בבעלות אותו בעל שליטה. הגדרה זו שונה מהגדרת קבוצות העסקים המשמשת במחקר של רשות ניירות ערך בפרק 3.3 להלן.

<sup>68</sup> קונסטנטין קוסנקו, חטיבת המחקר של בנק ישראל, דוא"ל, 2 בדצמבר 2019.

### תרשים 3 – התפלגות האשראי למגזר העסקי לפי מקור האשראי (יתרות לסוף תקופה)<sup>69</sup>



בתרשים אפשר לראות כי בנובמבר 2019 נחלקו מקורות האשראי העסקי במשק כך: כ-47.8% – מהמגזר הבנקאי, כ-21.3% – מהגופים המוסדיים וכ-30.9% – מאחרים (תושבי חוץ, משקי בית, הממשלה וחברות כרטיסי אשראי). **בשנים 2019-2013** האשראי העסקי מהמגזר הבנקאי ירד בכ-0.5 נקודות האחוז, האשראי ממגזרים אחרים ירד בכ-2.3 נקודות האחוז והאשראי מהגופים המוסדיים למגזר העסקי עלה בכ-2.9 נקודות האחוז.

### קבוצות הלווים הגדולות<sup>70</sup>

מתרשים 3 לעיל עולה כי כמחצית מהאשראי למגזר העסקי מגיע ממוסדות בנקאיים. לבנקים יש יתרון לגודל במתן אשראי, כלומר עלות שקל אשראי בהלוואה בהיקף גדול נמוכה מעלות שקל אשראי בהלוואה בהיקף קטן. בשל כך עשויה להיווצר ריכוזיות במתן אשראי במשק, וזו עשויה להוביל להקצאת מקורות לא יעילה ולהשפיע לרעה על שיעור הצמיחה ועל הרווחה החברתית.

הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל אחראי בראש ובראשונה ליציבות הבנקים, ולשם כך מכתוב לבנקים יחס הלימות הון שלפיו על הבנקים לשמור "כרית ביטחון" בשיעור מסוים על כל אשראי שהם נותנים ללקוחות. השיעור נקבע לפי משקל סיכון האשראי ומתבסס על כללי ועדת באזל.<sup>71</sup> לפי הוראות הלימות ההון, במתן אשראי לעסקים גדולים משקל הסיכון הוא 100%, ובמתן אשראי לעסקים קטנים משקל הסיכון הוא 75%, ועל כן יש לבנקים תמריץ לתת אשראי לעסקים קטנים.<sup>72</sup>

<sup>69</sup> בנק ישראל, חטיבת מידע וסטטיסטיקה, [יתרות האשראי במשק](#), 29 באוקטובר 2019. **אחר:** תושבי חוץ, משקי בית, הממשלה וחברות כרטיסי אשראי.

<sup>70</sup> יש הבדלים בין ההגדרה של קבוצות לווים גדולות המבוססת על [הוראות ניהול בנקאי תקין 313 – מגבלות על חבות שלווה ושל קבוצת לווים](#), לבין ההגדרות השונות של "קבוצות עסקים גדולות" המופיעות בסקירה זו.

<sup>71</sup> בשנת 1974 הוקמה [ועדת באזל לפיקוח על הבנקים](#) בהשתתפות בנקים מרכזיים ממדינות מפותחות במסגרת הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (Bank for International Settlement). הוועדה פרסמה תקנות בין-לאומיות בדבר הלימות ההון וסיכונים אשראי.

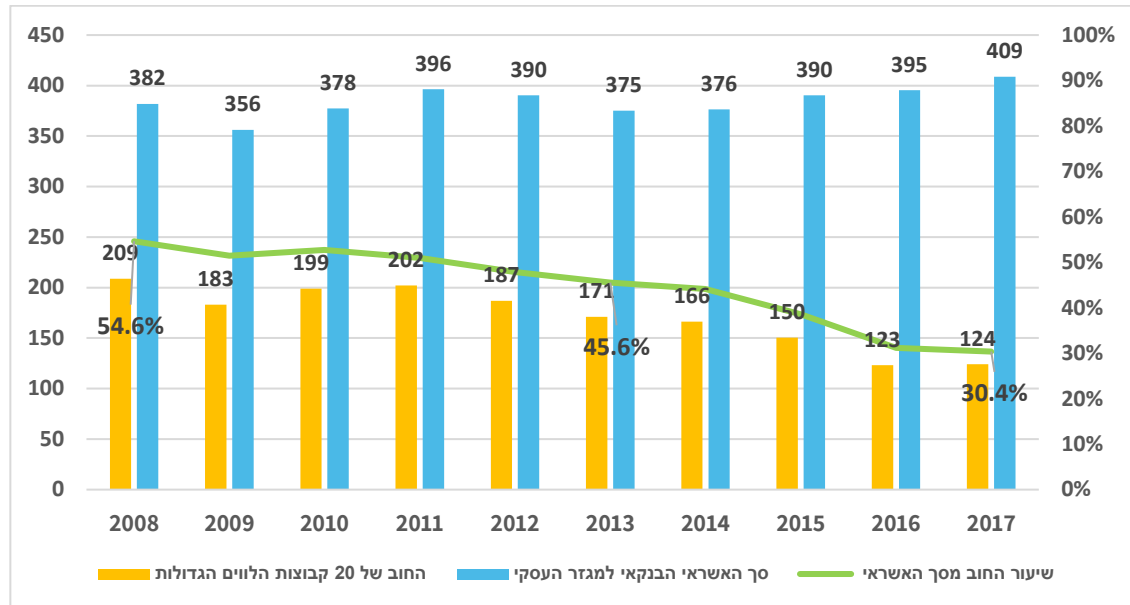
<sup>72</sup> הלימות ההון היא 9%, משקל הסיכון הרגיל לעסקים הוא 100% ומשקל הסיכון לעסקים קטנים הוא 75%, כלומר הבנק צריך לרתק הון בשיעור של 9% מהאשראי לעסקים גדולים, ואילו לעסקים קטנים ריתוק ההון הוא בשיעור של 6.75%, ועל כן מתן אשראי לעסקים קטנים

בנובמבר 2019 כ-47.8% מהאשראי העסקי הגיע מהמגזר הבנקאי, כ-21.3% מהגופים המוסדיים וכ-30.9% ממגזרים אחרים. בשנים 2019-2013 האשראי שניתן מהגופים המוסדיים למגזר העסקי עלה בכ-2.9 נקודות האחוז.

בשל היתרון של מתן אשראי ללווים גדולים עשויה להיווצר ריכוזיות במתן אשראי במשק, וזו עשויה להוביל להקצאת מקורות לא יעילה ולהשפיע לרעה על הצמיחה ועל הרווחה החברתית.

בתרשים 4 להלן מוצגים השינויים בחוב של 20 קבוצות הלוויים הגדולות למגזר הבנקאי ביחס לסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי בשנים 2008-2017.

#### תרשים 4 – יתרות האשראי הבנקאי ל-20 קבוצות הלוויים הגדולות בסך האשראי (מיליארדי ש"ח)<sup>73</sup>



האשראי הבנקאי ל-20 קבוצות הלוויים הגדולות ירד בכ-41% מ-2008 עד 2017. שיעור החוב של קבוצות אלו בסך האשראי הבנקאי ירד בכ-24.2 נקודות האחוז בתקופה זו.

בתרשים אפשר לראות כי בשנת 2017 היה סך יתרת האשראי של 20 קבוצות הלוויים הגדולות כ-124 מיליארד ש"ח, בשנת 2013 – כ-171 מיליארד ש"ח ובשנת 2008 – כ-209 מיליארד ש"ח, כלומר חלה ירידה של כ-41% במהלך העשור. נוסף על כך, בתרשים עולה כי שיעור החוב של 20 קבוצות הלוויים הגדולות מתוך סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי היה כ-30.4% בשנת 2017, כ-45.6% בשנת 2013 וכ-54.6% בשנת 2008, כלומר חלה ירידה של כ-24.2 נקודות האחוז בעשור זה.

במסקנות ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללוויים עסקיים גדולים נאמר כי קיומן של קבוצות עסקיות גדולות יוצר מערכת גומלין בין ספקי האשראי במשק לקבוצות העסקיות.

כאמור, אחד החששות שקבוצות עסקים גדולות מעוררות הוא חוסר יעילות בהקצאת מקורות האשראי במשק. הדבר עלול לנבוע ממבנה פירמידלי של קבוצות עסקיות שבו מתרחשת תופעת המנהור (tunneling) – חברות בראש הפירמידה משתמשות במקורות הכספיים של החברות שבתחתית הפירמידה. כמו כן, כשקבוצה עסקית שבה תאגידים ריאליים גדולים שולטת בגוף פיננסי, היא יכולה לעשות שימוש נרחב במקורות האשראי של גוף זה למימון הפעילות הריאלית של הקבוצה ומבנה הקבוצה הפירמידלי.

במסקנות ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללוויים

<sup>73</sup> רוחי יותר. בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, [הראות נוהל בנקאי תקין מס' 201 – מדידה והלימות הון](#), 30 במאי 2013; [הראות נוהל בנקאי תקין מס' 203 – הגישה הסטנדרטית – סיכון אשראי](#), 1 דצמבר 2019.

<sup>73</sup> החוב של 20 קבוצות הלוויים: רד יפת, מנהלת יחידת ביקורת ניהול סיכונים אשראי בפיקוח על הבנקים, מכתב תשובה לוועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללוויים עסקיים גדולים, 15 במאי 2018. סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי: בנק ישראל, חטיבת מידע וסטטיסטיקה, [יתרות האשראי במשק](#), 29 באוקטובר 2019. הנתון על שיעור החוב של 20 קבוצות הלוויים הוא אשראי נטו, כלומר האשראי הבנקאי לאחר ניכוי יתרות הפרשה להפסדי אשראי, ולאחר ניכוי יתרות המגזר העסקי, המוצג מנקודת ראותם של המלווים, והוא אשראי לפי שווי שוק או שווי הוגן, כלומר האשראי הבנקאי לאחר ניכוי יתרות הפרשה להפסדי אשראי.

בדוח של הפיקוח על הבנקים נאמר כי רוב כשלי האשראי של לווים וקבוצות גדולות במשק נבעו ממתן אשראי לחברות החזקה שהיו בקבוצות עסקים במבנה פירמידלי, כיוון שהגופים הפיננסיים סמכו על היכולת ועל הניסיון המקצועי של בעל השליטה בקבוצה.

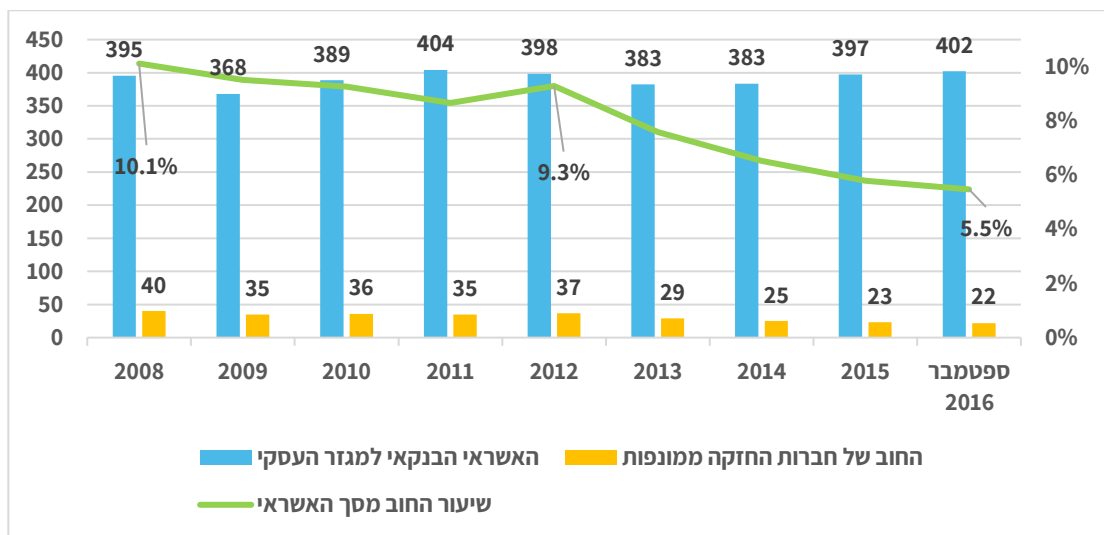
עסקיים גדולים (להלן: ועדת החקירה) נאמר כי קיומן של קבוצות עסקיות גדולות יוצר מערכת גומלין בין ספקי האשראי במשק לקבוצות העסקיות, משום שמצד אחד הלווים הגדולים יכולים לשמר באמצעות אשראי זה את שליטתם בקבוצה העסקית הבנויה במבנה פירמידלי, ומצד שני הגופים הבנקאיים מקבלים תזרים קבוע מהאשראי הניתן לחברות שבתחתית הפירמידה, שבהן יש תזרים מזומנים קבוע מהפעילות השוטפת. כך, גם אם נוצרים הפסדי אשראי וכשלי אשראי בחברות בראש הפירמידה, שהן בדרך כלל חברות החזקה, בסיכום כולל הגוף הבנקאי רואה את הקבוצה העסקית כרווחית עבורו, אף על פי שכאמור מבנה פירמידלי של קבוצה כזאת עשוי לפגוע בכלל יעילות ההקצאה של האשראי במשק.<sup>74</sup>

בדוח של הפיקוח על הבנקים נאמר כי רוב כשלי האשראי של לווים וקבוצות גדולות במשק נבעו ממתן אשראי לחברות החזקה שהיו בקבוצות עסקים במבנה פירמידלי והיו בעלות מינוף גבוה. כשלי אשראי אלו נוצרו בין היתר מכיוון שהגופים הפיננסיים הסתמכו על שווי הקבוצה העסקית כולה ומכיוון שהייתה הסתמכות על היכולת והניסיון המקצועי של בעל השליטה בקבוצה ("אפקט הילה").<sup>75</sup>

בתרשים 5 להלן מוצג החוב של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות, סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי ושיעור החוב בסך האשראי.

### תרשים 5 - החוב של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות.

#### סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי ושיעור החוב בסך האשראי<sup>76</sup>



בשנים 2016-2008 חל קיטון של כ-45% בחוב של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות. אפשר לתלות ירידה זו בין השאר בהגבלות שנקבעו בחוק הריכוזיות, שהובילו לפירוק חלק מחברות ההחזקה במשק.

כפי שאפשר לראות בתרשים, בשנת 2008 החוב של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות לגופים הבנקאיים היה כ-40 מיליארד ש"ח, 10.1% מסך האשראי

<sup>74</sup> ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים, [דוח מסכם](#), אפריל 2019.

<sup>75</sup> הפיקוח על הבנקים, [אשראי ללווים הגדולים - הלקחים מכשלי האשראי, פעולות הפיקוח על הבנקים והמצב כיום](#), 19 בפברואר 2017.

<sup>76</sup> [החוב של חברות החזקה: שם. סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי: בנק ישראל, חטיבת מידע וסטטיסטיקה, יתרות החוב במשק](#), 28 בינואר 2020. יש לשים לב כי בתרשים זה החוב הוא ברוטו, ולכן הוא מחושב כשיעור מיתרות החוב במשק, שהן יתרות האשראי לפני הפרשה להפסדי אשראי ומציגות את האשראי מצד הלווים, בערך נקוב.

הבנקאי למגזר העסקי. לעומת זאת בספטמבר 2016 החוב של חברות החזקה ממונפות השייכות ל-20 קבוצות הלווים הגדולות לגופים הבנקאיים היה כ-22 מיליארד ש"ח - קיטון של כ-45%. חוב זה היה כ-5.5% מסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי. אפשר לראות כי מאז שנת 2012 חלה ירידה בחוב של חברות החזקה ממונפות. ייתכן שירידה זו היא תוצאה של חוק הריכוזיות, אשר הגביל את מבנה הקבוצות העסקיות וגרם לפירוק חלק מחברות ההחזקה אשר עמדו בראש מבנה פירמידלי.

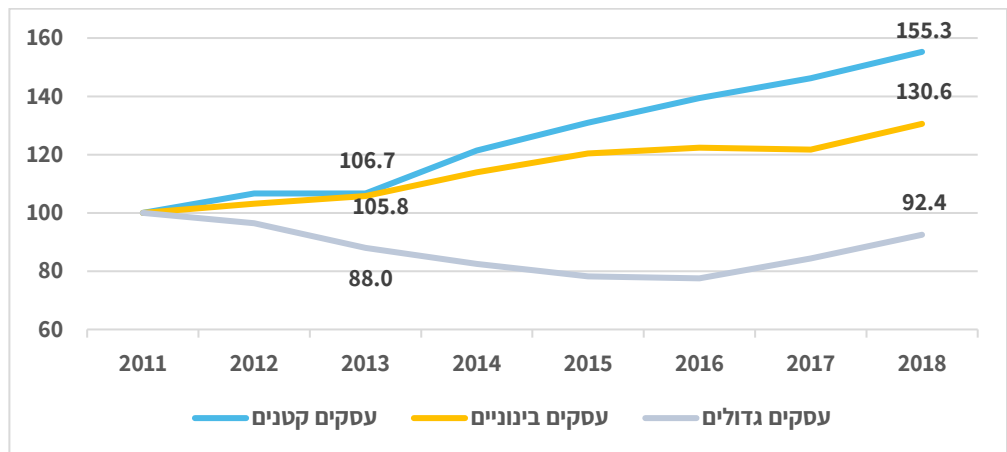
### אשראי לעסקים קטנים

נוסף על השינויים שחלו באשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות במשק חל שינוי בהרכב האשראי הבנקאי למגזר העסקי. בשנים האחרונות גדל היקף האשראי שהמערכת הבנקאית מקצה לעסקים קטנים, ולפי סקרי עסקים שנעשו נראה כי כיום זמינות האשראי אינה מהווה מכשול של ממש בפני עסקים קטנים.<sup>77</sup>

ייתכן שהשינוי שחל באשראי הניתן ללווים גדולים, וכן השינוי באשראי שניתן לחברות החזקה ממונפות כפי שהוצג לעיל, גרמו להסטת האשראי הבנקאי למגזר העסקי מעסקים גדולים לעסקים קטנים. כמו כן, חטיבת הפיקוח על הבנקים שינתה את דרישות ההון כך שהקצאת ההון הנדרשת בגין האשראי לעסקים קטנים נמוכה מזו הנדרשת בשאר המגזר העסקי, ושינוי זה יצר תמריץ לבנקים לתת יותר אשראי לעסקים אלו.<sup>78</sup>

בתרשים 6 להלן מוצג אומדן השינויים באשראי הבנקאי הניתן לעסקים קטנים, בינוניים וגדולים בשנים 2011-2018.

תרשים 6 - אומדן השינויים במדד האשראי הניתן לעסקים קטנים, בינוניים וגדולים<sup>79</sup>



בשנים האחרונות חלה עלייה בהיקף האשראי שהמערכת הבנקאית מקצה לעסקים קטנים.

בשנים 2011-2018, חלה עלייה של כ-55.3% באשראי הניתן לעסקים קטנים, עלייה של כ-30.6% באשראי הניתן לעסקים בינוניים וירידה של כ-7.6% באשראי הניתן לעסקים גדולים.

<sup>77</sup> הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, סקר אשראי - נגישות אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, דצמבר 2019.

<sup>78</sup> בנק ישראל, הסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2017, תיבה א-1: גידול האשראי לעסקים קטנים בשנים האחרונות, 27 במאי 2018.

<sup>79</sup> בנק ישראל, הסקירה השנתית של הפיקוח על הבנקים לשנת 2018, איור א'-23 - מדד להתפתחות האשראי במגזרי הפעילות השונים, חמש הקבוצות הבנקאיות, 22 במאי 2019. יש לציין כי הגדרות מדד זה השתנו במהלך השנים: בשנים 2011-2015 המדד חושב על בסיס מגזרי הפעילות כפי שהוגדרו בקבוצות הבנקאיות; מאז שנת 2016 המדד מחושב על בסיס הגדרת מגזרי פעילות של חטיבת הפיקוח על הבנקים.

כפי שאפשר לראות בתרשים, בשנים 2011-2018 חלה עלייה של כ-55.3% באשראי לעסקים קטנים, עלייה של כ-30.6% באשראי לעסקים בינוניים וירידה של כ-7.6% באשראי הניתן לעסקים גדולים.

בספטמבר 2019 הייתה יתרת האשראי הבנקאי לעסקים קטנים כ-206.7 מיליארד ש"ח (כ-40.6%), יתרת האשראי לעסקים בינוניים – כ-87.7 מיליארד ש"ח (כ-17.2%) ויתרת האשראי לעסקים גדולים – כ-214.3 מיליארד ש"ח (כ-42.1%).<sup>80</sup>

לסיכום, כלל הנתונים לעיל מלמדים כי בשנים האחרונות חל צמצום משמעותי בריכוזיות האשראי, ובייחוד במשקל האשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי. כפי שהוסבר בסעיף 3.2.2 לעיל, לצד הוראות חוק הריכוזיות, חטיבת הפיקוח על הבנקים החמירה את הוראות נוהל בנקאי מס' 313 בנושא מגבלות על חבות של לווה וקבוצת לווים. אפשר לתלות את הירידה בריכוזיות האשראי בין השאר בשינויים שחלו בהוראות אלו, נוסף על ההגבלות שהטיל חוק הריכוזיות על קבוצות עסקים.

### 4.3 משקל קבוצות העסקים בחברות הגדולות במשק

חברת *dun&bradstreet*, מדרגת בכל שנה את החברות המובילות במשק הישראלי. בלוח 8 להלן מוצגת התפלגות מספר החברות, הכנסותיהן ומספר המועסקים של 100 החברות המובילות במשק הישראלי לפי סוג החברות לשנים 2016 ו-2019.

לוח 8 – 100 החברות המובילות במשק הישראלי (2016, 2019)<sup>81</sup>

סיווג	2019			2016		
	חלקן במספר המועסקים	חלקן בהכנסות	חלקן במספר החברות	חלקן במספר המועסקים	חלקן בהכנסות	חלקן במספר החברות
קבוצות עסקים	20%	23%	22%	22%	25%	23%
יצוא	35%	30%	20%	31%	31%	22%
פיננסי	13%	20%	15%	14%	18%	14%
ממשלתי	9%	10%	8%	10%	10%	8%
מקומי	23%	17%	35%	23%	15%	32%
סך הכול	100%	100%	100%	100%	100%	100%

אפשר לראות בלוח כי משקל המועסקים בחברות שעל פי הסיווג משתייכות לקבוצות עסקים ב-100 החברות הגדולות במשק ירד מ-22% בשנת 2016 לכ-20% בשנת 2019. מנגד, משקל

<sup>80</sup> בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, לוח ד'-10 - יתרת האשראי לציבור לפי מגזרי פעילות פיקוחיים (לפני הפרשה להפסדי אשראי), 9 בדצמבר 2019.

<sup>81</sup> *dun&bradstreet*, דירוג 100 החברות המובילות במשק הישראלי, כניסה: 21 בינואר 2020. עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. חברות שויכו לקבוצות עסקים אם הן מוגדרות כחלק כתאגיד ריאלי משמעותי לפי הרשימה בלוח 5 או שהיו שייכות לקבוצות עסקים שהתקיימו במבנה פירמידלי לפי הרשימה בלוח 4.



המועסקים בחברות העוסקות בעיקר ביצוא עלה מכ-31% בשנת 2016 לכ-35% בשנת 2019. בלוח 9 להלן מובאים נתונים על קבוצות החזקה והשקעה לפי דירוג חברת dun&bradstreet לשנים 2013 ו-2019.

#### לוח 9 – מספר חברות החזקה וסך ההכנסות (2019, 2013)<sup>82</sup>

סיווג	2013		2019		שינוי	
	חלקן במספר החברות	חלקן בסך הכנסות	חלקן במספר החברות	חלקן בסך הכנסות	חלקן במספר החברות	חלקן בסך הכנסות
קבוצות עסקים	45%	87%	39%	69%	-42.1%	-74.8%
אחר	55%	13%	61%	31%	-26.1%	-23.7%
<b>סך הכול</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>-33.3%</b>	<b>-68.2%</b>

בלוח אפשר לראות כי משקל ההכנסות בחברות שעל פי הסיווג משתייכות לקבוצות עסקים בכלל הכנסות של חברות ההחזקה הגדולות במשק ירד מ-87% בשנת 2013 לכ-69% בשנת 2019. כמו כן, מספר חברות ההחזקה הגדולות ירד בשנים אלו בכ-33.3% וסך הכנסותיהן ירד בכ-68.2%. הירידה בהכנסות של חברות ההחזקה נבעה בעיקר מירידה במשקל קבוצות העסקים.

#### 4.4 השפעות על שוק ההון בישראל

בחוק הריכוזיות נקבעו הגבלות על מבנים של קבוצות עסקיות - הן על אופן המבנה של הקבוצה (פירוק המבנים הפירמידליים) והן על אופי הפעילות של קבוצות העסקים (הפרדה בין השליטה בפעילות ריאלית משמעותית לשליטה בפעילות פיננסית משמעותית). להגבלות אלו עשויות להיות השלכות נרחבות על מבנה שוק ההון בישראל ועל פעילות החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בלוח 10 להלן מוצגים מדדים עיקריים לפעילות שוק ההון בישראל בשנים 2009-2018.

#### לוח 10 – מדדים עיקריים לפעילות שוק ההון בישראל

(2009-2018, מחירי דצמבר 2018)<sup>83</sup>

שנה	מספר חברות ציבוריות (סוף שנה)	מחזור מסחר יומי – ממוצע (במיליוני ש"ח)	שווי שוק המניות (במיליארדי ש"ח)	שווי שוק אג"ח חברות (במיליארדי ש"ח)
2009	604	1,878	774.3	218.0
2010	600	2,195	850.4	252.0
2011	580	1,800	619.7	243.1
2012	540	<b>1,102</b>	613.6	265.0
2013	508	1,179	704.2	270.2
2014	473	1,216	780.2	263.7
2015	461	1,462	<b>960.1</b>	276.8

<sup>82</sup> dun&bradstreet, [דירוג חברות החזקה והשקעה לפי מאזן](#), כניסה: 21 בינואר 2020. בשנת 2013 היו 42 חברות החזקה ובשנת 2019 – 28. עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. בלוח זה חברות שיוכו לקבוצות עסקים אם הן מוגדרות כחלק כתאגיד ריאלי משמעותי או כגוף פיננסי משמעותי לפי הרשימה בלוח 5 או שהיו שייכות לקבוצות עסקים שהתקיימו במבנה פירמידלי לפי הרשימה בלוח 4.

<sup>83</sup> הבורסה לניירות ערך, סטטיסטיקה, [מחזורים ושווי שוק – 2019](#), כניסה: 15 בדצמבר 2019; [סקירה שנתית 2018](#), כניסה: 15 בדצמבר 2019.

שנה	מספר חברות ציבוריות (סוף שנה)	מחזור מסחר יומי – ממוצע (במיליוני ש"ח)	שווי שוק המניות (במיליארדי ש"ח)	שווי שוק אג"ח חברות (במיליארדי ש"ח)
2016	451	1,288	832.3	304.2
2017	457	1,421	807.2	331.4
2018	448	1,405	703.0	335.6
<b>שינוי 2018-2009</b>	<b>-25.8%</b>	<b>-25.2%</b>	<b>-9.2%</b>	<b>53.9%</b>
<b>שינוי 2013-2009</b>	<b>-15.9%</b>	<b>-37.2%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>24.0%</b>
<b>שינוי 2018-2013</b>	<b>-11.8%</b>	<b>19.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>24.2%</b>

מהלוח עולות הנקודות האלה:

- בדצמבר 2018 נסחרו בבורסה 448 חברות ציבוריות – **קיטון של כ-25.8% לעומת דצמבר 2009**. בשנים 2013-2009, לפני יישום חוק הריכוזיות, חלה **ירידה של כ-15.9%**, ובשנים 2018-2014, שבהן יושם החוק, חלק **ירידה של כ-11.8%**, כלומר מגמת הירידה במספר החברות הציבוריות **התמתנה מעט** בתקופת יישום חוק הריכוזיות.
- מחזור המסחר היומי הממוצע בשנת 2018 היה כ-1.4 מיליארד ש"ח – **קיטון של כ-25.2% לעומת שנת 2009**. בשנים 2013-2009, לפני יישום החוק, חלה **ירידה של כ-37.2%**, ובשנים 2018-2014, שבהן יושם החוק, חלה **עלייה של כ-19.2%**, כלומר במקביל לחקיקת החוק חל **שינוי מגמה** במחזור המסחר היומי בבורסה.
- שווי שוק המניות הנסחרות בבורסה בדצמבר 2018 היה כ-703 מיליארד ש"ח – **קיטון ריאלי של כ-9.2% לעומת דצמבר 2009**. יש לציין כי בתקופה זו גדל התוצר בשיעור ריאלי של כ-45.5%, ועל כן משקל שווי השוק בתוצר ירד מכ-65.8% בשנת 2009 לכ-40.9% בשנת 2018.<sup>84</sup> בשנים 2013-2009, לפני יישום החוק, חלה **ירידה של כ-9%** בשווי שוק המניות הנסחרות בבורסה, ובשנים 2018-2014, שבהן יושם החוק, חלה **ירידה זעירה של כ-0.2%** בשווי השוק. יש לשים לב כי שווי שוק המניות התאפיין בתנודתיות רבה בשנים אלו: בסוף שנת 2015 שווי השוק היה כ-960 מיליארד ש"ח ובסוף שנת 2016 הוא ירד לכ-832.3 מיליארד ש"ח – קיטון של כ-13.3%. ירידה זו נבעה בעיקר מהירידה בשווי השוק של חברות הפארמה הגדולות, טבע, מיילן ופריגו, שהובילה לירידה מצרפית של כ-190 מיליארד ש"ח בשוויין.<sup>85</sup>
- שווי שוק אגרות חוב החברות הנסחרות בבורסה בדצמבר 2018 היה כ-335.6 מיליארד ש"ח – **גידול של כ-53.9% לעומת דצמבר 2009**. בשנים 2013-2009, לפני יישום החוק, חלה **עלייה של כ-24%** בשווי שוק האג"ח הקונצרניות הנסחרות בבורסה, ובשנים 2018-2014, שבהן יושם החוק, המשיכה מגמה זו וחלה **עלייה של כ-24.2%**. כלומר, אחרי חקיקת החוק **העלייה נמשכה** בקצב דומה.

<sup>84</sup> הלמ"ס, שנתון סטטיסטי, [לוח 11.2 – תוצר מקומי גולמי ושימושים במקורות בשנים 1995-2018](#), 19 בספטמבר 2019; עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת.

<sup>85</sup> הבורסה לניירות ערך, מאמרים, [ברשם גידול של כ-12% בשווי שוק החברות בשנת 2016](#), כניסה: 7 בינואר 2020.

## חברות החזקה

החברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך מסווגות בעת הנפקתן לפי סיווג ענפי ונחלקות לארבעה ענפי-על, 12 ענפים ו-34 תתי-ענפים.<sup>86</sup> בבחינה של הענף "השקעות ואחזקות", שבו **חברות החזקה והשקעות וחברות רב-תחומיות**, עולה כי בין דצמבר 2013 לדצמבר 2019 חלה ירידה בשווי שוק המניות של ענף זה מכ-55.3 מיליארד ש"ח לכ-32 מיליארד ש"ח – **ירידה של כ-42.1%**.<sup>87</sup> מבדיקת החברות שמשתייכות או השתייכו בעבר לענף זה עולה כי כמה מהן שייכות לקבוצות עסקיות גדולות שנאלצו לעשות שינוי במבנה שלהן כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות. בלוח 11 להלן מוצגות שתי חברות מרכזיות שהשתייכו לענף "אחזקות והשקעות" והיו בעלות שווי שוק גבוה כשהוחל חוק הריכוזיות בדצמבר 2013.

### לוח 11 – חברות בעלות שווי שוק גבוה השייכות לענף "אחזקות והשקעות" בבורסה

(שווי שוק במיליוני ש"ח)<sup>88</sup>

שם החברה	דצמבר 2013	דצמבר 2019	שיעור שינוי
החברה לישראל	14,065	5,517	-60.8%
דיסקונט השקעות	2,154	837	-61.1%

מהלוח עולה כי שווי השוק של שתי חברות החזקה בבורסה ירד במידה ניכרת, וייתכן כי נגרם עקב יישום הוראות חוק הריכוזיות. שווי השוק של החברה לישראל ירד מכ-14 מיליארד ש"ח לכ-5.4 מיליארד ש"ח – **ירידה של כ-61.3%**; שווי השוק של דיסקונט השקעות ירד מכ-2.15 מיליארד ש"ח לכ-0.8 מיליארד ש"ח – **ירידה של כ-62.2%**. כמו כן, יש חברות נוספות שהשתייכו לענף "השקעות ואחזקות" ונמחקו מהמסחר בבורסה, למשל, חברת כור נמחקה מהמסחר בבורסה במרץ 2014 לאחר ששווי השוק שלה הגיע לכ-3.49 מיליארד ש"ח, וחברת יואל נמחקה מהמסחר בפברואר 2019 לאחר ששווי שלה הגיע לכ-4.25 מיליארד ש"ח.

## מבנה בעלות

חוק הריכוזיות ייתכן שהשפיע על מבנה הבעלות של החברות הציבוריות. ממחקר שנעשה ברשות ניירות ערך עולה כי בסוף שנת 2010 בכ-11% מהחברות הציבוריות לא היה בעל שליטה, לעומת כ-20% בסוף שנת 2018. בבחינה של שווי שוק המניות לפי מבנה בעלות עולה כי בסוף שנת 2010 בכ-34% משווי שוק החברות הציבוריות לא היה בעל שליטה, לעומת כ-42% בסוף שנת 2017.<sup>89</sup> מסקירות שערכה הבורסה לניירות ערך במהלך השנים עולה כי **לחוק הריכוזיות הייתה השפעה**

לפי סקירות של הבורסה לניירות ערך, חוק הריכוזיות הייתה השפעה על צמצום ההחזקות של בעלי עניין בשוק ההון ולעלייה בהחזקות הציבור בחברת הנסחרות בבורסה.

<sup>86</sup> הבורסה לניירות ערך, [נוהל הסיווג הענפי של החברות הבורסאיות](#), 12 ביוני 2019.

<sup>87</sup> הבורסה לניירות ערך, מדריך נתוני סחירות, [לוח 3 – שווי שוק ומחזורים בחתך ענפי](#), כניסה: 23 בפברואר 2020.

<sup>88</sup> **סיווג החברות לענף**: הבורסה לניירות ערך, [מערכת מאיה-דיווחים](#); **החברה לישראל ודיסקונט השקעות**: הבורסה לניירות ערך, מניות, [נתוני מסחר](#); **כור ויואל**: הבורסה לניירות ערך, [ניירות ערך מחוקים](#), כניסה: 17 בדצמבר 2019.

<sup>89</sup> רשות ניירות ערך, [התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010-2018](#), יולי 2019.

**על צמצום ההחזקות של בעלי עניין בשוק ההון ועל עלייה של החזקות הציבור בחברת הנסחרות בבורסה.**<sup>90</sup> בלוח 12 להלן מוצג שיעור החזקות הציבור בכלל החברות הציבוריות וב-20 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בשנים 2010, 2013 ו-2019.

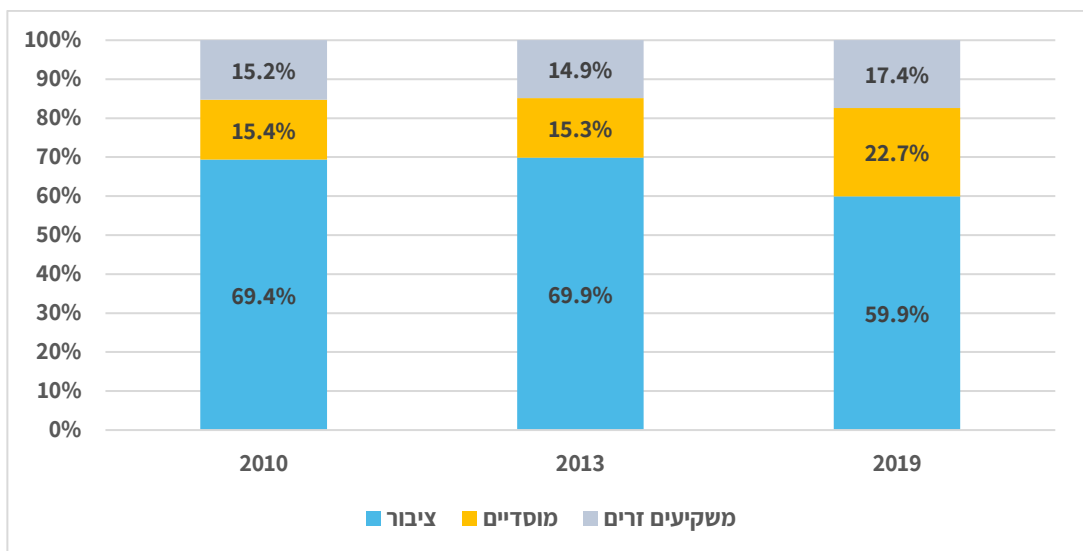
**לוח 12 – שיעור החזקות הציבור בחברות הנסחרות בבורסה (דצמבר 2010, 2013, 2019)**<sup>91</sup>

שיוני-2019	שיוני-2010	2019	2013	2010	נתון
+5.3%	+9.8%	63.3%	57.9%	53.4%	כלל החברות הציבוריות
+11.8%	+25.9%	73.5%	61.7%	47.6%	20 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר

בלוח אפשר לראות כי בכלל החברות הציבוריות שיעור החזקות של הציבור בדצמבר 2019 היה כ-63.3%, לעומת 57.9% בדצמבר 2013 וכ-53.4% בדצמבר 2010. שיעור החזקות של הציבור ב-20 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר היה כ-47.6% בדצמבר 2010, כ-61.7% בדצמבר 2013 וכ-73.5% בנובמבר 2019. בחינת השינוי בשנים 2010-2013, לפני יישום החוק, ובשנים 2013-2019, שבהן החוק יושם, מלמדת כי מדובר **בהמשך המגמה** של גידול בהחזקות הציבור אשר החלה לפני יישום החוק, וקצב הגידול הואט לאחר 2013. בתרשים 7 להלן מוצגת התפלגות החזקות המניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך.

**תרשים 7 – התפלגות החזקות המניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך (סוף שנה)**<sup>92</sup>

בשנים 2013-2019  
חלה עלייה של כ-7.4  
נקודות האחוז  
בהחזקות הגופים  
המוסדיים משווי שוק  
המניות הנסחרות  
בבורסה לניירות ערך  
בתל אביב.



בתרשים אפשר לראות כי בשנת 2019 הציבור החזיק בכ-59.9% מהמניות הנסחרות בבורסה, המשקיעים הזרים החזיקו בכ-17.4% מהמניות והגופים המוסדיים החזיקו בכ-22.7% מהמניות.

<sup>90</sup> הבורסה לניירות ערך, [סקירה שנתית](#), שנים שונות, כניסה: 17 בדצמבר 2019.

<sup>91</sup> הבורסה לניירות ערך, החזקות הציבור בניירות ערך, [שיעור החזקות הציבור במניות](#), כניסה: 15 בדצמבר 2019. עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. בנתונים של 20 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר לא נכללת חברת טבע. בלוח זה החזקות הציבור כוללות את גם את החזקות המוסדיים, ושאר החזקה שייכת לבעלי עניין.

<sup>92</sup> בנק ישראל, חטיבת מידע וסטטיסטיקה, [מניות – התפלגות על פי מחזיקים](#), 16 בפברואר 2020. החזקות הציבור כוללות את החזקות בעלי העניין, הממשלה וקרנות הנאמנות. בלוח זה החזקות הציבור אינן כוללות את החזקות המוסדיים.

**בשנים 2013-2019** חלה ירידה של כ-10 נקודות האחוז בהחזקות הציבור בשווי המניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך, עלייה של כ-2.1 נקודות האחוז בהחזקות המשקיעים הזרים ועלייה של כ-**7.4 נקודות האחוז בהחזקות הגופים המוסדיים**.

התשובה על השאלה מהו מבנה הבעלות העדיף לאינטרס הציבורי – בעל שליטה או חברה ללא שליטה (החזקות בידי הציבור) – מורכבת. בהקשר זה אפשר לציין כי חלק מקבוצות העסקים בישראל מוגדרות "חברות משפחתיות". חברות משפחתיות הן חברות שבשליטת משפחה או כמה משפחות המעבירות את השליטה בעסק מדור לדור.<sup>93</sup> במחקרים שנעשו בעולם נמצא כי הביצועים הפיננסיים של חברות משפחתיות עדיפים על הביצועים של חברות לא משפחתיות. בין היתר נמצא כי חברות אלו משיגות תשואות עודפות בשוק ההון ובעלות צמיחה גבוהה בהכנסות וברווחים. גם בבחינת יחסים פיננסיים חברות אלו הציגו ביצועים טובים יותר.<sup>94</sup> בספטמבר 2018 השיקה הבורסה מדד ייחודי של חברות משפחתיות הנסחרות בבורסה על פי הגדרת "חברה משפחתית" של מרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים באוניברסיטת תל אביב. במדד זה חברה מוגדרת "חברה משפחתית" אם לפחות שלושה חברי דירקטוריון או נושאי משרה בחברה הם בני משפחה ושיעור ההחזקה של בעלי עניין בחברה הוא 40% לפחות.<sup>95</sup> לפי נתוני פברואר 2020 שש החברות בעלות המשקל הגבוה ביותר במדד זה הן אלקטרה, שפיר הנדסה, ביג, גזית גלוב, שטראוס וקבוצת עזריאלי.<sup>96</sup> כמה מקבוצות עסקים אלו הושפעו מהוראות חוק הריכוזיות ונאלצו לשנות את מבנה ההחזקות שלהן.

**פעילות קבוצות העסקים בבורסה**<sup>97</sup>

בלוח 13 להלן מוצגים נתונים על קבוצות עסקיות הפועלות בשוק ההון בישראל.

**לוח 13 – משקל קבוצות העסקים בבורסה לניירות ערך (2010, 2014, 2017)**<sup>98</sup>

נתון	2010	2014	2017
מספר חברות מניות	25%	22%	23%
שווי שוק מניות	54%	34%	34%
מספר חברות אג"ח	21%	42%	23%
שווי שוק אג"ח חברות	68%	65%	55%

מהלוח עולות הנקודות האלה:

<sup>93</sup> דן וייס, אוניברסיטת תל אביב, [עסקים משפחתיים בישראל](#), אפריל 2012.

<sup>94</sup> Credit Suisse Research Institute, [The CS Family 1000](#), September 2017; Journal of Family Business Strategy, [A meta-analysis of the financial performance of family firms](#), January 2015.

<sup>95</sup> הבורסה לניירות ערך, [הבורסה משיקה מדד לחברות המשפחתיות הנסחרות בבורסה – מדד ת"א-פמילי](#), 16 בספטמבר 2018.

<sup>96</sup> הבורסה לניירות ערך, [ת"א-פמילי – הרכב מדד](#), כניסה: 5 בפברואר 2020.

<sup>97</sup> יש לציין כי הקבוצות העסקיות המוצגות בפסקה זו הן קבוצות המורכבות משלוש חברות ציבוריות לפחות אשר עוסקות בשני תחומי פעילות שונים ונתונות בשליטת אותו בעל שליטה.

<sup>98</sup> רשות ניירות ערך, [התפתחויות במבנה האחזקות בשוק ההון הישראלי בשנים 2010-2018](#), יולי 2019.

במחקרים שנעשו בעולם נמצא כי הביצועים הפיננסיים של חברות משפחתיות עדיפים על הביצועים של חברות לא משפחתיות.

- משקל חברות המניות בקבוצות עסקיות בכלל חברות המניות בבורסה היה כ-25% בשנת 2010, כ-22% בשנת 2014 וכ-23% בשנת 2017. כלומר, לפני יישום החוק שיעור חברות המניות בקבוצות העסקיות בכלל חברות המניות בבורסה **ירד**, ולאחר שהחל יישומו המגמה התהפכה וחלה **עלייה קלה**.
- שווי שוק המניות של חברות ציבוריות בקבוצות עסקיות בסך שווי שוק המניות היה כ-54% בשנת 2010 וכ-34% בשנים 2014 ו-2017. כלומר, לפני יישום החוק שווי השוק של חברות ציבוריות בקבוצות העסקיות בכלל שווי השוק בבורסה **ירד**, ולאחר שהחל יישומו מגמת הירידה נעצרה ויש **יציבות**.
- משקל חברות האג"ח בקבוצות עסקיות בכלל חברות האג"ח בבורסה היה כ-21% בשנת 2010, כ-42% בשנת 2014 וכ-23% בשנת 2017. כלומר, לפני יישום חוק הריכוזיות משקל חברות האג"ח בקבוצות העסקיות בכלל חברות האג"ח בבורסה **עלה עלייה חדה** ולאחר שהחל יישומו משקלן **ירד ירידה חדה**.
- שווי שוק אג"ח חברות של חברות ציבוריות בקבוצות עסקיות בכלל שווי שוק אג"ח חברות היה כ-68% בשנת 2010, כ-65% בשנת 2014 וכ-55% בשנת 2017. כלומר, הירידה בשווי שוק אג"ח חברות של קבוצות העסקים הואצה עם יישום החוק.

בלוח 14 להלן מוצגים נתונים על עשר הקבוצות העסקיות הגדולות הפועלות בשוק ההון בישראל.

#### **לוח 14 – עשר הקבוצות העסקיות הגדולות הפועלות בשוק ההון בישראל (2010, 2014, 2017)**<sup>99</sup>

נתון	2010	2014	2017
שווי שוק בסך שוק המניות	44%	30%	29%
שווי שוק בסך שוק אג"ח חברות	54%	53%	47%
שווי שוק – מניות ואג"ח מהתמ"ג	55%	33%	31%

מהנתונים בלוח עולים הדברים האלה:

- שווי השוק של חברות המניות של עשר קבוצות העסקים הגדולות בסך שוק המניות ירד לפני יישום החוק מכ-44% בשנת 2010 לכ-30% בשנת 2014, ולאחר שהחל יישומו חלה ירידה קלה ל-29% בשנת 2017.
- שווי השוק של חברות אג"ח של עשר קבוצות העסקים הגדולות בסך שוק אג"ח החברות ירד ירידה מתונה מכ-54% בשנת 2010 לכ-53% בשנת 2014, ולאחר שהחל יישומו הואצה הירידה והוא הגיע ל-47% בשנת 2017.

<sup>99</sup> ש.מ.

- משקל שווי השוק של חברות מניות וחברות האג"ח של עשר קבוצות העסקים הגדולות מהתמ"ג ירד לפני יישום החוק במהירות מכ-55% בשנת 2010 לכ-33% בשנת 2014. לאחר שהחל יישומו הירידה התמתנה והגיעה לכ-31% בשנת 2017.

לסיכום, בנתונים לעיל הוצג השינוי במדדים כגון מספר החברות, שווי השוק ומשקל מהתוצר מהשנים 2009-2013, לפני שנחקק חוק הריכוזיות, בהשוואה לשנים 2014-2018, לאחר תחילת יישומו. **בהשוואה עלה כי יישום החוק השפיע בעיקר על חברות אג"ח ועל הנפקות של אג"ח בבורסה לניירות ערך.** ההשפעה על חברות מניות ועל הנפקות של מניות מעורבת. יש לציין כי ייתכן שצריך לבחון את השפעתו של חוק הריכוזיות על שוק ההון עוד לפני שנכנס לתוקף, כיוון שהחברות הציבוריות לא חיכו לדצמבר 2013, וכבר בסוף שנת 2011 נקטו פעולות כדי ליישם את המלצות הוועדה.<sup>100</sup>

על פי מחקר שנערך בבורסה, השפעת פרק ג' של חוק הריכוזיות – צמצום מבנה הפירמידות – על שווי השוק של הבורסה הייתה **מחיקת חברות ציבוריות בסכום של כ-30.6 מיליארד ש"ח.** כ-14.8 מיליארד ש"ח נמחקו לחלוטין מהבורסה עקב מכירת חברות אדמה וגיוון אימג'ינג לחברות פרטיות והפיכת חברת כלל תעשיות לחברה פרטית. הסכום הנותר, כ-15.8 מיליארד ש"ח, לא נחשב לירידה בכיסוי הבורסאי, שכן הפעילות הבורסאית בחברות שנמחקו עדיין נותרה בחברות האם שלהן, וכך השווי של החברה הממוזגת כולל את שווי שתי החברות ולא נעשית זליגה של הון אל מחוץ לבורסה.<sup>101</sup> מנתונים אלו עולה כי ההשפעות **הישירות** של חוק הריכוזיות על שווי השוק המצרפי בבורסה **קטנות**, ואת עיקר השינויים בשווי השוק המצרפי אפשר לייחס לשינויים שחלו בשווי השוק של חברות הפארמה (חברת טבע) ולשינויים בשיעור בעלי השליטה בחברות הציבוריות.<sup>102</sup>

ההשפעות הישירות של חוק הריכוזיות על שווי השוק המצרפי בבורסה הן קטנות, ואת עיקר השינויים בשווי השוק המצרפי אפשר לייחס לשינויים אחרים שחלו בתקופה זו.

## 4.5 השפעות אפשריות על מיסוי

### השפעות פירוק הפירמידות על מיסוי:

בספרות המקצועית הכלכלית נטען כי השימוש במבנה פירמידה מאפשר מנהור של כספים מתחתית הפירמידה לבעל השליטה, ובתוך כך – ניצול לרעה של רוב בעלי המניות, כמפורט בסעיף 2.1 לעיל. לפי הספרות המקצועית, פרקטיקה זו, הפוגעת כאמור ברוב בעלי המניות של החברה, עשויה באותו אופן גם להביא להפחתת תשלומי המס לרשויות המס במדינה.

<sup>100</sup> הבורסה לניירות ערך, [השפעת חוק הריכוזיות על הקיטון במספר החברות הבורסאיות בשנים 2012-2015](#), 3 באוגוסט 2015.

<sup>101</sup> הבורסה לניירות ערך, מחלקת המחקר, [בעקבות חוק הריכוזיות מחקו קבוצות השליטה 25 חברות שכבה בשווי כולל של כ-30 מיליארד שקל](#), אוקטובר 2018; אודליה מינס, אוניברסיטת בר אילן, הפקולטה למשפטים, "ההסדר המשפטי החל על פירמידות שליטה בחוק הריכוזיות והשפעתו על שוק ההון והמשק הישראליים: ממצאים ראשוניים", 8 באוקטובר 2017.

<sup>102</sup> אילן גילדין, המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך, דוא"ל, 28 בינואר 2020.

מרכז המחקר והמידע של הכנסת פנה לרשות המיסים בבקשה לקבל נתונים מצטברים על תשלומי המס של קבוצות העסקים (בלוי לפגוע באנונימיות) לפני יישום החוק ואחריו כדי לנתח את השינויים בתשלומי המס, אולם עד לסיום כתיבת הסקירה לא התקבל מענה.

### **מס על דיבידנדים בין חברות**

לפי סעיף 126(ב) **לפקודת מס הכנסה**, הכנסה של חברה מדיבידנד שהתקבלה מחברה אחרת שהכנסותיה מופקות בישראל אינה חייבת במס חברות. לפיכך, קבוצת עסקים שהמבנה שלה פירמידלי יכולה למשוך רווחים על ידי חלוקת דיבידנד מהחברות שבתחתית הפירמידה לחברות שבראש הפירמידה, והם יהיו פטורים ממס. כללי מיסוי אלו עשויים לשמש תמריץ לקבוצות עסקים להעדיף מבנה פירמידלי, שכן הן יכולות להעביר רווחים בין השכבות בקבוצה (ראו בסעיף 2.1 לעיל על תופעת המנהור) על פי הצרכים העסקיים שלהן בלי לשלם מס. נוסף על כך, מצב זה עשוי ליצור תמריץ שלילי לפירוק קבוצות עסקים קיימות במבנה פירמידלי, שכן מכירת מניות של חברות בקבוצה מחויבת במס רווחי הון.<sup>103</sup>

על פי נתוני רשות ניירות ערך, כ-75% מהדיבידנדים שחולקו על ידי חברות ציבוריות בשנת 2010, היו בחברות המסונפות לקבוצות עסקיות. כמו כן, עולה מהמחקר כי בחברות שבהן קיים פער גדול בין זכויות הוניות לזכויות בשליטה, שיעור הדיבידנד שחולק היה גבוה יותר מאשר שיעור זה, בחברות ללא פער בין זכויות הוניות לזכויות שליטה.<sup>104</sup>

בהקשר זה אפשר לציין כי בשנת 1935 הוחלט בארצות הברית על מיסוי דיבידנד בין חברות במטרה לפרק קבוצות עסקים הבנויות במבנה פירמידלי. תחילה היה המס בשיעור של 2%, ובתחילת שנות הארבעים הוא הועלה ל-14%. בנוסף, בשנת 1942 ניתן לחברות השולטות ביותר מ-85% מההון של חברות-בנות פטור ממס זה כדי לעודד אי-יצירת פער בין זכויות בהון לזכויות בשליטה, כפי שקורה במבנה פירמידלי.<sup>105</sup> כיוון שהמס מוטל בכל פעם שמחולק דיבידנד במעלה שכבות הפירמידה, בקבוצות עסקים בעלות שכבות רבות נטל המס אפקטיבי יותר, ועשוי לגרום לכך שלבעל השליטה בקבוצה לא ישתלם כלכלית להשאיר אותה במבנה פירמידלי. במחקר בנושא נמצא כי בשנים 1940-1950 עלה מספר החברות השולטות ביותר מ-85% מההון של חברות-בנות מ-27% ל-35%, וכן נמצא כי אחת הסיבות לפירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי משנות העשרים עד שנות החמישים בארצות הברית הייתה ההחלטה למסות דיבידנד בין חברות ולפטור ממס חברות שיפרקו מבנה זה.<sup>106</sup>

<sup>103</sup> אסף חמדני, המכון הישראלי לדמוקרטיה, [ריכוזיות השליטה בישראל](#), נובמבר 2009.

<sup>104</sup> משרד האוצר, הוועדה להגברת התחרותיות במשק, [סיוטת המלצות הוועדה \(דוח ביניים\)](#), אוקטובר 2011, עמ' 158-159.

<sup>105</sup> Eugene Kandel et. al., [The great pyramids of America: A revised history of U.S. business groups, corporate ownership, and regulation, 1926-1950](#), *Strategic Management Journal*, 19 November 2017.

<sup>106</sup> שם.

אחת הסיבות לפירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי משנות העשרים עד שנות החמישים בארצות הברית הייתה ההחלטה למסות דיבידנד בין חברות ולפטור ממס חברות שיתפרקו ממבנה זה.



בדוח בנק ישראל משנת 2009, בפרק העוסק בנושא קבוצות עסקים והשפעתן על היציבות הפיננסית נאמר כי יש לשקול הטלת מס על דיבידנדים בין חברות, כפי שנעשה בארצות הברית בשנת השלושים, כדי להתמודד עם הריכוזיות הגבוהה והמבנה הפירמידלי של קבוצות עסקים במשק.<sup>107</sup>

אחת הדרכים שמציעה התנועה לאיכות השלטון לטיפול בפרצות בחוק הריכוזיות היא תיקון של **פקודת מס הכנסה** כך שיבוטל הפטור ממיסוי דיבידנד בין חברות כדי שיווצר תמריץ שלילי ליצירת קבוצות עסקים במבנה פירמידלי.<sup>108</sup>

## 5. נקודות לדין

מניתוח יישום חוק הריכוזיות וההשפעות הכלכליות האפשריות שלו על המשק עולות כמה נקודות לדין.

### 5.1 פרצות אפשריות בחוק הריכוזיות

להלן יוצגו פרצות אפשריות בחוק הריכוזיות שייתכן שנוצלו על ידי קבוצות העסקים הגדולות, וכן סעיפים שטרם יושמו בחוק.

#### פירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי

כאמור, לפי הוראות חוק הריכוזיות, עד דצמבר 2017 כל קבוצות העסקים היו צריכות לבצע "קיפול שכבה" לחברות בשכבה רביעית במבנה פירמידלי. בעקבות זאת קבוצת אי.די.בי פיתוח, שהייתה במבנה של ארבע שכבות, נאלצה לבצע "קיפול" לשכבה הרביעית בקבוצה. במאי 2017 הודיעה החברה כי היא תמכור את כל מניותיה בחברת דיסקונט השקעות לחברה פרטית ייעודית, וכך מבנה ההחזקות של אי.די.בי. פיתוח יותאם להוראות חוק הריכוזיות. כמו כן נאמר בהודעה כי החברה תעמיד לתאגיד הייעודי הלוואת מוכר למימון רכישת המניות של דיסקונט השקעות.<sup>109</sup> בספטמבר 2017 התקיים דיון בוועדת כספים בנושא "חוק הריכוזיות – הצגת תמונת מצב של הישגי וכשלי החוק". בדיון אמרה נציגת משרד המשפטים כי תכלית מהלך זה של חברת אי.די.בי פיתוח – מכירת דיסקונט השקעות בהלוואת מוכר – היא התחמקות מתחולת הוראות חוק הריכוזיות, ונראה כי אין לו תכלית עסקית אחרת. נוסף על כך עלתה בדיון הסוגיה של מבנה פירמידלי כאשר החברות הציבוריות בראש הפירמידה הן חברות ציבוריות הנסחרות בחו"ל, אשר החוק אינו חל עליהן; בנסיבות כאלה ייתכן שהבעיות במבנה פירמידלי כפי שהוצגו ימשיכו להתקיים, שכן החברות הציבוריות בחו"ל יכולות למשוך את כספי המשקיעים בחברות ציבוריות

<sup>107</sup> בנק ישראל, דוח לשנת 2009, פרק ד' – המערכת הפיננסית ויציבותה, 21 באפריל 2010.

<sup>108</sup> התנועה לאיכות השלטון, [קריאה דחופה לקידום תיקוני חקיקה שימנעו ריקון מתוכן של חוק הריכוזיות](#), 5 בספטמבר 2017.

<sup>109</sup> הבורסה לניירות ערך, אי.די.בי. פיתוח דיווחים, [עקרונות החלופה שנבחרה ע"י אי.די.בי. פיתוח כחלופה המועדפת להתמודדות עם חוק הריכוזיות](#), 25 במאי 2017.

ישראליות הנמצאות בתחתית הפירמידה.<sup>110</sup> באוגוסט 2017 שלחו כמה ארגונים חברתיים מכתב לשרת המשפטים, לשר האוצר וליו"ר ועדת הכספים וקראו להם למנוע מחברת אי.די.בי פיתוח להפוך חברה ציבורית לחברה פרטית על ידי שימוש בהלוואת מוכר כדי לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות, כיוון שבמהלך זה היא משתמשת בכסף ציבורי, והוא נועד לעקוף את כוונת המחוקק בחוק הריכוזיות.<sup>111</sup>

על פי עמדת מחלקת המחקר של הבורסה, החרגה של חברות הנסחרות רק בחו"ל מהוראות חוק הריכוזיות גורמת לכך שחברות ישראליות נמחקות מהמסחר בישראל ונשארות רשומות רק בבורסות זרות. כמו כן החרגה זו עשויה להביא להימנעות של חברות הנסחרות בבורסות זרות מרישום כחברות דואליות בבורסה בישראל כדי שלא יצטרכו לעמוד בהוראות חוק הריכוזיות. הבורסה לניירות ערך רואה חשיבות רבה בקיום חברות דואליות בשוק ההון הישראלי, שכן כך מתאפשר לציבור המשקיעים הישראלי להשקיע בחברות אלו בעלויות נמוכות ובשעות מסחר נוחות יותר.<sup>112</sup>

### **תשתיות חיוניות שלא הוגדרו בחוק**

פרצה אפשרית נוספת בחוק הריכוזיות נוגעת לרשימת התשתיות החיוניות המוגדרת בתוספת לחוק. מרשימה זו נעדרים תחומים כגון בנקאות, פנסיה, ביטוח, כלי תקשורת אלקטרוניים ורפואה. כך, בהחלטה של ועדת הריכוזיות בנושא קבוצת עידן עופר נקבע כי הקבוצה מתחייבת שלא להחזיק בשום כלי תקשורת, **וכן לא להחזיק בכלי תקשורת אינטרנטי** למשך 25 שנה. בתוספת לחוק הריכוזיות לא נזכרת ריכוזיות הנובעת משליטה בכלי תקשורת אינטרנטי (הכוונה לאתרי אינטרנט שאינם שייכים לכלי תקשורת כמו טלוויזיה או עיתונות כתובה). לדוגמה, אתר וואלה, שאינו בבעלות של כלי תקשורת מסורתי והשליטה בו יכולה לתת לבעליו כוח מיקוח והשפעה מול קובעי המדיניות, אינו מוגדר תשתית חיונית בחוק הריכוזיות.

## **5.2 סעיפים שטרם יושמו בחוק הריכוזיות**

### **הוראות על מגבלות אשראי לקבוצות עסקים**

כאמור בסעיף 3.2.2, נקבע בחוק כי יש לקבוע הוראות בנושא מגבלות אשראי לקבוצות עסקים. ב-2015 הוכן תזכיר חוק ובו הוצע לתקן את סעיף 27 בחוק הריכוזיות ולקבוע כי קבוצה עסקית תוכל לקבל **אשראי של עד 5% מסך האשראי העסקי במשק**. תזכיר חוק זה לא קודם, ולא הגיע לכדי הצעת חוק ולכן **לא יושמו סעיפים 26 ו-27 בחוק הריכוזיות ולא נקבעו, במסגרת חוק הריכוזיות, מגבלות אשראי לקבוצות עסקים**.

על פי עמדת מחלקת המחקר של הבורסה, החרגה של חברות הנסחרות רק בחו"ל מהוראות החוק גורמת לכך שחברות ישראליות נמחקות מהמסחר בישראל ונשארות רשומות רק בבורסות זרות.

בתוספת לחוק הריכוזיות לא נזכרת ריכוזיות הנובעת משליטה בכלי תקשורת אינטרנטיים.

סעיפים 26 ו-27 בחוק הריכוזיות לא יושמו ולא נקבעו בחוק הגבלות אשראי לקבוצות עסקים, אך כן נקבעו הוראות בנושא הן על ידי הפיקוח על הבנקים והן על ידי רשות שוק ההון.

<sup>110</sup> הכנסת העשרים, ועדת הכספים, פרוטוקול, [חוק הריכוזיות – הצגת תמונת מצב של הישגי וכשלי החוק](#), 11 בספטמבר 2017.

<sup>111</sup> נילי אבן חן, צדק פיננסי, דוא"ל, 2 בפברואר 2020.

<sup>112</sup> קובי אברמוב, מנהל מחלקת המחקר של הבורסה, דוא"ל, 25 בנובמבר 2019.

יש לציין כי בפועל ננקטו צעדים להגבלת אשראי ללווים גדולים: חטיבת הפיקוח על הבנקים קבעה הגבלות על לווים מהמגזר הבנקאי, ורשות שוק ההון קבעה הגבלות על לווים גדולים מהגופים המוסדיים. ייתכן שצעדים אלו הובילו לצמצום החשיפה של המערכת הפיננסית ללווים גדולים בכללותם ולקבוצות עסקים בפרט, אך הם לא נקבעו בהוראות חוק הריכוזיות.

יישום סעיפים 26 ו-27 בחוק הריכוזיות דורש סנכרון של המידע שמחזיקים כמה רגולטורים, ולכן הוא אינו קל לביצוע. אפשר לומר כי הדבר דומה במהותו ליצירת מאגר אשראי כלל-משקי שיכלול דיווחים של כל המוסדות הפיננסיים במשק המעורבים במתן אשראי, לרבות בנקים, מוסדיים וספקי אשראי חוץ-בנקאים.

### **הקמת צוות לבחינת יישום פרק ד' בחוק והשפעתו על מידת הריכוזיות במשק**

כאמור בסעיף 3.3, בחוק הריכוזיות נקבע כי בדצמבר 2019 יש להקים **צוות לבחינת יישום הוראות פרק ד' בחוק**, הפרדה בין שליטה על תאגידים ריאליים משמעותיים וגופים פיננסיים משמעותיים – ולבחינת ההשפעה של הפרדה זו על מידת הריכוזיות במשק. יש לבדוק אם צוות זה התחיל את פעילותו ומה הסמכויות שהוקנו לו כדי לבחון את השלכות יישום פרק ד' בחוק על מידת הריכוזיות במשק. כאמור לעיל, פגישה ראשונה של צוות זה נקבעה למרץ 2020.

### **5.3 ניתוח ההשפעות העיקריות של חוק הריכוזיות**

אפשר לומר כי מנקודת ראות איכותנית עצם יישום החוק מוביל לצמצום ברמת הריכוזיות הכלל-משקית. צמצום זה נובע ישירות מבחינת שיקולי ריכוזיות כלל-משקית בהקצאת זכויות בתשתיות חיוניות (פרק ב' בחוק), מפירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי (פרק ג') ומחובת הפרדה בין נכסים ריאליים לנכסים פיננסיים (פרק ד').

יישום חוק הריכוזיות עשוי להשפיע על ארבעה תחומים כלכליים מרכזיים:

- **אשראי** – אשראי משמש את העסקים לשני דברים עיקריים: **הון חוזר** – אשראי לגישור בין תזרים הוצאות לעובדים ולספקים ובין תזרים הכנסות מלקוחות; **השקעות** – מימון השקעות בעסק, לרבות רכישת ציוד, פרסום, גיוס והכשרה של עובדים חדשים, מחשוב וייעוץ מקצועי. גישה מוגבלת לאשראי עשויה להשפיע על העסקים בכמה דרכים: מחסור בהון חוזר עשוי לפגוע ביכולת ההישרדות של העסקים; מחסור בהשקעות עשוי להשפיע על יכולתם לצמוח ולהתפתח ועל הפריון שלהם, שכן הוא עלול להביא למלאי הון נמוך ועקב כך – לפריון נמוך.

הקצאת אשראי לא יעילה במשק כך שקבוצות עסקים נוטלות נתח אשראי גדול יחסית עשויה לגרום לריכוזיות במתן האשראי במשק ולהשפיע לרעה על הצמיחה ועל הרווחה החברתית. כפי שעולה מסעיף 4.2, העוסק בהשפעות חוק הריכוזיות על שוק האשראי העסקי, **חל צמצום משמעותי בריכוזיות האשראי, ובעיקר בשיעור האשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי**. במקביל, בשנים 2011-2018 משקל האשראי הבנקאי לעסקים קטנים גדל על חשבון משקל האשראי לעסקים הבינוניים והגדולים (ראו

על פי הוראות החוק יש להקים צוות שיבחן את השפעת פרק ד' על מידת הריכוזיות במשק. צפויה להתקיים פגישה של הצוות במהלך חודש מרץ 2020.

חל צמצום משמעותי בריכוזיות האשראי הבנקאי, ובייחוד במשקל האשראי שניתן לקבוצות הלווים הגדולות מתוך האשראי הבנקאי למגזר העסקי.

תרשים 6 לעיל), ובעיקר על חשבון משקל האשראי למגזרי הלוויים הגדולים וחברות החזקה ממונפות (ראו תרשימים 3 ו-4 לעיל).

**ההשפעות העיקריות של חוק הריכוזיות על שוק ההון היו ירידה בהחזקות של בעלי עניין בשוק ההון, ירידה בשווי השוק של ענף "אחזקות והשקעות" ועלייה בהחזקות של הגופים המוסדיים בחברות ציבוריות.**

• **שוק ההון** – לקיומו של שוק הון מפותח יש השפעה רבה על הצמיחה במשק. שוק ההון מאפשר הקצאת מקורות הון יעילה לחברות הציבוריות ומגדיל את זמינות ההון הקיים. הבורסה לניירות ערך מאפשרת לחברות לגייס את ההון הדרוש להתפתחותן וכך מסייעת לצמיחת המשק ולגידול בשיעור התעסוקה. כפי שהוסבר בסעיף 2.1 לעיל, קבוצות עסקים בעלות מבנה פירמידלי עשויות להשתמש במבנה זה לניצול של רוב בעלי המניות מהציבור ולפגיעה ברווחת המשקיעים וביעילות שוק ההון. בבחינת ההשפעה של חוק הריכוזיות על שוק ההון עלה כי החוק השפיע בעיקר על חברות החזקה והשקעות. כך, מדצמבר 2013 עד דצמבר 2019 ירד שווי השוק של ענף "אחזקות והשקעות" בבורסה בכ-42.1%, ואילו שווי שוק המניות בבורסה עלה בתקופה זו בכ-16.2%.<sup>113</sup>

כמו כן, יישום החוק השפיע על מבנה הבעלות וההחזקות של חברות ציבוריות כך שחלה ירידה בהחזקות של בעלי עניין בשוק ההון, ומנגד חלה עלייה בהחזקות הציבור בחברות אלו (ראו לוח 12 לעיל). נוסף על כך חלה עלייה ניכרת בשיעור ההחזקות של גופים מוסדיים בחברות ציבוריות (ראו תרשים 7 לעיל), ייתכן שעקב מכירה של חברות בשרשרת המבנה הפירמידלי, שחלקן נמכרו גם לגופים המוסדיים. התחזקות הגופים המוסדיים בשנים האחרונות היא סוגיה רחבה המעלה אתגרים חדשים בפני הרגולטורים, לרבות רגולציה המוטלת על המוסדיים, מעורבות הגופים המוסדיים בניהול החברות ודפוסי ההצבעה באספות הבחירות. התחזקות המוסדיים נבעה בין השאר מחוק הריכוזיות, וכן מהנהגת פנסיית חובה לשכירים, מפתחת קופות גמל להשקעה ומהפעלת התוכנית "חיסכון לכל ילד".<sup>114</sup>

בבחינת השפעה הישירה של חוק הריכוזיות על שווי השוק המצרפי בבורסה עלה כי היא הייתה נמוכה מהשפעתם של גורמים אחרים, כמו הירידה בשווי השוק של חברות הפארמה (בעיקר חברת טבע).

בהערכת ההשפעה של יישום החוק על שוק ההון אפשר להתייחס גם לסוגיות של **שקיפות** של החברות הציבוריות, בעיקר בגין פירוק הפירמידות, כגון דרך חישוב המדדים תוך טיפול בספירה כפולה של חברות בקבוצה (double counting).

נושא נוסף הוא **אמון הציבור** בשוק ההון בגין יישום החוק, בעיקר בכל הנוגע לפירוק הפירמידות. הנתונים מלמדים על עלייה במשקל החזקות הציבור הישירות במניות ובאג"ח

<sup>113</sup> הבורסה לניירות ערך, מדריך נתוני סחירות, **לוח 3 – שווי שוק ומחזורים בחתך ענפי**, כניסה: 23 בפברואר 2020.

<sup>114</sup> בנק ישראל, **מבט סטטיסטי 2018**, מרץ 2019, עמ' 11.

בבורסה לניירות, שעשויה ללמד על עלייה באמון הציבור, אם כי אפשר שלעלייה זו יש סיבות אחרות.

• **מדדי ריכוזיות כלל-משקית** – כיום לחוק הריכוזיות אין בסיס מתודולוגי סדור ולא הוגדרו מדדים ברורים לבחינת ריכוזיות כלל-משקית. במחקר של חטיבת המחקר של בנק ישראל הוצעו לראשונה מדדים לבחינת ריכוזיות כלל-משקית בכלים אמפיריים.<sup>115</sup> ממצאי המחקר מבוססים על נתוני שנת 2013, עוד לפני כניסתו לתוקף של חוק הריכוזיות, ולכן עדיין אי-אפשר להעריך כיצד השתנתה הריכוזיות הכלל-משקית עקב יישום החוק. בימים אלו מחברים חוקרים מבנק ישראל מחקר מקיף על השלכות חוק הריכוזיות על המשק, וייתכן שיוצגו בו נתונים אמפיריים עדכניים של השלכות יישום חוק הריכוזיות על הריכוזיות הכלל-משקית.

• **מיסוי** – השימוש במנהור עשוי להביא להפחתת תשלומי המס של קבוצות העסקים הגדולות לרשויות המס במדינה. חסרים נתונים זמינים של תשלומי המס של קבוצות עסקים, ולכן בסקירה זו לא התאפשר לנתח את השפעת חוק הריכוזיות על הכנסות המדינה ממיסים ועל היקף תשלומי המס של קבוצות העסקים הגדולות.

כיום יש בישראל פטור ממס על דיבידנד שמחולק בין חברות. מס המוטל על דיבידנד בין חברות עשוי לעודד פירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי. ממחקר על קבוצות עסקים בארה"ב בשנות השלושים עלה כי אחד הכלים שהשפיעו על תהליך הפירוק של קבוצות עסקים גדולות היה מיסוי של דיבידנדים בין חברות.

עדיין אי-אפשר להעריך כיצד השתנתה הריכוזיות הכלל-משקית בעקבות יישום חוק הריכוזיות. בימים אלו חוקרים מבנק ישראל עובדים על מחקר בנושא.

השימוש במנהור עשוי להביא להפחתת תשלומי המס של קבוצות העסקים הגדולות לרשויות המס במדינה. חסרים נתונים זמינים של תשלומי המס של קבוצות עסקים, ולכן אי-אפשר לבחון נושא זה.

למס המוטל על דיבידנד בין חברות עשויה להיות השפעה חיובית על פירוק קבוצות עסקים במבנה פירמידלי.

<sup>115</sup> קונסטנטין קוסנקו, הספר "אורות וצללים בכלכלת השוק – המשק הישראלי 1995-2015", הוצאת "עם עובד" (טרם פורסם), הפרק "ריכוזיות כלל-משקית בישראל, 1995-2015", התקבל בדוא"ל, 1 בדצמבר 2019.