

**התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל
והשפעתן על החברות ועל המשק**

קונסטנטין קוסנקו¹

סדרת מאמרים לדיון 2008.02
אפריל 2008

¹ מחלקת המחקר, בנק ישראל. <http://www.boi.gov.il>
אני מודה לישי יפה, יוג'ין קנדל, אנדרי שליפר ולמשתתפי הסמינרים בבנק ישראל, פורום ספיר (אוניברסיטת תל-אביב) ואוניברסיטת קיוטו על הערותיהם המועילות. אני אסיר תודה לוולדימיר ליפשיץ על תרומתו לבניית מאגר הנתונים ולמוריס דורפמן על הסיוע המעולה במחקר.

הדעות המובאות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

תקציר

קבוצה עסקית היא, בהגדרה לא-פורמלית, קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני או עסקי משותף. קבוצות עסקיות הן חלק אינטגרלי מחיי השוק במרבית הכלכלות בעולם. קבוצות אלה נבדלות ביניהן בפרמטרים רבים – ברמת הפיזור הענפית, בזהות הבעלים, במבנה ההחזקות, במידת המעורבות במגזר הפיננסי, בסיבות להיווצרותן וכן באופן התפתחותן והישענותן על קשרי הון-שלטון. קיומן של קבוצות עסקיות משנה את התפיסה המקובלת של הפירמה כיחידה כלכלית, וכך הופכת קבוצות אלו לרלוונטיות כמעט לכל סוגיה העולה לדיון כלכלי: בכל דיון בצמיחה ופיתוח, במימון חברות, במבנה ארגוני, בתחרותיות, בריכוזיות, בהתמודדות עם משברים פיננסיים ועוד נודעת לניתוח השפעתן של הקבוצות העסקיות חשיבות לא מבוטלת.

עבודה זו מתמקדת בקבוצות העסקיות בישראל – בהיסטוריה של התהוותן, במבנה שלהן ובהשפעתן על החברות ועל המשק כולו. לבחירה בישראל כמוקד למחקר כמה סיבות: ראשית, ישראל נמנית עם המשקים המפותחים, שלגביהם בולט היעדרן של עדויות שיטתיות על תפקידן והשפעתן של הקבוצות העסקיות; שנית, עצם קיומן של קבוצות כאלה בישראל, על רקע פעילותם של מוסדות פיננסיים איתנים ושוק הון מפותח מנוגד לתפיסה המקובלת, שלפיה מבנה ריכוזי של בעלות וריבוי של קבוצות שליטה מוסבר בהיעדרה או בחולשתה של מערכת אכיפה המגינה על זכויות המשקיעים. יתירה מזאת, המקרה הישראלי הוא פלטפורמה ייחודית לחקר אלמנטים רבים הקשורים במישרין או בעקיפין לסוגיית הקבוצות העסקיות בעולם; זאת מפני השילוב של תולדות התפתחותן של הקבוצות העסקיות ומעורבותה של הממשלה בפעילות המשק, קשרי גומלין הדוקים בין החברות למערכת הבנקאות, חילופים אינטנסיביים של האליטות השולטות, שינויים מהותיים בחקיקה בשוק ההון והתפתחותה הכלכלית המהירה של המדינה.

במחקר זה, המתבסס על מאגר נתוני פאנל ייחודי, שהורכב מכ-650 חברות ציבוריות אשר נסחרו בבורסה של תל אביב בין השנים 1995 ל-2005 נמצא כי כ-20 קבוצות עסקיות, רובן ככולן בבעלות משפחות, שלטו בכ-160 חברות ציבוריות ובקרוב למחצית מנתח השוק בתקופה הנסקרת. נתח השוק של 10 הקבוצות הגדולות הוא בין הגבוהים בעולם המערבי, ועומד על 30 אחוזים מהשוק. נמצא כי מבנה השליטה של הקבוצות העסקיות בישראל הוא פירמידלי מובהק: כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות מוחזקות במבנה זה, וקבוצות אלה מאופיינות בפיזור ענפי רחב עם התמקדות במגזר הפיננסי: כ-50 אחוזים מהחברות במגזר זה הן חברות מסונפות.

ניתוח אקונומטרי מעלה כי לעצם ההשתייכות לקבוצה עסקית בישראל אין השפעה על רווחיות החברה, כפי שהיא נמדדת על פי מספר פרמטרים חשבונאיים. עם זאת, ערכן הפיננסי של החברות המסונפות נמוך מזה של האחרות באופן מובהק. ממצאים אלה מצביעים על פרמיה שלילית של השוק באשר לחברות המסונפות; מכאן שהסיבות להיווצרותן של הקבוצות העסקיות בישראל ולהמשך קיומן הן כנראה לא כלכליות (כגון יוקרה, שיקולים פרטיים של בעליהן וכו'), ועלולות להוביל להתבצרות יתר של הקבוצות, ועמה – לפגיעה ביעילותו של המשק הישראלי.

EVOLUTION OF BUSINESS GROUPS IN ISRAEL: THEIR IMPACT AT THE LEVEL OF THE FIRM AND THE ECONOMY

KONSTANTIN KOSENKO*

Abstract

The paper, which is based on a newly constructed and unique database, examines the emergence, ownership structure, diversification, evolution and economic activity of business groups in Israel whose development over the years occurred against the background of government activity in the business sector and the financial markets, the rapid expansion of the economy, geopolitical shocks and the extremely unusual replacement of the ruling elites.

Using panel data on 650 public companies from 1995 to 2006, we identify twenty major business groups controlling about 160 listed companies and close to a half of total stock market capitalization, while the 10 largest groups' segment of the market capitalization is among the largest in the western world and amounts to 30 percent. These groups are family-controlled and highly diversified across different industries with common pyramidal structure of ownership: roughly 80 percent of all group-affiliated companies belong to business pyramids. Business groups are dominant especially in the financial sector, where half of banks and insurance companies are group-affiliated. Finally, using both stock market-based measures (Tobin's Q), and accounting measures of profitability (e.g. ROA), we find that group affiliation has no significant impact on accounting profitability, but it is associated with lower market valuation. In part, this seems to be due to conflicts between controlling and minority shareholders; and in part, this may reflect the fact that in a developed economy, where external markets are well-developed, business groups have no advantage in allocating resources internally. The reasons for their existence appear to have more to do with prestige, political ties, family considerations and other factors than with economic efficiency.

* Bank of Israel. Research Department. The article was written as part of 2006 Sapir Forum. I wish to thank Eugene Kandel, Andrei Shleifer, Yishay Yafeh and the participants at the Bank of Israel Research Department Seminar, Forum Sapir and conference participants at Kyoto University for their comments and suggestions. I also thank Morris Dorfman and Vladimir Lifschitz for their contribution to the construction of database and for excellent research assistance.

1. מבוא

אחת הסוגיות הנסקרות בתיאוריה המימונית הקלסית היא קיומו של קונפליקט בסיסי בין מנהל של חברה לבעלי מניותיה, סוגיה המכונה "בעיית הסוכן". לפי אותה תיאוריה, הפרדה בין הבעלות על החברה לבין השליטה בה עלולה ליצור פוטנציאל לניגודי עניינים, ולכן – לפגוע בביצועי החברה וברווחת המשקיעים. תופעה זו נובעת, כמובן, משוני במטרות בין מנהל החברה לבין בעליה – המשקיעים – ובשפה המקצועית, בין פונקציות התועלת שלהם: מנהל החברה ייטה למקד את מאמציו במירוב רווחי האישיים – רווחים מוחשיים, כשכר וטובות הנאה¹, ורווחים לא-מוחשיים, כהגדלת המוניטין שלו וניצולו; לעומת זאת התועלת של המשקיעים תלויה ישירות בביצועיה של החברה, ומכאן שמירוב רווחיה הוא העומד בראש סדר העדיפויות שלהם².

נושא "בעיית הסוכן" בכלל ו"עלויות הסוכן" בפרט נחקר בתחומי המימון והאסטרטגיה העסקית מאז אמצע המאה הקודמת. חוקרים רבים ניסו למצוא "תרופת פלא" לצמצום "עלויות הסוכן", על בסיס ההנחה הרווחת בדבר קיומן של חברות שהחזקות בהן מפוזרות בין משקיעים רבים – מבנה דומה לקורפורציות שבארה"ב (Berle and Means, 1932). הועלה מיגוון של פתרונות, האמורים להבטיח את יישוב הסתירה בין האינטרסים של בעלי החברות לאלה של המשקיעים – ביניהם שימוש ב"מצנחי זהב"³ (Lambert and Grossman and Hart (1986) ו- (Larcker (1985), Coase (1960), התניית התגמולים למנהלים בביצועיה של החברה בטווח ארוך (למשל בדרך של תיגמול באמצעות אופציות) ושימוש נרחב בחלוקת דיווידנדים (Jensen, 1986)⁴. כמה חוקרים (Johnson & Ellstrand, 1999 ואחרים) טענו שהפתרון ל"בעיית הסוכן" הוא דווקא יצירת גרעינים של בעלי שליטה, המחזיקים בחלק ניכר מזכויות ההצבעה⁵. זאת משום שריכוז השליטה בידי קבוצה מוגדרת של בעלי מניות אמור לאפשר פיקוח צמוד ומעורבות פעילה של הבעלים בניהול החברה, ובכך לצמצם את השפעת שיקול הדעת של המנהל ואת כוחו לניצול לרעה של משאבי החברה⁶. מחקרים אלו למעשה – בין בכוונה תחילה ובין בדיעבד – העמידו במבחן אמפירי את עצם קיומן של חברות בעלות מבנה בעלות "מפוזר", וממצאיהם הטילו ספק רב בהנחה של פיזור הבעלות, שהובילה את המחשבה המימונית במשך כשני דורות. [ממצאיהם לא הצליחו ביותר בהתמודדות עם אתגרים תיאורטיים ופרקטיים: ראשית, התברר כי התהוותם של גרעיני שליטה מביאה דווקא להחמרה של בעיית הסוכן, המתבטאת בניצול של מיעוט המשקיעים בידי הגרעין השולט. שנית, עוד בסוף שנות השמונים (Stulz, 1988; Shleifer and Vishny, 1988) נמצאו עדויות לווריאציה נוספת של בעיית הסוכן: ריכוזיות גבוהה בהחזקות החברה עלולה להביא ל"התבצרות" של הדרג הניהולי השולט (entrenchment problem; מצב שבו לא ניתן להחליף דרג

¹ ראו Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Anderson and Reeb, 2003; Morck, Wolfenzon and Yeung, 2005.
² עוצמת ניגודי האינטרסים בין הצדדים תלויה כמובן [בדיפוזיציה בבעלות] [בפיזור הבעלות] על החברה, כלומר בפיזור ההחזקות של המשקיעים; משמעותו של פיזור רחב היא הגברת כוחו של הדרג הניהולי ואי יכולתם של המשקיעים להתארגן.
³ רעיון המבוסס על "משפט קוואזי".

⁴ לפי רעיון זה חלוקת דיווידנדים נרחבת תפעל לצמצום מלאי המזומנים הנגיש למנהל החברה, ובכך תפנה את המנהלים לגיוס מקורות חיצוניים, אשר יעמיד את ביצועיהם במבחן השוק.

⁵ לעומת מחקרים אלה טענו Holmstrom and Tirole, 1993, כי הגדלת ריכוזיות הבעלות עלולה להשפיע על ביצועי החברה לשלילה, בשל השפעתה השלילית על מנגנוני השוק. על פי גישה זו "משמעת השוק" יכולה לפעול בשתי דרכים – דרך "איום ההשתלטות", או דרך מחירי המניות, המבטאים את כל האינפורמציה על החברה. מאמרים אחדים אכן הצליחו להוכיח אמפירית את קיומה של "משמעת השוק", אולם נראה שהשפעתם של מנגנוני השוק פחותה מהשפעת מנגנוני הבקרה של בעלי החחזקה הגדולים.

⁶ לתוצאות דומות אפשר לצפות גם במקרים שבהם חלקו של מנהל החברה בבעלות עולה – דבר המחזק את הזיקה בין תועלתו האישית לבין ביצועי הפירמה.

זה, והחלטותיו אינן ניתנות לשינוי או לביקורת, אפילו אם אינן יעילות) ולהקצאה מוטה של מקורות החברה. שלישית, עצם ריכוז הדיון סביב פיזור רב של ההחזקות וגרעיני השליטה היה מוטעה, שכן הנחת היסוד שלו התבררה כשגויה: בעבודות אמפיריות שונות נמצא כי גרעיני שליטה אינם הטרוגניים, ולא עוד אלא שבעליהם נוהגים לשלוט בחברות רבות.

סוגיית ההומוגניות בריכוז השליטה נחשפה במחקרם המפורסם של La Porta, Silanes, Shleifer and Vishny (1999), הנחשב לאחד מאבני היסוד של הזרם המחקרי החדש⁷. עבודתם איתגרה את המחשבה המימונית הסטנדרטית בהציגה עדויות שיטתיות להימצאותם של בעלי שליטה "אולטימטיביים" (יחידים, הניתנים לזיהוי), במרבית החברות הגדולות בעולם⁸ והצביעה על מטמורפוזה בצורת הבעלות של החברות מחוץ למערכת האנגלו-סקסית. על סמך מדגם של 27 מדינות נמצא כי חברות עסקיות מוחזקות בידי בעלי שליטה "אולטימטיביים", לרוב משפחות, אשר לעתים קרובות ממלאים גם תפקידי ניהול⁹. בין היתר נמצא כי בעלים אלה משיגים שליטה רחבה במספר חברות, בעיקר דרך שימוש במבנה בעלות ייחודי בעל צורה של פירמידה, המאפשר השגת שליטה באמצעות היקף מצומצם של ההון האיש¹⁰. כך, אמנם לא באופן מפורש, הועלה לדיון רחב נושא קיומן של קבוצות עסקיות: צורה מיוחדת של ארגון, בין שוק לחברה, או, במילים אחרות – קבוצה של חברות, שלפי הגדרתן מהוות יישויות משפטיות נפרדות, אך קשורות ביניהן בקשרים פורמליים (החזקות) ובקשרים לא-פורמליים כקשרי בעלות משפחתיים, עסקיים או חברתיים.

כעבור זמן לא רב, ולאור זרם עדויות אינטנסיבי, התברר כי הקבוצות העסקיות הן חלק אינטגרלי מחיי השוק במרבית המדינות בעולם. הן קיימות בשווקים מתפתחים כהודו ופקיסטן, ברזיל, צ'ילה, ארגנטינה, אינדונזיה, קוריאה ותאילנד, אך גם במשקים מפותחים של אירופה כגון איטליה, ספרד, צרפת, גרמניה ובלגיה, וכן במדינות סקנדינביות (שבדיה ונורבגיה). הקבוצות העסקיות בעולם נבדלות ביניהן בפרמטרים רבים – ברמת הפיזור הענפית, בזהות הבעלים, במבנה ההחזקות, במעורבות במגזר פיננסי, בסיבות להיווצרותן, בהן סיבות תרבותיות, היסטוריות ופוליטיות, וכן באופן התפתחותן והישענותן על קשרי הון-שלטון¹¹. הקבוצות העסקיות בעולם מכונות בשמות שונים – ה-"chaebols" הקוריאניים, ה-"keiretsu" היפניים, ה-"business houses" ההודיים, ה-"קונצרנים" האירופיים – אך לכולן מכנה משותף: הן שינו לחלוטין את התפיסה הסטנדרטית של הפירמה כיחידה כלכלית, ובכך הפכו רלוונטיות כמעט לכל סוגיה העולה לדיון כלכלי; בכל דיון בצמיחה ופיתוח, במימון חברות, במבנה ארגוני, בתחרותיות, בריכוזיות, בהתמודדות עם משברים פיננסיים ועוד נודעת לניתוח השפעתן של הקבוצות העסקיות חשיבות לא מבוטלת. ואולם, על אף ריבוי העדויות, הבנתנו את הקבוצות העסקיות ואת השפעתן על הכלכלה ברמות המיקרו והמשק היא, לעת עתה, רחוקה מלהיות מספקת. מכאן החשיבות של בסיס תיאורטי ואמפירי מוצק ושל השוואת הממצאים בין מדינות שונות. ניתוח רחב של סוגיית

⁷ Leff (1976), Yafeh and Khana (2007), עדויות ראשונות להתקבצות השליטה בידי בעלים אולטימטיביים והשגת שליטה במספר רב של החברות הגיעו ממחקרים בתחום של "ממשל תאגידי" בגרמניה ויפן (Prowse, 1992; Berglof & Perotti, 1994; Edwards and Fisher, 1994; Kester, 1992; Granvotter, 1995).
⁸ להגדרה מדויקת ראו La Porta et al. (1999).

⁹ חשוב להדגיש שתדומתם העיקרית של La Porta et al. אינה בהתמודדות עם השלכות הכלכליות של הממצא החדש, אלא במתן זווית ראייה מהפכנית על הגדרתו ומבנהו של הבעלות בתאגיד עסקי מודרני.

¹⁰ במחקרם מתוארים כ-20 צורות של מבנה השליטה.

¹¹ לדוגמה: בסין הקבוצות העסקיות מאופיינות בפיזור ענפי רחב ובהישענות על קשרים הדוקים עם הממשל יותר מאשר עם המשפחות הספציפיות.

הקבוצות העסקיות עשוי לשפוך אור על שאלות כלכליות מורכבות, ובכך לתרום להבנת השלכותיה העתידיות.

מחקר זה מתמקד בקבוצות העסקיות בישראל, בהיסטוריה של התהוותן, במבנה שלהן ובהשפעתן על החברות ועל המשק כולו. הבחירה בישראל כמוקד למחקר האמפירי אינה נובעת רק מהיותה מ"נטאי הביתיות" של החוקר. ראשית, ישראל נמנית עם המשקים המפותחים, שלגביהם בולט היעדרן של עדויות שיטתיות על תפקידן והשפעתן של הקבוצות העסקיות; שנית, לקבוצות העסקיות בישראל מספר מאפיינים ייחודיים, שאותם אנו רוצים להעמיד בפרספקטיבה רחבה. עצם קיומן של קבוצות כאלה על רקע פעילותם של מוסדות פיננסיים איתנים ושוק הון מפותח עומד בניגוד לתפיסה המקובלת, מיסודם של (La Porta et al. 1999) – אשר לפיה מבנה ריכוזי של בעלות וריבוי של קבוצות שליטה מוסבר בהיעדרה או בחולשתה של מערכת אכיפה המגינה על זכויות המשקיעים. יתירה מזאת, המקרה הישראלי הוא פלטפורמה ייחודית לחקר אלמנטים רבים הקשורים במישרין או בעקיפין לסוגיית הקבוצות העסקיות בעולם; זאת מפני השילוב של תולדות התפתחותן של הקבוצות העסקיות ומעורבותה של הממשלה בפעילות המשק, קשרי גומלין הדוקים בין החברות למערכת הבנקאות, חילופים אינטנסיביים של האליטות השולטות, שינויים מהותיים בחקיקה בשוק ההון¹² והתפתחותה הכלכלית המהירה של המדינה. אנו מאמינים שניתוח מעמיק של מכלול סוגיות אלה בישראל עשוי להעשיר את הבנת תפקודן ותרומתן של הקבוצות העסקיות ולשמש אינדיקציה להתפתחותן העתידית גם במדינות אחרות, במיוחד בשווקים המתפתחים.

מחקר זה מתבסס על מאגר נתוני פאנל ייחודי, שהורכב מכ-650 חברות ציבוריות אשר נסחרו בבורסה של תל אביב בין 1995 ל-2005. מטרת המחקר היא לזהות את קיומן של קבוצות עסקיות בישראל, לאפיין את מבנה החזקותיהן ואופי השתייכותן של חברות לקבוצות בעלות, תוך בחינת מידת פיזורן הענפית של הקבוצות, האינטגרציה שלהן עם המוסדות הפיננסיים והשפעתן על ביצועי החברות הציבוריות המסונפות אליהן. כיוון שעבודה מסוג זה ובהיקף כה רחב על המשק הישראלי מתבצעת כאן לראשונה, אין ביכולתנו להשוות את ממצאיה עם ממצאים קודמים.

המחקר בנוי כדלקמן: בפרק השני אסקור את התיאוריה של הקבוצות העסקיות ואת העדויות האמפיריות לגבי השפעתן על ביצועי החברות; הפרק השלישי יוקדש לסקירה היסטורית רחבה של התפתחות הקבוצות העסקיות בישראל; בפרק הרביעי אציג את המדגם הייחודי ששימש אותי לבדיקות הסטטיסטיות, את השיטה האמפירית ואת ההשערות העיקריות; בפרק החמישי אערוך ניתוח אקונומטרי של הנתונים, ובפרק האחרון אסיק מסקנות ואסכם.

¹² הרפורמות בשוק ההון והחקיקה שביטלה את ההפרדה במניות בין זכויות הצבעה לזכויות בהון.

2. סקירת הספרות והתיאוריה של הקבוצות העסקיות

לפני הדיון בתיאוריה של הקבוצות העסקיות ובהשפעתן על ביצועיהן של החברות מן הראוי להגדיר המושג "קבוצה עסקית". סקירה ענפה של עבודות שונות מלמדת כי אין זו משימה פשוטה. כפי שצינו (Ghemawat and Khana, 1998), ההגדרה של קבוצה עסקית משתנה ממדינה למדינה ומחוקר לחוקר. כך (Granovetter, 1994) מגדיר קבוצה עסקית כ"קבוצה של חברות הקשורות ביניהן בדרכים שונות ולא דווקא פורמליות". Powell and Smith-Doer (1994), בסקירה רחבה, רואים בקבוצות "רשת של חברות המשתפות פעולה ביניהן לאורך זמן", ו-Strachan (1976) מגדיר אותן כ"התארגנות ארוכת טווח של חברות ומנהליהן". עצם ריבוי ההגדרות הניע אותי לאמץ את התפיסה הרחבה של קבוצה עסקית, שהוזכר לראשונה Leff (1978): "קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי, על בסיס רקע אישי, אתני או עסקי משותף"¹³.

הגדרה זו מלמדת שהקבוצות העסקיות אינן הומוגניות בטבען, וזאת הן מפני התנאים והסיבות להיווצרותן והישענותן על סוגי התקשרות שונים¹⁴ והן מפני שוני במבנן. כפועל יוצא הקבוצות העסקיות שונות זו מזו גם בהשפעתן הכלכלית: מהן התורמות להתפתחות השווקים במילוי תפקידים שהמוסדות הכלכליים הלא מפותחים היו צריכים למלא, ומהן המזיקות להתפתחות הכלכלית בצבירת כוח מונופוליסטי, ניצול בלתי יעיל של המקורות, מניעת התפתחות טכנולוגית¹⁵ ועוד. כך או כך, רבים מסכימים כי אין אפשרות לחרוץ משפט לגבי מעמדן של הקבוצות העסקיות בכלכלה. האם כדאי להתייחס אליהן כאל "כלילות השלמות" או כאל "טפילות"? התשובה, כנראה, משתנה ממדינה למדינה ומקבוצה לקבוצה¹⁶.

הספרות על מימון מדגישה קשת רחבה של יתרונות וחסרונות בקיומן קבוצות עסקיות ובהשתייכותן של חברות אליהן. את היתרונות מייחסים בדרך כלל לתפקיד התיווך שהקבוצות העסקיות ממלאות, ביוצרן שווקים פנים-קבוצתיים, בעיקר פיננסיים. השתייכות לקבוצה עסקית עשויה לשפר את מעמדה של חברה יחסית לחברות לא-מסונפות (unaffiliated), משום שהקשרים בתוך הקבוצה ועיצוב זהות משותפת מאפשרות לחברה המשתייכת לקבוצה ליהנות ממיגוון מוצרים שהשווקים החיצוניים מתקשים לספק, או שמחירים גבוה. כך, לדוגמה, ההשתייכות לקבוצות עסקיות עשויה להיטיב במיוחד עם חברות קטנות, בעלות פוטנציאל צמיחה גבוה, וכן עם חברות המתקשות לגייס הון או שרירות במצוקה פיננסית. כפי שעולה מהנאמר לעיל, הצלחתן של קבוצות עסקיות בתפקידן כמתווכות תלויה ברמת אי יעילותם של השווקים החיצוניים (external markets); אי יעילות מאפיינת שווקים הנמצאים בשלבים הראשונים להתפתחותם (Amdsen, 1989; Aoki, 1990). אכן, ההשערה בדבר ריכוזן של הקבוצות העסקיות בעיקר במדינות המתפתחות נתמכת בעדויות אמפיריות רבות (Chang, Khanna and Palepu, 1999). על רקע זה נודעת לתפקידן הכלכלי של הקבוצות העסקיות ושל השווקים הפנים-קבוצתיים חשיבות רבה בעצם תרומתם להקצאה יעילה של ההון ביחס לשווקים החיצוניים (Stein, 1997), להקטנת

¹³ בדומה ל-Leff מדגישים גם חוקרים אחרים וקובעי מדיניות את חשיבותם של הקשרים הסוציו-אקונומיים הפורמליים והלא-פורמליים בין החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות.

¹⁴ ראו (Morck, 2005).

¹⁵ ראו (Morck, 2000).

¹⁶ (Khanna and Yafeh, 2007).

עלויות העיסקה, לצמצום הסיכונים (Khanna and Yafeh, 2005) ולחיסון של הפירמות המשתייכות לקבוצות אלה מפני משברים פיננסיים ופשיטות רגל (Kim, 2004) – גם אם הפונקציה האחרונה מוסברת ברצון לשמור על המוניטין הכללי של הקבוצה (Goplan, Nanda and Seru, 2005). עם זאת כדאי לציין שתיווך פיננסי ואינפורמטיבי אינו התפקיד היחיד או העיקרי של רבות מהקבוצות, ואין לצפות אפרורית להשגת יעילות בשווקים הפיננסיים באמצעות פעילותן של הקבוצות (Khanna and Palepu, 1999a; Khanna and Rivkin, 1999b). לקבוצות עסקיות עשויים להיות תפקידים נוספים, בעלי השלכות חיוביות, כגון יצירת שווקים לעובדים ומנהלים והקצאתם היעילה בין המגזרים והחברות, וכן תרומה לקידמה הטכנולוגית (Classens, 1995; Djankov and Lang, 2000). בסיכום – להשתייכות לקבוצה עסקית עשויות להיות השפעות חיוביות על ביצועיהן של חברות, על ההסתברות להישרדותן לאורך זמן וגם על הפעילות המשקית בכללותה. עם זאת, התיאוריה הכלכלית-מימונית והעדויות האמפיריות מציגות בפנינו גם את צדן האפל של הקבוצות.

בעשור האחרון הדין על החסרונות בקיומן של קבוצות עסקיות התרכז רובו ככולו בסוגיית הבעלות, המבנה ופיזור ההחזקות בתוך הקבוצות, ובמידת השפעתם של אלה על החברות המסונפות. בחזית הדין עומדות שאלות לגבי "בעיית הסוכן", ניצול מיעוט המשקיעים ופגיעה ביעילותם של השווקים. טענתם של המתנגדים לקבוצות העסקיות היא שהמבנה המורכב שלהן, הכולל, בין היתר¹⁷, צורת פירמידה בהחזקות¹⁸, וקיומם של השווקים הפנים-קבוצתיים יכולים להוביל אף להתעצמותה של "בעיית הסוכן" בחברות המסונפות בהשוואה לחברות הלא-מסונפות. קביעה זו מתבססת על שלושה טיעונים עיקריים: ראשית, מבנה בעלות פירמידלי וריכוז של הבעלות בידי פרטים מעטים, לרוב משפחות ואליטות פיננסיות, מאפשר שליטה בפועל על מרבית החברות בהשקעה קטנה יחסית, או, במילים אחרות, הפרדה רחבה בין הבעלות לשליטה – ליבה של "בעיית הסוכן". התוצאה היא פוטנציאל רב לניצול של מיעוט המשקיעים על ידי בעלי גרעין השליטה – למשל העברת מקורות לפרויקטים בעלי חשיבות ספציפית לבעליהן העיקריים של החברות על חשבון הפרויקטים המגדילים את רווחתם של שאר המשקיעים. שנית, ריכוזיות גבוהה של השליטה בחברות המסונפות לקבוצות עסקיות מאפשרת לבעלי הקבוצות יצירת שדולה עסקית ואף פוליטית, נטילת פחות סיכונים ו"התבצרות" של ה"התבצרות" הן מרחיקות לכת, ועלולות להתבטא, עקב פיזורן הרחב של הקבוצות העסקיות, אף בהאטה של תהליך הצמיחה במשק (Morck, 2000), בגלל הימנעות מנטילת סיכונים, השקעה מצומצמת, מניעת התפתחות טכנולוגית וכו'. ולבסוף – המערכת הפנימית של הקבוצות העסקיות מהווה קרקע להיווצרותה של תופעת ה"מנהרות" (tunneling)¹⁹: העברת מקורות בין חברות בתוך הקבוצה – מהחברות הנמצאות בתחתית הפירמידה לאלה שבקודקודה. העברות אלה מתבצעות לרוב לפי תבנית מורכבת – בדרך של מכירת מוצרים ושירותים במחירים מלאכותיים, מתן הלוואות מועדפות לחברות שבראש הפירמידה ועוד. בעיית המנהרות היא למעשה נקודת מפגש של בעיית הסוכן וה"התבצרות", שכן צירוף ההשפעות של שתי אלה עשוי להשתקף בניצול מתמיד של החברות הנמצאות בתחתית הפירמידה על ידי בעלי הקבוצות ה"מבוצרים", שמשגים שליטה מלאה למרות החזקה זעירה. המכלול של שלוש ההשפעות האמורות משפיע לשלילה על הממשל התאגידי של החברות, על ערכן, על רווחת המשקיעים ועל התנהלות השווקים.

¹⁷ החזקות צולבות ומניות דואליות.

¹⁸ התיאוריה של Almeida and Wolfenzon (2006).

¹⁹ Johnson et al.

העדויות האמפיריות להשפעתן של הקבוצות העסקיות על ביצועי החברות המסונפות כשלעצמם וביחס לאלו של הלא-מסונפות הן מעורבות ורחוקות מלהיות משכנעות. תרומתן של הקבוצות לצמצום מגבלות האשראי הכובלות את החברות ולעמידותן של החברות בתנאים של מצוקה פיננסית והתייקרות גיוסי הון נבדקה לגבי יפן. (Hoshi, Kayshap and Scharfstein (1990) מצאו כי חברות יפניות המשתייכות לקבוצות עסקיות שנהנות מקשרים הדוקים עם המוסדות הפיננסיים משקיעות ומוכרות בתקופות של מצוקה פיננסית יותר מוצרים מחברות לא-מסונפות. (Hoshi, Kayshap and Scharfstein (1991) ניתחו את ההשפעה של השתייכות לקבוצות המזוהות עם הבנקים העיקריים ביפן ומצאו כי החברות המסונפות סובלות פחות מבעיות של העדר מידע והעדר תמריצים, וכי הרגישות של היקפי השקעתן לרמת הנזילות נמוכה. (Perotti and Gelfer (1999, 2000) מצאו כי ברוסיה הקבוצות הפיננסיות (FIGS) מקצות הון בין החברות המסונפות ביעילות רבה יותר מזו של השווקים החיצוניים. (Khanna and Palepu (1999b) מצאו כי המדדים לטיב התיווך של הקבוצות העסקיות בצ'ילה והודו בתחומי הייצור, שוק העבודה ושוק ההון מתואמים חיובית הן עם המדדים החשבונאיים והן עם המדדים הפיננסיים של ביצועי החברות.

עבודות אחרות הצביעו על השפעה מעורבת של ההשתייכות לקבוצות עסקיות על הערך או הביצועים של החברות. (Khanna and Palepu (2000) חקרו את ביצועיהן של הקבוצות העסקיות בהודו ומצאו, בין היתר, שלמדדים החשבונאיים ולמדדי שוק המניות יש קשר לא ליניארי עם פיזור של הקבוצה העסקית: ככל שפיזור של הקבוצה בין ענפי התעשייה השונים רב יותר, ביצועיהן של החברות ירודים יותר עם זאת, כאשר קבוצה עסקית מגיעה לגודלה האופטימלי, ביצועיהן של הפירמות המשתייכות אליה משתפרים במידה משמעותית. בעוד שלפי הממצאים ביצועיהן של החברות המסונפות עדיפים על אלו של הלא-מסונפות, החוקרים אינם מוצאים הבדל סיסטמטי מובהק בין שני סוגי החברות ברגישות של ההשקעות לתזרימי המזומנים – תוצאה הפוסלת קשר בין אפקט העושר לבין השווקים הפיננסיים הפנים-קבוצתיים. (Lins and Servaes (1999) מציינים כי ביצועיהן של החברות המסונפות נחותים מאלו של הלא-מסונפות, וכי בנוסף ישנן עדויות לקיומה של פרמיית פיזור שלילית (2002).

בעבודות נוספות נמצא כי לעלויות הסוכן השפעה חשובה על ההפסדים והרווחים מעצם ההשתייכות לקבוצות עסקיות, במיוחד לעלויות הקשורות לניגודי אינטרסים בין הגרעין השולט למיעוט המשקיעים בחברה. (Bae, Kang and Kim (2002) מצאו כי רכישת חברות חדשות ומיזוגן לתוך קבוצות קוריאניות (chaebols) משמשות את בעלי הגרעין השולט כדי להגדיל את רווחתם האישית על חשבון מיעוט המשקיעים – ממצא העולה בקנה אחד עם הנחת ה"מנהרות". גם (Bertrand, Mehta and Mullainathan (2002) מצאו, על סמך נתונים על החברות בהודו, כי הקבוצות משמשות את הבעלים ה"אולטימטיביים" כדי להעביר מקורות ממיעוט המשקיעים. כך זעזוע חיובי ברווחי החברות הנמצאות ברמות הנמוכות של פירמידת החזקה מהדהד בחברות אשר בקודקודה, אך לא להפך. (Classens et al. (1999 בנו מדד להפרדה בין זכויות ההצבעה לבין הזכויות בהון למספר פירמידות החזקה באסיה, ומצאו שמדד זה מתואם שלילית עם Tobin's Q. (Johnson et al. (1999 הראו שבעת המשבר פיננסי באסיה ירדו מדדי המניות בעוצמה רבה במדינות שבהן מערכת ההגנה על זכויות המשקיעים חלשה – ממצא שלדעתם הצביע

על אפשרות של "גנבות" מצד הדרג הניהולי באותה תקופה. (Morck et al. (1998) רואים בפירמידות בקנדה את אחד הגורמים לירידה בצמיחה שם. צריך לציין שקיימים גם ממצאים המצביעים על ניכיון בביצועים החשבונאיים של החברות המסונפות על ידי השוק – עדות להערכת חסר של המשקיעים כלפי אותן החברות, למשל מחשש לניצול לרעה של מקורותיהן.²⁰

בסיכום – מצויות עדויות רבות לניצול של מיעוט המשקיעים בקבוצות העסקיות ובצדן עדויות לתרומתן של הקבוצות ליעילות השווקים. עם זאת כדאי להדגיש שבבסיס הטיעונים בעד ונגד קיומן של קבוצות עסקיות ולגבי תרומתן החיובית עומדות הנחות חזקות בדבר אי יעילותם של השווקים והעדר מוסדות פיננסיים איתנים. ניצול של מיעוט המשקיעים מותנה גם בחולשה של החקיקה בתחום שוק ההון ובמיעוט הגנה על זכויותיהם של המשקיעים. תנאים מוקדמים אלה שוררים ברוב הכלכלות הצעירות והשווקים המתפתחים. האם בעזרת אותם טיעונים ניתן להתמודד עם עדויות להימצאותן של קבוצות עסקיות בשווקים מפותחים, שפועלות בהם מערכות פיננסיות איתנות, ולנתח את השפעתן של הקבוצות ברמות החברה הבודדת והמשק כולו? לשאלה זו טרם נמצא מענה מספק.²¹

בעבודה זו אנו מנסים לשפוך אור על סוגיות של קיומן של קבוצות עסקיות והשפעתן על הביצועים הכלכליים של החברות במשק הישראלי. העמדתה של ישראל בפרספקטיבה בין-לאומית מעלה כי השוק המקומי עונה להגדרה של שוק מפותח, שבו מערכת ההגנה על המשקיעים היא מן הגבוהות בעולם, ופועלים בו מוסדות פיננסיים וממשלתיים איתנים (לוח 1). עם זאת מבנה ההחזקות של רוב החברות הישראליות מאופיין בריכוזיות גבוהה ובמעורבות רבה של כמה קבוצות עסקיות שולטות. אותן קבוצות עסקיות מנהלות ברוב המקרים בידי מספר משפחות או פרטים, וממבנה שלהן הוא פירמידלי. מכאן שניתוח המקרה הישראלי נועד להצטרף לסדרה של עבודות, המתפרסמות לאחרונה, על פעילותן של קבוצות עסקיות בשווקים המפותחים²², ולהעשיר את הידע בתחום זה בפן הייחודי שלנו.

²⁰ Chile and India by Khanna and Palepu (1999,a,c).

²¹ עדויות מצרפת, גרמניה ויפן.

²² E.Goul in Canada.

לוח 1
מדדים להתפתחות הכלכלית (הפיננסית ואיכות השלטון)

מדינה	תוצר לנפש לפי PPP	ערך שוק (מיל' דולר)	יחס ערך השוק לתוצר	מספר החברות הבורסאיות	ריכוזיות החזקות	היקף ההנפקות הראשוניות (מיל' דולר)	מהירות המחזור	איכות השלטון הדמוקרטי	יחידות	דירוג "עשיית העסקים"	מדד להגנה על המשקיעים	יעילות מערכת המשפט
ארגנטינה	17,559	47,590	27%	104	53%	na	11%	5	6	109	6	6
ברזיל	10,637	474,647	50%	381	57%	2,028.53	43%	5	6	122	4	6
צ'ילה	13,745	136,493	114%	246	45%	485.80	15%	3	5	33	5	7
גרמניה	33,561	1,221,106	40%	764	48%	4,857.05	149%	10	9	20	5	9
יוון	30,731	145,121	54%	304	67%	1,568.63	49%	7	7	100	3	7
הונג קונג	41,614	1,054,999	528%	1135	54%	21,291.36	50%	0	9	4	9	10
הונגריה	21,040	32,576	25%	44	61%	6.84	74%	2	8	45	7	na
הודו	4,183	553,074	54%	4763	40%	1,318.88	76%	8	5	120	7	8
אירלנד	47,169	114,086	57%	66	39%	1,262.58	59%	10	9	8	9	9
ישראל	31,560	122,578	74%	606	59%	526.73	46%	9	8	29	9	10
איטליה	32,319	798,073	43%	282	58%	12,904.62	160%	10	6	53	6	7
יפן	34,024	4,572,901	73%	2351	18%	na	115%	10	9	12	8	10
מקסיקו	11,880	239,128	25%	326	64%	563.15	27%	1	5	44	5	6
פרו	7,410	24,140	25%	224	56%	na	10%	4	5	58	7	7
פיליפינים	5,738	39,818	34%	237	57%	543.00	20%	3	3	133	7	5
פלין	16,599	93,602	24%	241	43%	512.64	39%	2	7	74	9	na
סינגפור	36,286	257,341	197%	686	49%	3,906.75	48%	2	8	1	9	10
דרום קוריאה	25,840	718,011	52%	1616	29%	2,182.77	207%	3	5	30	7	6
ספרד	29,148	959,910	82%	na	51%	7,771.27	161%	7	7	38	4	6
שווייץ	40,590	935,448	210%	400	41%	2,670.29	115%	10	10	16	4	10
טאיוון	32,490	476,018	124%	696	18%	170.15	131%	1	7	50	4	7
תאילנד	9,714	123,885	69%	504	47%	1,052.46	81%	4	5	15	6	3
טורקיה	9,816	161,538	31%	304	59%	1,757.44	170%	7	5	57	5	4
בריטניה	37,328	3,058,182	127%	3091	19%	31,168.97	110%	10	9	6	7	10
ארה"ב	44,765	13,310,592	108%	2270	23%	44,115.54	99%	10	9	3	9	10

מקור: WEO. 2006: IMF. 2006: La Porta et al. (2006)

3. סקירה היסטורית (משנות החמישים ועד היום)²³

לשם הבנת השפעתן של הקבוצות העסקיות על המשק ברמות המיקרו והמקרו נדרשת פרספקטיבה היסטורית. זו תאפשר לזהות את האלמנטים הייחודיים של הקבוצות העסקיות, להבין לעומק את סביבת פעולתן ואת קשרי הגומלין שלהן עם היחידות הכלכליות האחרות – כדי לשלבם בניתוח הכלכלי. ההיסטוריה של הקבוצות העסקיות בישראל, המכונות "קבוצות בעלות", מלאה בנקודות מפנה. אופיין, הפיזור הענפי שלהן והתעצמותן הכלכלית הושפעו בתקופות שונות ממעורבותה האינטנסיבית של הממשלה במפת הבעלות (בשנותיה הראשונות של המדינה ובאמצע שנות השמונים), מתחלופה של האליטות השולטות (בשנות השישים והתשעים), ממשברים ביטחוניים ופיננסיים, מרפורמות כלכליות מרחיקות לכת (תוכנית הייצוב של אמצע שנות השמונים) ומהשלכותיהן, ומתהליכים דמוגרפיים (גל העלייה של שנות התשעים). סקירה זו תתמקד בנקודות עיקריות בתולדותיהן של הקבוצות העסקיות בישראל.

את השנים הראשונות שלאחר קום המדינה ניתן לאפיין כתקופה של עירוב תחומי האחריות בין המוסדות וההנהגה של המפלגה השולטת, המדינה, המוסדות הלאומיים וההסתדרות. העדר הפרדה בין ה"מדינה" לבין ההנהגה השולטת יצר מצב שבו התערבות מסיבית של השלטון ניכרה כמעט בכל תחומי הפעילות המשקית, ועמה העדפה ברורה לשליטה במשאביה של המדינה – דבר שיצר מייד מערכת ריכוזית ביותר. באותה עת נוסדו חברות ומפעלים עסקיים רבים שנשלטו בידי שלוש קבוצות בעלות עיקריות – ממשלת ישראל, הסוכנות היהודית וההסתדרות העובדים.

במדיניותה של הממשלה לגבי ההשקעות והשליטה בחברות ניתן להבחין בין תקופות שונות: עד אמצע שנות החמישים – במסגרת אגידה של הלאמת אוצרות הטבע, המים האדמות והשירותים שביטחון המדינה תלוי בהם – השקיעה הממשלה בעיקר בהקמתן של מספר חברות לניצול אוצרות הטבע ובמפעלי תשתית. בשנים 1956 ו-1957 חל שינוי במדיניות הממשלה ביחס להבטחת זכויות השליטה בחברות: בסוף שנות החמישים הקימה הממשלה חברות השקעה רבות, ובאמצעותן סייעה למפעלי תעשייה ונכנסה באופן מסיבי לעסקי הנפט. החל משנת 1962 התרחבה פעילותה העסקית של הממשלה, וזאת באמצעות כינון יישות משפטית של תאגיד לביצוע פעולות שונות. כך הוקמו חברות בנייה ושיכון, בנקים, חברת ביטוח וחברות לעידוד ענפים שונים, וכן חברות לשם מתן הלוואות למפעלים, לפיתוח אזורי ולשיכון. השפעתה של הממשלה הלכה וגדלה, ומיגוון פעולותיה הקיף את כל ענפי המשק. באותה תקופה עברו לבעלות המדינה חברות רבות שהתקשו לעמוד בהתחייבויותיהן, ובשנים מאוחרות יותר נמכרו רבות מהן למשקיעים פרטיים ולקבוצות בעלות אחרות.

מדיניותה של הסוכנות היהודית, שהייתה בשנותיה הראשונות הזרוע המבצעת של ההסתדרות הציונית העולמית, נגזרה מהיותה של מה שכוונה "הממשלה שבדרך". בתקופה זו ריכזה הסוכנות בידיה פונקציות פיננסיות נרחבות באמצעות "בנק לאומי לישראל" (בעבר "בנק אנגלו-פלסטינה"), השקיעה יחד עם המדינה במפעלי תשתית של המשק, בחקלאות ("יכין" ו"מקורות"), בתחום התחבורה, ההובלה ("צים") והבניין ("רסקו"). עם קום המדינה הופנו משאביה הרבים של הסוכנות לקליטת גלי העולים שהגיעו ארצה, וכתוצאה מכך קטנו מקורות ההון שעמדו לרשותה, והיא נאלצה להקטין בהדרגה את חלקה במרבית המפעלים שהיו בשליטתה. בעלותה של הסוכנות היהודית על חברות רבות עברה לידיה של המדינה, או פוזרה בין השותפים האחרים כגון קק"ל ו"חברת העובדים".

²³ סקירה זו מבוססת בחלקה על עבודותיהם של אהרוני וממן (1976, 2002, 2006).

"חברת העובדים" של ההסתדרות הכללית של העובדים הוקמה בעקבות הסכם בין "אחדות העבודה" ו"הפועל הצעיר", שנחתם עוד בשנת 1920. לאחר היווסדה החלה ההסתדרות בהקמתם של מפעלים כלכליים עצמאיים. כך הוקם בשנת 1921 "בנק הפועלים", ושנתיים מאוחר יותר נוסדה חברת "סולל בונה", שקיבלה על עצמה את התפקיד של ביצוע עבודות ציבוריות ובניין בארץ. "חברת העובדים" הייתה אמורה ליצור סינתזה בין ציונות לסוציאליזם, ולהוות מעין גורם ליצירת "מעגל כלכלי לאומי" (אהרונ, 1976). עם הזמן, במפגש עם התנאים האובייקטיביים המשתנים, הטשטשה האידיאולוגיה של המוסד, וכך הצטמצם הפער בין האידיאולוגיה המוצהרת, שנשאה אופי אוטופיסטי, לבין הצרכים הכלכליים. עם זאת הוכתבה מדיניותה של "חברת העובדים" על ידי שתי מטרות עיקריות אלו – ציונות וסוציאליזם – והיה רצון לראות את הרווחיות כאילוץ הכרחי, לא כמטרה עיקרית. משום כך נכנסה "חברת העובדים" לעסקים שנועדו, מחד גיסא, להגדיל את רווחתו של הפועל העברי ולספק לו מקום עבודה, ומאידך – לשרת את האינטרסים של התנועה הלאומית. לאור מדיניות זו התקיים שיתוף פעולה הדוק בין ההסתדרות לבין הסוכנות היהודית בארץ ישראל בהקמת מפעלי תשתית בעלי חשיבות משקית, ביטחונית ופוליטית. באותם שנים (שנות ה-60) קבוצת הבעלות של ההסתדרות כללה כ-2000 יחידות כלכליות שונות, ומשקלה בסך מספר המועסקים במשק נאמד ב-8.4 אחוזים. באמצע שנות השישים נמצאו בבעלותה של חברת העובדים החברות "סולל בונה", "כור", "חומה", "שיכון העובדים", תיעוש אזורי פיתוח, "יכין חק"ל", "הסנה", "בנק הפועלים" והקואופרטיבים כגון "המשביר המרכזי" ו"תנובה" ועוד. סגל הניהול של החברות שבבעלות הקבוצות במגזר הממשלתי היה מורכב רובו ככולו מפוליטיקאים מקורבים לשלטון ומקצינים בכירים יוצאי צה"ל – בהעדר מנהלים מקצועיים.

נוסף על שלוש הקבוצות האמורות פעלו באותן שנים גם תשע קבוצות בעלות במגזר הפרטי – מפעלים קטנים בבעלות של משפחה אחת או של שותפים מכמה משפחות. בעוד שהסתדרות העובדים והממשלה פעלו מכוח אינטרסים לאומיים, קווי היסוד של הבעלים הפרטיים הדגישו את ההכרח ברווח. מרבית המייסדים (וכן המנהלים) של אותן קבוצות בעלות פרטיות היו יוצאי מדינות מערב אירופה, והביאו עמם הון וניסיון מקצועי שנצבר ברובו מחוץ לארץ. מיגוון הפעילות של קבוצות הבעלות הפרטיות הקיף את מרבית הענפים – בנקאות וביטוח ("קבוצת בנק דיסקונט" בבעלות משפחת רקנאטי, משפחת אלרן וקבוצת נחום זאב וויליאמס), תעשייה ומסחר ("החברה המרכזית למסחר ולהשקעות בע"מ", "קבוצת מאיר", "קבוצת סחרוב"), בנייה ("אפריקה אי" להשקעות" ו"פי.אי.סי. - החברה הכלכלית לישראל"), תיירות ("קבוצת מאימ) וענפים רבים נוספים. פעילותן של קבוצות הבעלות המגוונות במגזר הפרטי דמתה מבחינות רבות לזו של קבוצות הבעלות במגזרים הממשלתי, הסוכנותי וההסתדרותי. אלה אף אלה החזיקו במקורות מימון מחוץ לגבולות ישראל, וכן בתיקי השקעות מגוונים בענפי המשק. חשוב להדגיש שלא פעם השתלבו האינטרסים של קבוצות הבעלות השונות. שילוב זה בלט במיוחד בהקמתן המשותפת של "חברות מרכזי כובד" ("כלל", "הבנק לפיתוח התעשייה", "חברת קו צינור אילת", חברת "דלק" ו"החברה לישראל"), אשר דרך השקעות במיגוון חברות במשק, היוו למעשה את מרכזי העצבים של הפעילות הכלכלית בישראל²⁴. מבנה החזקות אנכי (פירמידלי) לא היה רווח באותה עת, אולי מפני טבעם הסימביוטי של היחסים בין הממשלה למגזר העסקי: הממשלה, אשר בעצם הכתיבה את הכיוון העסקי של התפתחות הקבוצות העסקיות, לא הייתה מעוניינת ברווחים כלכליים, ונשענה על הניסיון של מנהלים מקצועיים בפעילותה להאצת הצמיחה הכלכלית.

²⁴ לדוגמה: שליטתה של חברת "כלל" התפרסה על יותר מ-100 חברות (נכון לשנת 1973).

במקביל, הקבוצות העסקיות במגזר הפרטי, תוך שיתוף פעולה עם הממשלה באותם מרכזי כובד, פיזרו את תיקייהן הפיננסיים, ובהתבסס על ביטוח ממשלתי מלאכותי נמנעו מהוצאות אישיות גבוהות. האליטה העסקית לא הייתה מסוגלת ולא הביעה כל רצון להוביל את ההתפתחות הכלכלית של מדינת ישראל, ובמקרים רבים אף "שיוועה" להתערבות ממשלתית (Bichler, 1996). להבדיל משיתוף הפעולה האמור עם הממשלה, לא נמצאו עדויות לקשרים סוציו-אקונומיים בין הקבוצות העסקיות במגזר הפרטי לבין עצמן בשנות החמישים והשישים.

הפיחות של תחילת שנות השישים והמיתון שהחל בשנת 1966 השפיעו מאוד על הרכבן של קבוצות הבעלות בישראל. על רקע חילופי הדורות בהנהלותיהן של החברות הפרטיות, עלו ואף התעצמו מריבות ישנות בתוך המשפחות השולטות ובין השותפים העסקיים. בשנים ההן ניכר גל מכירות של חברות, ומפת הבעלות במדינת ישראל השתנתה. חברות במגזר הפרטי נמכרו בעיקר לבעלי המשאבים הנדרשים – משקיעים זרים ומקומיים וקונצרנים של "חברת העובדים" וההתיישבות העובדת. תהליך זה יצר בסופו של דבר מערכת דואלית במשק: לצד פירמות גדולות מעטות (50 בסך הכול) ומרוכזות התקיימו עסקים קטנים רבים. ניתן לסכם ולומר כי המיתון של שנות השישים היה נקודת מפנה ראשונה בתהליך היווצרותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשליטה בהן – עלייה בריכוזיות ובקיטוב במשק: מצד אחד מספר מצומצם של חברות גדולות, ומהצד האחר ריבוי של חברות קטנות.

התעצמותן הכלכלית של קבוצות עסקיות רבות בסוף שנות השישים הושגה בראש ובראשונה על רקע גידול רב של פעילות התעשייה הביטחונית, תוצאת מספר עימותים צבאיים עם המדינות השכנות. רוב החברות הביטחוניות החזיקו בעמדות מפתח בקבוצות עסקיות שבעלות המדינה וכן בקבוצות ההחזקה הגדולות (איי. די. בי. החזיקה בחברות "אלביט" ו"ישקר"; "כור" שלטה ב"תדיראן", "ב"סולתם" וב"טלרד"; לחברת "כלל" הייתה בעלות על "אורדן" ועל "וולקן"). כתוצאה מכך, הצמיחה בישראל, שמסוף שנות השישים ועד לאחר 1973 נשענה ברובה על התעשייה הביטחונית, היטיבה במיוחד עם קבוצות אלה וסייעה להתפתחותן המהירה. תפקידן המרכזי של הקבוצות העסקיות התעצם אפילו בתקופת האינפלציה הגבוהה: דווקא התקופה המכונה ה"עשור האבוד" של המשק הישראלי (1984 עד 1974) נחשבת לתקופת הזוהר של הקבוצות העסקיות, וזאת עקב ההתרחבות בתחומים הביטחוני והפיננסי, שהיו אז לב ליבן של מרבית הקבוצות. כך, לדוגמה, שלושת הבנקים הגדולים ("לאומי", "הפועלים" ו"דיסקונט"), שהשתייכו לקבוצות הבעלות העיקריות, הגדילו את חלקם בת"ג בשנים 1975 עד 1980 כמעט פי שניים, ורווחיהם גדלו באותה תקופה פי ארבעה במונחים ריאליים.

עם זאת, התקופה הקשה לא פסחה על הקבוצות העסקיות. באמצע שנות השמונים נקלעו רובן למשבר, משתי סיבות עיקריות: ראשית, משבר הבנקים (1983) הביא להעברת השליטה ברובם לידי הממשלה; שנית, קיצוץ נרחב בהוצאות הביטחון במסגרת תוכנית הייצוב של 1985 יחד עם משבר בשוקי הנשק העולמיים הביאו להרעה ניכרת ברווחיותן של חברות התעשייה הביטחונית. ואולם, המשבר שפקד את הקבוצות העסקיות בישראל היה קצר, ואף, ובאופן פרדוקסלי, הוליד את תקופת ה"תחייה" בהתפתחות הקבוצות העסקיות בישראל.

בשנים שלאחר תוכנית הייצוב שררה הסכמה כללית בדבר הצורך בשינוי דרסטי בדפוס ההתנהגות הכלכלית של המשק. תוכנית הייצוב, שזכתה לתמיכה לאומית רחבה, שינתה את תפיסתם של קובעי המדיניות לגבי ההתנהלות הראויה של המשק הישראלי. בעקבות תוכנית מוצהרת של הפרטה, ירדה הבעלות הממשלתית במגזר העסקי מכ-27 אחוזים בשנת 1985 לכ-6 אחוזים בשנת 1995, ורוב החברות המופרטות הועברו במהירות לידי קבוצות עסקיות שולטות.

כך, לדוגמה, כ"ל, ששלטה על רוב המחצבים של ישראל, נפלה לידיה של משפחת אייזנברג, והבעלות על "שיכון ופיתוח" – החברה המובילה בתחום הנדל"ן – התחלקה בין "כלל", משפחת אייזנברג ו"בנק הפועלים"²⁵. גם המונופול הממשלתי על החברות עתירות הידע במגזר הביטחוני ספג מהלומה: בשנת 1987 נאלצה התעשייה האווירית לפטר מהנדסים רבים, ואלה הקימו מספר מפעלים פרטיים בתחומי הטכנולוגיה העילית והמידע. קבוצות עסקיות רכשו חלק מהחברות החדשות, והצליחו להתרחב גם בתקופת גל העלייה, שיצר צורך בקליטת עובדים חדשים רבים, וכן יצר "בועה" בתחום הנדל"ן²⁶. במקביל להתרחבות העסקית התנהל בקבוצות העסקיות תהליך מסיבי של החלפות הבעלות ושינויים מבניים בפיזורן.

לקראת סוף שנות התשעים לא נותרה אף אחת מקבוצות הבעלות בהיקף שבו היא פעלה בשנות השישים והשבעים, וכמעט כולן אינן קיימות עוד, לפחות לא באותה הבעלות. על אף תהליך ההפרטה וצמצום ניכר של מעורבות הממשלה, השינויים הגדולים ביותר נרשמו דווקא בקבוצת הבעלות של הסתדרות העובדים. לאחר עלייתו של משקל הקבוצה בתוצר הנקי מ-18 אחוזים בשנת 1953 ל-23 אחוזים בשנות השישים והשבעים, צנח משקלה של קבוצה זו ל-14 אחוזים בתחילת שנות התשעים ולאחוזים בודדים בתחילת האלף הנוכחי. רוב הקונצרנים נמכרו לידיים פרטיות, ובמשקי העובדים התחוללו שינויים מהפכניים. קבוצת הסוכנות היהודית נותרה גם היא ללא שליטה על עסקים בהיקף גדול. מרכז הכובד של קבוצה זו, חברת "ריסקו" – שבבעלותה היו חברות בנות רבות, ובראשן "אלקטרה" ו"טלקו" – הפכה לחברה-נכדה של חברת "ערד", שבבעלות משפחת אייזנברג, גזונטהייט ושיפצר, ו"אלקטרה" עברה לבעלותה של משפחת זלקינד.

במגזר הפרטי נותרו בבעלות הראשונית עוד באמצע שנות השישים רק שתיים מתוך תשע קבוצות: "בנק אלרן", שהיה בבעלות משפחת אלרן, נמכר ל"בנק פוחכטוונגר", שהיה אז בבעלותה של משפחת אפשטיין, ושני אלה מוזגו בסופו של דבר לתוך "בנק לאומי לישראל". קבוצת "בנק דיסקונט" שינתה את פניה באופן ניכר: "בנק דיסקונט" עבר תחילה לבעלותה של הממשלה, והשקעותיו בענפים האחרים, באמצעות אי. די. בי. נמכרו על ידי משפחות רקנאטי וקרסו למשפחת דנקנר. "החברה הישראלית המרכזית למסחר" הפכה לחלק מ"כלל". קבוצת נחום זאבי ("בנק ארץ-ישראל בריטניה") חדלה לפעול כבר ב-1974, כאשר רוב נכסיה עברו לבנק ישראל. היקף העסקים של משפחות מאיר וסחרוב הצטמצם מאוד, וקבוצת פי. אי. סי. הפכה לחלק מאי. די. בי.

מבין חמשת הבנקים הגדולים – "הפועלים", "לאומי", "דיסקונט", "המזרחי" ו"הבינלאומי הראשון" – רק האחרון היה בשליטתה של משפחה (ספרא); בארבעת האחרים שלטה מדינת ישראל (בעקבות משבר מניות הבנקים ב-1983). במסגרת המאמצים להפריט את החזקות הממשלה במערכת הבנקאות נמכרה השליטה ב"בנק המזרחי" למשפחת עופר ולמוזי וורטהיים, והשליטה ב"בנק הפועלים" נרכשה בידי משפחות אריסון ודנקנר. אשר לחברות ההחזקה הגדולות²⁷: אי. די. בי., "החברה לישראל", "כור" ופי. בי. נמכרו לבעלים חדשים – לקבוצת דנקנר, למשפחת עופר, לקבוצת קלאריג, שבשליטתו של צירלס ברופמן, ולמשפחת ליברמן וצדיק בינו, בהתאמה. התחזקו והתרחבו גם מוקדי כוח נוספים: קבוצת "אלקו" (שבבעלות גרשון זלינכר) רכשה את השק"ם ו"אלקטרה", קבוצת פישמן (שבבעלותה גם "מבני תעשייה" ו"החברה

²⁵ לסיכום ההפרטה ראו שרייבר (1995).

²⁶ כוונה למפעלים כגון "נשר", "כור", "כלל" שהיו בבעלות הקבוצות.

²⁷ צריך לציין שמפת הבעלות והקבוצות עסקיות בישראל אינה כוללת חברות ענקיות שאינן קבוצות החזקה. ברובן המכריע של אלה האליטה העסקית שולטת פחות מ-30 שנה. בקבוצת "ישקר" שולטים מייסדה סטף וורטיימר ובנו איתן; החברות "שטראוס" ו"עלית" הן בשליטת משפחת שטראוס; דלתא נשלטת בידי דב לאוטמן; אוסם היא בשליטת משפחת פרופר והבעלים של "דלק" הוא יצחק תשובה.

הכלכלית לירושלים") רכשו בהפרטה מהמדינה את "ידיעות האחרונות" ו"ערוצי זהב", דודי ויסמן ושרגא בירן ("דור אלון") רכשו את "הריבוע הכחול", ולב לבייב, לאחר הצלחתו המסחררת בעסקי היהלומים, השתלט על חברת "אפריקה ישראל".

מהסתכלות על מבנה המשק עולה כי לקראת סוף שנות התשעים התחלפה הבעלות בחלק ניכר מהחברות הגדולות. את ההחלפה בעלות אפשרו היקפי האשראי הגבוהים, שנטלו הקונים, בהבטיחם לשלם דיווידנדים גבוהים בעתיד. החברות שבהן הועברה השליטה הן: "בזק" (לזאבי ובשנת 2005 למשפחת סבן), "בנק הפועלים" (לאריסון), "בנק המזרחי" (למשפחות עופר וורטהיים) ו"בנק איגוד" (לשלמה אליהו, למשפחת לובינסקי ולישעיהו לנדאו), "כלל סחר" (לזאבי), "החברה לישראל" (השליטה נמכרה ממשפחת אייזנברג למשפחת עופר ב-1999), חברת הדלק "סונול" ומפעל הצבעים "טמבור" (למשפחת בורוביץ), חברת הדלק "דלק" (ליצחק תשובה), ידיעות אחרונות (לפישמן) וחברות הכבלים. על אלה נוספו פי.בי., שבינו צדיק ומשפחת ליברמן רכשו ממשפחת ספרא, ו"אי.די.בי. אחזקות" שרכש נוחי דנקנר ממשפחות רקנאטי וקרסו (עסקה שמונפה על ידי "בנק לאומי" ו"מבטחים"). המבנה הייחודי של הקבוצות העסקיות נשאר לרוב ללא שינוי, כך שפירמידות ההחזקה המשיכו לבלוט בנוף הכלכלה הישראלית. מרבית הבעלים החדשים היו יזמים ש"בנו" את עצמם במהלך השנים, ניצלו ידע ואסטרטגיה עסקית עדיפים והתבססו במקרים רבים גם על הון שיצרו או ירשו בחוץ לארץ. חלקם אף נבנה מהתפתחותה המהירה של תעשיית הטכנולוגיה העילית בעולם ובישראל, אולם אלה, כנראה בשל חלופות של הון סיכון וקיומם של שווקים גלובליים, העדיפו לנהל חברות בודדות מאשר להשקיע בהקמתן של קבוצות עסקיות בתחום הטכנולוגיה העילית.

הקבוצות העסקיות חדשות, שלא כקודמותיהן, חיזקו את אחיזתן בכלכלה הישראלית באמצעות רשת ענפה של קשרי גומלין ביניהן וכן באמצעות קשרים חברתיים (דירקטורים משותפים בחברות מסונפות). נוסף על כך הרחיבו הקבוצות את פעילותן מחוץ לגבולות ישראל. במהלך שנות התשעים התחזקו בעליהן החדשים של הקבוצות העסקיות בהדרגה, תוך השגת שליטה בחברות נדל"ן, תקשורת (טלוויזיה, עיתונים ורדיו) ובחברות החזקה – על פי דפוס השליטה שאפיין את בעליהן של הקבוצות הקודמות. האליטות הישנות התחלפו באליטות החדשות, וכך החל, בסוף שנות התשעים, עידן החדש בהיסטוריה של הקבוצות העסקיות בישראל.

לוח 2

התפתחותן של הקבוצות העסקיות בישראל

תקופה	קבוצה	המגזר	תחומי הפעילות העיקריים	ההנהלה	התברות המרכזיות	המקור	הערות
שנות החמישים והשישים	ממשלת ישראל	ממשלתי	כל הענפים	חברי מפלגה	אל-על, רכבת ישראל, בוק, חברת החשמל	1948	קבוצת הבעלות הגדולה במשק
	הסוכנות היהודית	ממשלתי	כל הענפים	חברי ארגון בכירים	בנק לאומי, רסקו, צים, מקורות	1920	חלק מתנועה ציונית גלובלית
	ההסתדרות	ממשלתי	כל הענפים	חברי ארגון בכירים	כור, בנק הפועלים, סולל בונה, תנובה, משביר	1920	2000 חברות בבעלות הקבוצה, 8.4% מכוח העבודה של המשק
	בנק אלון	פרטי	בנקאות ופיננסים	משפחה	בנק אלון	1934, מהגרים מגרמניה	תקופה של: התערבות ממשלתית ישירה ועקיפה בכלכלת ישראל
	קבוצת דיסקונט	פרטי	בנקאות ופיננסים	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק דיסקונט, בנק מרכנתי דיסקונט	1935, מהגרים מיוון	צמיחה מהירה והתנהוות קונגלומרטים מרכזיים
	"החברה הישראלית המרכזית למסחר והשקעות"	פרטי	תעשייה, מסחר, בנקאות ופיננסים, בנייה	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	אורדן, בנק סוויס-ישראל	1944, שותפות	מערכת קשרים הדוקה בין הממשל לקבוצות העסקיות דרך החזקות צולבות
	אפריקה-ישראל להשקעות	פרטי	בנייה, ביטוח, תעשייה	מנהלים מקצועיים	מגדל	1934, מהגרים מדרום אפריקה	
	קבוצת נחום זאב וויליאמס	פרטי	פיננסים, תעשייה	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק ישראל-בריטניה	1937, מהגרים מאנגליה	
	קבוצת מאימי	פרטי	מלונאות, נפט, מסחר ותעשייה	מנהלים מקצועיים	הוטל מלך דוד, צינורות	1949, שותפות	
	קבוצת מאיר	פרטי	השקעות	משפחה	קבוצת ההחזקות מאיר, מגדל שלום	1921, מהגרים	
קבוצת סחרוב	פרטי	תעשייה, בנייה, ביטוח	משפחה	סחר	1904		
פי. אי. סי	פרטי	בנייה, תעשייה, מסחר	מנהלים מקצועיים	גב ים	1921, יהודים מארה"ב		
קונגלומרטים עיקריים: כלל, חברה לישראל, דלק ישראל, צינורות אילת הוקמו בשת"פ ביקוםגזר הממשלתי לקבוצות עסקיות במגזר הפרטי. קונגלומרטים אלו הורכבו מחברות רבות, והיו מעורבים בכל ענפי המשק ובעצם היו מרכזי הכובד של המשק הישראלי.							

שנות ה-60 וה-70	ממשלת ישראל	ממשלתי	כל התעשיות	זוהה לשנים קודמות	החוקות של הסוכנות היהודית	1948+	תקופה של כלכלה דואלית: 50 חברות גדולות, ולצדן מספר גדול של עסקים קטנים. תקופה של תמיכה ממשלתית רחבה (עקיפה וישירה) בקבוצות קיימות. קבוצות עסקיות מגבירות את החזקותם בכלכלה ישראלית בגלל צמיחה מהירה של סקטורים בטחוני ופיננסי.
	ההסתדרות	ממשלתי	כל התעשיות	קצינים, פוליטיקאים	כור, בנק הפועלים	1920	
	אי.די.בי. (משפחות רקנטי וקרסו) (קבוצת דיסקונט לשעבר) קבוצת אייזנברג	פרטי פרטי	פיזור ענפי רחב השקעות, נדל"ן, ספנות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים משפחה	פי אי.סי, בנק דיסקונט, אלביט החברה לישראל, צימ, כי"ל	1970 1968	
משבר כלכלי, תקופת היפראינפלציה. משבר הבנקים – רוב הבנקים עברו לידי ממשלת ישראל לאחר גפילת הבורסה בשנת 1983. בשנת 1991 החלה הפרטה של מערכת הבנקאות.לאחר תוכנית היציב החלה הפרטה של החברות בבעלות ממשלתית, ליברליזציה וגם הגירה המונית מברה"מ לשעבר – כל אלה השפיעו על שינוי מפת הבעלות בישראל ויצרו קרקע להיווצרותן של קבוצות חדשות.							
שנות ה-90	אי די בי (קבוצת דנקנר)	פרטי	פיזור ענפי רחב	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	כלל, דסק"ש, סלקום, כור	1970, 2003	תקופה של התרחבות כלכלית אשר התבססה על הגירה מברה"מ לשעבר וצמיחת הי-טק. כל הבעלים החדשים של קבוצות עסקיות הינם יזמים עצמאיים אשר הצליחו להשתלט על העסקים בין היתר גם בעזרת עסקאות ענק ממונפות. משפחות שולטות הגבירו את שליטתם בעזרת רשת ענפה של קשרים סוציאליים ושליטה במוקדי תקשורת.
	אפריקה ישראל (קבוצת לבייב)	פרטי	נדל"ן, השקעות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	אפריקה-ישראל	1996	
	קבוצת עופר	פרטי	בנקאות, תעשייה, ספנות, מלונאות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	חברה לישראל, צים, כי"ל, מזרחי	1999	
	קבוצת דלק	פרטי	נדל"ן, נפט	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	דלק ישראל	1991-1994	
	קבוצת מי"מ	פרטי	תעשייה, נדל"ן, טלקומוניקציות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	כלכלית ירושלים	1989	
	קבוצת אריסון	פרטי	בנקאות ופיננסים, נדל"ן	מנהלים מקצועיים	בנק הפועלים	1991-99	
	קבוצת אלון ברונפמן	פרטי	בנקאות, מיון	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	בנק דיסקונט, רבוע כחול	1989	
	קבוצת בינו	פרטי	נפט, נדל"ן, בנקאות	מנהלים מקצועיים	פז, פזי	1999	
	קבוצת נמרודי	פרטי	נדל"ן, תקשורת, מלונאות	בני משפחה + מנהלים מקצועיים	ILDC, מעריב	1989-92	
קבוצות אחרות: סבן, אקירוב, המבורגר, בורוביץ, זלקינד, קץ, פדרמן – כולן פרטיות, בעלות פיזור ענפי רחב עם מבנה בעלות אנכי.							

מנתוני הלוח ומהסקירה ההיסטורית עולות מספר נקודות עיקריות לגבי אופיין של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן האפשרית על ביצועי המשק בהווה ובעתיד. ראשית, ניתן להתרשם מהתחלופה הגבוהה של הבעלים השולטים: בתוך כחמישים שנה התחלפו בעליהן של הקבוצות השולטות במגזר העסקי כשלוש פעמים. העובדה שמרבית הקבוצות השולטות נמצאות בידי מספר משפחות מצביעה על יציבות נמוכה יחסית של המערכת הפיננסית ומתנה הן את השליטה והבעלות על הפירמות והן את הביצועים ואת רווחת המשקיעים בטיב הקשרים בתוך המשפחות, באסטרטגיה ובטעמים של אנשים מעטים. שנית, מתברר שקיימת רשת של קשרי גומלין הדוקים בין המגזר הבנקאי לקבוצות העסקיות. תופעה זו כשלעצמה מצריכה ניתוח רחב וקשורה ישירות לנושאי איתנותה ויציבותה של מערכת הבנקאות בישראל וכן של המערכת הפיננסית כולה. שלישית, מערכת ענפה של קשרים בין-קבוצתיים מעמידה את המשק הישראלי בפני שאלות כלכליות רבות – למשל לגבי יעילותו של שיווי משקל המאופיין בריבוי קבוצות עסקיות ושל פיזור בין ענפי המשק ובמגזר הפרטי, לגבי יעילותם של השווקים הפיננסיים, הקצאת המקורות, הצמיחה ועמידותו של המשק בפני זעזועים. תהליך ההפרטה המואץ במשק ישראלי והעברת שליטה במרבית היחידות הכלכליות לידי מספר מצומצם של בעלי שליטה מצריך התייחסות גם לעצם הגדרתו של השוק הנוכחי (כשוק מרוכז או מבוזר, מונופוליסטי או תחרותי, מתפתח או מפותח, חופשי או מנוהל וכו'). הן להלכה והן למעשה. אין ספק ששאלות אלה ורבות נוספות מאתגרות את מחשבתנו, אך לעת עתה בחרנו להתמקד בזיהוי ואפיון של הקבוצות העסקיות בישראל ובבחינת השפעתן ברמת המיקרו, כלומר על החברה הבודדת.

4. בניית המדגם

לצורך עבודה זו נבנה מדגם ייחודי, ובו נתונים רבעוניים על כ-650 חברות ציבוריות שנסחרו בבורסה של תל אביב בשנים 1995-2005. מועד ההתחלה של הנתונים נבחר בשל כמה אילוצים: ראשית, נתוני הבעלות, כפי שהם מדווחים לבורסה ולרשות לניירות ערך, אינם מצויים בצורה של גיליונות אלקטרוניים לפני שנת 1995, והמידע על השנים שלפני כן דל יחסית. שנית, בשל מגבלות של המערכות אין באפשרותנו לחשב ערכים פיננסיים למרבית החברות לפני התקופה הנחקרת. לפיכך הקיף מאגר זה בשלב ההתחלתי את כל החברות הציבוריות שעליהן נמצאו נתוני הבעלות, ונתונים פיננסיים וחשבונאים מלאים מינואר 1995. המדגם נאסף ממספר מקורות עיקריים:

1. דוחות כספיים של החברות, המכילים נתונים על מאפייני החברה כגון: רווחיותה, היקף פעילותה, סביבת פעילותה (הענף, תת-הענף) ורמת ההוצאות (כולל הוצאות מו"פ).
2. נתוני בעלות על החברות הציבוריות – על ריכוזיות הבעלות ואחוז ההחזקה בהן, הן של בעלי המניות הגדולים (בעלי עניין שמחזיקים יותר מ-5 אחוזים מההון) והן, בחלק ניכר מהחברות, של בעלי תפקידים ניהוליים (החייבים בדיווח לפי הוראות הרשות לניירות ערך) גם אם החזקתם אינה עולה על 5 אחוזים.
3. נתוני בעלות על חברות פרטיות, הכוללים נתונים על כל בעלי החזקות בחברות פרטיות, לפי סוגי ההחזקה השונים (מניות "בכורה", "יסוד", "רגילות", "הנהלה" וכו'). נתונים אלה נאספו מתוך דיווחיהן של החברות לרשם החברות הישראלי.
4. נתוני מסחר בורסאיים, שנאספו כדי לחשב ערכים פיננסיים שונים, וביניהם: ROE, TQ וגם התשואות על מניות של החברות הנסחרות. כמו כן נקלט הרכב מלא של מדד תל-אביב 100 החל משנת 1995 (תוך הפרדה בין החברות הגדולות, בעלות הסחירות הגבוהה לשאר המניות הנסחרות) לצורך בדיקות סטטיסטיות וניתוח אקונומטרי.
5. נתונים על קשרים משפחתיים בין בעלי ההחזקה בחברות ציבוריות, שנאספו מתוך רשימות של בעלי עניין המדווחים ישירות לבורסה ולרשות לניירות ערך. התקנות של הרשות הישראלית

מחייבות לדווח על קשרי משפחה בין בעלי עניין בחברה המוחזקת. שאר הקשרים האפשריים הושלמו מתוך ניתוח של מקורות התקשורת השונים (מאגרי עיתונות, אינטרנט, BIS, D&B).

בשלב הראשון של ניתוח הנתונים ניסינו לזהות את הבעלים האולטימטיביים (הייחודיים) בכל חברה ציבורית הנמצאת במאגרנו בתאריך ספציפי. לשם כך הגדרנו בעלי שליטה כבעל מניות העונה על שני תנאים: מחזיק לפחות כ-25 אחוזים מהון החברה והחזקתו גבוהה מסכום ההחזקות של שני הבעלים שלפי גודלם באים אחריו בסדר ההחזקה²⁸. הגדרה זו אפשרה לסנן את נתוני הבעלות, ובך התקבלו כ-7,300 בעלי שליטה פוטנציאליים בחברות ציבוריות. אותם בעלים אופיינו בהטרוגניות רבה לפי זהותם: נמנו עמם פרטים (47 אחוזים), חברות פרטיות (22 אחוזים), נאמנויות ושותפויות (2 אחוזים), בעלים זרים (אנשים וחברות) וכן הממשלה. בשלב השני בחרנו להתמקד בזיהוי הבעלים בחברות פרטיות ובסיווגם לפי זהות הבעלות. לצורך סיווג זה השתמשנו בשיטה דומה לזו של La Porta et al. (1999), והגדרנו חמישה סוגים עיקריים של קבוצות בעלות: (1) בעלים יחיד או משפחה; (2) תאגיד פרטי בבעלות מפורזת; (3) בעלות ממשתלית; (4) בעלות משותפת (נאמנויות, שותפויות וכו'); (5) בעלות זרה. את החברות שלא הצלחנו לשייך לאחת מקבוצות אלו, או שלא נמצאו בהן בעלי שליטה לפי המגבלה שהצבנו, שייכנו לקבוצה של חברות ללא בעלות אולטימטיבית – בעלות פיזור החזקות רחב²⁹. בשלב הבא הוצלבו נתוני הבעלות של החברות הפרטיות עם אלה של הציבוריות, וזהו קשרים משפחתיים בין הפרטים, ונערך סיווג סופי של כל בעלי השליטה לקטגוריות שצוינו לעיל. בשלב המסכם בדקנו את ההתפלגות של החזקות בעלי השליטה והגדרנו קבוצה עסקית לפי מספר החברות שנמצאו בבעלותו של אותו בעל שליטה בתאריך מסוים. קבוצה עסקית הוגדרה אם בשליטתה של יחידה כלכלית אחת נמצאו יותר מחברה ציבורית אחת (שתיים ומעלה). כחלופה חזקה יותר בחרנו להגדיר קבוצה עסקית גדולה, אם בשליטה אחידה נמצאו יותר משתי חברות ציבוריות. נתוני הבעלות כללו: נתונים על אחוזי ההחזקה הישירים והעקיפים, מדד לריכוזיות ההחזקות (HH index), נתונים על השתייכות לקבוצה עסקית וסוג ההשתייכות לפי קבוצת הזהות הנ"ל, מידע על החזקת החברה במבנה הפירמידלי והרמה בתוך הפירמידה שבה מושגת שליטה (מספר החברות שהבעלות עליהן מקנה שליטה בחברה בתוך הפירמידה. כל הנתונים האלה צורפו למאגר נתוני הדוחות הכספיים "דוכס" (דמוי Compustat האמריקאי) ולנתוני הבורסה. כך התקבלו לכל חברה שבמאגר נתוני מאון רבעוניים, חושב גיל החברה לפי תאריך ההנפקה הראשונית בבורסה לניירות ערך, וחושבו מדדים לביצועיה: Tobin's Q, ROA, ROIC, ROE, נתונים על קצב צמיחת ההכנסות, תשואת המניות, המינוף פיננסי ונתונים חשבונאיים נוספים.

לאחר מהלכים לאימות הנתונים וניכוי התצפיות החריות הורכב מאגר סופי, שכלל מידע על כ-650 חברות ציבוריות, בממוצע על פני התקופה הנסקרת, במשך 11 שנים בנתונים רבעוניים – כ-27,000 תצפיות של חברה-רביע נכללו בנתוני פאנל לא מאוזן סופי.

4.1. תיאור המדגם והסטטיסטיים של המשתנים

לוח 1 מציג נתונים על התפלגות השליטה בכל החברות שלגביהן הוגדר בעל שליטה ייחודי. משקלן של חברות אלה הוא כ-66 אחוזים מסך החברות במדגם על פני השנים 1995 עד 2005, ומשקלן בחברות המשתייכות למדד תל-אביב 100 (100 החברות הגדולות) הוא 70 אחוזים בממוצע. מהלוח ניתן לראות שמרבית הפירמות בישראל (74 אחוזים, בממוצע על פני התקופה הנסקרת, נמצאות בשליטה של יחיד או

²⁸ הגדרה זו דומה להגדרה של הפיקוח על הבנקים לבעלים אולטימטיבי לצורך זיהוי לווים גדולים.

²⁹ בחברות אלה מצויים עדיין בעלי עניין, והריכוזיות בהן גבוהה.

משפחה, ובמשך השנים ניכר מעבר משליטתה של המדינה לשליטה של שותפויות ונאמנויות למיניהן. תופעה זו, שתיארנו בסקירה היסטורית, עולה בקנה אחד עם המעבר של השליטה בבנקים מידי הממשלה למשפחות או לשותפויות. אמנם אף מוסד בנקאי בישראל אינו מוגדר כבעל שליטה ייחודי אולם במרבית המקרים מתבצעת דרך הבנקים ההחזקה של משפחות או שותפויות בתאגידים ריאליים ישראלים, וכפועל יוצא מושגת גם שליטה על תאגידים אלה.

לוח 1 התפלגות השליטה לפי זהות הבעלים (אחוזים)

מאחר שהנתונים בלוח 1 רלוונטיים רק לשני שלישים מהחברות שבמדגם, חישבנו את התפלגות ההחזקות

שנה	בעלות של יחיד / משפחתית	בעלות של חברה פרטית	בעלות המדינה	בעלות של שותפות	בעלות זרה
1995	72	7	6	10	5
1996	74	6	6	10	4
1997	73	6	3	12	6
1998	76	6	2	11	5
1999	75	6	2	12	5
2000	75	7	2	12	4
2001	76	6	2	13	3
2002	74	5	2	14	5
2003	71	5	6	14	4
2004	75	5	3	14	3
2005	74	5	1	17	3
2006	74	6	1	17	2

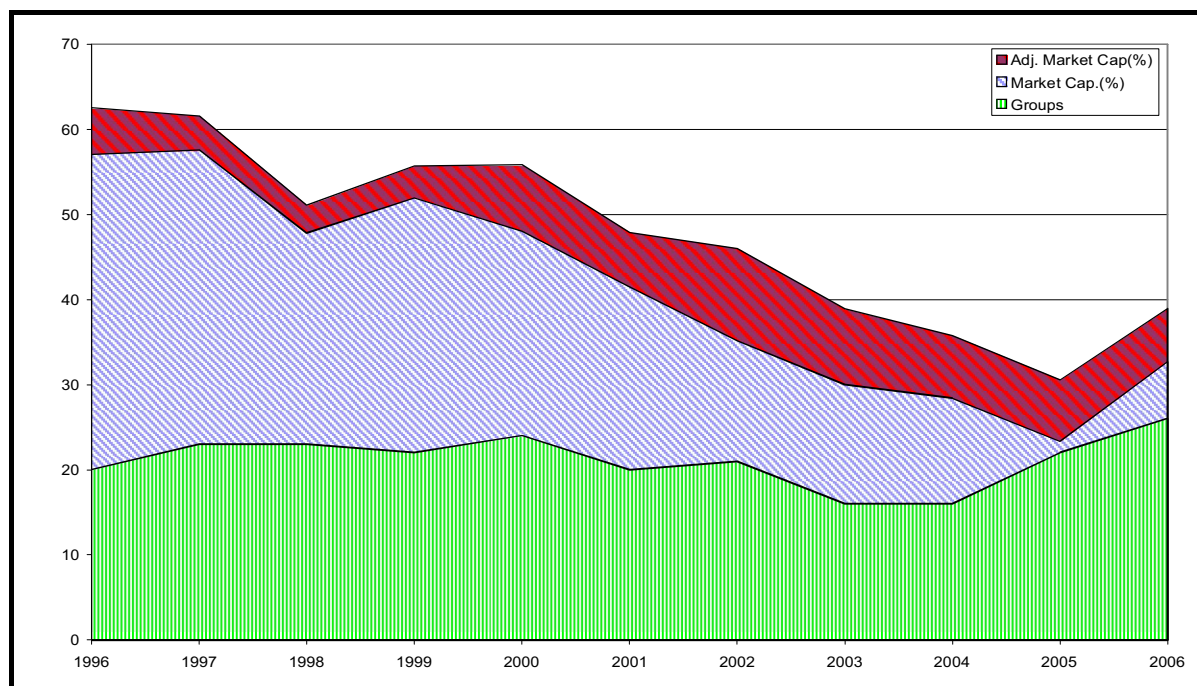
לפי סוג השליטה מתוך כל התצפיות. שקלול סופי של חישוב זה העלה ש-50 אחוזים מהחברות הישראליות נשלטות בידי פרטים או משפחות, ו-34 אחוזים הוגדרו כחברות בעלות פיזור רחב של ההחזקה (ללא שליטה של בעלים ייחודי). השוואה של ממצאים אלה עם מקביליהם בעולם³⁰ מעלה כי מבחינת מבנה ההחזקות לפי סוג השליטה ישראל נמצאת בשורה אחת עם השווקים המתפתחים, כדוגמת השווקים האסייתיים, ושונה מרוב מדינות מערב. מהתבוננות בנתוני ההשתייכות של החברות לפי קבוצות עסקיות עולה התמונה הבאה: הגדרה של קבוצה עסקית לפי החזקה בשתי חברות ציבוריות ומעלה מעלה כי כ-26 אחוזים מהחברות מסונפות לקבוצות עסקיות. בדומה למגמה שהתקבלה לעיל, אחוז החברות המשתייכות לקבוצות עסקיות מתוך מדד ת"א 100 גבוה הרבה יותר – 52 אחוזים בממוצע – והחברות שהמרכיבות את מדד ת"א 25 (75 אחוזים מהחברות הנסחרות בבורסה), רובן בשליטה של קבוצות עסקיות. הגדרה של קבוצה עסקית לפי החזקה בשלוש חברות ציבוריות ומעלה אינה משנה מהותית את הממצאים הקודמים: אף שרק 16 אחוזים מהחברות מוגדרות כמסונפות לפי סיווג זה, מרבית החברות הגדולות במשק (42 אחוזים) (רשימות תל-אביב 100 ותל-אביב 25) עדיין מוגדרות כמסונפות לקבוצות עסקיות. כללית נמצא שלפי ההגדרה הראשונה של קבוצות עסקיות פעלו בישראל כ-50 קבוצות עסקיות בשנים 1995-2006, מהן כ-20 קבוצות גדולות בממוצע לשנה.

נתון מעניין ניתן לגזור מאיור 1: נתח השוק של הקבוצות העסקיות בעשור האחרון, על אף יציבות יחסית במספרן, נמצא, עד לשנה האחרונה של המדגם, במגמת ירידה – כנראה מפני מאפייניהן של החברות המסונפות. עם זאת, הייחודיות של שוק ההון הישראלי מצריכה הסתכלות רחבה יותר על נתוני נתח השוק, וזאת מפני סחירותה של חברת "טבע", שהיותה בתקופות מסוימות עד 20 אחוזים מערכו של השוק. ההחזקה בחברה זו, כידוע, מפוזרת לחלוטין, והדבר מטה כלפי מטה את משקלן של הקבוצות העסקיות. בדיקת הנתונים בניכוי חברת "טבע" (הסידרה העליונה באיור) מעלה כי הקבוצות הגדולות

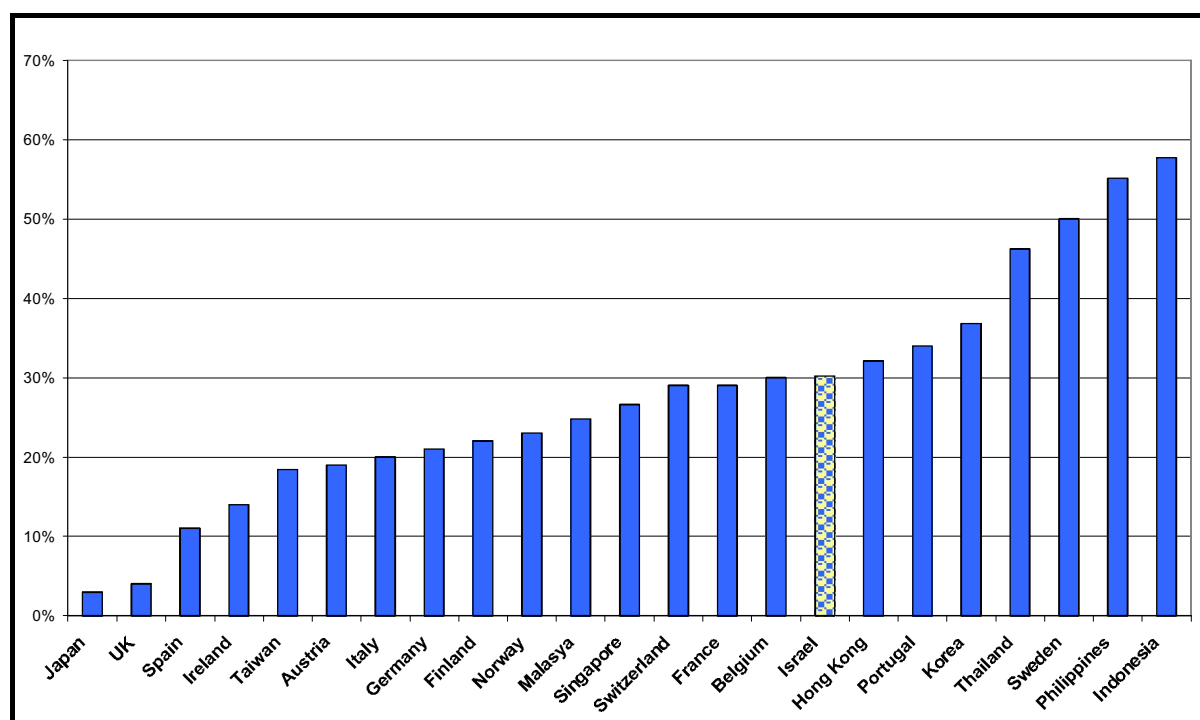
³⁰ Faccio and Lang(2002), Claessens, Djankov and Lang (2000)

החזיקו בתקופת המדגם קרוב ל-50 אחוזים בממוצע מערך השוק כולו. יתירה מזאת, זיהוי של 10 הקבוצות הגדולות, שכולן בבעלותן של משפחות, מעלה כי משקלן מתקרב ל-30 אחוזים – מן הגבוהים בעולם המערבי (איור 2).

איור 1
הקבוצות ונתח השוק



איור 2
ההחזקה של 10 המשפחות הגדולות
(האחוז מערך השוק)



המקור: Faccio and Lang (2002) למדינות אירופה ו- Claessens et al (2000) למדינות אסיה.

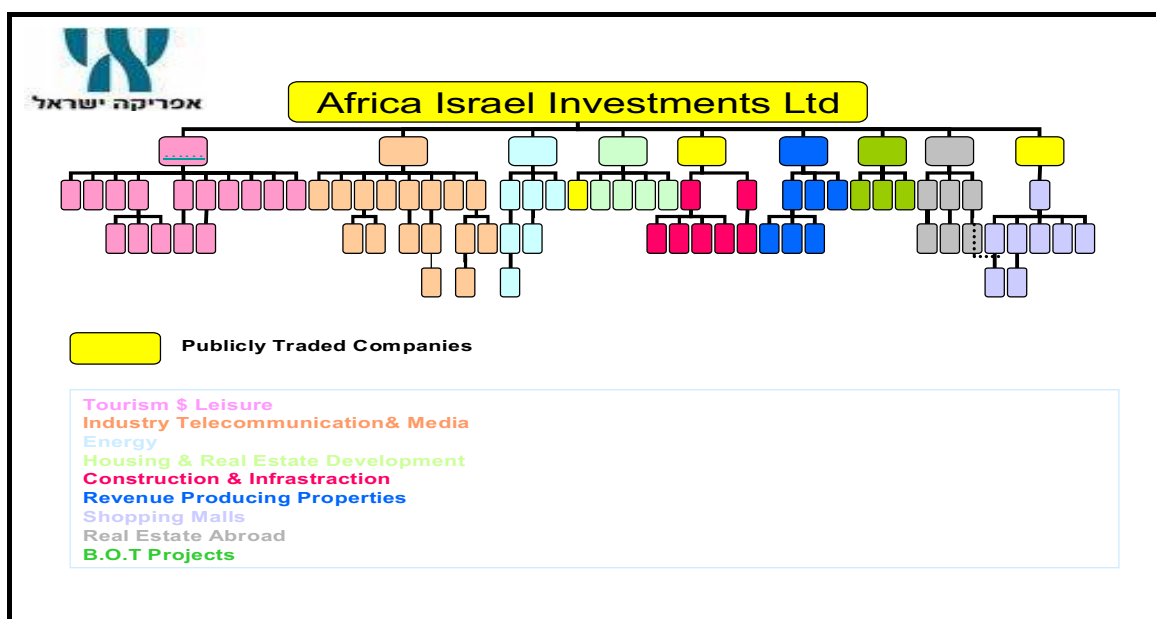
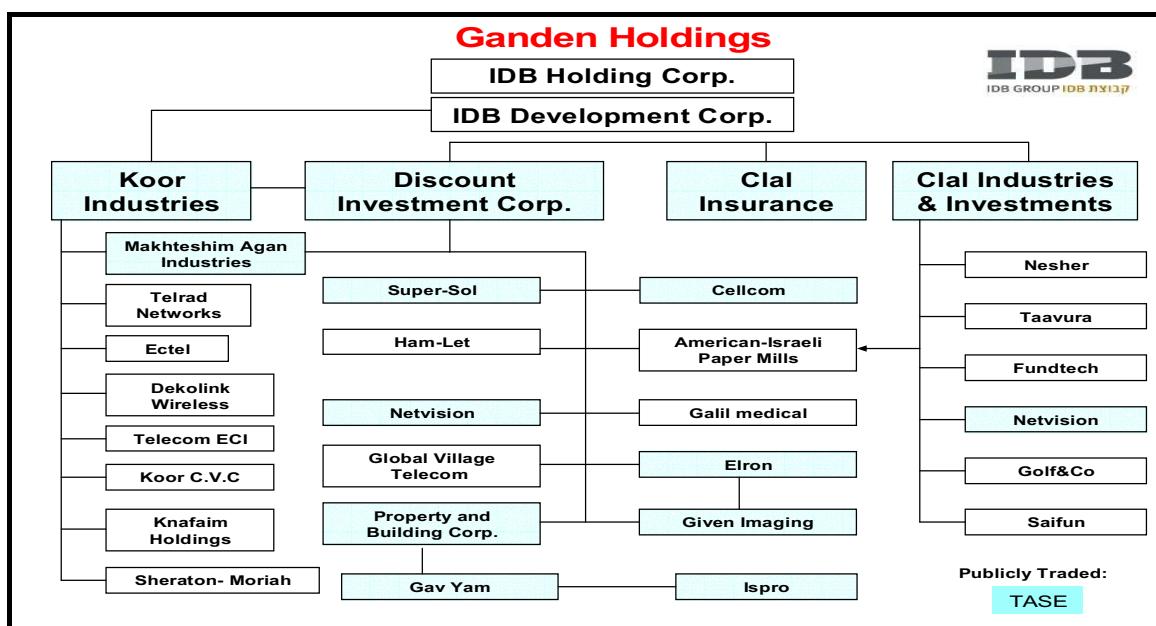
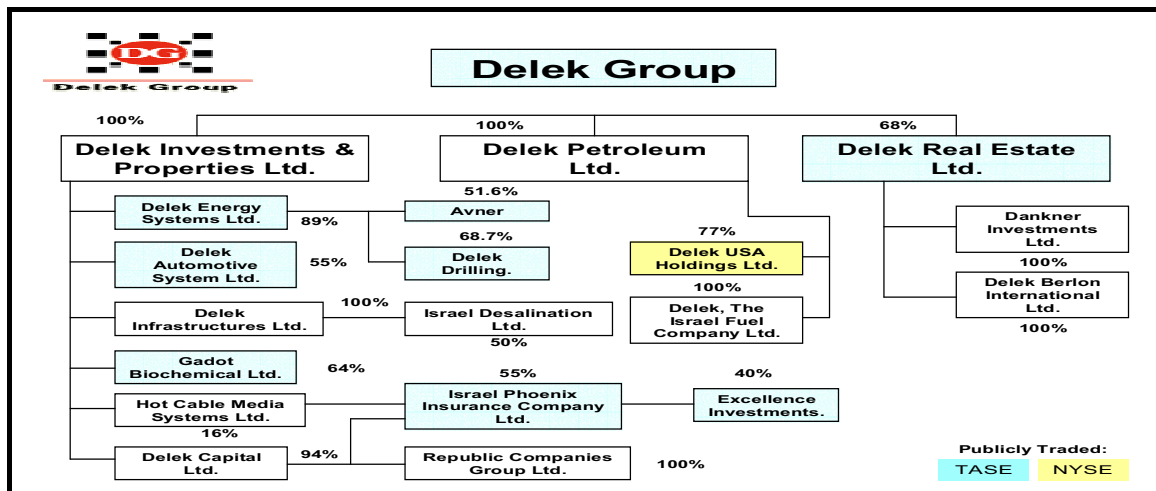
סוגיה נוספת המעוררת עניין בדיון על הקבוצת העסקיות בעולם, ובכלל זה בישראל, היא סוגיית המבנה קבוצות אלו. נדגיש שבשונה מרוב המדינות האחרות בישראל כבר אין, מאז שנות התשעים, אפשרות להנפיק מניות המקנות זכויות הון וזכויות הצבעה שונות (dual shares). תיקון 11 לחוק ניירות ערך בישראל (1988) צמצם במידה רבה את השימוש בזכויות הצבעה עודפות כאמצעי לשימור שליטה, וייתכן שבכך הוא עודד שימוש בשיטת הפירמידה³¹. לפי ממצאיה של עבודה זו קרוב ל-21 אחוזים מהחברות הרשומות למסחר בישראל נמצאות בשליטה בעלת מבנה פירמידלי. (ראו לדוגמה איור 4). נתון זה כשלעצמו אינו חריג – שיעוריהן הממוצעים של החברות המשתייכות לפירמידות החזקה באירופה ובמדינות אסיה הם 10 אחוזים ו-48 אחוזים, בהתאמה³² – אולם בישראל כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות לקבוצות עסקיות מוחזקות במבנה זה³³. יתר על כן הרמה המרבית שבה מוחזקת חברה ציבורית בישראל נאמדה ב-7, משמע שהשליטה בחברה ציבורית מושגת דרך החזקה של לא פחות משש חברות נוספות. נתון מעניין נוסף הוא המירווח בין זכויות השליטה לבין הזכויות בהון שבעלי השליטה משיגים במבנה הפירמידלי. מהכפלת אחוזי ההחזקה בהון באמצעות החברות בשרשרת הפירמידה (Morck, 2004) נמצא כי המירווח בחברה המוחזקת דרך שרשר של 6 חברות ציבוריות נוספות עומד על 97 אחוזים. במילים אחרות: באמצעות החזקת 3 אחוזים בלבד מהונו האישי בחברה בעלים ייחודי משיג שליטה מלאה עליה – בהתאם לתיאוריה של הקבוצות העסקיות הפירמידליות. נדגיש שוב שזיהוי בעלי השליטה, סיווגם לפי הזהות וחלוקת החברות למסונפות ולא-מסונפות נעשו בהנחה חזקה לגבי הגדרתה של השליטה בחברה הציבורית: בעל שליטה הוא לדידנו מי שמחזיק לפחות 25 אחוזים מהון החברה והחזקתו עולה בגודלה על סכום ההחזקות של שני הבעלים הבאים אחריו בסדר גודלן של ההחזקות זאת בשונה ממחקרים קודמים, שבחרו שיעורי ייחוס של 10 אחוזים ו-20 אחוזים. אנו דבקים בהגדרה שלנו לאור עדויות על החזקותיהם של בעלי עניין בחברות ציבוריות בישראל: אחד המאפיינים הייחודיים של פירמות הנסחרות בבורסה בתל אביב הוא אחוז ההחזקה הגבוה של בעלי עניין בהון החברה. מבדיקות עדכניות, ובהמשך לממצאי עבודות קודמות (בר, 1999) עולה כי בעלי עניין מחזיקים בממוצע כ-60 אחוזים מהבעלות בחברות ציבוריות בישראל, וכי המדד לריכוזיות ההחזקות (הרפינדל-הירשמן) בהן עומד על 0.5. זאת בהבדל גדול ממדינות מערביות אחרות, שבהן אחוז ההחזקה של מניות בידי בעלי עניין גדולים נמוך הרבה יותר. ייתכן שהסיבה נעוצה בגודלן המצומצם של החברות הישראליות ביחס לחברות במדינות מערביות אחרות; אפשר שגרמה לכך גם התפתחותו המאוחרת יחסית של שוק ההון בישראל, אשר השאירה את מרבית החברות במגזר הפרטי במשך זמן רב בידי הבעלים הגדולים ללא דילול של החזקות ההון. אולם למרות התפתחותו המהירה של השוק בשנים האחרונות, תהליך ההפרטה והשימוש במכשירים שונים לדילול השליטה אין אנו עדים להתהפכות המגמה בריכוזיות הבעלות בחברות הציבוריות בישראל, וכך שיעור הבעלות שבידי הציבור ממשיך לדשדש סביב 40-45 אחוזים. מהנאמר לעיל נובע כי התוצאות של עבודה זו בהשוואה בין-לאומית מוטות כלפי מטה יחסית לממצאי עבודות המתבססות על נקודות ייחוס (benchmark) של עד 20 אחוזים לשם הגדרת השליטה בחברה. לו הגדרנו את השליטה כמו באותן עבודות היינו מקבלים היקפים רחבים יותר הן של הבעלים הייחודיים והן של הקבוצות העסקיות והפירמידות בישראל.

³¹ עבודה בתהליך (פרופ' ישי יפה).

³² סכום של אחוז ההחזקה לפי מניות דואליות ופירמידות באירופה = 30%.

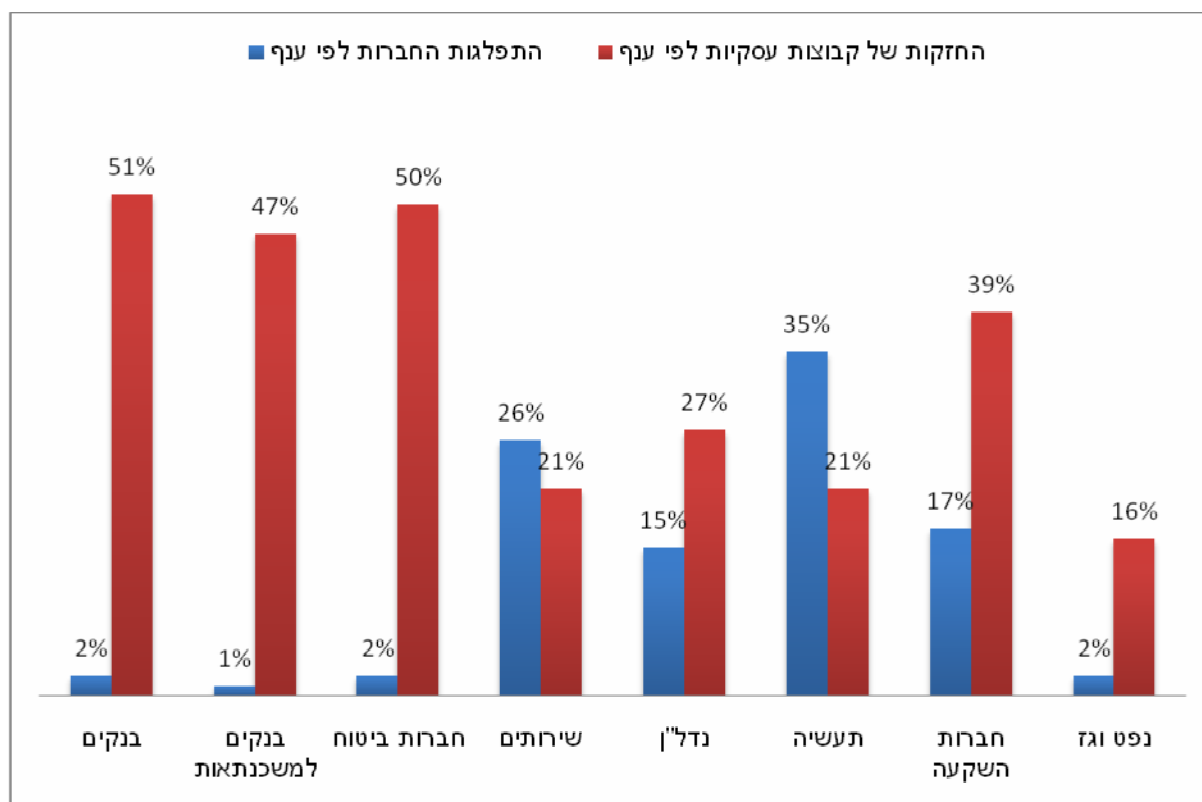
³³ ממצא זה תומך בתיאוריה של מבנה קבוצות עסקיות (Almeida and Wolfenzon, 2006).

איור 3
המחשה של המבנה הפירמידלי בישראל



כבדיקה אחרונה בניתוח סוגיית השליטה והקבוצות העסקיות בחרנו להתמקד בפיזור של הקבוצות עסקיות על פני ענפי המשק. המסקנה מאיור 4 היא כי פיזור השליטה של הקבוצות העסקיות ניכר על פני כל הענפים. אולם ניתן לקבוע בוודאות כי בענף הבנקאות, המורכב מבנקים ומבנקים למשכנתאות, בחברות החזקה ובענף הביטוח שליטתן של הקבוצות העסקיות איתנה יותר, ומתפרסת על יותר מ-40 אחוזים מן החברות השייכות לענפים אלה. לעומת זאת בענף התעשייה משתייכות לקבוצות עסקיות רק כ-21 אחוזים מהחברות. נראה אפוא שמרכז הכובד של מרבית הקבוצות העסקיות בישראל הוא אכן במגזר הפיננסי.

איור 4
התפלגות החברות והחזקות של קבוצות עסקיות לפי ענפי המשק



4.1.1 מאפייני החברות לפי הסוג ומבנה השליטה

לוח 2
סיכום הסטטיסטיים של כלל הפירמות הבורסאיות

שנה	אחוז צמיחת ההכנסות (%)	ההשקעה במד"פ (%)	החזקות הציבור (%)	Tobin's Q	המינוף הפיננסי	הגודל (ערך השוק)	ROA
1996	5.40	0.78	32	0.98	0.47	404,074	7.8%
1997	3.10	0.78	34	1.07	0.48	474,901	2.5%
1998	8.54	1.13	33	1.06	0.50	738,799	1.1%
1999	4.28	1.31	33	1.37	0.51	809,433	8.9%
2000	2.69	2.98	33	1.23	0.52	799,973	-2.6%
2001	3.95	3.59	32	1.16	0.53	854,135	-1%
2002	4.04	7.67	34	1.05	0.53	1,009,484	-2.4%
2003	2.40	6.67	37	1.25	0.53	1,057,478	3%
2004	3.06	3.77	39	1.34	0.53	1,190,986	6.7%
2005	2.30	6.33	40	1.46	0.54	1,409,591	6%

לוח 2 מציג נתונים על כלל הפירמות הציבוריות בשנים 1996 עד 2005, שנים שחלק מהן אופיינו בגאות וחלק בשפל. כפי שעולה מהלוח, הרווחיות הממוצעת (הרווח המנורמל בהיקף הנכסים (ROA)) במדגם עמדה על 3 אחוזים בכל התקופה. ניתן לראות כי בשנים 2002-2000 הרווחיות הממוצעת של הפירמות הייתה נמוכה במיוחד. זאת כחלק מתופעה מקרו-כלכלית של מיתון במשק, ובפרט שפל של בשווקים הפיננסיים³⁴. מנתוני הלוח נגזרת מגמת עלייה בגודלה של החברה הממוצעת במשק הישראלי (לפי נתוני סך המאזן). המינוף הפיננסי של החברות (היחס בין החוב להון) נשאר יציב יחסית לאורך התקופה הנחקרת כולה, ושיעור ההחזקה של הציבור עמד בתקופה זו על כ-35 אחוזים בממוצע. הביצוע הפיננסי של החברות, על פי Tobin's Q נמצא בגבולות המקובל לפי הספרות, והוא מתיישב עם התפתחותו של שוק ההון המקומי (ירידת הערך בתקופת מיתון). נוסף על כך ניתן לציין שהגיל הממוצע של החברה הציבורית לתחילת תקופת המדגם עמד על 7 שנים – עדות נוספת לגילו הצעיר יחסית של שוק ההון המקומי. בולטת במיוחד האינטנסיביות של השקעת החברות הישראליות במחקר ופיתוח, שנאמדה ב-3.5 אחוזים מסך הכנסותיהן.

להלן נבדוק את השפעתן של הקבוצות העסקיות על המאפיינים החשבונאיים והפיננסיים של החברות, בטרם נערוך את המבחנים האקונומטריים.

לוח 3
הסטטיסטיים של החברות הבורסאיות לפי השתייכות לקבוצות עסקיות

הסטטיסטי t להפרש הממוצעים	מסונפות	לא-מסונפות	
2.90	2.1	1	ROA (%)
14.17	1,958,187	371,370	הגודל (ערך השוק בש"ח)
4.98	0.54	0.48	המינוף
4.34	1.15	1.24	TQ
30.20	40	60	החזקות הציבור (%)
2.25	3	6	אינטנסיביות ההשקעה במו"פ (%)
3.82	4	5.7	שיעור צמיחת ההכנסות (%)
32.97	59	40	ההפרש בין אחוז השליטה לאחוז ההחזקה
36.27	14	10	הגיל הבורסאי

בלוח 3 מדווחים ממוצעים של הפרמטרים הרלוונטיים והמובהקות של הפרשי הממוצעים בין החברות לפי השתייכותן לקבוצות עסקיות. הסטטיסטיים מראים שאכן יש הבדלים מובהקים בין שתי קבוצות החברות: החברות המסונפות (המשתייכות לקבוצות העסקיות) מאופיינות ב-Tobin's Q נמוך יותר – סימן להערכת חסר של השווקים כלפי אותן החברות. לעומת זאת הרווחיות של החברות המסונפות מתקבלת כגבוהה יותר. החברות המשתייכות לקבוצות עסקיות הן מבוגרות יותר מבחינת הגיל הבורסאי, גדולות יותר לפי היקף הנכסים (סך המאזן), מסוכנות יותר לפי רמת המינוף הפיננסי, צמיחתן נמוכה יותר, והן משקיעות פחות בפיתוח הטכנולוגי – איתות להתבצרות יתירה. בשל מבנה פירמידלי של מרבית הקבוצות, ההפרדה בין שליטה לבין בעלות (פרמטר Wedge) בחברות המסונפות היא, כצפוי, בולטת יותר מאשר בלא-מסונפות: ריכוזיות השליטה גבוהה יותר וההחזקה הישירה בהון החברה המוחזקת נמוכה יותר.

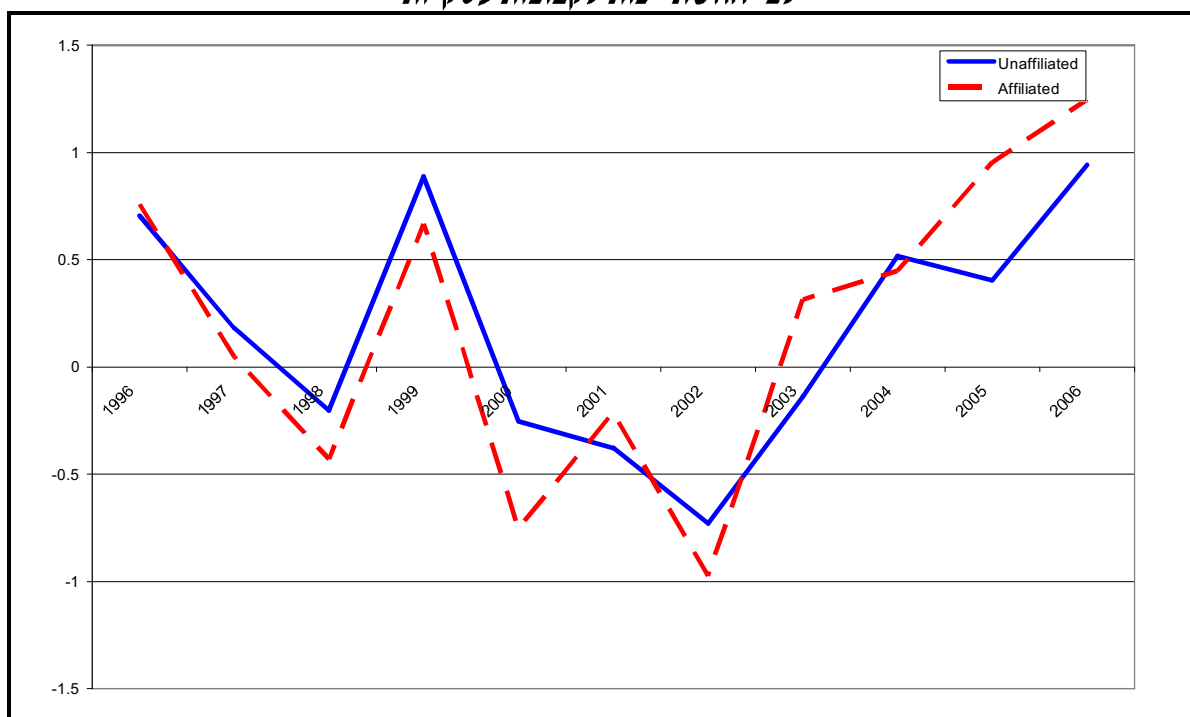
³⁴ גם מתוני ROE (התשואה להון), שאינם מדווחים בלוח, עולה מסקנה דומה.

בסיכום: מניתוח ראשוני של הנתונים עולה כי החברות המסונפות מאופיינות בבשלות גבוהה יותר הן מבחינת הגיל והן מבחינת הגודל, קצב צמיחתן נמוך מזה של הלא-מסונפות, מינופן הפיננסי גבוה, והשקעתן בפיתוח טכנולוגי פחותה. כמו כן מצביעים הממצאים בדבר הפרדה בין שיעור השליטה לשיעור הבעלות בחברות המסונפות על התאמה לתיאוריה של מבנה הבעלות בקבוצות עסקיות.

5. ניתוח אקונומטרי

בפרק זה נציג ניתוח אקונומטרי של ערוצי התמסורת, שדרכם העלויות של השתייכות חברה ציבורית לקבוצה עסקית והתועלת ממנה מתבטאות בערכה של החברה. הניתוח מתבסס על נתוני פאנל רבעוניים עם ספציפיקציות שונות של הרגרסיות. המשתנה המוסבר ברגרסיות נקבע בהתאם לשלב בשאלת המחקר. כללית בחרנו להתמקד בשני משתנים המודדים את רווחיות החברה. המדד הראשון הוא ROA – התשואה להון. (לחלופין ניתן להשתמש גם בתשואה לנכסים) (איור 5). המדד הוא מדד חשבונאי מסוג backward looking – מדד לרווחיות בפועל (בעבר) של ביצועי החברה. באמצעותו אנו בודקים אם ההשתייכות לקבוצה עסקית משנה במידה מובהקת את רווחיותה של החברה.

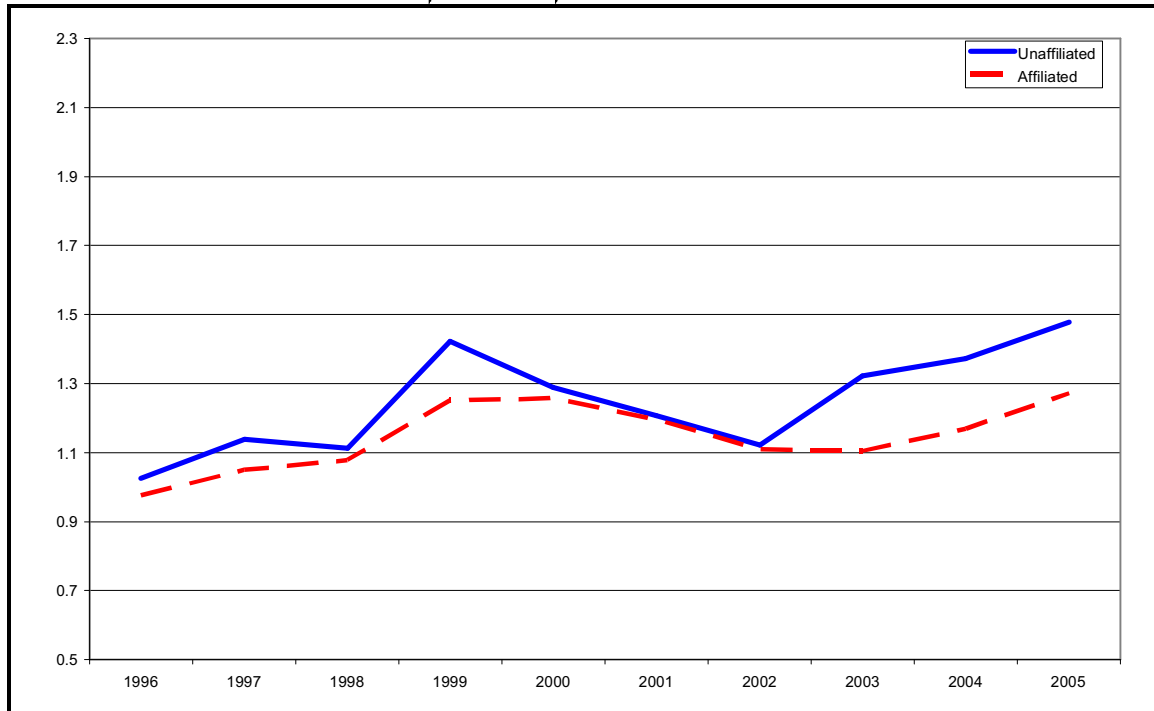
איור 5
ROA
לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות



המדד השני המופיע כמשתנה תלוי ברגרסיות הוא מדד לרווחיות מסוג forward looking – מדד Tobin's Q – ערך השוק של החברה יחסית לערכה בספרים (איור 6).

ניתן לחשוב על TQ כעל מדד להערכה העתידית של ביצועי החברה על ידי השוק (הערכת השוק לגבי צמיחתה העתידית). לפיכך נבחנת, בשלב השני, השאלה אם יש שינוי מובהק בערך הנכסים בשוק יחסית לעלות החלפתם וכפועל יוצא – אם קיימת פרמיית שוק לחברות המסונפות לקבוצות עסקיות.

איור 6
Tobin's Q
לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות



המשתנים המסבירים ברגרסיה נבחרו בהתאם לשיטה המקובלת (Claessens, 2000): $\text{Log}(\text{Assets})$ – היקף המאזן, שהוא מדד לבשלות והמוניטין החברה; $\text{Log}(\text{Age})$ – גיל החברה בשנים – אף הוא מדד לבשלות, וכן לשלב שבו היא נמצאת במחזור חייה; Ownership – אחוז ההחזקה בהון בידי בעל השליטה; TA100 – משתנה דמה להשתייכות הפירמה למדד תל-אביב 100 בתקופה הנסקרת; Leverage – המינוף הפיננסי (סך החוב חלקי סך ההתחייבויות), המשמש מדד לסיכון של החברה; כמשתנה המרכזי את מרבית תשומת הלב ברגרסיה נכלל משתנה GROUP – אינדיקציה להשתייכותה של החברה לקבוצה עסקית בהתאם להגדרותיה בעבודה זו – משתנה דמה שמקבל ערך 1 עבור חברה מסונפת ו-0 אחרת. כמו כן נכללו ברגרסיה משתנים של אחוז צמיחת ההכנסות (sales growth), חלוקת הדיווידנדים של החברה (dividend), שהיא מדד לאיתנות הפיננסית, מדד לאינטנסיביות של ההשקעה במו"פ (intensity), מרווח בין אחוז השליטה על החברה לבין זכויותיו של בעל השליטה בהון (wedge) וכן גודל הקבוצה לפי ערך השוק (group equity). כמו כן נעשה שימוש באינטראקציות של המשתנים הנ"ל עם המשתנה GROUP, ונכללו גם משתני דמה לתעשייה ולתת-הענף ומשתני זמן (הרביעי) כדי לנטרל אפקטים קבועים.

מבחינת הצפי לגבי כיוון השפעת המקדמים ברגרסיה עולה כי ההשפעה הצפויה של גיל החברה על ערכה הפיננסי אמורה להיות שלילית, משום שחברות צעירות נהנות משיעורי צמיחה גבוהים יותר (Khanna and Palepu (2000)). הכללתם של משתני גודל החברה ושיעור צמיחת ההכנסות מטרתה לבחון את השפעת ערך החברה על אפשרויות צמיחתה העתידית. אנו מצפים להשפעה חיובית של שיעור צמיחת ההכנסות ולהשפעה שלילית של גודל החברה על ביצועיה. מדד הסיכון של המינוף הפיננסי צפוי להשפיע על ביצועי החברה לשלילה. חלוקת דיווידנדים היא כאמור סימן לאיתנותה של החברה ועל ולאי תלותה במקורות חיצוניים (הסתמכות על השווקים הפנים-קבוצתיים), ולכן אנו מצפים כי היא תשפיע על ביצועיה לחיוב. אשר למשתנים המבטאים את השפעתה של הקבוצה על ביצועי החברות – אנו לא מצפים להשפעה בכיוון

זה או אחר, משום שהיחס בין התועלת שבהימצאות בתוך קבוצה לעלותה הן שאלות המחקר. תוצאות הרגרסיה מוצגות בלוחות 4 ו-5.

5.1 ניתוח התוצאות

לוח 4 ההשפעה של השתייכות לקבוצה עסקית ROA

Independent variable	כל החברות (1)	כל החברות (2)	ענף התעשייה בלבד (3)	ענף התעשייה בלבד (4)
Intercept	+	+	+	+
Group affiliation	0.10	0.76	0.18	-0.04
Ownership	0.0009	0.0009	0.002	0.004
Log(age)	0.04	0.05	0.12	0.20
Log(assets)	0.13*	0.14*	0.14*	0.14*
Sales growth	0.013***	0.014***	0.015***	0.01***
Leverage	-0.016***	-0.017*	-0.014**	-0.0004*
Dividend	0.18*	0.17*	0.17*	0.10
TA100	-0.13	0.06	-0.08	0.20
R&D intensity	1.00E-06	-2.54E-06	3.21E-06	-7.00E-07
Group*Wedge		0.0004		0.009
Group*Log(age)		-0.19*		-0.11
Group*Log(assets)		-0.057		0.026
Group*Sales growth		0.003**		0.02**
Group Equity		0.015*		0.02
Group*TA100		-0.18		-0.63
Group*R&D		5.23E-06		6.03E-06
Group*Leverage		0.013*		0.013
Quarter Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/sub industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
R-adjusted	0.44	0.47	0.52	0.5

***-מובהק ב 1%, **-5%, *-10%

לוח 4 מסכם את התוצאות של ארבע הרגרסיות שבדקו את השפעת ההשתייכות של חברה לקבוצה עסקית על מדד הרווחיות – ROA. נדגיש שנבדקו כמשתנים תלויים גם מדדים חשבונאיים אחרים, כגון ROIC ו-ROE, והתוצאות נשארו בעינין. הממצאים המתקבלים הם חד-משמעיים ומובהקים בכל אחת מהרגרסיות ובכל ספציפיקציה: ההשתייכות של חברה לקבוצה עסקית אינה מביאה לעלייה ברווחיותה. ניתן אף לראות שבבדיקת הרווחיות בענף התעשייה בלבד – בדיקה שתכליתה לנטרל את השפעת הנתונים החשבונאיים הניכרת בענפים הפיננסיים – נתקבל כי סימנו של משתנה ההשתייכות לקבוצה עסקית הוא שלילי. אשר לשאר הפרמטרים – נמצא שרובם משפיעים בכיוון הצפוי, אף שחלקם אינו מובהק. בפרט

ניכרת השפעה חיובית של שיעור הצמיחה של הכנסות החברה על רווחיותה, וכן משפיעים לחיוב חלוקת הדיווידנדים ורמת המינוף. גם לגודל החברה העסקית, הנמדד על ידי המשתנה *group equity*, יש השפעה חיובית על רווח של הפירמה.

הסתכלות על המדדים החשבונאיים אינה מספיקה בדרך כלל, משום שהם מושפעים מנתונים מקרו-כלכליים של המשק (אף על פי שאנו מנכים אותם דרך אפקטים קבועים) וממניפולציות של החברות ומנהליהן בדוחות הכספים. לכן השתמשנו במשתנה *Tobin's Q* לצורך בדיקת ההשפעה של השתייכות הפירמה לקבוצה העסקית דרך הסתכלות על מגנון הפיקוח של השוק. לוח 5 מסכם את תוצאות הרגרסיות. להבדיל מהבדיקה הקודמת אנו עדים בראש ובראשונה להשפעתה השלילית של ההשתייכות לקבוצה עסקית על ביצועיהן של החברות הן במדגם המלא והן במדגם מצומצם, הכולל חברות תעשייה בלבד. גם כשמדובר בחברות הגדולות (מדד תל-אביב 100) תרומתה של ההשתייכות לקבוצה עסקית לביצועי החברה שלילית: כך עולה מהאינטראקציה *Group*TA100*. מהנתונים מתקבל שערך החברה מושפע חיובית מגודל ההחזקה של הבעלים השולטים, ממצא המתיישב עם התיאוריה של "בעיית הסוכן", שלפיה גידול של היקף ההון המוחזק בידי בעלי עניין משפר את הפיקוח על החברה, וכפועל יוצא – את ביצועיה. גם פרמטרים המצביעים על הבשלות של הפירמה, כגון הגיל הבורסאי וגודל המאזן, נמצאו מובהקים, והשפעתם היא בכיוון הצפוי: חברות צעירות וקטנות יותר נמצאו כבעלות ערך גבוה יותר משאר החברות. סתירה לממצא הקודם מתקבלת מהמקדם של שיעור צמיחת ההכנסות, אולם השפעתו של שיעור זה על ערך החברה זעירה. חברות הנמנעות מחלוקת דיווידנדים, דבר המעיד על פוטנציאל למצוקה פיננסית, נמצאו כבעלות ערך נמוך יותר. כצפוי, הימצאותה של חברה במדד תל אביב 100, וגם אינטנסיביות של השקעה במו"פ מתואמות חיובית עם ערך החברה. לעומת זאת התקבל במודל המורכב (כולל אינטראקציות) כי המינוף הפיננסי משפיע על ביצועי הפירמות לשלילה. מאינטראקציות של משתנה ההשתייכות לקבוצה עסקית עם שאר המשתנים אנו גוזרים שערכן של החברות המסונפות גבוה יותר כאשר המירווח בין השליטה לבין ההשקעה בהן נמוך יותר – סימן ל"בעיית סוכן" מצומצמת יותר – כאשר גודל הקבוצה העסקית במונחי ערך השוק גדול יותר, וכאשר שיעור צמיחתה נמוך יותר (אף כי ממצא זה אינו מובהק). ממצאים אלה מצביעים על אפשרות שהקבוצות העסקיות מונעות את צמיחתן של החברות הקטנות המסונפות אליהן. בטענה זו תומך גם המקדם השלילי של האינטראקציה בין הקבוצה להשקעה במו"פ – עדות להקצאת חסר של המקורות בתוך הקבוצה העסקית. עם זאת, מקדם אינטראקציה חיובי בין רמת המינוף הפיננסי לבין ההשתייכות לקבוצה עסקית מצביע על פחות סיכונים בחברות המסונפות, ואף מרמז על מערכת הביטוח הפנים-קבוצתית. מקדם האינטראקציה החיובי בין גודל החברה להשתייכות לקבוצה מעלה כי המרוויחות העיקריות מהשתייכות לקבוצות עסקיות הן חברות גדולות.

לוח 5
השפעת ההשתייכות לקבוצה עסקית
TQ

Independent variable	כל החברות (1)	כל החברות (2)	ענף התעשייה בלבד (3)	ענף התעשייה בלבד (4)
Intercept	+	+	+	+
Group affiliation	-0.0008	-0.34***	-0.05**	-0.42**
Ownership	0.001***	0.001***	0.001***	0.002***
Log(age)	-0.034***	-0.035***	-0.006***	-0.014*
Log(assets)	-0.14***	-0.14***	-0.10***	-0.14***
Sales growth	-3.96E-08***	-3.96E-06***	-3.35E-06***	-3.96E-06***
Leverage	0.0013*	-0.001*	0.003*	-0.0004*
Dividend	0.03***	0.03***	0.007***	-0.02***
TA100	0.16***	0.28***	0.19***	0.258074***
R&D intensity	1.85E-06***	7.74E-06***	2.70E-06***	6.63E-06***
Group*Wedge		-0.0007*		-0.00009*
Group*Log(age)		-0.016		-0.002
Group*Log(assets)		0.036*		0.026*
Group*Sales growth		-1.28E-05		1.58E-06
Group Equity		0.003***		0.006***
Group*TA100		-0.157***		-0.11***
Group*R&D		-6.95E-06***		-5.44E-06***
Group*Leverage		0.003***		0.005***
Quarter Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/sub industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
R-adjusted	0.62	0.63	0.61	0.63

***-מובהק ב 1%, **-5%, *-10%

6. דיון ומסקנות

מטרת על של עבודה זו היא לזהות ולתאר את פעילותן של הקבוצות העסקיות בישראל. על סמך המדגם ששימש אותנו, מניתוח הסטטיסטיים ומהמודל האקונומטרי התקבלו עדויות מובהקות להימצאותן של קבוצות עסקיות בישראל ולמעורבותן בפעילות המשקית. הניתוח הסטטיסטי העלה כמה נקודות עיקריות: קבוצות עסקיות מעטות (כ-20 בממוצע) שולטות בחברות ציבוריות רבות (כ-160 בממוצע), ובנתח שוק של כ-40 אחוזים. מכאן שמבחינת פיזור השליטה ישראל נמנית עם המדינות הריכוזיות בעולם המערבי, והיא אף קרובה, מבחינה זו, למדינות המתפתחות. הדבר מעלה תהיות באשר ליעילות של הקצאת המקורות במשק ישראלי ובאשר לרמת החשיפה של המשק לזעזועים. זאת במיוחד על רקע היסטוריה של אי יציבות ותחלופה גבוהה של האליטות השולטות – אירוע שעלולות להיות לו השלכות חמורות (ראו מקרה "חפציבה"). נמצא גם כי הפיזור הענפי של הקבוצות העסקיות מקיף את כל ענפי המשק, פרט לענף הטכנולוגיה העילית, עם נטייה להתמקד במגזר הפיננסי – הוכחה לקשרים ההדוקים בין

המגזר הבנקאי לקבוצות העסקיות. בחינת מאפייניהן של החברות לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות הראתה כי החברות המסונפות לקבוצות עסקיות בישראל הן, בדרך כלל, חברות בשלות, הן מבחינת הגודל והן מבחינת הגיל הבורסאי, ששיעורי צמיחתן וביצועי השוק שלהן נמוכים, ואילו הסיכון בהן גבוה. כדי לאמת ממצאים אלו, ולבדוק מהי תרומתן של הקבוצות העסקיות לביצועי החברות, נערך ניתוח אקונומטרי. מהמודל האקונומטרי עלו כמה מסקנות: ראשית, נמצא כי הקבוצות העסקיות אינן תורמות לרווחת החברות המסונפות אליהן, ולא עוד אלא שלאותן חברות קיימת פרמיה שלילית בשוק, כפי שמתבטא בערך Tobin's Q נמוך מזה של החברות המסונפות. שנית, הניתוח האקונומטרי אימת את הממצאים הסטטיסטיים באשר לגודל, לגיל, לסיכון ולצמיחה של החברות המסונפות. נדגיש כי התוצאות שהתקבלו מהניתוח האקונומטרי אינן טריוויאליות וכי המסקנות הנגזרות מהן מחייבות התייחסות למכלול העדויות האמפיריות לגבי הקבוצות העסקיות ולתיאוריה בנושא גם יחד. לצורך זה סוגיית השפעתן של הקבוצות העסקיות אינה נפרדת משאלת רמת האיוון בין התועלת שבקיומן – למשל יצירת שווקים פנים-קבוצתיים (שווקים פיננסיים, שוקי עבודה ועוד) – לבין עלותן, כפי שהיא מתבטאת במבנה ההחזקות המורכב ובפוטנציאל להיווצרותה של בעיית הסוכן. מסקנה ברורה העולה מתוצאות הרגרסיה היא כי השוק "מעניש" את החברות המסונפות בגלל בעיית הסוכן הפוטנציאלית; על כך מעיד המקדם השלילי של משתנה ההפרדה בין שיעור השליטה בחברה לבין השיעור שבבעלותה. אולם השאלה היא אם ההשלכות של בעיית הסוכן כגון "התבצרות יתר" ו"מנהרות" די בהן כדי להסביר את הפרמיה השלילית של הקבוצות העסקיות במשק הישראלי. בהעדר מס על הדיוידנדים בין החברות, אפשרות של "מנהרות" קיימת בהחלט בשוק הישראלי, אולם על סמך ההנחות בדבר עוצמתם של המוסדות הפיננסיים סביר שאלה מקשים על ניצולו של מיעוט המשקיעים. הסבר אחר, אולי סביר יותר, הוא שבמשק הישראלי, בהיותו משק מפותח, מתחדדות שאלת יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים ושאלת ההצדקה לקיומן של הקבוצות העסקיות. לפי התיאוריה המודרנית בנושא זה, ניתוח השפעתה של הפרת האיוון בין העלויות לתועלת מקיומן של הקבוצות רלוונטי במיוחד במשקים מתפתחים בעלי missing institutions שבהם טרם התפתחו מוסדות פיננסיים חזקים. כשהשווקים מפותחים, והמוסדות הפיננסיים איתנים, יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים דרך פונקציית פיזור הסיכונים במערכת והקצאת המקורות מוטלת בספק. כך פיזור הענפי הרחב של הקבוצות העסקיות בישראל יכול להיתפס בשוק כמזיק למשקיעים. צריך להדגיש שפרמיית הפיזור אינה ייחודית לקבוצות העסקיות בישראל, ונמצאה גם בשווקים מפותחים אחרים (ארה"ב ועוד). ייתכן שהפרמיה השלילית לקבוצות העסקיות נובעת גם מגורמים שאינם קשורים לפרמטרים הכלכליים, כהערכת השוק לגבי יציבות השליטה בתוך המשפחות השולטות וזהותם של הבעלים העתידיים – או מהערכה כי צפוי ניצול של מיעוט המשקיעים בעתיד. עבודה זו מעלה באופן כללי עוד מספר סוגיות, שטרם קיבלו מענה בספרות הכלכלית-מימונית. בשנות התשעים – שלא כמו בתחילת שנות החמישים והשישים, על רקע ראשיתה של ההתפתחות הכלכלית בישראל – נוצרו הקבוצות העסקיות על רקע של מוסדות כלכליים מפותחים, ולכן השפעתן המתמשכת בחברה המודרנית היא בגדר חידה. קשה להסביר את היווצרותן וצבירת כוחן של הקבוצות החדשות בעזרת טיעונים פוליטיים או תרבותיים: ישראל (כמו הבעלים של הקבוצות העסקיות) היא חברה הטרוגנית בתרבותה, ולכן קשה למצוא מכנה משותף להתהוותן של הקבוצות. הטבות פוליטיות והעדפות של הממשלה, וכן crony capitalism ("קפיטליזם של מקורבים") קיימים במידה מסוימת, אולם קשה לראות בהם גורמים דומיננטיים בהתהוותן של קבוצות עסקיות בחברה דמוקרטית. מכאן שהסיבות להיווצרותן של קבוצות עסקיות ולהמשך קיומן הן לא דווקא כלכליות; הן נעוצות אולי במניעים כיוקרה, אגו אישי של בעליהן וכו', המובילים להתבצרות יתר של הקבוצות, ועמה – לפגיעה ביעילותה של הכלכלה הישראלית. שאלות אלה תיבדקנה בעתיד.

7. סיכום

עבודה זו באה לבחון את קיומן והשפעתן של הקבוצות העסקיות על ביצועיהן של חברות ישראליות הנסחרות בבורסה לניירות ערך.

1. נמצאו עדויות מובהקות לקיומן של קבוצות עסקיות בישראל. הן התהוו במשך השנים על רקע פעילותה של הממשלה במגזר העסקי ובשווקים הפיננסיים, התפתחותו המהירה של המשק, זעזועים גיאופוליטיים ותחלופה של האליטות השולטות.
2. על סמך מדגם ייחודי, שנבנה לצורך עבודה זו, נמצא כי כ-20 קבוצות עסקיות, רובן ככולן בבעלות משפחות, שולטות על כ-160 חברות ציבוריות, כלומר על נתח של קרוב ל-40 אחוזים מהשוק.
3. נתח השוק של 10 הקבוצות הגדולות הוא בין הגבוהים בעולם המערבי – 30 אחוזים מהשוק.
4. מבנה השליטה של הקבוצות העסקיות בישראל הוא פירמידלי מובהק: כ-80 אחוזים מהחברות המסונפות מוחזקות במבנה זה. הרמה המרבית שבה מושגת השליטה בחברה ציבורית בישראל דרך מבנה פירמידלי נאמדה ב-7. במילים אחרות: באמצעות שליטה ב-6 חברות ציבוריות נוספות החברה שבראש הפירמידה משיגה שליטה בחברה זו.
5. בחינת פיזור ההחזקות של הקבוצות העסקיות מצביעה על התמקדות רבה במגזר הפיננסי: כ-50 אחוזים מהחברות בסמגור זה ניתן לסווג כמסונפות.
6. ניתוח הנתונים מצביע על מאפייני החברות המסונפות לקבוצות עסקיות בישראל: במוצע חברות אלה מאופיינות בבשלות גבוהה, בצמיחה נמוכה, יחסית לחברות הלא-מסונפות, וברמת סיכון גבוהה יותר. עם זאת ביצועיהן הפיננסיים פחותים מאלה של החברות הלא-מסונפות.
7. מניתוח אנליטי ואקונומטרי נראה כי העלות הכרוכה בקיומן של קבוצות עסקיות בישראל עולה על התועלת. הניתוח האקונומטרי מעלה כי לעצם ההשתייכות לקבוצה עסקית אין השפעה על רווחיותה של החברה המסונפת, כפי שהיא נמדדת על פי מספר פרמטרים חשבונאיים. עם זאת, ערכן הפיננסי של החברות המסונפות נמוך מזה של האחרות באופן מובהק. ממצאים אלה מצביעים על פרמיה שלילית של השוק באשר לחברות המסונפות; שאלה חשובה למחקר עתידי היא האם תוצאה זו נובעת מאי יעילותם של השווקים הפנים-קבוצתיים, פוטנציאל לניצול מיעוט המשקיעים בעתיד או הסתברות לפירוק הקבוצה בשל השתבשות היחסים בין בעליה.

אהרונאי, י' (2006). "אליטות עסקיות חדשות", בתוך: אליטות חדשות בישראל, ירושלים, מוסד ביאליק.
אהרונאי, י' (1976). מבנה והתנהגות במשק הישראלי, תל-אביב, צ'ריקובר.

- Almeida, H. and D. Wolfenzon (2004). "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups," *Journal of Finance*, forthcoming.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon (2006). "Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets," *Journal of Financial Economics*, 75, 133-164.
- Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis (2000). "Stock Pyramids, Cross Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.
- Berle, A. and G. Means (1932). "The modern corporation and private property", New York: Harcourt, Brace, and World.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2006). "The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from East Asia," *Emerging Markets Review*, 7, 1-26.
- Chang, S. and J. Hong (2000). "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intra-Group Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, 43, 429-448.
- Chang, S. and J. Hong (2002). "How Much Does the Business Group Matter in Korea?" *Strategic Management Journal*, 23, 265-274.
- Encoua, D. and A. Jacquemin (1982). "Organizational Efficiency and Monopoly Power: The Case of French Industrial Groups," *European Economic Review*, 19, 25-51.
- Faccio, M. and L. Lang (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Granovetter, M. (2005). "Business Groups and Social Organization," in: N. Smelser and R. Swedberg (eds.), *The Handbook of Economic Sociology* (2nd Edition) Princeton, Princeton University Press.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976). "The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990). "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, 225-263.
- Khanna, T. (2000). "Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions," *European Economic Review*, 44, 748-761.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999a). "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: Evidence from Chile and India," *Journal of Economics and Management Strategy*, 8, 271-310.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999b). "The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, 77, 125-133.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000a). "Is Group Membership Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55, 867-891.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000b). "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile," *Academy of Management Journal*, 43, 268-285.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000c). "Emerging Markets Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance," in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.

- Khanna, T. and J. Rivkin (2001). "Estimating the Performance Effects of Networks in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22, 45-74.
- Kim, S. (2004). "Bailouts and Conglomerates," *Journal of Financial Economics*, 71, 315-347.
- Lang, L. and R. Stulz (1994). "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999). "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Maman, D. (2002). "The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared," *Organization Studies*, 23, 737-758.
- Morck, R. (2005). "How to Eliminate Pyramidal Business Groups – The Double Taxation of Inter-Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy," in: J. Poterba (ed.), *National Bureau of Economic Research Tax Policy Annual*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R. and M. Nakamura (2005). "A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean: A History of Corporate Ownership in Japan," in R. Morck (ed.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., M. Percy, G. Tian and B. Yeung (2005). "The Rise and Fall of the Widely Held Firm – A History of Corporate Ownership in Canada," in: R. Morck (ed.) *The History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1990). "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45, 31-48.
- Morck, R., D. Strangeland and B. Yeung (2000). "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" in: R. Morck (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R., D. Wolfenzon and B. Yeung (2005). "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, 43, 657-722.
- Perotti, E. and S. Gelfer (2003). "Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups," *European Economic Review*, 45, 1601-1617.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon (2002). "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Yafeh, Y. and T. Khanna (2006). "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? ", *Journal of Economic Literature*, 45, 331-373.