



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

המחלקה לפיקוח תקציבי

**קבוצות עסקים בישראל –  
תיאור, ניתוח והשלכות  
מעודכן**

מוגש לוועדת המשנה של ועדת הכספים  
לענייני ביטוח  
בראשות חברת הכנסת פניה קירשנבאום

**כתיבה: תמיר אגמון, עמי צדיק**

ח' בתמוז תש"ע  
20 ביוני 2010

אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי  
עריכה לשונית: מערכת "דברי הכנסת"

הכנסת, מ+רכז המחקר והמידע

קריית בן-גוריון, ירושלים 91950

טל': 02 - 6408240/1

פקס: 02 - 6496103

[www.knesset.gov.il/mmm](http://www.knesset.gov.il/mmm)

מסמך זה מוגש לחה"כ פניה קירשנבאום, יו"ר ועדת המשנה של ועדת הכספים לענייני ביטוח, והוא עוסק בפעילות קבוצות העסקים בישראל. במסמך נתונים על קבוצות העסקים הפעילות בישראל ומשקלן במשק, ניתוח ההשלכות של פעילותן והצגה של כלי מדיניות אפשריים להקטנת הריכוזיות במשק.

## 1. קבוצות עסקים בישראל

את רמת הריכוזיות הכלכלית אפשר למדוד בענף בודד ובמשק כולו:

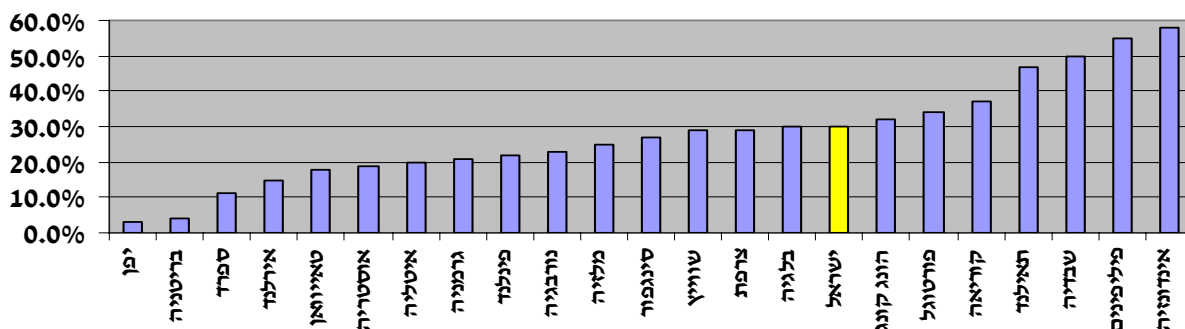
**ריכוזיות בענף בודד:** כמה ספקים שולטים בנתח ניכר מהפעילות בענף. בתחומים רבים בכלכלה יש **יתרונות לגודל**, כלומר עלות הייצור למוצר יורדת ככל שכמות הייצור גדלה. תופעה זו עשויה לעודד במשך השנים רכישות ומיזוגים בשוק, והיווצרות חברות ענק החולשות על נתח ניכר של השוק. במשקים קטנים יחסית, כמו המשק הישראלי, לעתים יתרונות הגודל, המביאים להפחתת עלויות הייצור, אינם באים לידי ביטוי במחירים נמוכים אלא מביאים לצמצום התחרותיות ולהגדלת הרווחים של החברות.

**ריכוזיות במשק כולו:** כמה גורמים שולטים בנתח מרכזי של הפעילות במשק כולו. בספרות הכלכלית קבוצת עסקים (business group) מוגדרת "קבוצה של חברות המנהלות פעילות עסקית בשווקים שונים, נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וקשורות ביניהן בקשרי אמון הדדי על בסיס רקע אישי, עסקי או אתני משותף".<sup>1</sup> קבוצות עסקים קיימות ופועלות במדינות מתפתחות ומפותחות, למשל ה-chaebols בקוריאה, ה-keiretsu ביפן, ה-business houses בהודו והקונצרנים באירופה.

הנתונים מלמדים כי יש בישראל **רמת ריכוזיות גבוהה יחסית הן בענפים בודדים**, לרבות בנקאות, ביטוח, טלפוניה, אמצעי תקשורת ודלק, **והן במשק כולו**. כמו כן, חלק גדול מפעילותן של קבוצות העסקים הוא באותם ענפים שבהם הריכוזיות גבוהה. מחקר שערך בנק ישראל (להלן: **המחקר**) ובדק כ-650 חברות ציבוריות שנשחרו בבורסה לניירות ערך בשנים 1995–2005, העלה שלקבוצות העסקים שוק בישראל יש המאפיינים האלה:

**ריכוזיות גבוהה:** 10 קבוצות העסקים הגדולות שלטו בכ-30% משווי השוק של החברות הציבוריות. כ-20 קבוצות עסקים שלטו בכ-160 חברות ציבוריות (להלן: חברות מסונפות), שהיו במועד המחקר כ-26% מכלל החברות הציבוריות וערך השוק שלהן היה קרוב ל-50% מערך השוק של החברות הציבוריות. בסוף דצמבר 2009 שווי השוק של 16 קבוצות העסקים הגדולות היה כ-349 מיליארד ש"ח – 49% משווי השוק הכולל.<sup>2</sup> תרשים 1 מציג את שיעור שווי השוק של עשר קבוצות העסקים הגדולות בכלל שווי השוק, בכמה מדינות בעולם.

### תרשים 1 – שיעור שווי שוק של עשר קבוצות העסקים הגדולות בכלל שווי השוק<sup>3</sup>



<sup>1</sup> קונסטנטין קוסנסקו, בנק ישראל, [התהוותן של קבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק](#), אפריל 2008.  
<sup>2</sup> D&B, הודעה לעיתונות, [הקבוצות הבלוטות במשק בשנת 2009](#), 15 בדצמבר 2009; הבורסה לניירות ערך, [סקירה שנתית 2009](#).  
<sup>3</sup> ראו הערה 1. הנתונים מבוססים על מחקר משנת 2002 במדינות אירופה ומחקר משנת 2000 במדינות אסיה, מאז חלו שינויים.

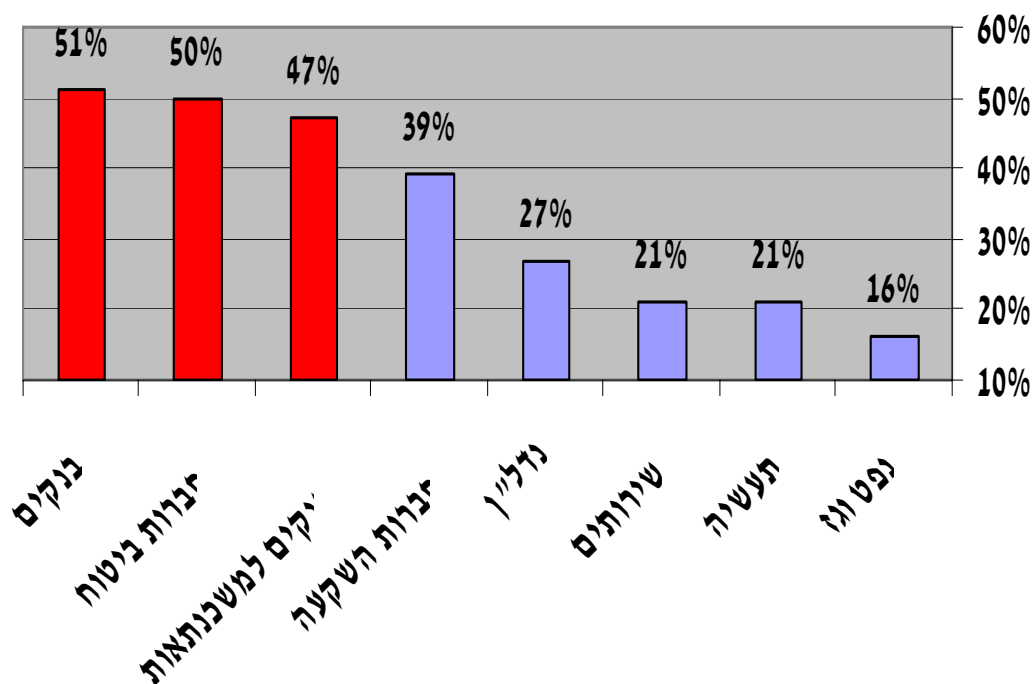
מהנתונים עולה כי רמת הריכוזיות של שליטה בחברות ציבוריות בישראל דומה לרמת הריכוזיות במדינות המתפתחות. השיעור בישראל היה 30% – גבוה מיפן (3%), בריטניה (4%), ספרד (11%), אירלנד (15%), איטליה (20%), גרמניה (21%) וצרפת (29%). מנגד, שיעור זה היה נמוך משיעור החזקת עשר הקבוצות הגדולות בשבדיה (50%), קוריאה (37%), פורטוגל (34%) ומדינות מזרח אסיה.

**פירמידות שליטה:** כ-80% מהחברות המסונפות היו מאוגדות במבנה בעלות אנכי דמוי פירמידה, המאפיין את הקבוצות העסקיות בישראל. במבנה כזה חברת אחזקות, בדרך כלל משפחתית, שולטת בחברות ציבוריות, והן שולטות בחברות ציבוריות נוספות. לדוגמה, בעלות בשיעור של 60% על חברות בכל אחד משלבי הפירמידה, מביאה לבעלות בשיעור של כ-8% על החברה החמישית, בתחתית הפירמידה. בעל חברה שבעלותו כ-8% מהון החברה שולט באמצעות המבנה הפירמידלי בחברה ציבורית בתחתית הפירמידה ונוצר פער בין בעלות ובין שליטה.

כ-21% מהחברות הנסחרות בישראל מסונפות לקבוצות עסקים בעלות מבנה פירמידלי – שיעור גבוה מזה שבאירופה (10%) ונמוך מזה שבאסיה (48%). ייתכן שתיוקון 11 לחוק ניירות ערך, התשמ"ח-1988 (שבו הוגבל שימור השליטה בחברה על-ידי שימוש בזכויות הצבעה עודפות), הביא לעידוד השימוש במבנה הפירמידלי. בבחינת סוג השליטה עולה כי בעלי עניין שלטו בכ-50% מהחברות הציבוריות, וב-34% מהחברות ההחזקה מפורזת. בכך דומה ישראל למדינות המתפתחות ונבדלת ממדינות המערב.

**פעילות בענפים ריכוזיים:** תרשים 2 להלן מציג את פעילות קבוצות העסקים במשק לפי ענפים כלכליים.

**תרשים 2 – פעילות קבוצות העסקים בישראל לפי ענפים כלכליים**



מהתרשים עולה כי כ-50% מן החברות במגזר הפיננסי (כולל בנקים וחברות ביטוח) משתייכות לקבוצות עסקים, לעומת כ-21% בלבד מן החברות הפועלות בענפי התעשייה והשירותים. ניתוח הנתונים בתרשים 2 ובטבלה 4 בעמ' 13 יכול ללמד כי קבוצות העסקים פועלות בענפים ריכוזיים יחסית, כמפורט בתרשים 3.

### תרשים 3 – מיפוי ענפי של פעילות קבוצות העסקים בישראל, לפי רמת ריכוזיות

תחבורה ציבורית	בנקאות, ביטוח, חברות השקעה, טלפוניה, דלק, אמצעי תקשורת, רשתות שיווק	גבוהה
	נדל"ן	רמת ריכוזיות בענף
תעשייה, תיירות, חקלאות, היי-טק	מסחר	נמוכה
נמוכה	פעילות קבוצות עסקים	גבוהה

**רווחיות מדווחת נמוכה:** בהשוואת ביצועיהן של החברות המסונפות לביצועיהן של החברות הלא מסונפות עולה

#### טבלה 1: ביצועי חברות ציבוריות לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות<sup>4</sup>

מסונפות	לא מסונפות	משתנה
210%	100%	שיעור התשואה על הנכסים
1,958,187	371,370	שווי שוק (בש"ח)
0.54	0.48	מינוף (התחייבויות ביחס להון העצמי)
1.15	1.24	ערך שוק ביחס לערך בספרים (Tobin's Q)
40%	60%	שיעור החזקות הציבור
3%	6%	אינטנסיביות ההשקעה במו"פ
4%	5.70%	שיעור צמיחת ההכנסות
59%	40%	ההפרש בין אחוז השליטה לאחוז ההחזקה
14	10	הגיל הבורסאי

כי ביצועי האחרונות עולים על אלו של הראשונות. הבדיקה העלתה כי לחברות המסונפות אורך חיים רב יותר, הן צומחות בשיעור נמוך יותר והן מסוכנות יותר (במונחי מינוף) לעומת חברות לא מסונפות. הרווחיות הממוצעת (שיעור התשואה לנכסים, ROA) בחברות הלא מסונפות היתה גבוהה מזו שבחברות המסונפות.

**שווי שוק נמוך יחסית:** המחקר העלה כי להשתייכות לקבוצת עסקים אין תועלת כלכלית למשק הישראלי. להיפך, השוק מעניק לחברות המסונפות פרמיה שלילית, בכך ששוויין הכלכלי של החברות המסונפות נמוך מזה של החברות הלא מסונפות. לפיכך, השיקולים העומדים מאחורי הקמתן של החברות המסונפות אינם כלכליים אלא קשורים, בין השאר, ביוקרה אישית ועלולים אף לגרום לפגיעה כלכלית במשק הישראלי. בבדיקת יחס Tobin's Q<sup>5</sup> נמצא כי במשך השנים היחס היה גבוה יותר בקרב החברות הלא מסונפות, מה שמלמד על הפרמיה השלילית של השוק ביחס לחברות המסונפות, ועל כך שהשתייכות לקבוצת העסקים משפיעה באופן שלילי על ביצועי החברות המסונפות. כלומר, אין לחברות יתרון, מבחינת רווחיות, בשל היותן מסונפות לקבוצות העסקיות. טבלה 1 לעיל מציגה נתונים סטטיסטיים על החברות הציבוריות, לפי ההשתייכות לקבוצות עסקיות.

<sup>4</sup> ש.ם.

<sup>5</sup> Tobin's Q – היחס בין שווי השוק של חברה ציבורית לבין ערכה לפי הספרים. ככל שהיחס גבוה יותר כך המשקיעים בבורסה נותנים לחברה פרמיה גבוהה יותר.

## 2. השלכות<sup>6</sup>

### 2.1. סיכונים מערכתיים

סיכון מערכתי הוא הסכנה שמערכת פיננסית או שוק יקרסו, יגרמו לקריסה פיננסית כלל-מערכתית וישפיעו השפעה ניכרת על המשק כולו. בעוד הסיכון המערכתי של קריסת תאגידים ריאליים הוא מצומצם למדי, **הסיכון המערכתי של קריסת קבוצות עסקים מורכב יותר**, משום שהן נתונות לשליטה אדמיניסטרטיבית ופיננסית אחת וכן בשל קשרי האמון ביניהן.

כפי שתואר בסעיף 1 לעיל, כ-20 קבוצות עסקים, רובן משפחתיות, שולטות, במבנה פירמידלי, בכ-26% מהחברות הציבוריות ובקרוב ל-50% משווי השוק של החברות הציבוריות. החברות המסונפות לקבוצות העסקים מרוכזות במגזר הפיננסי; הן בשלות מבחינת גילן וגודלן, בעלות צמיחה נמוכה אך ממונפות מאוד, ולכן גם מסוכנות יותר לעומת החברות הלא מסונפות. בבחינת הסיכון המערכתי של הקבוצות העסקיות בישראל עולות המסקנות שלהלן:

- לקבוצות העסקים זיקה רבה למערכת הבנקאות (ראו תרשים 2 לעיל), ובכך הן מגדילות את סיכון האשראי של הבנקים. פתרון חלקי לתופעה זו מצוי במגבלות רגולטוריות המוטלות על הבנקים בהלוואות הניתנות לווה בודד ולקבוצת לווים;<sup>7</sup>
- קבוצות העסקים קשורות זו בזו במערכת סבוכה של קשרים בין-קבוצתיים, שבאה לידי ביטוי בבעלות משותפת או בהשתתפות בדירקטוריונים של חברות רבות. מצב זה עשוי לפגום בטיב המידע הזורם אל המשקיעים ובשקיפות פעילותן של קבוצות העסקים;
- קבוצות העסקים מתאפיינות, נוסף על הריכוזיות גבוהה בבעלות על הפירמות, גם בשליטה משפחתית. לתופעה זו השפעה על יציבות המערכת הפיננסית במשק, משום שהשליטה, הבעלות ואופן הניהול של הפירמות מושפעים מטיב היחסים בין המשפחות ומאופן הניהול של בודדים, במיוחד בדור הממשיכים;

לספקי האשראי (בנקים ומשקיעים מוסדיים) יש יתרון לגודל במתן אשראי, וכך עשויה להיווצר **ריכוזיות במתן אשראי** במשק, אשר תוביל להקצאת מקורות לא יעילה ותשפיע השפעה שלילית על שיעור הצמיחה והרווחה החברתית. טבלה 2 להלן מציגה את חלקו של האשראי של שש קבוצות הלווים הגדולות בסך האשראי הבנקאי.

**טבלה 2: אומדן נתח האשראי של שש קבוצות הלווים הגדולות בסך האשראי הבנקאי (במיליארדי ש"ח)<sup>8</sup>**

נתון	2007	2008
בסיס ההון לצורך חישוב יחס ההון לרכיבי סיכון	87.44	92.83
משקל שש קבוצות הלווים הגדולות מבסיס ההון	115%	120%
<b>אשראי בנקאי של שש קבוצות הלווים הגדולות</b>	<b>100.6</b>	<b>111.4</b>
סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי	402	414
<b>שיעור אשראי של 6 הקב' הגדולות מסך האשראי הבנקאי</b>	<b>25.0%</b>	<b>26.9%</b>

<sup>6</sup> קונסטנטין קוסניקו, בנק ישראל, [התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק](#), אפריל 2008. ; בנק ישראל, [דוח שנתי 2009](#), פרק ד': המערכת הפיננסית ויציבותה, [תיבה ד-2: קבוצות עסקיות וסיכון מערכתי בישראל](#), אפריל 2010; פרופ' אסף חמדני, [ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים](#), המכון הישראלי לדמוקרטיה, נובמבר 2009.

<sup>7</sup> בנק ישראל, המפקח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 313, [מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים](#), נובמבר 2003.

<sup>8</sup> עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. בסיס ההון לצורך חישוב יחס ההון לרכיבי סיכון - בנק ישראל, [מערכת הבנקאות בישראל 2008, פרק ג' – הסיכונים והלימות ההון](#), לוח ג'-13 – התפלגות ההון ויחסי ההון בחמש הקבוצות הבנקאיות הגדולות (עמוד 145); משקל שש קבוצות הלווים הגדולות – שם, [ריכוזיות האשראי](#) (עמוד 117); סך האשראי הבנקאי למגזר העסקי – בנק ישראל, [אינדקס שוטפים ליציבות המשק](#), לוח 3 - יתרות האשראי במשק.

מעיון בטבלה עולה כי לשש הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל הוענק בשנת 2008 אשראי בסך של כ-111.4 מיליארדי ש"ח, אשר היוו כ-26.9% מסך האשראי הבנקאי למגזר העסקי, לעומת משקל של 25% בשנת 2007. יש לציין כי בהוראה נוהל בנקאי תקין 313, קיימות מגבלות על מתן אשראי לווה בודד (15% מבסיס ההון לצורך חישוב יחס ההון לרכיבי סיכון), לקבוצת לווים (30%) ולשש קבוצות הלווים הגדולות (135%).<sup>9</sup> כפי שעולה מטבלה 2 לעיל, בשנת 2008 האשראי לשש קבוצות הלווים הגדולות עמד על 120% מבסיס ההון, לעומת 115% בשנת 2007, יחס נמוך מהמגבלה הרגולטורית.

להלן השוואה של האשראי לשש קבוצות הלווים הגדולות לאשראי הבנקאי לעסקים גדולים וקטנים:<sup>10</sup>

**אשראי לעסקים גדולים:** בחודש ספטמבר 2008 קיבלו העסקים הגדולים בישראל אשראי בנקאי של 277.7 מיליארד ש"ח, כלומר נתח האשראי לשש קבוצות הלווים הגדולות עמד על כ-40.1% מסך האשראי הבנקאי לעסקים גדולים.

**אשראי לעסקים קטנים:** בחודש ספטמבר 2008 קיבלו העסקים הקטנים בישראל אשראי בנקאי של 57.5 מיליארד ש"ח, כלומר נתח האשראי לעסקים קטנים עמד על כ-51.6% מסך האשראי לשש קבוצות הלווים הגדולות.

כפי הנראה, לריכוזיות האשראי יש שתי סיבות: יתרונות לגודל במתן אשראי, עניין המדרבן את ספקי האשראי להלוות לגופים גדולים; שליטה של קבוצות העסקים ברוב הבנקים (קבוצת אריסון – בנק הפועלים, קבוצת ברונפמן – בנק דיסקונט, קבוצת עופר וקבוצת ורטהיים – בנק מזרחי-טפחות, קבוצת בינו צדיק – הבנק הבינלאומי, בנק אוצר החייל) והקשרים ההדדיים בין קבוצות העסקים.

גם באשראי החוץ-בנקאי רמת הריכוזיות גבוהה כפי שמפורט בטבלה 3 להלן.

**טבלה 3 – הנפקות ציבוריות של אג"ח קונצרניות בשנת 2009 (במיליארדי ש"ח)<sup>11</sup>**

שיעור	סכום	חברה
10.5%	3.0	פועלים הנפקות (קבוצת אריסון)
10.5%	3.0	לאומי מימון
4.9%	1.4	סקיילקס (קבוצת אילן בן דב)
3.5%	1.0	סלקום (קבוצת דנקנר)
3.5%	1.0	דיסקונט מנפיקים (קבוצת ברונפמן)
3.5%	1.0	דיסקונט השקעות (קבוצת דנקנר)
3.5%	1.0	פז נפט (קבוצת בינו צדיק)
3.5%	1.0	כימיקלים לישראל (קבוצת האחים עופר)
3.5%	1.0	מכתשים אגן (קבוצת דנקנר)
<b>53.0%</b>	<b>15.1</b>	<b>אחרים</b>
<b>100.0%</b>	<b>28.5</b>	<b>סך הכול</b>

מהנתונים עולה כי בשנת 2009 גויסו באמצעות הנפקות אג"ח ציבוריות 28.5 מיליארד ש"ח. קרוב ל-14 מיליארד ש"ח מהם, כ-47% מסך ההנפקות, גויסו על-ידי תשע חברות. שתי חברות, המסונפות לקבוצת נוחי דנקנר

<sup>9</sup> בנק ישראל, המפקח על הבנקים, נוהל בנקאי תקין 313, [מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים](#).

<sup>10</sup> שם; מרכז המחקר והמידע של הכנסת, [מחנק האשראי במשק – ניתוח והשלכות](#), עמי צדיק, מאי 2009.

<sup>11</sup> הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, [סקירה שנתית 2009](#), כניסה בתאריך: 24 במאי 2010.

ולקבוצת אריסון, גייסו כ-10.5% מסך האג"ח בהנפקות ציבוריות כל אחת. הבנקים גייסו כ-40% מסך הנפקות האג"ח הציבוריות והפרטיות, בעיקר לשם עמידה בדרישות הלימות ההון של המפקח על הבנקים.

בענפי הכלכלה בכלל ובשוקי הכספים וההון בפרט יש חשש לסיכונים בגין **ריכוז בעלויות, בעלויות צולבות** (בעלים של מוסד פיננסי ושל גורם נוסף בענף) ו**בעלויות אלכסוניות** (בעלים של מוסדות פיננסיים שהוא גם בעלים של עסקים כלכליים אחרים). להלן הבעיות העיקריות בשליטה של קבוצת עסקים על מוסד פיננסי:<sup>12</sup>

- שליטה במוסד פיננסי עשויה להיות מנוצלת להעדפתן של חברות מסונפות על חברות אחרות;
- לחברות מסונפות יש גישה למקור מימון זול בהשוואה למתחרות שלהן, והדבר עשוי לפגוע בתחרות;
- יש חשש לחשיפת מידע עסקי על הלווים אשר יועבר לחברות מסונפות בקבוצה ויפגום בתחרות.

כאמור, לקבוצות העסקים יש פוטנציאל להיות סיכון מערכתי בשל גודלן ובשל מורכבותן, מה שמגביר את ההסתברות לזליגת הסיכון הקיים בהן במקרה של חדלות פירעון למשק כולו (אפקט ה-spillover). אפקט זה מגביר את אי-הוודאות לגבי הסיכון של כישלון קבוצות העסקים והשפעתו על המערכת הפיננסית, ולדברי בנק ישראל **נדרשת בשל כך התערבות של הרגולטורים, נוסף על פעילות כוחות השוק**. למשל, מעורבותן של קבוצות העסקים בשוק האשראי החוץ-בנקאי אומנם לא הביאה לזעזועים במשק, בשל התערבות המחוקק, אולם במשבר הכלכלי האחרון היא גרמה באופן עקיף (באמצעות מנגנוני התמסורת) לחשיפת המשק לזעזועים מחו"ל.

## 2.2. רמת התחרותיות במשק

כ-99.3% מהעסקים בישראל הם עסקים קטנים ובינוניים המעסיקים עד 100 עובדים, וכמחצית מאלה הם עצמאים וחברות שאינם מעסיקים שכירים. אף-על-פי-כן, על-פי אומדנים שונים, **רק כמחצית מהתוצר העסקי בישראל** נובעת מפעילות עסקים קטנים ובינוניים. כ-55% מהעובדים בסקטור העסקי בישראל מועסקים בעסקים קטנים ובינוניים, לעומת כשני-שלישים מהעובדים במדינות המפותחות. פער זה מעיד על **הריכוזיות היחסית של כלכלת ישראל** לעומת המצב במדינות המפותחות ועל **אי-מיצוי הפוטנציאל הכלכלי** של מגזר העסקים הקטנים והבינוניים.<sup>13</sup>

רמת תחרותיות נמוכה עשויה להביא לפער חברתי גדול, בעיקר בגין רווחי הון גבוהים ורמת תעסוקה הנמוכה מרמה של שיווי משקל. בשנים האחרונות הונהגו בישראל כמה רפורמות מבניות והפרטות לשם הגברת התחרותיות בענפי הטלפוניה, התחבורה הציבורית, נמלי הים, הבנקאות ועוד. ואולם, רמת התחרותיות בישראל עדיין נמוכה מזו שברוב מדינות המערב והאיחוד האירופי. מדד התחרותיות הגלובלי, שנוסד על-ידי הפרוור הכלכלי העולמי, מודד את רמת התחרותיות על-פי פרמטרים שונים בכל מדינות העולם. במדד 2009–2010 מצויה ישראל במקום 27, לעומת מקום 23 במדד 2008–2009.<sup>14</sup>

ההשתייכות לקבוצת עסקים מקנה לחברה הבודדת כמה יתרונות בתחרות בשוקי היעד שלה, ובין היתר:

**שווקים פנים-קבוצתיים**. קבוצות העסקים משמשות כמתווך, ולמעשה יוצרות בעבור החברות המסונפות אליהן שווקים פנים-קבוצתיים (שווקים פיננסיים, שוקי עבודה לעובדים ולמנהלים ועוד). מנקודת ראות משקית, תופעה זו מקטינה את היעילות הכלכלית, שכן היא עשויה להביא לקבלת החלטות על בסיס לא כלכלי (לדוגמה, רכישת שירותי טלפוניה לא מהספק המתאים ביותר אלא מספק המשתייך לקבוצת העסקים).

<sup>12</sup> פרופ' אסף חמדני, **ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים**, המכון הישראלי לדמוקרטיה, נובמבר 2009.

<sup>13</sup> מרכז המחקר והמידע של הכנסת, **עסקים קטנים ובינוניים בישראל ובמדינות המפותחות**, כתבו עמי צדיק ורון תקווה, מרס 2008.

<sup>14</sup> World Economic Forum, **The Global Competitiveness Report 2009–2010**, accessed: May 26, 2010.

**שיפור המעמד בקבוצת העסקים.** חברות ממונפות משפרות את מעמדן עם הצטרפותן לקבוצות העסקים, משום שבאפשרות הקבוצה לספק מוצרים שהשוק החיצוני אינו יכול לספק, וגם במחירים נמוכים יותר. חברות קטנות, הסובלות ממגבלות אשראי, או חברות המתקשות לגייס הון, הן הנהנות העיקריות מההשתייכות לקבוצת עסקים, הן מבחינת ביצועיהן העסקיים והן מבחינת הישרדותן.

**הוזלת עלויות וצמצום סיכונים.** קבוצות העסקים מקצות את ההון באופן יעיל יותר לעומת השווקים החיצוניים, מקטינות את עלויות העסקה, מקטינות סיכונים ומסייעות לחברות המסונפות אליהן להתמודד עם משברים פיננסיים ועם פשיטות רגל.

היתרונות העסקיים של החברות המסונפות (מימון, שוק פנימי ועוד) עשויים להקשות על פעילות החברות המתחרות עמן ולהביא לפגיעה בשוק. כמו כן, היתרון המובנה של החברות המסונפות עלול להגביל את היצע ההון הזמין ליזמים חדשים ולעסקים קטנים ובינוניים. הדומיננטיות של קבוצות העסקים במשק עשויה להאט את רמת החדשנות במשק.

לעתים הממשלה גורמת באופן ישיר לגידול בנתח קבוצות העסקים ובריכוזיות במשק. למשל, ברפורמה בשוק הזיקוק – פיצול בתי-הזיקוק והפרטתם לשני גורמים שונים, שאחד מהם היה חברת "פז", המובילה את שוק הדלק – נראה שהממשלה העדיפה להשיא את הכנסותיה על-פני הגדלת התחרותיות בשוק הדלק.

רוב ההפרטות של בנקים ושל חברות מובילות נעשות בשנים האחרונות לידי כמה קבוצות עסקים – מדיניות אשר תורמת להיקף פעילותן. יש לציין כי הממשלה הודיעה על כוונתה להפריט בעתיד את יתרת מניותיה בבנק לאומי (11.5%) ובבנק דיסקונט (25%).

### 2.3 בעיית ה"סוכן"

בעיית ה"סוכן" ידועה בספרות כקונפליקט בין מנהל החברה ובין בעלי מניותיה. כתוצאה מכך, ההפרדה בין הבעלות על החברה ובין השליטה בה מזיקה לחברה ופוגעת בביצועיה וברווחת המשקיעים. מבנה החזקות הפירמידלי, הקיים בקבוצות העסקים, מאפשר למיעוט קטן של פרטים (בדרך כלל משפחות) לשלוט בחברות רבות בהשקעה קטנה יחסית. כך מעמיקה בעיית ה"סוכן", הנגרמת מההפרדה בין הבעלות לשליטה. המחקר שנעשה בבנק ישראל מלמד כי השוק "מעניש" את החברות המסונפות בגלל בעיה זו על-ידי ערך שוק נמוך יותר.

### 2.3. ניצול אפשרי של מיעוט המשקיעים על-ידי בעלי השליטה

דיני התאגידים בישראל מבוססים על הדין האנגלו-אמריקני, אולם במדינות אלו יש פיזור גדול של בעלות לעומת ישראל. ניצול אפשרי של מיעוט המשקיעים על-ידי בעלי השליטה הוא בעיקר תוצאה של ההפרדה בין הבעלות ובין השליטה של בעלי השליטה או קבוצת העסקים (בעיית ה"סוכן"). כך, יש תמריץ להעביר את משאבי החברה לפרויקטים התואמים את האינטרסים של בעלי החברה ולא דווקא את האינטרסים של כלל בעלי מניותיה.

במניות המרכיבות את מדד ת"א 25 יש רק שלוש חברות שבהן יש פיזור בעלות גבוה (טבע, בנק לאומי ונייס מערכות), לכל היתר יש בעל שליטה. כמו כן, לכ-70% ממניות ת"א 100 יש בעל שליטה. נוסף על קיומם של בעלי שליטה ברוב החברות הציבוריות בישראל, יש ריכוזיות גבוהה של בעלות על חברות רבות – כלומר, אדם אחד שולט במספר רב של חברות ציבוריות. אפשר היה לשער שהשליטה תהיה באופן אופקי, קרי שליטה ישירה של גורם אחד בחברות רבות, אולם, השליטה היא באופן אנכי – לבעל השליטה בעלות על כמה חברות ציבוריות, שהן בעליהן של חברות ציבוריות אחרות, וכן הלאה. כאמור, מבנה זה נקרא בספרות המקצועית **פירמידת שליטה**, והוא מאפשר הפרדה בין היקף ההשקעה הנדרש ובין היקף ההשפעה של בעל הקבוצה (ראו סעיף 1).

פירמידת שליטה עשויה לפגוע בשקיפות החברות המסונפות, שכן קשרי הגומלין בין החברות המסונפות מקשים על משקיעים ואנליסטים להבין את המצב הפיננסי האמיתי של החברה המסונפת. מחקרים מלמדים כי רמת האמינות ששוק ההון מייחס לדיווחי החברה המסונפת יורדת ככל שרמת השליטה של בעל השליטה גבוהה יותר.

#### 2.4 "התבצרות" (entrenchment problem) ופגיעה ביעילות המשק

השליטה הריכוזית של מספר מועט של בעלים בקבוצת העסקים מאפשרת 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". במצב כזה היכולת להחליף את הדרג הניהולי בקבוצה או בחברה המסונפת מועטה, גם אם דרג זה אינו יעיל. "התבצרות" יכולה להוביל את המשק להאטה כלכלית ולפגיעה ביעילותו.

#### 2.5 היווצרותה של תופעת ה"מנהרות" (tunneling)

בתאגיד יחיד יש לבעל השליטה תמריץ לפעול למען כלל המשקיעים. לעומת זאת, בתאגיד בתחתית פירמידת השליטה, בעל השליטה מחזיק במעט מניות בעלות וגובר התמריץ להפיק רווחים פרטיים על חשבון בעלי המניות האחרים. העברת משאבים זו נקראת בספרות המקצועית "מנהרות", ויכולה להתבצע במגוון של דרכים:

- עסקאות פיננסיות בין החברות הנמנות עם הקבוצה;
- העברת נכסים ושירותים שלא במחירי השוק;
- הכנסת פעילויות עסקיות בעלות חוב גבוה לחברות ציבוריות;
- תשלומים מופרזים תמורת שירותי ניהול.

אישוש לחששות אלו מצוי במחקרים, המראים כי שווי התאגיד יורד ככל שגדל הפער בין שיעור האחזקות בהון של בעל השליטה ובין כוח השליטה שלו. מחקרים שנעשו במדינות שונות העלו כי תאגידי בתחתית פירמידת השליטה פגיעים במיוחד בתחום העברת משאבים מהתאגיד לידי בעל השליטה על חשבון יתר המשקיעים. תופעה זו עשויה להביא לפגיעה ברווחת המשקיעים וביעילות הכלל-משקית.

#### 2.4. רגולציה ומיסוי

יש קושי להתמודד עם הבעיות הנובעות מריכוזיות הכוח הכלכלי בעזרת דיני הגבלים עסקיים, שכן חוקים אלו עוסקים בעיקר בתחרות בשוק הבודד אך לא בריכוזיות במשק כולו. לדוגמה, רשות ההגבלים העסקיים התלבטה בשנת 2006 אם להתערב ברכישת בנק הפועלים על-ידי קבוצת נוחי דנקנר.

לדברי פרופ' אסף חמדני,<sup>15</sup> לפירמידת שליטה עשויה להיות השפעה לא רק על משקיעי המיעוט בחברה המסונפת אלא גם על יכולת הפיקוח של המדינה. במחקרים נמצא כי יש התאמה בין איכות הממשל התאגידי של חברות ובין נטייתן להתחמק מתשלומי מס. הסיבה לכך היא שבעלי השליטה נוקטים לעתים שיטות הסוואה בהעברת משאבים מהחברה המסונפת לעצמם, ללא שיתוף משקיעי המיעוט. שיטות אלו עשויות לאפשר גם התחמקות מתשלומי מס.

#### 2.5. צבירת השפעה פוליטית

שלושה מאפיינים עשויים להפוך את קבוצות העסקים לגורמים נוחים להפעלת השפעה פוליטית:

<sup>15</sup> פרופ' אסף חמדני, ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים, המכון הישראלי לדמוקרטיה, נובמבר 2009.

- ריכוזיות השליטה מאפשרת למספר קטן של משפחות לצבור עוצמה כלכלית רבה, אשר יכולה לשמש לצרכים פוליטיים.
  - אופיין של קבוצות העסקים מאפשר ריכוז כוח כלכלי בהשקעה נמוכה יחסית, שכן יש פער בין ההשקעה הנדרשת ובין המשאבים הכלכליים העומדים לרשות הקבוצה. כלומר, ציבור המשקיעים, באמצעות המשקיעים המוסדיים המנהלים את החסכונות לטווח ארוך של כלל הציבור, מאפשרים לבעלי השליטה לרכז בידיהם עוצמה כלכלית והשפעה פוליטית.
  - שליטה בכמה תאגידים, ללא איום ממשי של השתלטות חיצונית, מקנה לקבוצה יציבות, המאפשרת קיום קשרים ארוכי טווח עם השלטון. בתאגיד שבו ההנהלה מבוזרת היציבות נמוכה, והיא נוטה להתחלף מעת לעת.
- מאפיינים אלו מעלים את הטענה כי ריכוזיות גבוהה של הכוח הכלכלי, באמצעות פירמידות שליטה, עשויה לפגוע בתהליך הדמוקרטי ולהביא להשפעת יתר של ההון על השלטון.

### 3. כלי מדיניות אפשריים<sup>16</sup>

יש כמה דרכי פעולה לצמצום הסיכונים המערכתיים הקיימים בפעילותן של קבוצות העסקים. לדברי בנק ישראל, נדרשת התערבותו של המחוקק הישראלי כדי למנוע מקבוצות העסקים להפוך ל"גדולות ומורכבות מכדי ליפול", כדוגמת הבנקים, מה שיגביר את "הסיכון המוסרי" במשק.<sup>17</sup> כדי למנוע סיכונים מהחוסכים במשק ממליצים בנק ישראל ופרופ' אסף חמדני לשקול את נקיטת כלי המדיניות שלהלן בהתמודדות עם הסיכונים המערכתיים:

#### 3.1 הפרדת בעלות בין קבוצות עסקים למוסדות פיננסיים

שוקי הכספים וההון חיוניים לכלכלה מתפקדת, שכן הם מופקדים על ניתוב יעיל של כספי החסכונות להשקעות במשק ועל התיווך הפיננסי בין חוסכים למשקיעים. על כן, ריכוזיות יתר, בעלויות צולבות וחוסר יעילות בתפקוד שוקי הכספים וההון עשויים להקטין את היעילות של כלל המשק, להעלות את דמי התיווך הפיננסי ולפגום בהקצאת המקורות במשק. כלומר, בעלות של קבוצת עסקים על בנק או על משקיע מוסדי עשויה לפגום בתפקוד תקין של שוקי הכספים וההון ובהקצאת מקורות יעילה במשק. יתרה מזו, קבוצת עסקים עשויה להסתכן סיכון יתר, במחשבה שהמדינה לא תניח לה ליפול, שכן היא גדולה מדי או מורכבת מדי.

ועדת ברודט המליצה כבר באמצע שנות ה-90 על הפרדת השליטה של בנקים בתאגידים ריאליים, כדי למנוע ניגודי עניינים ולהקטין את הריכוזיות במשק. ואכן בעקבות ההמלצה מכרו הבנקים חלק ניכר מהתאגידים הריאליים שבהם החזיקו.

המלצה נוספת של ועדת ברודט היתה למנוע שליטה של תאגידים ריאליים בבנקים, אולם המלצה זו לא יושמה. בנק ישראל ממליץ לשקול צמצום של הסיכון המערכתי באמצעות מניעת שליטה של קבוצות עסקים במוסדות פיננסיים. בטבלה 4 להלן מתוארות קבוצות העסקים לפי חברות מסונפות עיקריות בענפי המשק, לרבות בענפי הבנקאות, הביטוח והפיננסיים.

<sup>16</sup> קונסטנטין קוסנקו, בנק ישראל, [התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק](#), אפריל 2008. ; בנק ישראל, **דוח שנתי 2009**, פרק ד': המערכת הפיננסית ויציבותה, **תיבה ד-2: קבוצות עסקיות וסיכון מערכתי בישראל**, אפריל 2010; פרופ' אסף חמדני, [ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים](#), המכון הישראלי לדמוקרטיה, נובמבר 2009.

<sup>17</sup> **סיכון מוסרי** – מצב שבו גורם מסוים נוטל סיכונים יתר, מתוך הערכה שבמקרה של חדלות פירעון גורם אחר (כמו המדינה) יכסה את הפסדיו.

### 3.2. מיסוי

כללי מיסוי החברות בישראל עשויים לעודד אחזקת תאגידיים באמצעות פירמידות שליטה. לפי סעיף 126 לפקודת מס הכנסה, לא מוטל מס על הכנסה של חברה מדיבידנד שמקורו בהכנסות שהתקבלו מחברות בנות. סעיף זה מאפשר למשפחה שלטת לחלק דיבידנד בין החברות המסונפות ללא תשלום מס; הדיבידנד ממוסה רק כאשר הוא משולם ישירות לידי המשפחה השלטת.

הטלת מס על דיבידנד המשולם בין החברות תייקר את השליטה בקבוצה. יתרה מזאת, ככל שיש יותר חוליות במבנה האנכי של פירמידת השליטה, נטל המס על הקבוצה גבוה יותר. יש חוקרים הטוענים כי הטלת מס כזה בשנות ה-30 על-ידי ממשל הנשיא רוזוולט הביאה לחיסול תופעת פירמידות השליטה בארה"ב.

### 3.3. הגבלת מקורות המימון

כיום לווה עסקי או קבוצת לווים מוגבלים בקבלת אשראי בנקאי (הוראת ניהול בנקאי תקין 313). מגבלות דומות נקבעו גם במתן אשראי על-ידי גופים מוסדיים, אולם אין רגולציה לגבי הגבלת אשראי מסך שוק האשראי, כולל האשראי החוץ-בנקאי הניתן על-ידי הגופים המוסדיים. יש לציין כי הרגולציה על הבנקים ועל הגופים המוסדיים מפוצלת.

ייתכן שיש מקום לקבוע מגבלות חמורות יותר, בעיקר לגבי אשראי חוץ-בנקאי הניתן על-ידי המשקיעים המוסדיים שנועד למימון התרחבות ולרכישת חברות על-ידי קבוצות העסקים, כפי שהמליצה ועדת חודק.<sup>18</sup> כמו כן, אפשר להחיל מגבלות אשראי על סך האשראי העסקי (הבנקאי והחוץ-בנקאי) ולא רק באופן מפוצל.

### 3.4. שיטות הפרטה

בעשור האחרון הופרטו חברות רבות, רובן ככולן לבעלי שליטה ולא לבעלות מבוזרת. שיטה זו הביאה להגדלת פעילותן של קבוצות העסקים. בעבר נשקלו שיטות הפרטה אחרות, לרבות באמצעות הנפקת מניות בבורסה, אולם שיטות אלו לא יושמו לבסוף. כמו כן, בהליכי המכרז אפשר לשים דגש בהפרטה לשחקנים חדשים ובהגדלת רמת התחרות בשוקי היעד (ראו האמור לעניין הפרטת בתי-הזיקוק בסעיף 2.2 לעיל).

### 3.5. רגולציה והיתרי שליטה

כיום אין הגדרה משפטית של קבוצות עסקים. בנק ישראל ממליץ ליצור הגדרה משפטית של קבוצות העסקים ושל זכויותיהן וחובותיהן; הגדרה זו נחוצה לבקרה ולפיקוח על פעילותן. כמו כן, בנק ישראל ממליץ להגביר את חובת הדיווח של קבוצות העסקים ברמת המיקרו (העברות תוך-קבוצתיות) וברמת הקבוצה.

חלק מהחברות המסונפות נדרשות לעתים לעמוד ברגולציות שונות, כמו בענפי הבנקאות, הביטוח, בתי ההשקעות ואמצעי התקשורת. אפשר לעשות שימוש ברגולציה זו (כמו רגולציה על בעלות צולבת באמצעי התקשורת) כדי להפחית את רמת הריכוזיות. לדוגמה, הגבלת האפשרות של קבוצות עסקים לקבל היתרי שליטה.

יש לציין כי חלק מגופי הרגולציה, בעיקר המפקח על הבנקים בישראל, עודדו בעבר במשך שנים רבות את קיומם של בעלי השליטה כדי לשמור על יציבות המוסדות הפיננסיים, על חשבון התחרותיות בענף.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> הוועדה הוקמה כדי להסדיר את אופן רכישת אגרות החוב על-ידי המשקיעים המוסדיים. משרד האוצר, [הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות](#), פברואר 2010.

<sup>19</sup> [ועדת החקירה הפרלמנטרית בעניין עמלות הבנקים – דין וחשבון מסכם](#), יוני 2007.

יש צורך בחיזוק מעמדם של משקיעי המיעוט, בעיקר המשקיעים המוסדיים, באישור עסקאות בעלי שליטה ובקביעת שכר מנהלים. המשקיעים המוסדיים מחזיקים על-פי רוב בחלק ניכר ממניות המיעוט, כלומר, מהמניות שאינן מוחזקות על-ידי בעל השליטה. ככל שהמשקיעים המוסדיים ישחקו תפקיד מכריע יותר בקבלת ההחלטות בדבר התנהלות החברה (כמו עסקאות בעלי שליטה), כך יתקבלו החלטות שיתאמו את האינטרס של כלל מחזיקי המניות.

חוק החברות, התשנ"ט-1999, מקנה למשקיעים המוסדיים בחברות הציבוריות מעמד מיוחד, אף שהוא אינו נוקב בשם. על-פי החוק, כדי לבצע עסקה בניגוד עניינים,<sup>21</sup> חובה לקבל אישור של שלישי ממיעוט בעלי המניות. דרישה זו מעניקה למשקיעים המוסדיים כוח של ממש, משום שבקרב המיעוט הם בדרך כלל הקבוצה המאורגנת ביותר. אולם לעתים קרובות מעמד מיוחד זה אינו בא לידי ביטוי.

בחודש יוני 2009 הודיעה MSCI על שדרוג השוק הישראלי למעמד של שוק מפותח.<sup>22</sup> השדרוג מיושם החל מחודש מאי 2010 ומביא בהדרגה להקטנת ההשקעות בישראל של קרנות המשקיעות בשווקים מתעוררים ולגידול בהשקעות של קרנות המשקיעות בשווקים מפותחים. ד"ר דניאל סמרפילד, מנהל השקעות בקרן פנסיה בריטית, מייעץ כי "כדי למשוך תשומת לבם של המשקיעים בשווקים מפותחים, כדאי לחברות הישראליות להקדיש תשומת לב רבה יותר לממשל תאגידי, בפרט להיבטים כגון ריכוזיות הבעלות, זכויות בעלי המניות, עצמאות הדירקטוריון ותגמול מנהלים".<sup>23</sup>

בנק ישראל מציע לשקול את הגדלת הזיקה הישירה בין בעלות על החברה המסונפת ובין השליטה בה, באמצעות קביעת סף מזערי לבעלות ישירה (כאמור, כיום בעלות בשיעור של אחוזים בודדים יכולה להקנות שליטה על חברות בתחתית הפירמידה). פתרון זה ננקט בבריטניה בשנות ה-60 של המאה הקודמת.

### 3.7. דיני ההגבלים העסקיים

כאמור, דיני ההגבלים העסקיים עוסקים כיום בעיקר בתחרות בשוק בודד, ואין בכוחם למנוע ריכוזיות במשק כולו. אפשר לתקן דינים אלו כך שתתאפשר התערבות רגולטורית גם במקרים של ריכוזיות כלל-משקית. לדוגמה, הגבלה על צמיחה של קבוצת עסקים מעבר לנתח מסוים בתוצר העסקי.<sup>24</sup>

## 4. קבוצות העסקים הגדולות בישראל

טבלה 4 מציגה את בעלי העסקים הגדולים בישראל ואת העסקים שבעלותם.

<sup>20</sup> מרכז המחקר והמידע של הכנסת, [שכר מנהלים בכירים בחברות ציבוריות: רגולציה ומנגנוני פיקוח](#), כתב יונתן ארליך, מאי 2006.

<sup>21</sup> עסקה בניגוד עניינים מתרחשת כאשר יש התנגשות בין האינטרס של בעל השליטה לבין טובת החברה – למשל, עסקה בין החברה ובין בעל השליטה עצמו. גם החלטה של בעל השליטה להעניק למנהל בכיר שכר גבוה עשויה להתפרש כעסקה בניגוד עניינים, אם יש קשר מהותי בין בעל השליטה למנהל (למשל, קשר משפחתי).

<sup>22</sup> חברת MSCI היא יצרנית מובילה של מדדי מניות בעולם, והיא מסווגת את שוקי ההון לשלוש קטגוריות: שווקים מפותחים; שווקים מתעוררים; שווקים לא מפותחים.

<sup>23</sup> הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, [סקירה שנתית 2009](#), תאריך כניסה: 24 במאי 2010.

<sup>24</sup> דה-מרקר, ברודט: להגביל צמיחת תאגיד שמכירותיו בישראל גבוהות מ-5% מהתוצר העסקי, 23 בפברואר 2010.

טבלה 4: הקבוצות העסקיות הגדולות בישראל והחברות העיקריות שבבעלותן, לפי חתך ענפי<sup>25</sup>

קבוצה	אחזקות	בנקאות	ביטוח	פיננסים	תעשייה	תקשורת	בנייה ונדל"ן	אנרגיה	מסחר	שירותים
קבוצת נוחי דנקנר	אי. די. בי אחזקות/פיתוח, דיסקונט השקעות, כלל תעשיות, כור תעשיות		כלל ביטוח	כלל פיננסים	נייר חדרה, משאב, נשר, מכתשים אגן, אלרון, גיוון אימגינג	סלקום, נטוויזן	נכסים ובניין		שופרסל, גולף	ישראייר
קבוצת עופר	החברה לישראל	בנק מזרחי-טפחות			כימיקלים לישראל, טאואר סמיקונדקטור	שידורי רשת	אחים עופר נכסים			עופר ספנות, צים
קבוצת אריסון	אריסון השקעות	בנק הפועלים	כלל ביטוח	כלל פיננסים	תעשיות מלט, מִיָּה		שיכון ובינוי, שיכון ובינוי סולל בונה תשתיות, שיכון ובינוי נדל"ן, שיכון ובינוי סולל בונה ארצות חוץ, שיכון ובינוי Environment, דלק נדל"ן			

<sup>25</sup> D&B, הודעה לעיתונות, [הקבוצות הבולטות במשק בשנת 2009](#), 15 בדצמבר 2009, תאריך כניסה: 24 במאי 2010.



שירותים	מסחר	אנרגיה	בנייה ונדל"ן	תקשורת	תעשייה	פיננסים	ביטוח	בנקאות	אחזקות	קבוצה
	דלק מערכות רכב	דלק פטרוליום, דלק ישראל	דלק נדל"ן	הוט	גדות תעשיות ביוכימיה	אקסלנס נשואה	הפניקס		קבוצת דלק	קבוצת תשובה
	הום סנטר		חברה כלכלית לירושלים	ידיעות אחרונות, HOT, גלובס	אופיס טקסטיל				נכסי פישמן	קבוצת פישמן
		פז חברת נפט, פז שמנים וכימיקלים, פזגז, פזקר, פז שרותי תעופה			בית זיקוק אשדוד			הבנק הבינלאומי, בנק אוצר החייל, בנק פועלי אגודת ישראל, יובנק, בנק מסד	פ.י.ב.י החזקות	קבוצת בינו
	אל. אל. די יהלומים	דור אלון אנרגיה	אפריקה ישראל למגורים, אפריקה ישראל נכסים, מלונות אפריקה ישראל	ערוץ 9, רדיו ללא הפסקה (ת"א וצפון)	אפריקה ישראל תעשיות, גוטקס מודלס				אפריקה ישראל השקעות, אלון דלק	קבוצת לב לבייב



שירותים	מסחר	אנרגיה	בנייה ונדל"ן	תקשורת	תעשייה	פיננסים	ביטוח	בנקאות	אחזקות	קבוצה
		פז חברת נפט		שידורי קשת			מגדל ביטוח ופיננסים, אליהו חברה לביטוח	בנק לאומי, בנק לאומי למשכנתאות, בנק ערבי ישראלי, בנק איגוד	שלמה אליהו החזקות	קבוצת אליהו
	איקאה, שופרסל		ישראלום		פאלאס תעשיות			בנק דיסקונט, הבנק הבינלאומי, מרכנתיל דיסקונט, בנק דיסקונט למשכנתאות		קבוצת ברונפמן
			אלוני חץ נכסים והשקעות	שידורי קשת	החברה המרכזית לייצור משקאות	דש איפקס		בנק מזרחי טפחות	מוזי ורטהיים	קבוצת ורטהיים
		סונול ישראל, סופרגז	גרנית הכרמל נכסים, קניוני עזריאלי		טמבור, GES			בנק לאומי, לאומי קארד	קניון השלום השקעות, גרנית הכרמל השקעות	קבוצת עזריאלי
	ריבוע כחול לישראל, קבוצת BEE	דור אלון אנרגיה	רוזבאד, ריבוע כחול נדל"ן						ביילסול השקעות, אלון דלק	קבוצת ויסמן-בירן



שירותים	מסחר	אנרגיה	בנייה ונדל"ן	תקשורת	תעשייה	פיננסים	ביטוח	בנקאות	אחזקות	קבוצה
						הראל פיננסים, הראל- פיא, הראל גמל, הראל פנסיה, בסט"ח	הראל חברה לביטוח, דקלה חברה לביטוח		הראל השקעות בביטוח ופיננסים	קבוצת המבורגר
	יורוקום תקשורת סולרית		יורוקום נדל"ן	בזק, פלאפון, יס, חלל תקשורת, רדיו אזורי רדיוס (מרכז), FM רדיו (השפלה)	גילת סאטקום				יורוקום אחזקות, יורוקום תקשורת	קבוצת אלוביץ
	סקיילקס קורפוריישן, מיניליין		דרבן השקעות	פרטנר תקשורת					סאני אלקטרוניקה, טאו תשואות	קבוצת אילן בן דב
השכרת רכב שלמה (1987)	ניו-קופל שלמה				אפקון תעשיות, קבוצת גולד בונד, מספנות ישראל		ש. שלמה החזקות עסקי ביטוח		ש. שלמה החזקות	קבוצת שמלצר