

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

י"ז בטבת התשס"ו

17 בינואר 2006

שה. 2006-1344

ריכוזיות הבעלות על החברות הציבוריות-השוואה בין לאומית

- מדינות שבהן לבנקים תפקיד מרכזי במשק מאופיינות בריכוזיות גבוהה ביתר של הבעלות. כך בישראל, חציון שיעור החזקת ההון של בעל המניות הגדול ביותר הוא כ-50 אחוזים.
- נמצא מתאם שלילי גבוה בין יחס ערך שוק המניות לתמ"ג – יחס המצביע על עוצמת השימוש בשווקים הפיננסיים - לבין ריכוזיות הבעלות.
- צמצום הריכוזיות ומעורבות הממשלה בשוק ההון, בעיקר לאחר יישום החוקים שנחקקו בעקבות המלצות "צוות בכר" אמור להביא להרחבת שוק ההון ולהגביר את בקרת השליטה על הפירמות העסקיות ובכך לסייע לחיזוק משמעת השוק בשוק ההון הישראלי.

במדינות המפותחות פועלות מערכות פיננסיות משני סוגים :

- מערכות פיננסיות מוטות שוק (market oriented financial system). מערכות כאלה מאפיינות את ארה"ב, בריטניה ואוסטרליה, שבהן שוק ההון דומיננטי בכלכלה, ולכן אחוז ניכר מפעילותן של החברות העסקיות ממומן ישירות דרכו.
- מערכות פיננסיות שבהן לבנקים תפקיד בולט ומרכזי בכלכלה (banking oriented financial system). מערכות אלו פועלות ברבות ממדינות אירופה (לדוגמה בגרמניה, באוסטריה ובצרפת) וכן ביפן, והן מאופיינות בקשרים הדוקים ארוכי-טווח בין הבנקים לבין הפירמות העסקיות לצורך אספקת מקורות פיננסיים למימון פעילותן.

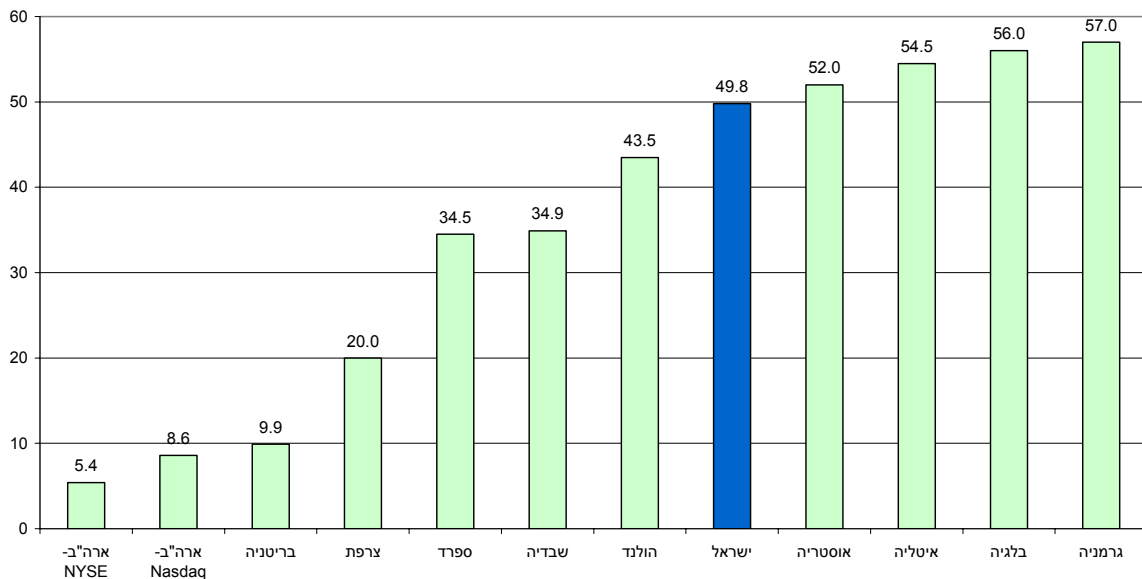
ההבדלים במבנה המערכת הפיננסית משתקפים במבנה הבעלות של החברות העסקיות. במערכת פיננסית מוטת שוק הריכוזיות של בעלי המניות מצומצמת יחסית, כך שיש ביכולתם של מנגנוני השוק להפעיל משמעת שוק (market discipline), הקשורה קשר חיובי לנזילות של מניות החברות העסקיות וקשר שלילי לריכוזיות הבעלות עליהן. לעומת זאת מערכת מוטת בנקאות מאופיינת בדרך כלל בריכוזיות גבוהה של הבעלות. בחלק מהמדינות שבהן פועלת מערכת מסוג זה (למשל ביפן ובגרמניה) אחוז הון החברות המוחזק על ידי הבנקים גבוה במיוחד; לכן איום ההשתלטות על פירמה באמצעות שוק ההון (take-over market) נדיר יחסית, דבר שיש בו כדי לפגוע בנזילותם ובעומקם של השווקים הפיננסיים ובתפקודם של השווקים כמנגנון פיקוח.

השוואה בין-לאומית של ריכוזיות הבעלות בפירמות מגלה הבדלים גדולים מאוד בין מדינות. דיאגרמה 1 מציגה נתונים ממספר מדינות מתועשות על החזקת ההון בידי בעל המניות הגדול

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

ביותר (מדד לריכוזיות הבעלות). ניתן לראות כי במדינות המאופיינות במערכת בנקאות חזקה, הקשורה בקשרי חוב, ובדרך כלל גם בקשרי בעלות, עם הפירמות במשק, אחוז ההון שמחזיק בעל המניות הגדול ביותר גבוה במיוחד – כ-57 אחוזים וכ-56 אחוזים, בגרמניה ובבלגיה, בהתאמה. לעומת זאת שיעור החזקת ההון של בעל המניות הגדול ביותר במדינות שבהן המערכת הפיננסית מוטת שוק נמוך יחסית: כך בבריטניה ובארה"ב (ב-NYSE) שיעור זה עומד על כ-10 אחוזים וכ-5.5 אחוזים, בהתאמה. גם ישראל, שבה לבנקים תפקיד מרכזי במשק, מאופיינת בריכוזיות גבוהה ביותר של החזקות: חציון שיעור החזקת ההון של בעל המניות הגדול ביותר הוא כ-50 אחוזים.

דיאגרמה 1: אחוז ההון שמחזיק בעל המניות הגדול ביותר בסך הון הפירמות^{2,1}

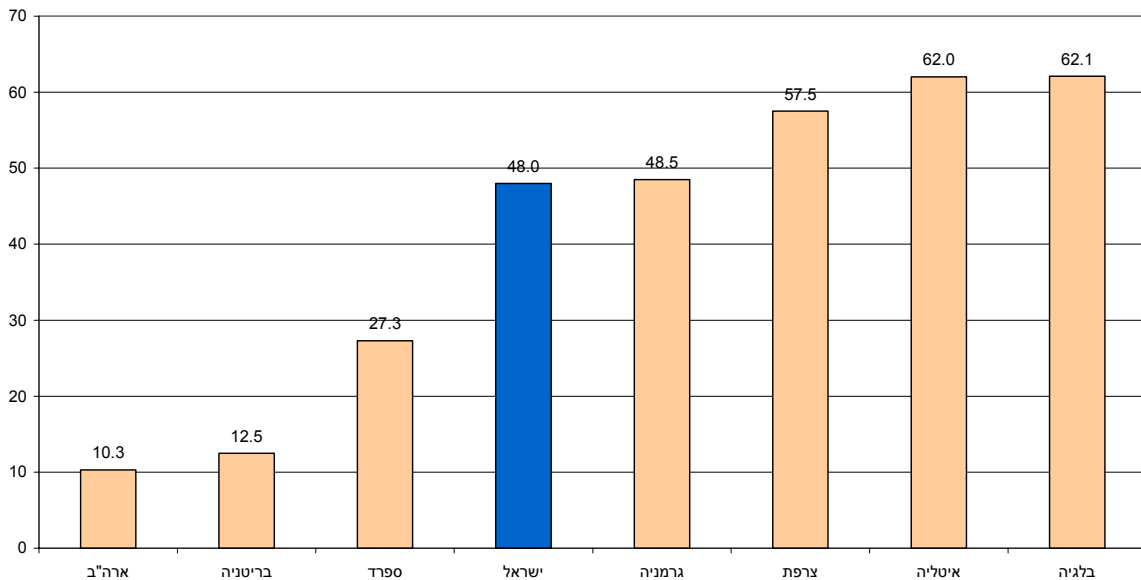


1. ישראל – נתוני 2004; שבדיה – נתוני 1998; אוסטריה, גרמניה, צרפת, ספרד, איטליה, הולנד וארה"ב – נתוני 1996; בלגיה – נתוני 1995; בריטניה – נתוני 1992.
2. מספר החברות הנסחרות בבורסה שנבחנו בכל מדינה – אוסטריה – 50; בלגיה – 140; גרמניה – 372; ספרד – 193; צרפת – 140; איטליה – 214; הולנד – 137; שבדיה – 304; בריטניה – 207; ארה"ב-NYSE – 1309; ארה"ב-Nasdaq – 2831; ישראל – 25.

המקור: נתוני ישראל – הבורסה לניירות ערך בתל-אביב; נתוני מדינות העולם – אתר האינטרנט של OECD ו-Barca F. and Becht M., 2001.

ריכוזיות הבעלות הגבוהה, המאפיינת מערכות פיננסיות מבוססות-בנקאות, כמו המערכת הפיננסית הישראלית, עולה בקנה אחד גם עם שיעור גבוה של חברות שבהן בעל עניין אחד החזיק ברוב המניות (דיאגרמה 2). כך בישראל עמד שיעור זה על 48 אחוזים מהחברות הגדולות הנסחרות בבורסה, וזאת לעומת שיעור של כ-62 אחוזים בבלגיה ובאיטליה, אשר גם בהן הבנקים ממלאים תפקיד מרכזי במערכת הפיננסית, ולעומת כ-12.5 אחוזים וכ-10 אחוזים בבריטניה ובארה"ב, בהתאמה, הנחשבות למדינות מבוססות-שוק.

דיאגרמה 2: שיעור החברות בהן בעל עניין אחד מחזיק ברוב המניות^{2,1}



1. ישראל – נתוני 2004; בלגיה, איטליה, צרפת גרמניה וספרד – נתוני 1999; ארה"ב – נתוני 1996; בריטניה – נתוני 1994.
2. מספר החברות הנסחרות בבורסה שנבחנו בכל מדינה – בלגיה -140; איטליה – 234; צרפת – 160; גרמניה – 542; ספרד – 242; בריטניה – 1333; ארה"ב -6559; ישראל - 25.

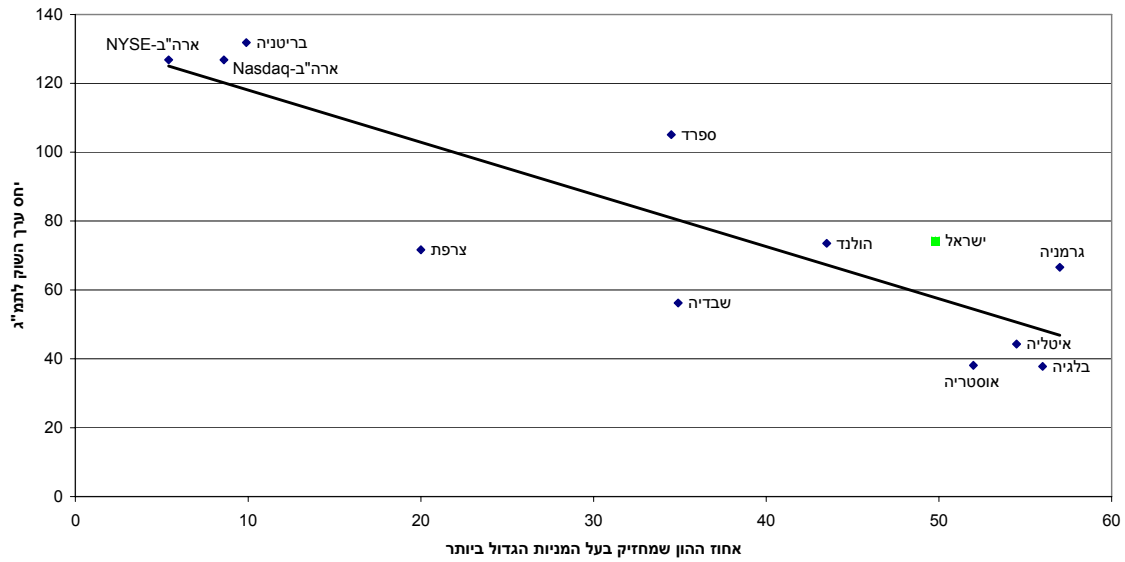
המקור: נתוני ישראל – הבורסה לניירות ערך בתל-אביב; נתוני מדינות העולם – אתר האינטרנט של OECD ו- Van Der Elst, C., 2000.

ההבדלים בריכוזיות הבעלות בין המדינות השונות נובעים בעיקר ממערכת החוק ומהסביבה הפיקוחית שבה פועלות החברות. כך למשל בחלק מהמדינות מוטות הבנקאות, הנפקת מניות כרוכה בתשלום מיסים שונים, ולכן לגיוס כספים באמצעות הלוואה בנקאית יש יתרון על פני הנפקת מניות בבורסה. זאת ועוד, במדינות אלו - למשל בצרפת ובאוסטריה – פועלים מנגנונים המגבילים את הזכויות של בעלי מניות המיעוט, או חוקים מקילים בתחום ההגבלים העסקיים, בניגוד לנהוג במדינות מוטות השוק, דבר התורם לגידול ריכוזיות ההון במדינות הללו.

אשר לישראל - ייתכן שההסבר לריכוזיות הבעלות נעוץ בגודלן המצומצם של החברות הישראליות בהשוואה לחברות במדינות מפותחות אחרות וייתכן שמצב זה נובע מאיחור יחסי בהתפתחותו של שוק ההון הישראלי (בדומה לשוקי ההון במדינות מוטות בנקאות נוספות), שבעטיו רוב החברות נשארו פרטיות או משפחתיות לאורך זמן, ולא נטו לדלל את החזקות ההון של בעלי המניות הגדולים. תימוכין להשערה זו ניתן למצוא במתאם השלילי הגבוה בין יחס ערך השוק של המניות רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

לתמ"ג – יחס המצביע על עוצמת השימוש בשווקים הפיננסיים - לבין ריכוזיות הבעלות: נמצא שגידולה של עוצמת השימוש בשווקים הפיננסיים ובגיוסי הון, עולה בקנה אחד עם מגמה של דילול הבעלות (דיאגרמה 3).

דיאגרמה 3: יחס ערך השוק לתוצר ואחוז ההון שמחזיק בעל המניות הגדול ביותר בסך הון הפירמות¹



1. ישראל – נתוני 2004; שבדיה – נתוני 1998; אוסטריה, גרמניה, צרפת, ספרד, איטליה, הולנד וארה"ב – נתוני 1996; בלגיה – נתוני 1995; בריטניה – נתוני 1992.

המקור: עיבודי אגף שוק ההון לנתוני ישראל שנלקחו מהבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ולנתוני מדינות העולם שנלקחו מאתר האינטרנט של OECD ומ-Barca F. and Becht M., 2001.

מידת פיתוחם של מקורות הון תחרותיים בישראל מצומצמת יחסית לרבות ממדינות המערב המתקדמות. התרחבות היקף ההשקעות בשוק ההון משפיעה ישירות על הצמיחה. אחד המקורות המקובלים בעולם להשקעה זו הוא ניצול היקף הנכסים של המשקיעים המוסדיים וניתובו לשוק ההון ולפיתוח התשתית. אולם בישראל המשקיעים המוסדיים, שבכל העולם הם עמוד השדרה של שוק הון איתן, נמצאים בחלקם מחוץ לשוק. אנומליה זו היא תוצאה של הסדרים מהעבר אשר הרחיקו מן השוק מקורות מימון ארוכי טווח, שמן הראוי היה שינותבו להשקעות המגזר העסקי.

המשקיעים המוסדיים נהנים מיתרון יחסי על פני המשקיעים הפרטיים (בעיקר משקי-בית) בכל הקשור לשקיפות, לפיקוח ולבקרת השליטה על החברות העסקיות. גודלם ומשקלם הרב בשווקים הפיננסיים מסייע לצמצם את בעיית האסימטריה במידע (information asymmetry): המשקיעים המוסדיים מעוניינים להבטיח שהשקעתם תניב את התשואה הגבוהה ביותר האפשרית, ולכן מפעילים בקרה על החברות שהם משקיעים בהן. בדרך זו הם מסייעים לשיפור הניהול המקצועי של הפירמות העסקיות ויוצרים בהן איזונים ובלמים.

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

שינוי התפיסה לגבי מקומם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון, בעיקר לאחר יישום החוקים שנחקקו בעקבות המלצות "צוות בכר", אמור להביא לצמצום הריכוזיות בשוק ההון הישראלי, להרחבת שוק ההון על ידי הצטרפות של גורמים פיננסיים גדולים נוספים, לצמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון, ויותר מכול - להגביר את בקרת השליטה על הפירמות העסקיות ובכך לסייע לחיזוק משמעת השוק בשוק ההון הישראלי

נכתב על-ידי :

ענת פייער
מנהלת תחום שוק ההון