

מניעים, ציפיות ותוצאות של מהפכת המיזוגים והרכישות בתעשייה הקיבוצית¹

שרה אדום, רם אדור ויורם קרול

עבודה זו עוסקת במניעים, בציפיות ובתוצאות של הכנסת שותפים חיצוניים למפעלי התעשייה הקיבוצית, בעשור הראשון של שנות ה-2000.

במחצית השנייה של שנות ה-80 של המאה הקודמת נכנסו רוב הקיבוצים למשבר פיננסי קשה ומגבלות אשראי חריפות ביותר, אשר חייבו מציאת פתרונות ניהוליים ופיננסיים חיוניים להמשך קיום הקיבוצים ומפעליהם. באותה עת, כמעט כל המפעלים הקיבוציים היו בבעלות קיבוצית מלאה ונוהלו ישירות על ידי הנהלת הקיבוץ ללא דירקטוריון ספציפי למפעל התעשייה. עוד לפני תום המשבר שינו הקיבוצים באופן מידי את גישתם הניהולית והמימונית, ובעשור הראשון של המאה הנוכחית כמעט כל המפעלים הקיבוציים נוהלו על ידי דירקטוריונים, נשכרו מנהלים ודירקטורים חיצוניים, והגדולים שבמפעלים הנפיקו מניות לציבור. בעשור האחרון הוכנסו למפעלים הקיבוציים בעיקר שותפים פרטיים, הוניים או אסטרטגיים, כך שב-2011 פחות ממחצית מהמפעלים הקיבוציים נותרו בבעלות קיבוצית מלאה.

עבודה זו בודקת את מניעי המהפכה הזאת ואת תוצאותיה הכלכליות. בתוך המפעלים הקיבוציים נחקרו המניעים והציפיות של הגורמים שהיו מעורבים במהפכה, וכמו כן, השפעת אותה מהפכה על התוצאות הכלכליות בפועל. התוצאות החשבונאיות בשנים 2001–2009 מראות כי בהתאם למניעים ולציפיות של המעורבים בתהליך, הנכסים, המכירות וההון העצמי אכן גדלו יותר במפעלים אשר הכניסו שותפים מאשר במפעלים שנותרו בבעלות קיבוצית מלאה. עם זאת, מבחינת מדדי יעילות, רווחיות ואף מנוף, התוצאות במפעלים שהכניסו שותפים מאכזבות ואף שליליות בחלקן. ייתכן גם שחלק מתמורות הרכישה שהועברו לידי הקיבוצים, כמו גם תמורות שוטפות נוספות בגין שירותים שהעבירו המפעלים לקיבוץ לאחר מועד הרכישה, הפכו את הכנסת השותף למפעל לעסקה כלכלית טובה לקיבוץ. המשך המחקר בכיוון של בחינת התמורות לקיבוץ לפני הכנסת שותף למפעל ואחר כך, והארכת הבדיקה לתקופות נוספות בעתיד, ייתכן שיאפשרו מתן תשובה לשאלה האם בטווח הארוך תהליכי המיזוג יצרו ערך, או לכל היותר רק הציפו ערך.

א. הקדמה

פעילות הרכישות והמיזוגים (Mergers and Acquisitions, M&A) בעולם החלה להתפתח בסוף המאה ה-19, כשחברות מקומיות רכשו או התמזגו עם חברות מקומיות אחרות במטרה לנצל את

1 תודות למכון המחקר במימון (ORIF) של הקריה האקדמית אונו והמכללה האקדמית אשקלון על הסיוע במימון המחקר.

יתרון הגודל בשוק ובייצור (Grave, Vardiabasis and Yavas, 2012). פעילות זו התאפשרה הודות לפיתוח מכשירים פיננסיים מתקדמים יחד עם שווקי הון מפותחים (Grave et al., 2012; Richards and Manfredi, 2003).

כיום, מגמת הגידול במיזוגים ורכישות בכלכלות מפותחות מונעת על ידי גורמים כמו התחרות הגלובלית, אילוצים מקרו-כלכליים, חדירה לשווקים חדשים, יתרונות הגודל, אימוץ טכנולוגיות חדישות, סינרגיה, פיזור סיכונים, הגוונה, ניצול הזדמנויות ופתרון להישרדות של פירמה במצוקה (Grave et al., 2012; Clark and Ofec, 1994; Feito-Ruiz and Menendez-Requejo, 2010; Andrade, Mitchell and Stafford, 2001; יגיל וזיו, 1999). מחקרים אמפיריים שבדקו את ביצועי הפירמות לאחר מיזוג-רכישה (M&A) מראים כי בדרך כלל תהליכים אלו מיטיבים עם בעלי המניות של החברה הנרכשת ופוגעים בבעלי המניות של החברה הרוכשת (Andrade et al., 2001; Lubatkin, 1983; Ravenscraft and Scherer, 1987; Dickerson, Gibson and Tsakalotos, 1997; Shinha, Kaushik and Chaudhary, 2010; Tuch and O'sullivan, 2007; יגיל וזיו, 1999).

למרות שלא נמצאה הוכחה מובהקת לתרומת מיזוג-רכישה (M&A) לשיפור ביצועי הפירמה, השימוש באסטרטגיה זו גדל כל העת. סקר 2013 של Grant Thornton מצא גידול של 56% בתכנון מיזוגים ורכישות בעולם, בין 2008 ל-2013 (Hughes, 2013). סקר דומה של חברת הייעוץ מקינזי הניב ממצאים דומים (Werner and Carsten, 2010). משבר 2008 לא הפסיק את פעילות המיזוגים והרכישות אלא שינה את דפוסייה – מרכישות בארצות המקור וסביבתן להגוונה גיאוגרפית של שווקים ולהשקעה בשווקים משניים (Grave et al., 2012). בישראל, כמו בארצות אחרות, התעצמה האסטרטגיה של צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות. בינואר 2011 היה היקף המיזוגים בישראל גדול ב-24% בהשוואה לינואר 2010 וב-163% לעומת ינואר 2009 (קורן, 2011).

במחקר זה לא יכולנו לכלול מפעלי תעשייה לא קיבוציים – הן בקבוצת המחקר והן בקבוצת הביקורת – מאחר שפירמות פרטיות נמנעות מלמסור נתונים על ביצועיהן. מסיבה זו בעולם יש מעט מאוד מחקרים על ביצועי פירמות פרטיות שעברו מיזוג-רכישה (Feito-Ruiz and Menendez-Requejo, 2010; Richards and Manfredi, 2003), שחלקן לעתים אף חדלו להתקיים (Tuch and O'sullivan, 2007). המחקרים המעטים שחקרו מיזוג-רכישה בפירמות פרטיות ניתחו אירוע בודד (Steen and Welch, 2006), או התבססו על דוחות כספיים שקיבלו מרשויות מדינה (Ravenscraft and Scherer, 1989), או מהבנק הלאומי (Shim and Okamuro, 2011). בתנועה הקיבוצית יש מאגר רב-שנתי של דוחות כספיים שנתיים של כל הקיבוצים וכל מפעליהם. קיומו של מאגר ייחודי זה אפשר את המחקר הנוכחי. יש לציין כי עם הזמן, מפעלי התעשייה הקיבוציים מנוהלים על ידי דירקטוריונים ומשתלבים בכלכלה הגלובלית, ובכך הם נעשים דומים יותר ויותר למפעלי תעשייה אחרים.

החל משנות ה-70 של המאה הקודמת צמחה התעשייה הקיבוצית בקצב מזורז. בשנת 1970 הייתה ההכנסה מתעשייה רק 31% מכלל הכנסות הקיבוצים. בתחילת שנות ה-80 הוכפל שיעור זה ל-60%, ובשנת 2010 הגיע שיעור הכנסות התעשייה מסך הכנסות הקיבוצים ל-72% (איגוד התעשייה הקיבוצית – סקירה שנתי: 1989, 1994, 1999, 2000, 2003, 2005, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011), ותפוקתה היוותה כעשירית מתפוקת התעשייה בישראל (שם).

הפיתוח התעשייתי בקיבוצים בשנות ה-70 בוצע כמעט כולו באמצעות חוב, מאחר שבתקופה זו עדיין לא נהגו הקיבוצים לגייס הון עצמי של שותפים פרטיים או להנפיק מניות לציבור. רובו של

חוב זה לא היה צמוד למדד המחירים כך שהוא נשחק בתהליך האינפלציה המואץ שאחרי מלחמת יום הכיפורים. בנוסף, בעקבות המלצות ועדת בן שחר (1975), כל הוצאות המימון הנומינליות נהיו מוכרות לצורכי מס, אך במקביל ניתן פטור כמעט מלא מרווחים נומינליים על נכסים ריאליים ופטור מלא מרווחים נומינליים וריאליים בהשקעות פיננסיות במניות ואגרות חוב ממשלתיות. תנאי מיסוי אלו יצרו תשתית מיסוי מצוינת להרצת מניות הבנקים, עד להתפוצצות משבר מניות הבנקים ב-1983. בנוסף, האינפלציה הגבוהה יחד עם עיוות המס הביאה לריבית ריאלית שלילית ביותר, ולכן כל השקעה, אפילו הגרועה ביותר, נהפכה בפועל לכלכלית. כתוצאה ממצב זה, בתחילת שנות ה-80 הנתונים המצרפיים של התנועה הקיבוצית מצביעים על עודף נכסים פיננסיים על התחייבויות פיננסיות. יש לציין כי בדומה למפעלי חברת העובדים, גם מפעלי התעשייה בקיבוצים הוקמו וצמחו בעיקר באמצעות חוב אשר גובה בערכות הדדית של הקיבוצים. ידוע, מבחינה תאורטית ואמפירית כאחת, כי מימון פרויקטים באמצעות חוב המגובה בערכות הדדית גורם לקידום השקעות מסוכנות המנוהלות בצורה לא כלכלית. החגיגה נגמרה בראשית שנות ה-80. כמעט כל המימון הפך להיות מימון צמוד למדד, וחוק המיסוי האינפלציוני מ-1982 ביטל את שיטת המיסוי המעוותת. פרשיות פיננסיות מביכות בתנועה הקיבוצית ומשבר מניות הבנקים מ-1983 הוסיפו את המסמר האחרון בארון.² הבנקים, בניסיונם להיחלץ מהמשבר, ניסו ואף הצליחו למצוא שיטות הגורמות לכך שבתנאי ההיפר-אינפלציה של שנות ה-80 ישלמו הלוואים ריביות ריאליות של עשרות, ולעתים אף מאות, אחוזים בשנה. כמובן ששיטות אלו הניחו שרק חלק קטן מהלוואים יצליח לשלם, וחלק אחר אולי ייהנה מסיוע ממשלתי. הלוואים הגדולים – הקיבוצים, המושבים, העיריות, קופות החולים, מפעלי חברת עובדים (ובראשם כור) – לא קלטו את השינויים שחלו, והמשיכו להתנהל כמו בשנות ה-70. לכן, בעצם כולם, בזה אחר זה, פשוט יד או רגל במהלך שנות ה-80.

בעקבות המשבר, הערכות ההדדית בין הקיבוצים, שכשלה מעשית, בוטלה פורמלית.³ במקביל, צומצמה תמיכת הממשלה בתעשייה, בעיקר בפריפריה. לפני המשבר (1983) היה מספר המפעלים הקיבוציים 325. ב-1989 גדל המספר ל-388, וב-1994 הגיע מספר המפעלים הקיבוציים לשיא של 393 מפעלים. מאמצע שנות ה-90 החלה ירידה במספר המפעלים, בגלל מכירה או סגירה של חלקם, ואי-הקמת מפעלים חדשים. בסוף שנת 2011 ירד מספר המפעלים בתעשייה הקיבוצית ל-233 (איגוד התעשייה הקיבוצית, סקירה שנתית).

כאמור, בעקבות המשבר הכלכלי במחצית השנייה של שנות ה-80, האפשרות העיקרית לגייס הון לפיתוח התעשייה בקיבוצים נותרה בדרך של הכנסת שותפים חיצוניים למפעלי התעשייה. התהליך החל בשנים 1992–1993, בהנפקות לציבור של מפעלים קיבוציים גדולים. הנפקות ציבוריות אלו פסקו כמעט לחלוטין, למשך יותר מעשור, בעקבות מפולת המניות של 1994. עם זאת, שותפים פרטיים החלו להיכנס לתעשייה הקיבוצית, ובשנים 2000–2010 עברו כמאה מפעלים

2 קרול ואחרים (1989) מראים כי כבר ב-1984, 19 קיבוצים זקוקים למחיקות חוב מסיביות, ואילו 36 קיבוצים זקוקים לפריסת חובות. ב-1987 כ-80% מ-187 קיבוצי התק"מ זקוקים למחיקות או פרישות חוב. קרול מראה כי המצב בכל קיבוץ הוא במידה רבה תלוי-מצב המפעל של הקיבוץ. יש לציין כי הקיבוץ הארצי החל לחשוף את מצבו מאוחר יותר, ובעקבות כך התגלה כי מצבו אף גרוע יותר ממצב קיבוצי התק"מ. בעזרת השם (ויעקב גדיש ז"ל) רק קיבוצי "הקיבוץ הדתי" נשארו יחסית במצב איתן.

3 עד 1988 הייתה הערכות ההדדית בין הקיבוצים, כולל מפעליהם, בלתי מוגבלת בסכום, וניתנה חינוך לכל חבר במערכת. לאחר ביטול ערכות זאת הוקמה מערכת חדשה של קרן משותפת לערבויות (קמ"ע) המגובה בהון עצמי והמעניקה ערבויות מוגבלות גם בסכום וגם בשיעור מההשקעה, וכל זאת בתמורה לעלות כלכלית. היקפי הפעולה של קרן זאת היו מצומצמים ביותר, ושיעורי כשל ההחזר נמוכים ביותר.

(איגוד התעשייה הקיבוצית, סקירה שנתית), שהם כשליש ממפעלי התעשייה הקיבוצית, מיזוג או רכישה (M&A).

המטרות והציפיות מהכנסת שותף חיצוני למפעל נלמדו באמצעות ניתוח התהליך ב-75 מקרים מתוך 100 מקרים של הכנסת שותף חיצוני בעשור הראשון של שנות ה-2000. בכל אירוע רואינו המנהלים בקיבוץ ו/או במפעל שהובילו את מהלך הכנסת השותף למפעל. איסוף הנתונים נעשה באמצעות שאלון הניתן לניתוח בשיטות כמותיות.

הביצועים הכלכליים נבחנו באמצעות ניתוח הדוחות הכספיים בשנים 2000–2010 של מפעלים קיבוציים שהכניסו שותף ציבורי או פרטי. אלה מהווים את קבוצת המחקר, בהשוואה למפעלי התעשייה בבעלות קיבוצית מלאה המהווים את קבוצת הביקורת.⁴

בחלקו השני של המאמר יוצגו עיקרי הנתונים והמאפיינים הרלוונטיים של אוכלוסיית המחקר. בחלק השלישי יוצגו ממצאי שאלון המחקר, מהם יוסק על מניעים וציפיות מהכנסת שותף למפעל. בחלק הרביעי יוצגו התוצאות הכלכליות של הכנסת שותפים למפעלי התעשייה הקיבוצית, בשתי מתודות מחקר. במתודה הראשונה ייבחנו ביצועי המפעלים בשנתיים שאחרי חתימת העסקה, לעומת השנתיים שלפני חתימת עסקת הרכישה, וזאת בהשוואה לביצועים הכלכליים באותן שנים של קבוצת הביקורת – המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה. במתודה השנייה ייבחנו מדדי ביצוע של מפעלים קיבוציים עם שותפים בהשוואה למדדי ביצוע של מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, בעשור הראשון של שנות ה-2000. ניתוח הביצועים הכלכליים מבוסס על דוחות חשבונאיים שנתיים, מבוקרים, של מפעלי התעשייה הקיבוצית.

בחלק החמישי של המאמר תוצגנה מסקנות המחקר ומגבלותיו, יחד עם המלצות להמשך המחקר.

ב. סקירת מאפיינים עיקריים של קבוצת המחקר

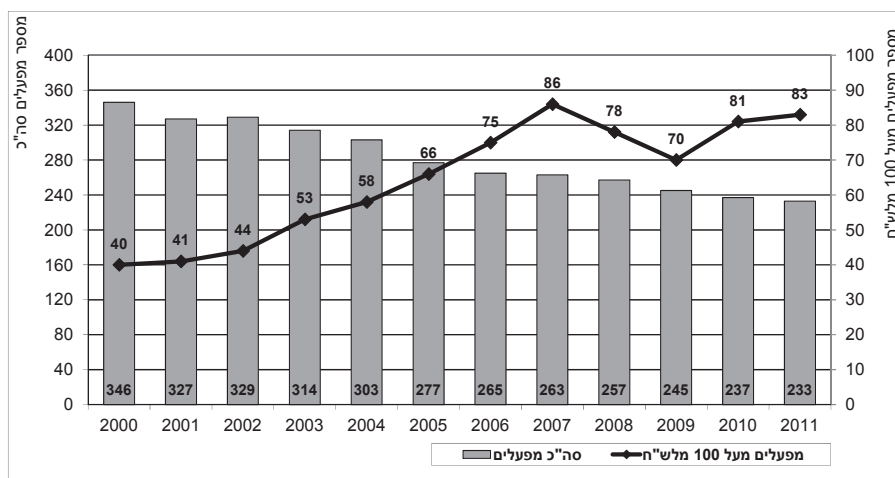
שני גורמים אנדוגניים עיקריים הניעו את הקיבוצים לזרז את פיתוח התעשייה בשנות ה-60 וה-70. הגורם הראשון היה מגבלת ההכנסות מחקלאות. הגורם השני היה גידול בהיצע כוח האדם וגיוונו מעבר לצורכי המשק החקלאי, שעבר התייעלות והתמקדות בתחומים ממוכנים שבהם יש מעט דרישות לכוח אדם (Don, 1988; בר און וניב, 1988; שמעוני, 1983). הגורמים האקסוגניים שעודדו פיתוח מואץ של התעשייה בקיבוצים היו התשואה הגבוהה יותר של גורמי הייצור בתעשייה, שלעמים הייתה כפולה מזו שבחקלאות (ברקאי, 1975), כמו גם מדיניות הממשלה להורדת התמיכה הממשלתית בחקלאות וחשיפתה ליבוא מתחרה (לניר, 1994). בעקבות זאת, ומשיקולים רציונליים הקשורים לכשל של הערבות ההדדית הבלתי מוגבלת בין הקיבוצים, נוצרה העדפה להשקעה בתעשייה (Don, 1988; Ram, 1991; ברקאי, 1972). כאמור, באמצע שנות ה-90 היו 393 מפעלים ב-275 הקיבוצים. ב-94% מהקיבוצים היה לפחות מפעל תעשייה אחד וב-43% מהקיבוצים יותר ממפעל אחד (איגוד התעשייה הקיבוצית, סקירה שנתית). בתקופה זו היו כמעט כל המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה.

עד אמצע שנות ה-80 של המאה הקודמת נהנו הקיבוצים מנגישות גבוהה להון בנקאי, בעיקר בזכות הערבות ההדדית בין הקיבוצים והמוניטין של הקיבוצים. בעקבות משבר הקיבוצים בשנות

4 יש לציין שנתוני דוחות כספיים בחברות פרטיות לפני מיזוג או הכנסת שותף ואחריהם הם נדירים ביותר, וכמעט אינם נמצאים ברשות חוקרים אקדמיים. לכן, הספרות האקדמית בחנה בעיקר השפעת מיזוגים של חברות ציבוריות.

ה-80, בוטלה ערבות זאת. מאז הואט מאוד קצב הקמת מפעלי תעשייה חדשים בקיבוצים, והיו אף מפעלים שנסגרו ונמכרו. בראשית המאה ה-21 פסקה לחלוטין הקמת מפעלי תעשייה בקיבוצים, והתחזקה המגמה של מכירה חלקית או מלאה של אחזקות הקיבוצים במפעליהם התעשייתיים. מספר מפעלי התעשייה הקיבוצית פחת דרמטית, אך גודלם עלה. מציור 1 ניתן ללמוד כי בשנים 2000–2010 הוכפל מספר המפעלים שמכירותיהם מעל 100 מיליון שקל בשנה מ-40 ל-81. בתקופה זו הצטמצם מספר המפעלים, אך גודלם עלה ברוב השנים, פרט לשנות המשבר שהחל ב-2008.

ציור 1: מספר מפעלי התעשייה בקיבוצים וגודלם בשנים 2000–2011



מקור: סקירה שנתית 2011 של איגוד התעשייה הקיבוצית.

ב-2011 היוו המכירות של 83 המפעלים שהיקף מכירותיהם השנתי הוא מעל 100 מיליון שקל 84.2% ממכירות התעשייה הקיבוצית, בעוד שהמכירות של 73 מפעלים שהיקף מכירותיהם השנתי הוא עד 30 מיליון שקל היוו רק 3.1% ממכירות התעשייה הקיבוצית. ב-2011 נעשו רוב היצוא והפעילות בחו"ל (81%) על ידי מפעלים המייצאים כל אחד מעל 100 מיליון שקל בשנה (איגוד התעשייה הקיבוצית – סקירה שנתית). בשנת 2011 היו 61.6% ממכירות התעשייה הקיבוצית ליצוא, מתוכן 22% יוצרו בחו"ל (36% מהיצוא). הפעילות בחו"ל המשיכה לגדול למרות המשבר העולמי, אם כי בקצב נמוך מבעבר. לפי הסקירה השנתית של איגוד התעשייה לשנת 2011, בשנת 2000 היוו המכירות והיצוא של התעשייה הקיבוצית 6.1% מהמכירות ו-6.5% מיצוא התעשייה הישראלית. שיעורים אלו הגיעו בשנת 2007 לשיא של 7.8% מהמכירות ו-11.7% מהיצוא, אך

לאחר המשבר של שנת 2008 הם ירדו בהתמדה, והגיעו בשנת 2011 ל-6.8% מהמכירות ו-8.5% מהיצוא.

תהליך הכנסת השותפים הציבוריים והפרטיים לווה בשינויים ניהוליים וארגוניים במפעל וגם בקיבוץ, אשר כבר קודם לכן חווה שינויים לא מעטים בעת המעבר מחקלאות לתעשייה.

אבני הדרך העיקריות של השינויים בדפוס הניהול של המפעל היו:

1. בשנות ה-70 נוהל המפעל כענף בקיבוץ. מוסדות הניהול של הקיבוץ התערבו בהחלטות המפעל בכל הרמות, תזרים הכספים היה משותף למפעל ולקיבוץ, וכמעט כל המנהלים והעובדים במפעל היו חברי הקיבוץ (גולומב, 1982; רוזנר, 1971; רוזנר ופלגי, 1980, 1982).
2. באמצע שנות ה-80 חוו הקיבוצים משבר כלכלי ומשבר מנהיגות חריפים. הונהגה "הפרדת המפעל מהקיבוץ" – הוקמה הנהלה נפרדת למפעל, ניהול הכספים הופרד, ומוסדות הניהול של הקיבוץ היו מעורבים בעיקר בהחלטות אסטרטגיות, כמו אישור השקעות לטווח ארוך ובחירת המנכ"ל.
3. בסוף שנות ה-80 ותחילת שנות ה-90 הוקמו דירקטוריונים במפעלי הקיבוצים, אומצה פרדיגמת ניהול של חברה ציבורית, ללא בעלים מזהים ויציבים, נשכרו דירקטורים חיצוניים, מקצועיים, בעלי תרבות ניהול עסקית.
4. בשנים 1992–1994 התבצע גל ראשון של הנפקת מפעלים קיבוציים בבורסה.
5. העשור הראשון של שנות ה-2000 מאופיין בגידול במספר הדירקטורים והמנהלים השכירים במפעל ובקיבוץ. זאת, במקביל לירידה במספר החברים העובדים במפעל ולגידול במספר החברים העובדים מחוץ לקיבוץ.

במקביל לשינוי בדפוס ניהול המפעל התרחשו תהליכי שינוי נוספים בחיי הקיבוץ: הצטמצמה התלות ההדדית בין החבר לקיבוץ, המשפחות הרחבות גדלו והתחזקו וירדה רמת הלכידות הקהילתית בקיבוץ.

בתחילת שנות ה-90 של המאה הקודמת, כמעט כל מפעלי התעשייה הקיבוצית היו בבעלות מלאה של הקיבוצים; בסוף 2005 היו רק 72% ממפעלי התעשייה הקיבוצית בבעלות קיבוצית מלאה (כולל שותפויות קיבוציות); בסוף שנת 2011 ירד שיעורם ל-48% (איגוד התעשייה הקיבוצית – סקירה שנתית).

הירידה בשיעור מפעלי התעשייה בבעלות מלאה בשנים 2009–2011 מוצגת בלוח 1. הקיבוץ מנוהל כקואופרטיב, והחלטות אסטרטגיות מתקבלות באסיפת החברים של הקיבוץ. המפעל שבבעלות הקיבוץ מנוהל ברמת העסק כפירמה פרטית-משפחתית. החלטות אסטרטגיות לגבי המפעל חייבות לקבל אישור של ועד ההנהלה של הקיבוץ או של אסיפת החברים של הקיבוץ. בנוסף, חלק מחברי הקיבוץ מכהנים כמנהלים פעילים וכדירקטורים במפעל.

מתוך כך, מפעל תעשייה קיבוצי מתמודד בשלוש סביבות:

1. **סביבה עסקית-חיצונית:** מאופיינת בגלובליזציה, תחרותיות, חוסר יציבות ואי-ודאות בשווקים, צמצום התמיכה הממשלתית וחשיפה ליבוא מתחרה. הישרדות המפעל הקיבוצי בתנאים חיצוניים אלו מחייבת אסטרטגיות דומות לאלו הקיימות בכל פירמה תעשייתית אחרת.
2. **סביבה מתווכת – הקיבוץ:** בדומה לבני משפחה בעסק משפחתי (Cohen, 1983), לקיבוץ שליטה מלאה במפעל. חברי הקיבוץ מעורבים בכל רמות הניהול כמנהלים פעילים ודירקטורים, לפעמים רק מעצם היותם חברים דומיננטיים ובעלי השפעה בקיבוץ. המפעל, כיחידה עסקית

לוח 1: הבעלות על מפעלים קיבוציים 2009–2011

שיעור מתוך מספר מפעלי התעשייה הקיבוצית			מספר מפעלים			בעלות
2011	2010	2009	2011	2010	2009	שנה
48%	50%	55%	111	119	134	מפעלי קיבוצים ללא שותפים
8%	8%	7%	18	20	18	שותפות בין קיבוצים
56%	58%	62%	129	139	152	מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה
33%	29%	27%	78	69	66	שותף לא קיבוצי
7%	8%	8%	17	18	19	חברה נסחרת בבורסה
4%	5%	3%	9	10	8	בעלות חיצונית מלאה
44%	42%	38%	104	97	92	מפעלים קיבוציים עם שותפים
100%	100%	100%	233	236	244	סך הכול מפעלים בקיבוצים

מקור: סקירות שנתיות 2010–2011 של איגוד התעשייה הקיבוצית.

במגזר המשקי של הקיבוץ, מושפע מהמצב הכלכלי והתזרימי של הקיבוץ. בעשרים השנים האחרונות השתנו היחסים בין הקיבוץ למפעל, והתערבות הקיבוץ בניהול המפעל צומצמה משמעותית.

בעשורים האחרונים הקיבוץ נמצא בתהליך מעבר מקהילה להתאגדות המאופיינת בגבולות חברתיים מטושטשים, רשת חברתית דלילה, היחלשות הזיקה לערכים ועלייה בחשיבות שיקולי תועלת אישית (Cohen, 1983). היחסים בין החבר לקיבוץ השתנו, רוב תחומי החיים הועברו מאחריות משותפת של הקיבוץ לאחריות הפרט, וגדל מספר החברים שיש להם קריירה מקצועית מחוץ לקיבוץ. דור המייסדים הלך לעולמו, הדור השני הזדקן, הדור השלישי התבגר, והדור הרביעי החל לנהל את הקיבוץ ומפעליו. המשפחה, בעיקר המשפחה הרחבה, התחזקה. מההיבט של חברי הקיבוץ, בעלי המפעל, השתנתה הנטייה – מהעדפת תפוקות לא כלכליות, בדומה לבני משפחה בעסקים משפחתיים (Drik, 1990; Zellweger and Nason, 2008), להערכת תוצאות המפעל במדדי ביצוע קלאסיים במונחים של דיווידנד, תשואה וערך.

3. **סביבה פנים-מפעלית:** מספר המנהלים השכירים, בעיקר בתפקידי ניהול בכירים, גדל. במקביל, ירד מספר חברי הקיבוץ בתפקידים בכירים. התרחבה הפעילות בחו"ל, מפחות מ-5% בשנת 2000 לקרוב ל-20% ב-2010 (איגוד התעשייה הקיבוצית – סקירה שנתית). מחשוב, אוטומציה ומיקור חוץ גרמו להקטנת הדרישה לעובדי ייצור מיומנים ולעלייה בדרישה לעובדים פרופסיונליים.

למרות האמור, ניתן עדיין לזהות במפעל הקיבוצי מאפייני ניהול של פירמה משפחתית, שעיקריהם: **ניגודי אינטרסים בין צורכי המשפחה לצורכי העסק** – היוצרים קונפליקט מובנה בתחומים רבים, אי-יציבות ומתחים ביחסי המשפחה ותפעול העסק (Drik, 1990). **הון ונזילות** – כאשר העסק אינו יכול לממן את הצריכה הפרטית של בני המשפחות השותפות, על ידי משרות ניהול או משיכת דיווידנד, נוצרים אילוצי הון שיכולים להוביל להשקעות חסר בעסק המשפחתי (Andres, 2011).

ניהול הסיכון – עסקים משפחתיים נוטים לממש חלק מנכסיהם בלחץ בני המשפחה המבקשים להנזיל אחזקות בעסק המשפחתי כדי לגוון, לשלוט אישית בנכסיהם ולפזר סיכונים (Drik, 1990). **בעלות פסיבית ואקטיבית** – בדור השלישי והרביעי, רק קבוצת מיעוט מבני המשפחה מנהלת את העסק. הקבוצה הפעילה מחויבת לעסק ומוכנה להקריב למענו צרכים אישיים יותר מבני המשפחה האחרים (Drik, 1990). פירמות שבהן יש למנהלים בעלות מעדיפות מימון באמצעות הון פנימי או חוב חיצוני על פני מימון באמצעות הנפקת מניות למשקיעים חיצוניים, זאת כדי להימנע מהסיכון של אבדן שליטה בפירמה (Amihud, Lev and Nickolas, 1990; Chang and Mais, 2000; Harris and Raviv, 1988; Faccio and Masulis, 2005; Stulz, 1988).

כמו בעסק משפחתי, גם במפעל הקיבוצי נוצר מתח בין הצורך של העסק בהון להישרדות ולצמיחה ובין הצורך של הקיבוץ בנזילות כמקור לצורכי חבריו. הקריירה המקצועית של רבים מחברי הקיבוץ, בעיקר בני הדור השלישי והרביעי, היא מחוץ למפעל ולקיבוץ. סביר להניח שנכונותם להקריב סיפוק צרכים אישיים למען השקעה במפעל תהיה נמוכה מזו של החברים המעורבים בניהול המפעל. בנוסף, כאשר לקיבוץ תלות גדולה במפעל כמקור כספי, ישאפו חברי הקיבוץ לצמצם את הסיכון על ידי דילול האחזקות במפעל. בכל מקרה, פתרון הקונפליקט ההוני בין צורכי העסק לבין צורכי המשפחה (הקיבוץ) מחייב עירוב בני המשפחות (חברי הקיבוץ) ופתרון בעיותיהם הפיננסיות (Drik, 1990). מכירת עסק משפחתי (קיבוצי) יכולה להרגיע חששות בניהול העסק המשפחתי, וגם לתגמל כספית ורגשית את בני המשפחה (חברי הקיבוץ) (Steen and Welch, 2006). לכן, בשני העשורים האחרונים, בדומה למפעלים משפחתיים בדור שלישי ורביעי (Colli, 2011; Steen and Welch, 2006), השתנו מטרות המפעל הקיבוצי, וביצועיו החלו להימדד בעיקר במונחי תשואה כספית לבעלים.⁵

בכל אירוע של מיזוג-רכישה מעורבים גורמים שונים (Nguyen, Yung and Sun, 2012), אקסוגניים ואנדוגניים. מיזוגים ורכישות מתרחשים בגלים, וכל גל מתרכז במיזוגים בענפי תעשייה מסוימים (Mitchell and Mulherin, 1996). מפעלי התעשייה הקיבוצית פועלים בענפים שונים, ולכן קשה להסביר את התופעה של גל המיזוגים והרכישות בתעשייה הקיבוצית בעשור 2000–2010 כתגובה לשינוי מבנה ענפי. הטענה כי תהליכי ההפרטה בקיבוץ הם המניע למימוש נכסי הייצור לא הוכחה אמפירית, ויתרה על כך, גם קיבוצים שאין בהם הפרטה דיללו את אחזקותיהם על ידי הכנסת שותף למפעליהם. ייתכן שהעלייה במספר המנהלים השכירים במפעלים ובקיבוצים תסביר חלקית את הנטייה לדלל את אחזקות הקיבוץ במפעל. זאת, בדומה לתופעה שנמצאה במחקר שהשווה דרכי מימון צמיחה בפירמה על ידי מנהלים שיש להם אחזקות בפירמה, לעומת מנהלים שכירים (Amihud, Lev and Nickolas, 1990). הסבר אפשרי נוסף הוא השינוי במטרות המפעל בדור השלישי והרביעי, בדומה להתפתחות בפירמה משפחתית. בחלק הבא נבחן אם הנקודות שהועלו כאן אכן משתקפות בציפיות מהכנסת שותף למפעל הקיבוצי.

5 בעשורים שלפני כן כללו מטרות המפעל פתרונות תעסוקה לחברים הוותיקים שלא יכלו להמשיך בעבודה בחקלאות, ויצירת מקומות עבודה מאתגרים לחברי הקיבוץ הצעירים שלא רצו לעבוד בחקלאות.

ג. מטרות וציפיות מהכנסת שותף למפעל תעשייה קיבוצי

הנתונים לחלק זה של המאמר נאספו מ-75 אירועים, מתוך קרוב ל-100 אירועים שבהם מכר הקיבוץ חלק מאחזקותיו במפעל התעשייה שבבעלותו לגורם אחר. מתוך הקבוצה הנחקרת, 90% מהעסקאות נחתמו בשנים 2000–2010, ורובן (59%) בשנים 2006–2010.⁶ שאלון המחקר עסק בחקר שלושה שלבים בתהליך מיזוג-רכישה:

1. בהכנות ובתכנון לפני העסקה.
2. במהלך העסקה.
3. אחרי חתימת העסקה.

בכל אירוע רואיינו המנהלים בקיבוץ ובמפעל שהובילו את תהליך הכנסת השותף למפעל. המרואיינים נשאלו על המטרות של הקיבוץ, של דירקטוריון המפעל ושל השותף, המשקיע, כפי שהם פירשו אותן. לגבי כל מטרה נשאלה מידת השגתה, היו מטרות שבדיעבד הושגו במידה רבה יותר מהערכת חשיבותן בעת תכנון המיזוג-רכישה. כבר בשלב מחקר הגישוש נמצא כי היו הבדלים בין מטרות הקיבוץ כבעלים בדילול אחזקותיו במפעל לבין מטרות דירקטוריון המפעל בהכנסת שותף למפעל, ולבין מטרות השותף, המשקיע, ברכישת אחזקות במפעל.

המטרות החשובות ביותר של הקיבוץ בדילול אחזקותיו במפעל היו פיזור סיכונים (58%) וגיוס הון לפיתוח המפעל (55%). ניתן להבין את המטרה הראשונה על בסיס העובדה שב-31% מהקיבוצים יותר מ-75% מהכנסות הקיבוץ הן מהמפעל, וב-58% מהקיבוצים יותר מחצי מהכנסותיהם הן מהמפעל. רוב המרואיינים (74%) העריכו שדילול אחזקות הקיבוץ במפעל השיג במידה רבה את המטרה של פיזור הסיכונים. המטרה השנייה מצביעה על הקושי של המפעל במימון צמיחה ממקור עצמי, המחייב צמצום צריכה או הקטנת חיסכון פנסיוני של חברי הקיבוץ. הניסיון המר של הקיבוצים במשבר החוב של שנות ה-80 העלה את המודעות לסיכון הגלום במימון באמצעות חוב, גם אם אין קושי בהשגתו. לכן, אין זה מפליא שגיוס הון הוערך כמטרה בעדיפות גבוהה. להערכת רוב המרואיינים, מטרה זו הושגה (66% במידה רבה, 79% בינונית ומעלה), ואכן, הממצאים הכלכליים מצביעים על גידול רב יחסית בהון עצמי ובנכסים של המפעלים אשר הכניסו שותפים.

להכנסת שותף כאמצעי להישרדות, במונחי הבטחת המשך פעילות העסק (Clark and Ofec, 1994), ניתנה חשיבות רבה על ידי פחות מחצי מהמרואיינים (44%), וחשיבות לפחות במידה בינונית על ידי רוב המרואיינים (63%). להערכת רוב המרואיינים, מטרה זו הושגה במידה רבה (63%). שיפור ניהול המפעל באמצעות הכנסת שותף חיצוני נמצאה כמטרה שנויה במחלוקת – 41% דירגו מטרה זו כחשובה במידה רבה, ו-37% כחשובה במידה מועטה (מוצג 3.07 מתוך 5). בדיעבד, כחצי מהמרואיינים (52%) העריכו שמטרה זו הושגה במידה רבה.

6 ב-35% מהמקרים הרוכש היה שותף הוני, בכל המקרים האחרים הרוכש היה שותף אסטרטגי. הגדרת סוג השותפים: שותף הוני – משקיע העונה על הצורך של החברה בהון, ובדרך כלל מעורב בניהול ברמת דירקטוריון. שותף אסטרטגי – יישום אסטרטגיית צמיחה על ידי מיזוג או רכישה (בשונה מצמיחה אורגנית פנימית), ברית בין שתי חברות או יותר, התורמות ערך על ידי שיתוף במשאבים דומים או משלימים, מוחשיים ולא מוחשיים, כאשר המטרה היא יצירת סינרגיה על ידי שילוב פעילויות של החברות השותפות.

לוח 2: מטרות הקיבוץ בהכנסת שותף למפעל שבבעלותו, ומידת השגתן (באחוזים)

מה החשיבות שהעניק הקיבוץ, כבעלים של המפעל, לכל אחת מהמטרות הבאות במכירת חלק מהמפעל לגורם אחר, או הכנסת שותף למפעל?					
מידת השגת המטרה			רמת חשיבות המטרה		
מטרה	בינונית	רבה	נמוכה	בינונית	גבוהה
פיזור סיכונים	10	16	74	25	17
גיוס הון להשקעה בפיתוח המפעל	21	13	66	40	6
הבטחת המשך פעילות העסק	17	20	63	31	19
שיפור הניהול של המפעל	26	22	52	37	23
העלאת ערך המפעל	23	18	59	44	20
מימוש נכס של הקיבוץ על מנת להבטיח את הביטחון הסוציאלי של החברים	26	15	69	66	6
הגדלת מספר החברים העובדים במפעל	59	12	29	89	5
משיכת בנים צעירים לעבודה במפעל	26	22	52	89	5

מקור: סקירות שנתיות 2010–2011 של איגוד התעשייה הקיבוצית.

הדעה שקיבוצים מממשים את נכסיהם כדי להבטיח ביטחון סוציאלי עתידי לחבריהם הוערכה כחשובה במידה רבה רק על ידי כרבע מהמראיינים (28%). הרוב (66%) העריכו מטרה זו כחשובה במידה מועטה.⁷

המטרה של יצירת מקומות עבודה לחברי הקיבוץ – שהייתה חשובה בעת הקמת מפעלי התעשייה בקיבוצים בשנות ה-60 וה-70 – נמצאה בסקר כלא חשובה (89% הגדירו אותה בחשיבות נמוכה). שתי המטרות החשובות ביותר של דירקטוריון המפעל היו גידול במכירות וברווח (71%-ו-70% בהתאמה), אך רק 55% מהמראיינים ציינו שהמטרה של גידול המכירות הושגה, ורק 49% ציינו שהמטרה של גידול הרווח הושגה. האכזבה בתחומים אלו תואמת את הממצאים הכלכליים הכמותיים שיוצגו בהמשך. בדומה לקיבוץ, דירקטוריון המפעל ראה חשיבות רבה בהשגת הון לפיתוח המפעל (65% – חשיבות רבה, 30% – חשיבות מועטה), ו-71% מהמראיינים העריכו שמטרה זו הושגה במידה רבה. מטרות אסטרטגיות המתייחסות לשוק דורגו על ידי הדירקטוריון כבעלות חשיבות רבה: גידול במכירות (71%), שותפות אסטרטגית שתאפשר חדירה לפלחי שוק חדשים (60%), הגדלת נתח שוק (55% – במידה רבה, 64% – במידה בינונית ומעלה), שיפור המיצוב של המפעל בסביבה העסקית (53% – במידה רבה, 69% – במידה בינונית ומעלה), גיוון סל המוצרים (34% – במידה רבה, 49% – במידה בינונית ומעלה). כפי שציפה הדירקטוריון, הכנסת השותף שיפרה את מיצוב המפעל בסביבה העסקית (59% – במידה רבה). המטרה של הגדלת נתח השוק הושגה חלקית (44% – במידה רבה) למרות שלדעת 55% חשיבותה הייתה גבוהה.

7 סביר שכל המראיינים היו מתנגדים למימון השקעות במפעל באמצעות ויתור על השקעות פנסיוניות, אך הם לא נשאלו על כך.

לוח 3: מטרות דירקטוריון המפעל בהכנסת שותף ומידת השגתן (באחוזים)

מהי, לדעתך, החשיבות שהעניק דירקטוריון המפעל לכל אחת מהמטרות הבאות בהכנסת שותף למפעל?					
רמת חשיבות המטרה			מידת השגת המטרה		
מטרות אסטרטגיות	גבוהה	בינונית	נמוכה	רבה	מעטה
גידול במכירות	71	8	21	55	20
גידול ברווחיות	70	10	20	49	30
השגת מקור מימון לפיתוח המפעל	65	5	30	71	24
שותפות אסטרטגית שתאפשר למפעל לחדור לפלחי שוק חדשים	60	7	33	52	25
הגדלת נתח השוק	55	9	36	44	30
שיפור מיצוב המפעל בסביבה העסקית	53	16	31	59	23
גיוון סל המוצרים	34	15	51	46	22
מטרות פונקציונליות					
קבלת ידע ניהולי כללי מהשותף	40	16	44	51	21
קבלת ידע מהשותף בתחום השיווק	32	8	60	50	28
התייעלות על ידי מיזוג של פונקציות	31	11	58	40	34
קבלת ידע מהשותף בניהול משאבי אנוש	17	5	89	19	59
קבלת ידע מהשותף בתחום הייצור	14	10	73	33	33
קבלת ידע מהשותף בתחום המו"פ	6	5	81	31	58

לוח 4: פרשנות המנהלים בקיבוץ ובמפעל לגבי מטרות השותף ברכישת אחזקות במפעל של הקיבוץ ומידת השגתן (באחוזים)

מהי, לדעתך, החשיבות שהעניק השותף לכל אחת מהמטרות הבאות ברכישתו חלק מהמפעל?					
רמת חשיבות המטרה			מידת השגת המטרה		
מטרות אסטרטגיות	גבוהה	בינונית	נמוכה	רבה	מעטה
גידול בהכנסות	67	7	26	64	18
גידול ברווח	65	9	26	64	23
מיזוג עם שותף אסטרטגי	51	3	46	76	17
השתלטות על מתחרה	6	6	88	31	65
מטרות שיווקיות					
הגדלת נתח השוק	42	10	48	54	22
הגדלת סל המוצרים ללקוחותיו	40	1	59	62	24
מטרות הוניות					
תשואה גבוהה להשקעתו הכספית	49	9	42	41	32
השבחת המפעל, העלאת ערכו ומימוש הנכס לאחר מספר שנים	41	3	55	35	43
מטרות פונקציונליות					
קבלת ידע בתחום הייצור	21	10	69	48	27
קבלת ידע בתחום המו"פ	16	8	76	45	33
קבלת ידע ניהולי כללי מהמפעל	16	10	74	38	35

מתן הגדרת "חשיבות רבה" למטרות הפונקציונליות נמצאה נמוכה מזו של המטרות האסטרטגיות: התייעלות על ידי מיזוג של פונקציות (31%), קבלת ידע ניהולי כללי מהשותף (40%), וזאת בדומה לרמת החשיבות שייחס הקיבוץ למטרה של שיפור הניהול (41% – חשיבות רבה). נמצאה רמת חשיבות לקבלת ידע בתחומים שונים: שיווק (32% – חשיבות רבה), ייצור (14% – חשיבות רבה), ניהול משאבי אנוש (17% – חשיבות רבה) ומו"פ (6% – חשיבות רבה). בדיעבד, לדעת דירקטוריון המפעל, המטרות הפונקציונליות הושגו יותר מהחשיבות שניתנה להן בעת תכנון המהלך, אף שבאופן כללי מידת השגתן הוערכה כבינונית ומטה.

מטרות השותף-המשקיע, לדעת המנהלים שהובילו את המהלך בקיבוץ ובמפעל:

1. **מטרות אסטרטגיות** – נמצאו כחשובות ביותר: דירוג של "חשיבות רבה" ניתן לגידול בהכנסות (67%), לגידול ברווח (65%) ולמיזוג עם שותף אסטרטגי (51%). לדעת רוב מובילי המהלך בקיבוץ ובמפעל לא הייתה לשותף-המשקיע מטרה להשתלט על מתחרה באמצעות רכישת אחזקות במפעל של הקיבוץ (88% – חשיבות נמוכה). שתי המטרות האסטרטגיות, שלדעת רוב המרואיינים היו חשובות במידה רבה, גם הושגו במידה רבה.
2. **מטרות שיווקיות** – נמצאו פחות חשובות מהמטרות האסטרטגיות: הגדלת נתח שוק (42%) וגיוון סל מוצרים (40%). למרות שדורגו כמשניות, בדיעבד הוערכה השגתן במידה רבה: הגדלת סל מוצרים (62%), הגדלת נתח שוק (52%).
3. **מטרות הוניות** – חצי מהמרואיינים (49%) העריכו שלמטרה של השותף בהשגת תשואה גבוהה להשקעתו הכספית חשיבות רבה. מידת השגת מטרה זו שנויה במחלוקת (ממוצע – 3.11, סטיית תקן – 1.38). המטרה של השבחת המפעל ומימוש הנכס לאחר מספר שנים הוערכה כבעלת חשיבות גבוהה על ידי 41% מהמרואיינים. יותר מרואיינים העריכו שהושגה במידה מועטה (43%) מאשר במידה רבה (35%). ממצאים אלו תואמים את הממצאים שנביא בהמשך, והם דומים למחקרים אחרים שמצאו כי הפירמה הרוכשת לא שיפרה את ביצועיה לאחר הרכישה (Andrade et al., 2001; Dickerson, Gibson and Tsakalotos, 1997; Lubatkin, 1983; Ravenscraft and Scherer, 1987; Shinha, Kaushik and Chaudhary, 2010; Tuch and O'sullivan, 2007).
4. **מטרות פונקציונליות** – מיזוג פונקציות וקבלת ידע בתחומים שונים, נמצאו כמטרות בעלות חשיבות נמוכה ומידת השגתן הוערכה כנמוכה.

ניתן לסכם ולומר כי לכל אחד משלושת המעורבים במיזוג-רכישה יש מטרות שונות. פיזור סיכונים נמצאה כמטרה החשובה ביותר לקיבוץ, ולדעת רוב המרואיינים (74%) מטרה זו הושגה במידה רבה. הן הקיבוץ והן דירקטוריון המפעל ראו חשיבות גבוהה בגיוס הון לפיתוח המפעל באמצעות הכנסת שותף, ומטרה זו הושגה במידה רבה, לדעתם. כאמור, מטרות דירקטוריון המפעל שונות מאלו של הקיבוץ, בעל המפעל.⁸

בין מטרות דירקטוריון המפעל ומטרות השותף הרוכש – כפי שהבינו אותן מובילי המהלך בקיבוץ ובמפעל – נמצא דמיון רב יותר מאשר בין מטרות הקיבוץ ודירקטוריון המפעל. לדעת המרואיינים, השותף או הרוכש ודירקטוריון המפעל דירגו כחשובות יותר מטרות אסטרטגיות בתחום השוק, כמו

8 לפני הכנסת השותף, בקרוב למחצית (46%) המפעלים, חברי דירקטוריון המפעל היו חיצוניים, והאחרים (54%) – חברי הקיבוץ בעל המפעל. כמעט בכל המפעלים (98%) היה לפחות דירקטור חיצוני אחד, ברובם (66%) – שניים עד שלושה דירקטורים חיצוניים.

שותפות אסטרטגית וגידול הרווחיות, בעוד שלקיבוץ היו המטרות החשובות יותר פיזור הסיכונים של הקיבוץ, כבעל המפעל, וגיוס הון להשקעה בפיתוח. להערכת המרואיינים, המטרות האסטרטגיות של הדירקטוריון ושל השותף הושגו יותר מהמטרות הפונקציונליות. נמצאו חילוקי דעות לגבי מידת ההשגה של המטרות ההוניות של השותף.

ד. בחינה כלכלית של הכנסת שותף למפעלי התעשייה בקיבוצים

מחקרים (אמפיריים) שמדדו ביצועי פירמות אחרי מיזוג-רכישה, עשו זאת בשתי שיטות (Tariq, Abdulati and Radwa, 2011):

1. בחינת התשואה העודפת, החיובית או השלילית, של מניות הרוכש והנרכש כתוצאה מהכרזת מיזוג-רכישה.

בדיקות אלו נעשו בחלון זמן נתון (בדרך כלל, עשרה ימים לפני הרכישה ועשרה ימים אחריה). גישה זו מתעלמת מההשפעות לאחר תקופת ה"חלון". המחקרים בגישה זו מראים בדרך כלל תשואה עודפת לנרכש ותשואת חסר לרוכש (Dickerson et al., 1997; Andrade et al., 2001; Shinha et al., 2010; Ravenscraft and Scherer, 1987; Lubatkin, 1999). וזיו, (1999).

2. ניתוח דוחות חשבונאים.

החסרונות בשיטה זו הם זמינות נתונים וכן רגישות הדוחות למניפולציות ניהוליות, בגלל שינוי מדיניות או יתרונות ניהוליים. מחקרים בגישה זו לא מצאו שיפור חד-משמעי בביצועי הפירמה אחרי מיזוג-רכישה (Tuch and O'sullivan, 2007).

במחקר הנוכחי נעשה שימוש בדוחות חשבונאיים מבוקרים, ונבחנו ביצועים חשבונאיים בשתי מתודות:

1. השוואת השינוי בביצועים הכלכליים של המפעל, בטווח הזמן של שנתיים לפני חתימת העסקה ושנתיים אחריה, בין מפעלים שהכניסו שותף לבין מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה באותן שנים.
2. השוואת מדדי ביצוע של המפעל לאורך תקופה, בין מפעלים עם שותף לבין מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה. בחלק זה, ההשוואה נעשתה לגבי שתי תקופות: בתקופה הארוכה, בין 2001 ל-2009, כלל הניתוח 11 מפעלים קיבוציים שהיו עם שותף לאורך כל התקופה. בתקופה הקצרה, בין 2005 ל-2009, כלל הניתוח 24 מפעלים קיבוציים שהיו עם שותף לכל אורך התקופה.

ד.1. מתודה א: השוואת ביצועים שנתיים לפני כניסת שותף לעומת שנתיים לאחר כניסתו

לוח 5 מציג נתוני דוחות מצרפיים השוואתיים של כ-80 מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה,⁹ כנגד דוחות מצרפיים של 31 מפעלים שהכניסו שותפים בשנים 2002 עד 2008. זאת, מאחר שעמדו לרשותנו רק נתוני הדוחות בשנים 2000–2010.

9 מספר והרכב המפעלים הקיבוציים בבעלות קיבוצית אינו אחיד בכל שנת אירוע של מיזוג, מאחר שיש מפעלים שנמחקו מקבוצת הביקורת, בגלל סגירה או בגלל מעבר לקבוצת המחקר.

לוח 5: תמצית דוח כספי מצרפי ממוצע למפעל קיבוצי עם שותף, בהשוואה למפעל בבעלות קיבוצית מלאה – שנתיים לפני הכנסת השותפים ושנתיים אחר כך, בשנים 2002–2008

מפעל קיבוצי עם שותף (31)				מפעל בבעלות קיבוצית מלאה (80)					
שנתיים לפני		שנתיים אחרי		שנתיים לפני		שנתיים אחרי			
אלפי ש"ח	%	אלפי ש"ח	%	אלפי ש"ח	%	אלפי ש"ח	%	אחוזי שינוי	תמצית נתוני הדוחות הכספיים
84,285	100.0%	141,783	100.0%	40,304	100.0%	51,195	100.0%		נכסים (אלפי ש"ח)
67,109	79.6%	97,223	68.6%	27,596	68.5%	31,627	61.8%		חוב
17,176	20.4%	44,560	31.4%	12,708	31.5%	19,568	38.2%		הון עצמי (אלפי ש"ח)
102,091	121.1%	157,676	111.2%	48,692	120.8%	61,842	120.8%		מכירות (אלפי ש"ח)
61,396	72.8%	104,183	73.5%	18,946	47.0%	27,396	53.5%		מכירות חו"ל
8,920	10.6%	9,302	6.6%	4,821	12.0%	6,459	12.6%		רווח תפעולי (אלפי ש"ח)
6,033	7.2%	4,116	2.9%	4,033	10.0%	5,583	10.9%		רווח נקי (אלפי ש"ח)
4,316	5.1%	-340	-0.2%	2,762	6.9%	3,626	7.1%		רווח כלכלי EVA (אלפי ש"ח)*

* רווח כלכלי = רווח לתקופה בניכוי 10% תשואה אלטרנטיבית על ההון העצמי בתחילת שנה.

נדגים את שיטת ההשוואה לגבי שנת 2002. בשנה זו חושבו דוחות מצרפיים של כל המפעלים שביצעו עסקת הכנסת שותפים בשנת 2002, וחושב דוח מצרפי של כל המפעלים האלו בשנת 2000 ובשנת 2004. דוח מצרפי זה חולק במספר המפעלים שהכניסו שותף בשנה זו. כמו כן, חושב דוח מצרפי לשנים 2000 ו-2004 לכל המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, ונתוני דוח זה חולקו במספר המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה בשנים 2000 ו-2004. חישוב דומה נעשה גם בשאר השנים מ-2003 ועד 2008. הנתונים בלוח 5 מהווים מצרף ממוצע של כל המפעלים בכל השנים 2002–2008, מחולק במספר השנים ובמספר המפעלים.

שנתיים לפני כניסת שותף חיצוני

לפי לוח 5, הנכסים והמכירות השנתיות של מפעל ממוצע שאליו נכנס שותף, בשנתיים לפני כניסת השותף, היו יותר מכפולים מאלו של מפעל ממוצע שנשאר בבעלות קיבוצית מלאה. היצוא של מפעל ממוצע שאליו נכנס שותף היווה 60% מסך המכירות, לעומת 39% במפעל ממוצע שנותר בבעלות קיבוצית מלאה. שיעור החוב מהנכסים במפעל ממוצע שנכנס אליו שותף הגיע ל-79.6%, בעוד ששיעור זה הגיע ל-68.5% בלבד במפעל ממוצע שאליו לא נכנס שותף. מדד היעילות של מכירות חלקי נכסים היה כ-1.2 בשתי קבוצות המפעלים. שנתיים לפני כניסת השותפים, הרווחיות – במונחי רווח תפעולי, רווח נקי ורווח כלכלי (EVA) יחסית לנכסים – הייתה נמוכה במקצת בקבוצת המפעלים שאליהם נכנס שותף (10.6%, 7.2% ו-5.1% בהתאמה) לעומת קבוצת המפעלים שנשארו בבעלות קיבוצית מלאה (12.0%, 10.0% ו-6.9% בהתאמה).

ניתן לסכם ולומר ששותפים נכנסו למפעלים היותר-גדולים, מוטי יצוא, בעלי שיעור חוב גבוה יותר ובעלי רווחיות נמוכה במקצת, ביחס לממוצע המפעלים שלא נכנסו אליהם שותפים. יש להניח שכניסת השותפים הייתה למפעלים שהוכיחו בעבר צמיחה (ולכן היו גדולים יותר) ותחרותיות (ולכן יכלו לייצא יותר). בעקבות כך, הן השותף החיצוני והן הקיבוץ הניחו שמפעלים אלו הם בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה, בעיקר ביצוא. בנוסף, ניתן לראות בבירור כי מפעלים אלו גם היו זקוקים ליותר הון עצמי עקב שיעור חוב גבוה, ולכן, מימוש פוטנציאל הצמיחה חייב תוספת הון עצמי אשר יכול היה להיות מגויס רק ממקורות חיצוניים.

שנתיים לאחר כניסת שותף חיצוני

לפי לוח 5, שנתיים לאחר כניסת השותף גדלו נכסי המפעל הממוצע ב-68.2%, המכירות גדלו ב-54.4% ויחס המנוף של החוב לנכסים ירד מ-79.6% ל-68.6%. לעומת זאת, הנכסים ומכירות המפעל הממוצע ללא שותף גדלו בשיעור של 27.0% בלבד, ויחס חוב לנכסים ירד רק במקצת, מ-68.5% ל-61.8%. מכאן ניתן להסיק שכניסת שותף הגבירה יחסית את צמיחת המכירות ושיפרה את מבנה ההון. תוצאה זו אינה מפתיעה, מאחר שההון שהכניסו השותפים החדשים אפשר צמיחה מהירה יותר. בנוסף, ייתכן שהתוצאה משקפת גם הטיית בחירה מובנית, אם נכונה ההשערה האומרת שהשותפים נכנסו מראש למפעלים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה יותר. עם זאת, לפחות שנתיים לאחר כניסת השותף, עדיין הצלחת גידול המכירות ביחס להשקעות היא נמוכה, ויחס המכירות לנכסים במפעלים עם שותף ירד מ-1.21 ל-1.11, בעוד שבמפעלים ללא שותף יחס זה נשאר ללא שינוי. שוב, ייתכן שתוצאה זו אינה משקפת במידה מספקת את תוצאות ההשקעה, מאחר שנדרש זמן נוסף להבשלה מלאה של ההשקעות. הסתייגות נוספת מתוצאה זו קשורה לקשיי היצוא שיודגשו בהמשך. שנתיים לאחר כניסת השותף, יש הרעה ברורה במדדי הרווחיות של המפעל. שיעורי הרווח התפעולי, הרווח הנקי והרווח הכלכלי מהנכסים יורדים מ-11%, 7% ו-5%, ל-7%, 3% ו-0% בהתאמה, בעוד שבמפעלים ללא שותף, שיעורים אלו גדלו במקצת מ-12.0%, 10.0% ו-6.9%, ל-12.6%, 10.9% ו-6.9% בהתאמה.

תוצאות הרווחיות מאכזבות ביחס לציפיות והתחזיות, לפחות מנקודות הראות של דירקטוריון המפעל והשותף, כפי שפירשו אותן בריאיון המנהלים בקיבוץ ובמפעל.

ניתן לסייג או להסביר תוצאות אלו גם בגורמים נוספים, וכן בהטיות המובנות הבאות:

1. כניסת השותפים לוותה בהסדרת חיובי הקיבוץ למפעל והגברתם, כנגד שירותים שונים שהקיבוץ נותן למפעל, בעוד ששנתיים לפני כן היו חיובי "חסר" היסטוריים.
2. ייתכן ששנתיים לאחר כניסת השותף הרווחיות עדיין אינה מגלמת את מירב פוטנציאל הסינרגיות של המיזוג.
3. קיימת הטיית הישרדות בקבוצת הביקורת, כאשר מפעלים קיבוציים ללא שותף כושלים, נסגרים ויוצאים מהמדגם, וכתוצאה מכך מוצגת תמונה יפה מדי של המפעלים ללא שותף.
4. שותפים פרטיים וציבוריים נכנסו למפעלים קיבוציים מוטי יצוא, אשר סבלו יחסית יותר במכירות וברווח, בעיקר כתוצאה מהמשבר העולמי של שנת 2008 וכתוצאה מתיסוף ריאלי של השקל. לפי נתוני הסדרות של מדד המחירים לצרכן, שער הדולר ושער היורו בתקופה 31.12.2000–31.12.2010, מתקבל כי עד סוף 2007 היה שיעור האינפלציה המצטברת פחות או יותר זהה לעליית ערך הדולר, אך בשלוש השנים שנותרו נשחק שער הדולר, ובסוף

שנת 2010 שער הדולר ביחס לרמת המחירים הריאלית הוא רק 0.7 מהרמה בתחילת התקופה. לעומת זאת, מתחילת העשור ועד יולי 2007 עלה שער היורו ב-40% יותר מעליית המחירים המקומיים. לאחר מכן, קצב עליית המחירים המקומיים גבוה יותר, כך שבסוף שנת 2010 נשחק לחלוטין היתרון הקודם של עליית היורו. מתחילת העשור ועד סוף 2010 שיעור עליית המחירים המקומיים זהה בדיוק לעליית שער היורו.

אנו רואים, אם כן, שמאמצע שנת 2007 שערי שני המטבעות העיקריים תוספו ריאלית במידה ניכרת, מה שהוביל לפגיעה יחסית ביצוא לעומת השוק המקומי. בנוסף ובמקביל גברה התחרות הבינלאומית מתוך ניסיון המדינות לייצא את המשבר למדינות אחרות. ניתן לסכם שקשיי היצוא במחצית השנייה של תקופת המחקר גורמים להטיה משמעותית בתוצאות קבוצת המחקר מוטת היצוא לעומת קבוצת הביקורת. עוצמתה של הטיה זו לא נבחנה על ידינו.

בהתאם לאמור, אין זה מפתיע למצוא שלפי נתוני איגוד התעשייה הקיבוצית, היצוא הישיר (לא מפעילות בחו"ל) של התעשייה הקיבוצית ירד בהתמדה משיא של 17.4 מיליארד שקל בשנת 2007 ל-13.5 מיליארד שקל בשנת 2011.

כדי לנטרל לפחות את שתי ההטיות הראשונות שהוזכרו למעלה הפעלנו את מתודת המחקר השנייה שבה בחנו את רווחיות המפעלים עם שותף לאורך כל התקופה, כנגד הרווחיות של מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה בכל אותה התקופה.

ד. 2. מתודה ב: השוואת השפעת הכנסת שותף למפעל לאורך זמן

- שתי תקופות מחקר נכללו בחלק זה, כאשר כניסת השותף הייתה לפני תחילת כל תקופה:
1. בתקופה 2005–2009 הושו 24 מפעלים עם שותף,¹⁰ (שנת העסקה במוצק הייתה 1999), כנגד קבוצת הביקורת של 68 מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה.
 2. בתקופה 2001–2009 הושו 11 מפעלים עם שותף,¹¹ (שנת העסקה במוצק הייתה 1994), כנגד קבוצת ביקורת בת 51 מפעלים בבעלות קיבוצית מלאה.
- בלוח 6 מובאים הנתונים החשבונאיים המייצגים של אוכלוסיית המחקר בשנים אלו:
1. בלוח בולט הממצא של סטיית התקן הגדולה של המפעלים ביחס לנתונים של המפעל המצרפי הממוצע.¹² תופעה זו מקשה על הסקת מסקנות פרטניות, מאחר שמספר קטן של סטיות חריפות ביחס לממוצע יכול להשפיע על המסקנות.¹³
 2. שוב ניתן לראות שהמפעלים עם שותף גדולים יותר ובעלי שיעור יצוא גבוה יותר מהמפעלים בבעלות קיבוצית מלאה.
 3. בשנים 2001–2009 שיעורי היצוא מהמכירות במפעל הממוצע עם שותף הם 62.7%, בעוד שבמפעל בבעלות קיבוצית מלאה שיעורים אלו הם 36.3%. בשנים 2005–2009 שיעורי היצוא מהמכירות במפעל הממוצע עם שותף הם 69%, בעוד שבמפעל בבעלות קיבוצית מלאה – 45%.

10 12 נסחרים על יד הציבור, 8 עם שותף אסטרטגי, 4 עם שותף הוני.

11 8 נסחרים על יד הציבור, 2 עם שותף אסטרטגי, 1 עם שותף הוני.

12 יש לציין שגם בלוח 5 הנתונים של כל פירמה, המיוצגים על ידי הממוצעים, סובלים מסטיית תקן גדולה למדי.

13 לכן בהמשך, עיקר המסקנות מחלק זה יגובש מתוך ניתוח רגרסיה רב-משתנית. למרות האמור ובהסתייגות הנובעת מסטיות התקן הגדולות, נציין כאן את התופעות הבולטות הבאות.

לוח 6: השוואה בין קבוצת המפעלים עם שותף לקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, בתקופות 2009–2005, 2009–2001 באלפי ש"ח (המספרים בסוגריים – סטיית תקן)

מדד כלכלי	ממוצע למפעל בשנים 2009–2001			ממוצע למפעל בשנים 2009–2005			ממוצע למפעל בבעלות קיבוצית בלבד		
	מפעל קיבוצי עם שותף			מפעל קיבוצי עם שותף			מפעל בבעלות קיבוצית בלבד		
	2009	2001	שינוי	2009	2005	שינוי	2009	2005	שינוי
נכסים	231,722	510,782	120%	237,946	317,128	33%	47,681	61,181	28%
	(150,222)	(352,994)		(230,511)	(309,968)		(70,938)	(105,674)	
חוב	115,251	261,292	127%	144,791	160,238	11%	30,512	32,928	8%
	(72,512)	(169,935)		(135,542)	(154,110)		(45,886)	(65,409)	
הון עצמי	116,471	249,490	114%	93,155	156,890	68%	17,169	28,252	65%
	(87,241)	(188,214)		(107,682)	(163,213)		(28,243)	(45,911)	
הכנסות (מכירות)	229,764	476,467	107%	244,842	297,506	22%	58,655	67,812	16%
	(132,396)	(304,951)		(227,689)	(271,665)		(96,067)	(115,357)	
יצוא	144,167	343,727	138%	169,361	20,7739	23%	26,394	32,581	23%
	(149,323)	(328,346)		(130,323)	(159,938)		(14,005)	(15,573)	
רווח תפעולי	15,407	31,893	107%	13,163	21,500	63%	5,811	8,074	39%
	(13,451)	(32,903)		(29,581)	(25,894)		(14,995)	(22,167)	
רווח נקי	9,113	42,341	365%	10,953	25,997	137%	5,386	6,636	23%
	(8,633)	(68,707)		(18,888)	(50,081)		(14,271)	(18,955)	
רווחיות כלכלית	(2,534)	17,392	786%	1,637	10,308	530%	3,669	3,811	4%
	(7,740)	(58,504)		(14,907)	(40,839)		(11,770)	(15,085)	
רווח כלכלי / הון עצמי	-0.02	0.07	420%	0.02	0.07	274%	0.21	0.13	-37%
	(0.13)	(2.04)		(0.23)	(5.70)		(1.30)	(1.83)	
מרווח (רווח) נקי/מכירות	0.04	0.09	124%	0.04	0.09	95%	0.09	0.10	7%
	(0.04)	(0.26)		(0.07)	(0.19)		(0.20)	(0.14)	
יעילות (מכירות) / נכסים	0.99	0.93	-6%	1.03	0.94	-9%	1.23	1.11	-10%
	(0.34)	(0.35)		(0.35)	(0.39)		(0.37)	(0.41)	
ROA (רווח) תפעולי / נכסים	0.07	0.06	-6%	0.06	0.07	23%	0.12	0.13	8%
	(0.05)	(0.06)		(0.09)	(0.08)		(0.19)	(0.13)	
ROE (רווח) נקי/הון עצמי	0.08	0.17	117%	0.12	0.17	41%	0.31	0.23	-25%
	(0.13)	(2.04)		(0.23)	(5.70)		(1.30)	(1.83)	
מנוף (חוב) / נכסים	0.50	0.51	3%	0.61	0.51	-17%	0.64	0.54	-16%
	(0.16)	(0.15)		(0.22)	(0.21)		(12.30)	(4.01)	

בשתי תקופות המחקר היו שיעורי גידול הנכסים, החוב והמכירות גדולים יותר בקבוצת המפעלים עם שותף מאשר בקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה. עם זאת, שיעורי הגידול הממוצע של ההון העצמי והיצוא בקבוצת המפעלים עם שותף לא היו גדולים יותר מאשר בקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה.

4. בשנת 2009, בקבוצה של 2009–2001, נכסי מפעל ממוצע מתוך 11 המפעלים עם שותף היו

510,782 אלפי ש"ח, בעוד שבקבוצה של 2005–2009, הכוללת 24 מפעלים עם שותף, היקף הנכסים היה 317,128 אלפי ש"ח בלבד. תופעה זו מעידה, שוב, שעסקאות המיזוג הראשונות היו עם המפעלים הקיבוציים הגדולים יותר, ועם השנים נכנסו שותפים גם למפעלים קיבוציים קטנים יותר.

5. בשתי התקופות, ממוצע החוב היה גדול יותר בקבוצת המפעלים עם שותף. שיעור הצמיחה הממוצע של החוב בשתי התקופות היה כפול בקבוצת המפעלים עם שותף לעומת קבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה. בשנים 2001–2009, בקבוצת המפעלים עם שותף, ממוצע המנוף הפיננסי (חוב חלקי נכסים) כמעט לא השתנה (גדל מ-0.50 ל-0.51), בעוד שבתקופה זו, בקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה ירד החוב מ-0.66 ל-0.52. בשנים 2005–2009 שיעורי השינוי של המנוף דומים בשתי הקבוצות.

6. ממוצע ההון העצמי בקבוצת המפעלים עם שותף גדול מממוצע ההון העצמי בקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, אך שיעור גידול ההון העצמי בשנים 2001–2009 היה גדול במקצת במפעלים בבעלות קיבוצית מלאה. בשנים 2005–2009 היו שיעורי גידול ההון העצמי בשתי הקבוצות דומים.

7. בשתי תקופות המחקר, ממוצע הרווח התפעולי גדל יותר בקבוצת המפעלים עם שותף, אך הרווח התפעולי חלקי הנכסים בשנים 2001–2009 צמח יותר במפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, בעוד שבשנים 2005–2009 הוא צמח יותר בקבוצת מפעלים עם שותף.

הסתכלות מפורטת על כל שנה בנפרד (לא מוצגת בלוח) מראה כי בשתי התקופות היה קצב הצמיחה בקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה יציב בהשוואה לקצב הצמיחה בקבוצת המפעלים עם שותף. אי-יציבות נמצאה ברווח התפעולי, ברווח הנקי, ברווח הכלכלי, ROA ו-ROE. יש לזכור כי סטיות התקן הגדולות יחסית בממצאים המוצגים בלוחות 5 ו-6 אינן מאפשרות קבלת מובהקות בולטת ביחס לפער בשיעורי הגידול של שתי קבוצות המחקר, לכן נזקקנו גם לרגרסיה הכוללת מספר רב של משתנים בלתי תלויים.

על מנת לבדוק את השפעת הכנסת שותף למפעל קיבוצי, נערכו ניתוחי רגרסיה רב-משתנית על פני השנים 2001–2009 והשנים 2005–2009, ובהם נבחנו כל הגורמים המשפיעים על המדדים של רווח תפעולי חלקי נכסים (ROA) ורווח נקי חלקי הון עצמי (ROE).

לוח 7 מציג את הקשר בין מדד הרווחיות התפעולית (ROA) לבין מדדים אחרים כמו גודל הנכסים, שיעור היצוא, יחס מכירות לנכסים, מרווח, מנוף פיננסי וכמובן הכנסת שותף.

בלוח 8 המשתנה התלוי הוא הרווח הנקי ביחס להון העצמי (ROE).

בשני הלוחות הרגרסיה היא בשלבים, כאשר המשתנים מוכנסים לפי סדר חשיבות. המובהקות נמדדה במונחים דו-כיווניים וצוינה בכוכביות (מובהקות קטנה מ-10%*, מובהקות קטנה מ-5%**, ומובהקות קטנה מ-1%***).

מלוח 7 למטה אנו למדים כי, כצפוי, בשתי התקופות, הרווח התפעולי על הנכסים (ROA) מנובא בצורה הטובה ביותר על ידי היעילות (יחס מכירות לנכסים) ועל ידי המרווח. כמו כן, שיעור היצוא משפיע חיובית על הרווח התפעולי בשנים 2001–2009 אך, כצפוי, עקב המשבר של 2008, בשנים 2005–2009, השפעת שיעור היצוא נמצאה שלילית. ברגרסיה זו בולט שגודל המפעל אינו משפיע על ROA. כמו כן, בולט כי בשתי התקופות הייתה להכנסת שותף כשלעצמה השפעה שלילית על ROA.

לוח 7: ניתוח רגרסיה מרובה למשתנה תלוי ROA

2009–2005		2009–2001	
B	מנבאים פוטנציאליים	B	מנבאים פוטנציאליים
***0.45	מרווח	***0.498	יחס מכירות לנכסים
***0.37	יחס מכירות לנכסים	***0.481	מרווח (רווח / מכירות)
***-0.18	שיעור יצוא	***-0.092	שותף (1=, 0=אחרת)
*0.06	שותף	**0.156	שיעור יצוא
***R ² = 0.347		***R ² = 0.532	

לוח 8: ניתוח רגרסיה מרובה למשתנה תלוי תשואה על הון עצמי (ROE)

2009–2005		2009–2001	
B	מנבאים פוטנציאליים	B	מנבאים פוטנציאליים
0.01	מנוף פיננסי	*1.32	מרווח (רווח / מכירות)
*-0.40	שותף (1=אחרת=0)	***0.09	מנוף פיננסי
0.61	מרווח (רווח / מכירות)	*0.29	יצוא (מכירות לחו"ל / מכירות)
0.31	יצוא (מכירות לחו"ל / מכירות)	0.18	שותף (1=, 0=אחרת)
R ² = 0.19		*R ² = 0.61	

לוח 8 מציג לפי סדר חשיבות את הגורמים המשפיעים על ROE. בהסתכלות על התקופה של 2009–2001 נמצאה, כצפוי, השפעה חיובית של המרווח, המנוף ושיעור היצוא. הכנסת שותף לא השפיעה בצורה מובהקת על התשואה על ההון העצמי.

עקב התנודתיות הגבוהה בזמן המשבר הגלובלי אשר פרץ במחצית השנייה של תקופת המחקר, הרגרסיה המבוססת על 2009–2005 מסבירה רק 19% מהשתנות שיעור התשואה על ההון העצמי. בתקופה זו נמצאה השפעה שלילית מובהקת למנוף הפיננסי ולהכנסת שותף חיצוני. ניתן לסכם ולומר כי מתוך ניתוח לוחות 5 ו-6, וכן מהרגרסיות המוצגות בלוחות 7 ו-8, נמצא שהכנסת שותף גרמה להגדלת הצמיחה של הנכסים, המכירות, החוב וההון העצמי, אך לא תרמה לשיפור במדדי המנוף, היעילות והרווחיות התפעולית.

עם זאת, יש לסייג את המסקנה האחרונה באפשרות שקיימת "הטיית הישרדות" מאחר שקבוצת המפעלים בבעלות קיבוצית מלאה שהתקיימו על פני כל התקופה של 2009–2001 או 2009–2005 לא כללה את המפעלים הקיבוציים שנסגרו במהלך התקופה מחמת רווחיות נמוכה או שלילית. בנוסף, המשבר הכלכלי הגלובלי אשר התרחש במחצית השנייה של תקופת המחקר השפיע יותר על המפעלים עם שותפים אשר היו מוטי יצוא יחסית לקבוצת הביקורת. הטיה נוספת אשר ייתכן שגרמה לתוצאות נמוכות של הכנסת שותפים היא פרק הזמן הקצר של המדידה שבו אין עדיין ביטוי מלא לפירות ההון הנוסף שהושקע על ידי השותפים.

ה. סיכום והמלצות

להבנת מובילי המהלך בקיבוץ, המטרות החשובות ביותר של הקיבוץ בדילול אחזקותיו במפעל על ידי הכנסת שותף היו פיזור סיכונים, גיוס הון לפיתוח המפעל והבטחת המשך פעילות העסק. המטרות החשובות ביותר לדירקטוריון היו גידול במכירות, גידול ברווחיות וגיוס הון לפיתוח המפעל. ובמפעל, המטרות החשובות ביותר של השותף שהשקיע במפעל היו גידול בהכנסות וברווח. המטרות המשותפות לשלושת הגורמים המעורבים בעסקה היו צמיחת המפעל וגידול ברווחיותו. הממצאים הכלכליים מראים כי המכירות והנכסים צמחו במפעלים שהכניסו שותף יותר מאשר במפעלים בבעלות קיבוצית מלאה, ואילו מדדי היעילות צמחו יותר במפעלים בבעלות קיבוצית מלאה מאשר במפעלים עם שותף. ממצאים אלו תומכים בהערכת מובילי המהלך בקיבוץ שהמטרה של צמיחת המפעל הושגה והמטרה של גידול ברווחיות ושיפור הניהול הושגה חלקית.

ההצלחה החלקית של הכנסת שותפים למפעלים הקיבוציים, המשתקפת מהביצועים הכלכליים, ייתכן שמקורה בהטיות ובגורמים הבאים:

1. קבוצת המחקר המורכבת ממפעלים עם שותף היא מוטת יצוא בהשוואה לקבוצת הביקורת. בעקבות המשבר הכלכלי הגלובלי שהחל ב-2008, מפעלים מוטי יצוא נפגעו יותר ממפעלים המוכרים בעיקר לשוק המקומי. לכן, השוואת תוצאות של קבוצת המחקר עם קבוצת הביקורת בעשור הראשון של המאה ה-21 היא בעייתית.
 2. השוואת הביצועים שנתיים אחרי המיזוג לעומת שנתיים לפני המיזוג ייתכן שלוקה בחסר, כי נדרש זמן ארוך יותר למיזוג הפוטנציאל הסינרגטי של המיזוגים, בין השאר בגלל פערי תרבות ניהולית בין קיבוץ לשותף פרטי.
 3. בקבוצת הביקורת של המפעלים הקיבוציים ללא שותף קיימת הטיית הישרדות, כיוון שמפעלים קיבוציים לא רווחיים וללא שותפים שנסגרו יצאו מקבוצת הביקורת.
 4. תוצאות מחקר זה אינן מפורכות, ואולי אף מאשרות, את ממצאי המחקרים בעולם המצביעים על כך שבממוצע רוכשים אינם מרוויחים מהמיזוג, והערך הכלכלי של המיזוג הוא אצל בעלי הפירמה הנרכשת (הקיבוץ, במקרה זה). המחקר שלנו לא לקח בחשבון את התמורות שעברו על הקיבוץ בזמן המיזוג וגם אחריו בצורות שונות של דמי ניהול וחוב על שירותים למפעל, שייתכן שלפני המיזוג סובסדו אך לאחר המיזוג חושבו במחיר מלא.
- במחקר נוסף, שאותו אנו מתכננים, תילקחנה בחשבון גם תמורות הרכישה שהקיבוצים קיבלו ישירות מהשותפים החיצוניים. השערתנו היא כי כתוצאה מההון הנוסף והצמיחה, ובנטרול הגורמים האקסוגניים של משבר 2008, בתוספת הצפות הערך שנעשו מאוחר יותר, נמצא במחקר הנוסף כי הכנסת השותפים למפעלים הקיבוציים אכן יצרה ערך בקיבוצים. זאת, בדומה לתוצאות מרבית המחקרים בעולם.

מקורות

- איגוד התעשייה הקיבוצית – סקירות שנתיות לשנים 1989, 1994, 1999, 2000, 2003, 2005, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, תל אביב.
- בר און מ' וניב א' (1988), "דילמת הגודל של הקיבוץ – מנקודת מבט של למידה מערכתית", מחברת מחקר יט, אפעל: ארכיון יד טבנקין.
- ברקאי ח' (1972), "כללי התפעול של מערכת הייצור של הקיבוץ", הוצאת המכון למחקר כלכלי בישראל ע"ש פאלק.

- ברקאי ח' (1975), "פריון בתעשייה הקיבוצית והקצאה בין-ענפית של עבודה והון", הקיבוץ: במה בין תחומית לחקר החברה הקיבוצית 2, 79–84.
- גולומב נ' (1982), "מינהל מפעל תעשייה בקיבוץ", מדרשת רופין.
- יגיל י' וזיו ס' (1999), "רווחיות מיזוגים ורכישות בישראל", הרבעון לכלכלה 46(4), 588–624.
- לניר י' (1994), "משבר התעסוקה בקיבוץ, הגורם האנושי בשינוי ובהתפתחות", אפעל: ארכיון יד טבנקין.
- קורן א' (2011), "גידול של 8% בלבד בעסקאות מיזוגים ורכישות בישראל ב-2010", ד'מרקר <http://www.themarker.com/misc/artical-print-page/1.599434>, 31.1.2011
- קרול י' ואחרים (1989), "המשבר הכלכלי בקיבוצי התק"מ 1984–1988: עקרונות וקווי פעולה", אפעל: ארכיון יד טבנקין.
- רוזנר מ' (1971), "היררכיה ודמוקרטיה בתעשייה הקיבוצית", מדרשת רופין.
- רוזנר מ' ופלגי מ' (1980, 1982), "ניהול עצמי ועבודה שכירה במפעלי התעשייה הקיבוצית", אוניברסיטת חיפה: המכון לחקר הקיבוץ.
- שמעוני ע' (1983), "דרכים בתיעוש הקיבוץ", חיבור לקבלת תואר דוקטור, האוניברסיטה העברית בירושלים.
- Amihud Y., Lev B. and Nickolas G.T. (1990), "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisition", *The journal of finance* 45, 603–616.
- Andrade G., Mitchell M. and Stafford E. (2001), "New Evidence and Perspective on Mergers", *Journal of Economic Perspectives* 15, 103–120.
- Andres C. (2011), "Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decisions", *Applied family economics* 21, 1641–1659.
- Chang S. and Mais E. (2000), "Managerial Motives and Merger Financing", *The financial review* 35, 139–152.
- Clark K. and Ofec E. (1994), "Mergers and Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of financial and quantitative analysis* 29, 541–565.
- Cohen E. (1983), "The Structural Transformation of the Kibbutz", *Sociology of the kibbutz, studies of Israel society* 2, 75–114.
- Colli A. (2011), "Contextualizing Performance of Family Firms: The Perspective of Business History", *Family Business Review* 25, 234–257.
- Dickerson A.P., Gibson H.D. and Tsakalotos E. (1997), "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms", *Oxford economic papers* 49, 344–361.
- Don Y. (1988), *Industrialization of a Rural Collective, an Analytical Appraisal of the Israel Kibbutz*, Vermont: Avebury.
- Drik R.D. (1990), "Financing Family Business: Alternatives to Selling out or Going Public", *Family business review* 3, 225–243.
- Faccio M. and Masulis R.W. (2005), "The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions", *Journal of finance* 60, 1345–1388.
- Feito-Ruiz I. and Menendez-Requejo S. (2010), "Family Firm Mergers and Acquisitions

- in Different Legal Environments”, *Family business review* 23, 60–75.
- Grave K., Vardiabasis D. and Yavas B. (2012), “The Global Financial Crisis and M&A”, *International journal of business and management* 7, 56–66.
- Harris M. and Raviv A. (1988), “Corporate Control Contests Capital Structure”, *Journal of financial economics* 20, 555–586.
- Hughes M. (2013), “The Rise of the Cross-Border Transaction”, *Grant Thornton international report 2013*. <http://www.grant-thornton.co.uk/Global/Publication/pdf/The-rise-of-the-cross-border-transaction.pdf>
- Lubatkin M. (1983), “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm”, *Academy of management review* 8, 218–225.
- Mitchell M.L. and Mulherin J.H. (1996), “The Impact of Industry Shocks on Take over and Restructuring Activity”, *Journal of finance and economics* 41, 193–229.
- Nguyen H.T., Yung K. and Sun Q. (2012), “Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US”, *Journal of Business Finance & Accounting* 39, 1357–1375.
- Ram G. (1991), “Industrial Capital Stock in the Israeli Kibbutz”, *Ph.D. thesis*, Baltimore: Johns Hopkins University.
- Ravenscraft D. and Scherer M.F. (1989), “The Profitability of Mergers”, *International journal of industrial organization* 7, 101–116.
- Ravenscraft D. and Scherer M.F. (1987), *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Brookings institute, Washington DC.
- Richards T. and Manfredo M. (2003), “Cooperative Mergers and Acquisitions: The Role of Capital Constraints”, *Journal of agricultural resource economics* 28, 152–168.
- Shim J. and Okamuro H. (2011), “Does Ownership Matter in Mergers? A Comparative Study of the Causes and Consequences of Mergers by Family and Non-Family Firms”, *Journal of banking & finance* 35, 193–203.
- Shinha N., Kaushik K.P. and Chaudhary T. (2010), “Measuring Post Merger and Acquisition Performance: An Investigation of Select Financial Sector Organizations in India”, *International journal of economic and finance* 2, 190–199.
- Steen A. and Welch L.S. (2006), “Dancing with Giant: Acquisition and Survival of the Family Firm”, *Family Business Review* 19, 289–300.
- Stulz R. (1988), “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of financial economics* 20, 25–54.
- Tariq H.I., Abdulati A.A. and Radwa M.A. (2011), “Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisition”, *Review of financial and accounting studies* 1, 89–104.
- Tuch C. and O’sullivan N. (2007), “The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of Evidence”, *International journal of management review* 9, 141–170.
- Werner R. and Carsten B.S. (2010), “A Strong Foundation for M&A in 2010”, *McKinsey quarterly number* 34. <http://mkqpreview1.qdweb.net/PDFDownload.aspx?ar=2501>.
- Zellweger T.M. and Nason R.S. (2008), “A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance”, *Family Business Review* 21, 203–216.