

השפעת היציאה מן המיתון (1967-1968) על חברות התעשייה בישראל*

1. מבוא

עד לשנת 1965/66¹ נהגו חברות התעשייה מגידול מתמיד בתפוקה, בהשקעות וברווחים — ובכל שנה היה הגידול באלה בשיעורים דומים לאלה של השנה הקודמת. שנת 1966 היתה שנת מפנה. משנה זו ועד למחצית שנת 1967 נתמתנה הפעילות הכלכלית של הפירמות, והדבר מצא ביטוי בירידה במכירות וברווחים ובאבטלה של גורמי ייצור: ציוד וכוח עבודה. מן המחצית השנייה של 1967 החלה התאוששות במשק — עלה הביקוש למוצרי התעשייה, הן מצד מערכת הביטחון והן בשל עליית ההכנסות עקב המדיניות הפיסקלית והמוניטרית המרחיבה שנקטה בתקופת המיתון ולאחר מכן. בשנת 1968 הוחש קצב ההתפתחות הכלכלית. מצד שני, לא היתה עלייה מקבילה בהוצאות הייצור ובמחירים.

סקירה זו נועדה לבדוק את השינויים בדפוסי המימון של הפירמות שנגרמו בשל השינויים בפעילות הכלכלית במשק — האם חזרו הפירמות לדפוסי המימון שלפני תקופת המיתון, או שמא אימצו לעצמן מבנה פיננסי חדש.

לצורך עבודה זו נבדקו 200 חברות שפעלו ב־1964 ואילך. החברות שנבדקו הן חברות גדולות (בהן תשלומי השכר השנתי עלו על 300,000 ל"י לשנה), והברדיקה נערכה על סמך מאזנים וחשבונות רווח והפסד שהוגשו לשלטונות מס הכנסה. חברות אלו ייצרו 20 אחוזים מהתפוקה התעשייתית ב־1968. יש לזכור, שלאחר שנת 1964 נוסדו יותר חברות חדשות מאשר בשנים שלפני כן, ומשום כך בכלל המשק היתה עצמת השינויים גדולה יותר מאשר בחברות הנחקרות.

בתקופת הרחבה מהירה בתפוקה סביר להניח, שתעלה הרווחיות ויגדלו ההשקעות בציוד ובמלאי. הנוזלות של הפירמות תקטן, שכן בטווח הקצר קיים פיגור בהתאמה של מקורות המימון לזמן ארוך לשינויים בתפוקה ובהשקעות. הביקוש המוגבר למקורות מימון, נוסף על העלייה ברווחים — היתה צריך להביא לעלייה במשקלם של הרווחים שלא חולקו. ואכן, נמצאו מגמות אלו בחברות שנחקרו.

2. המימצאים העיקריים

1. ההתרחבות במשק והעלייה בביקוש גרמו לכך, שב־1968 גדלה התפוקה בקצב מהיר יותר (28 אחוזים) מזה של רוב השנים שקדמו למיתון ובקצב דומה לזה לשנות גיאות אחרות (כגון 1962). ההתרחבות הגדולה התבטאה בעיקר בענף המתכת, ואילו בענף המזון היה רישומה מועט, שכן הביקוש למוצרי מזון קשיח יותר מאשר הביקוש למוצרים של ענפים אחרים. הואיל והוצאות הייצור עלו בשיעור קטן מזה של הגידול בתפוקה (בעיקר בגלל עתודות כושר הייצור שעדיין לא מוצו) עלו הרווחים (150 אחוזים) בקצב מהיר מזה של התפוקה. שיעור הרווח ב־1968 יחסית לתפוקה ויחסית להון העצמי (7.2 אחוזים ו־20 אחוזים בהתאמה) היה גבוה

* סקירה זו נכתבה בידי מאיר תמרי ויצחק טל ממחלקת המחקר.
¹ השנים להלן הן שנים תקציביות ולא שנות לוח.

לוח 1

מקורות ושימושים בהכרות התעשייה, 1966 ו-1968

(אחוזים)

העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת		שימושים		העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת		מקורות		
1968	1966	1968	1966	1968	1966	1968	1966	
5.9	6.7	24.7	49.4	32.9	-18.5	10.4	-13.7	רווח מצטבר
52.8	18.9	28.8	14.4	0.41	16.6	25.3	41.6	פחת
11.4	7.9	53.6	63.8	43.6	25.9	17.6	14.1	יתרת הפרשות
				22.0	11.1	53.3	42.0	סך כל המקורות העצמיים
				8.0	5.7	12.0	15.7	הון מניות
6.5	3.0	5.4	3.4	-11.4	6.1	10.7	8.9	חשבונות בעלים נטו
20.1	0.9	6.3	0.5	2.4	-22.8	0.1	11.5	הוצאות הפחתה
29.8	36.8	0.6	-1.9	11.8	10.4	54.6	78.1	סך כל הון הבעלים
14.9	39.3	3.2	13.0					הלוואות לטוח ארוך
11.2	7.1	15.5	15.0	2.4	7.7	2.8	16.2	סך כל המימון לטוח ארוך
				10.0	9.8	57.5	94.4	
				32.0	10.4	20.6	11.8	התחייבויות לבנקים
56.9	3.8	5.5	6	17.8	-14.1	5.7	10.3	התחייבויות לספקים
18.7	8.3	25.5	20.6	9.1	22.0	2.4	8.9	שטרות לפרעון
16.4	7.6	46.4	36.2	27.5	-4.8	13.9	-4.7	זכאים אחרים
				24.6	1.7	42.5	5.6	סך כל הזכאים לזמן קצר
13.3	7.8	100.0	100.0	13.3	7.8	100.0	100.0	סך כל ההתחייבויות

מאשר בשנים 1962-1967. יש לציין, שהחברות שבהן נרשמו הפסדים ב-1968 הינן "מפסידות קבועות", היינו נרשם בהן הפסד לא רק בשנה הנחקרת, אלא גם קודם לכן.

2. המימון לזמן ארוך גדל בקצב דומה לזה שנמצא בשנים רגילות, אולם חלקו של מימון זה בסך המקורות ירד, והיה קטן יותר מחלקם של השימושים לזמן ארוך. במלים אחרות, חלה ירידה בנוזילות של החברות. תופעה זו נעוצה בכך שבזמן קצר קשה לגייס ממקורות מימון ארוכי מועד את הסכומים הנוספים הנדרשים לממן את ההרחבה בהשקעות. במקום זאת, הגדילו הפירמות במהירות את האשראי הבנקאי לזמן קצר שקיבלו ואת האשראי מספקים — גידול שנתאפשר עם ההרחבה המוניטרית, במיוחד זו שחלה ב-1967.

יש לציין, שבכל השנים 1956-1968 התקיימה התאמה גדולה בין שיעור הגידול בתפוקה לבין שיעור הגידול באשראי לזמן קצר.

3. במדיניות המימון של הבעלים חל שינוי שמתן את הרחבת סך מקורות המימון לזמן ארוך. ב-1968 משכו הבעלים חלק מההון העצמי בצורת הלוואות — פעולה שהביאה לירידה מוחלטת של 11 אחוזים בסך כל המקורות שלרשות הפירמה, וביטלה, במידה רבה, את העלייה ברווחים שלא חולקו — עלייה שהיתה מביאה, בזמן הקצר, לעלייה במקורות המימון העצמי. ב-1966 חלה עלייה ניכרת במתן הלוואות לפירמה מצד הבעלים, על מנת למנוע קשיים פיננסיים עקב המיתון. צורה זו של גיוס הון עצמי גמישה יותר מגיוס הון מניות, והבעלים יכולים להשתמש בה כדי לשנות את משקל המימון העצמי בהתאם לתנאי הריוחיות והסיכון.

4. ההשקעות בנכסים קבועים במלאי ובאשראי ללקוחות גדלו בקצב אטי מזה של הגידול בתפוקה. ניתן להעלות כמה הסברים לתופעה זו:

א. עודף כושר הייצור שהיה קיים ב-1966 ו-1967 איפשר לחברות להגדיל את תפוקתן בלי להגדיל במקביל את השקעותיהן בנכסים קבועים.

ב. בשנות המיתון צברו החברות מלאי של מוצרים, והעלייה בביקוש אפשרה להם להקטין מלאי זה. חלה אמנם עלייה במלאי חומרי גלם, אולם היא היתה קטנה יותר מאשר הגידול בתפוקה.

ג. עקב העלייה בביקוש נוצר שוק של מוכרים. אמנם לא השתקף הדבר בעליית מחירים, אולם הדבר אפשר להקטין את חלקן של המכירות הנעשות באשראי, ולקצר את תקופת האשראי הניתן ללקוחות.

5. החברות הקטנות פגיעות יותר בתקופת מיחון, אולם הן מצליחות לנצל את הגאות מהר יותר מאשר חברות גדולות. נראה, שהחברות הגדולות יכולות בתקופת המיתון למנוע ירידה במכירות, הודות ליכולתן לתת תנאי אשראי או מחירים טובים יותר. לעומת זה, עם תחילת הגאות, מסתגלות הפירמות הגדולות לאט יותר לשינוי בתנאים.

3. המחזור

קצב גידול קטן של המחזור היה ממאפייניו העיקריים של המיתון ועם ההתאוששות מן המיתון נרשם קצב גידול ניכר: ב-1966 גדל המחזור ב-3.1 אחוזים, ב-1967² — ב-4.5 אחוזים וב-1968 ב-27.3 אחוזים.

גידול בתפוקה בשיעור 27 אחוזים הוא יוצא דופן אף בהשוואה לשנים שקדמו לתקופת המיתון. רק ב-1957 וב-1962 נמצא גידול דומה בתפוקה. הרחבת התפוקה נגרמה על ידי העלייה הגדולה בביקוש למוצרי תעשייה, הן מצד מערכת הביטחון, והן מהרחבת בנייה וצריכה אחרת, והיא

² מכמה בחינות היתה שנת 1967 המשך של 1966, שכן אין המשך יכול להסתגל במהירות להשתנות התנאים הכלכליים בשוק. לדוגמא, משך הזמן שבין החלטה לביצוע של השקעות ארוכות טווח, הוא מספר שנים. אולם קשה לדון בנפרד ב-1967 הואיל ובשנה זו נתקיימו מגמות סותרות בין תחילת השנה וסופה.

נתאפשרה בשל זמינותם של עתודות כושר ייצור מובטל ובשל המדיניות הפיסקאלית והמוניטרית המרחיבה שננקטה (במיוחד ב-1967). הואיל והביקוש לא הופנה לכל מוצרי התעשייה באופן שווה לא היתה התפתחות שווה בכל הענפים. להלן תיסקר ההתפתחות בענפים השונים.

מזון: קצב הגידול בענף זה, לא השתנה הרבה במשך השנים הנידונות: 13.7 אחוזים ב-1966, 11.4 אחוזים ב-1967 ו-11.5 אחוזים ב-1968. זהו הענף שנפגע פחות מכל שאר הענפים בתקופת המיתון, בגלל קשיחות הביקוש למזון. מאותה סיבה לא הרחיב הענף את תפוקתו בהרבה ב-1968. גם שאר המגמות המתגלות ביתר הענפים אינן חריפות, או אף אינן קיימות, בענף זה.

מתכת: ענף המתכת היה הענף הנפגע ביותר בתקופת המיתון עקב הירידה בבנייה ובביקוש למוצרים בני קיימא. ב-1966 וב-1967 ירדה תפוקתו ביותר מ-6 אחוזים לשנה. למעשה זהו הענף היחיד שבו נרשמה ירידה מוחלטת בתפוקה בשנות המיתון. ב-1968 היה קצב גידול התפוקה בענף זה הגבוה ביותר (30 אחוזים). ענף זה נהנה בשנה זו מהעלייה הגדולה בביקוש שנגרמה מהזמנות משרד הביטחון, מהגדלת הביקוש מצד ענף הבנייה ומהגדלת הביקוש למוצרים בני קיימא שליוותה את הגידול בהכנסה ב-1968.

טקסטיל: ענף זה נמצא באמצע, מבחינת השינויים שארעו בו, בין ענפי המזון ובין ענפי המתכת. הביקוש למוצרי טקסטיל אינו כה קשיח כמו בענף המזון אולם רגישותו לשינויים הכלכליים קטנה מזו של ענף המתכת. ב-1968 פעל על ענף זה גורם לא מבוטל נוסף — הביקוש מהשטחים המוחזקים.

ד. ענפים אחרים: בענפים אלו גדול משקלם של מינרלים אל-מתכתיים, מוצרי מלט וכמיקלים, והם מושפעים במידה רבה מאותם גורמי ביקוש המשפיעים על ענפי המתכת ואמנם המגמות שנמצאו בענפים אלו היו דומות לאלו שבענפי המתכת, אם כי עצמת השינויים היתה מתונה יותר: שיעור הגידול של התפוקה ירד ב-1966 וב-1967, והוא עלה באופן ניכר ב-1968.

נוסף על ההשפעה של הענף על השינויים בתפוקת הפירמות, נמצא בעבר שחשיבות רבה נודעת לגודל החברה. בתקופת המיתון נפגעו החברות הקטנות יותר מאשר החברות הגדולות. נראה, שבתקופות של שפל יכולות החברות הגדולות להגדיל את מכירותיהן ולהקטין את הירידה במכירות על חשבון החברות הקטנות, הן על ידי הצעת מחיר ותנאי אשראי טובים יותר והן בשל כך שמיגוון המוצרים שהן מייצרות גדול יותר, בדרך כלל.³

לוח 2

התפלגות החברות לפי אחוז הגידול במכירות בתוך קבוצת גודל לפי תשלומי שכר, 1968 (אחוזים)

+	1,000	1,000-500	עד 500	גודל תשלומי השכר באלפי ל"י	
				אחוז הגידול במכירות	
	16	14	15	10	
	41	41	33	30-10	
	26	25	29	50-30	
	17	20	23	+50	
	100	100	100	סך הכול	

³ בעניין זה ראה: מאיר תמרי, "השפעת המיתון הכלכלי על חברות התעשייה", סקר בנק ישראל מס' 34, ירושלים, מארס 1970.

מלוח 2 נראה, שבתקופת גיאות, כגון 1968, הצליחו החברות הקטנות יותר להגדיל את המכירות יותר מאשר החברות הגדולות. נראה, שלשוני זה שני הסברים: (א) החברות הגדולות קרובות לנקודת האופטימום שלהן, כפי הנראה, וקשה להן יותר, בזמן הקצר, להגדיל את תפוקתן בקצב מהיר לעומת החברות הקטנות יותר, אשר עדיין גדלות; (ב) הירידה אצל החברות הקטנות בתקופות השפל הינה גדולה יותר, ולכן שיעורי הגידול בתקופה לאחר מכן גבוהים יותר.

4. השימושים

בשנת 1968 גדל סך הנכסים של החברות הנסקרות ב-13.3 אחוזים. זהו גידול רב, יחסית לשנים קודמות. בשנת 1966 היה הגידול בסעיף זה 7.8 אחוזים, ובשנת 1967 — 7.6 אחוזים. הגידול שנמצא ב-1968 דומה לגידול שנמצא בחברות הגדולות ב-1965 (זאת אף על פי שנחקרו חברות שונות). אילו ניתן לבדוק את מחציתה השנייה של שנת 1967 בנפרד היה נמצא, כנראה, גידול בנכסים העולה על זה שנמצא ב-1966 ובמחציתה הראשונה של 1967.

הגידול בסך השימושים ב-1968 היה קטן מהגידול בתפוקה. החברות הגדילו איפוא את תפוקתן ללא השקעה נוספת בשיעורים דומים; וכאמור, נבע הדבר מזמינותם של גורמי ייצור מובטלים — הן בכוח אדם והן בציוד — שיעור אבטלת העבודה במשק הגיע ל-7.1 ב-1966 ול-10.4 אחוזים ב-1967. ב-1965 ו-1966 גדלו השקעות הפירמות בקצב מהיר מזה של תפוקתן, ובמיוחד גדלו ההשקעות במלאי מוצרים מוגמרים ובנכסים קבועים. בסעיף האחרון נגרם הדבר בשל הקושי להתאים השקעות אלו — המצריכות זמן רב לתכנון ולביצוע — לתנאים הכלכליים המשתנים.

א. ההשקעות לטווח ארוך

חלקם של הנכסים הקבועים בכלל המקורות ירד באופן תלול: מ-49 אחוזים ב-1966, ל-24 אחוזים ב-1968. ירידה זו נובעת מכך שהנכסים הקבועים גדלו בקצב איטי מזה של יתר השימושים, שכן קצב גידולם (של הנכסים הקבועים) הואט ב-1968 בהשוואה ל-1966 (5.9 אחוזים לעומת 6.7 אחוזים). הרחבת ההשקעות בנכסים קבועים בתקופת מיתון בקצב מהיר יותר מאשר בתקופת גיאות, מהווה עדות לקושי להתאים את פעולות הפירמה בתחום ההשקעות לתנאים הכלכליים המשתנים. בתקופת המיתון לא יכלו החברות, שבהן ירדו המכירות, להקטין בזמן הקצר את ההשקעות לטווח הארוך, וביציאה מהמיתון התקשו להגדיל בזמן הקצר השקעות אלו. רצונן של החברות להגדיל את ההשקעות מתבטא בכך שב-1968 גדלו דמי הקדימה ששילמו החברות עבור הזמנות של ציוד ומבנים בהקמה ב-50 אחוזים.

גם משקל סך ההשקעות לזמן ארוך, הכולל, נוסף על הנכסים הקבועים ודמי קדימה, גם השקעות פיננסיות כגון חברת בת וכו', ירד מ-64 אחוזים ב-1966 ל-52 אחוזים ב-1968.

ב. השקעות לזמן קצר

ב-1968 חלה עלייה גדולה בהשקעות של החברות בנכסים שוטפים (17 אחוזים) עלייה שהיתה מהירה יותר מהגידול בהשקעות לזמן ארוך (12 אחוזים). משקלן של ההשקעות בנכסים שוטפים בסך השימושים גדל איפוא. בתקופת המיתון, לעומת זאת, חל גידול דומה בשני סוגי ההשקעות. ההבדל בשיעורי הגידול של ההשקעות השונות שנמצא ב-1968 משקף את היכולת להתאים בזמן קצר, את היקף ההשקעות בנכסים שוטפים — השקעות במלאי ואשראי ללקוחות — לשינויים בתפוקה. שוני זה משקף גם את קיומו של עודף כושר יצור בנכסים קבועים.

השימושים לזמן קצר והתפוקה, 1966 עד 1968

(אחוזים)

1968	1967	1966	
55	2	60	מלאי
25	97	25	לקוחות
8	-6	10	חייבים אחרים
*12	7	5	מוזמנים
100	100	100	סך כל הנכסים
העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת			
21	5	11	מלאי חומרי גלם
20	-10	26	מלאי מוצרים מוגמרים
10	22	6	לקוחות
16	8	29.2	חייבים אחרים
*60	20	4	מוזמנים
16	8	0	סך כל השימושים
27	3	3	תפוקה

* הגידול המהיר נובע מ-2-3 חברות בלבד. ביתר החברות גדלו המוזמנים בשיעור דומה לזה של התפוקה והם היו כ-3 אחוזים מהמקורות כמו בשנים רגילות.

1. מלאי

עלייה במלאי יכולה להיגרם בגלל סיבות שאינן משקפות את מדיניות הפירמה, כמו חוסר ביקוש, או בשל ציפיות לעליית הביקוש או המחירים בעתיד.

ב-1966 חלה עלייה בשיעור הגידול של המלאי, אולם בשנת 1967, בגלל גידול נמוך בתפוקה, צמצמו המפעלים, כנראה, את המלאי הרצוני, ולא יצרו מלאי מוצרים מוגמרים בקצב הקודם ועל כן לא גדל המלאי. ב-1968, משעלתה התפוקה, והאווירה נעשתה אופטימית, הגדילו המפעלים את המלאי הרצוני. יש לציין שהיחס בין המלאי לתפוקה ירד ב-1968 (וכן ב-1967).

בחינת הגידול במלאי לפי מרכיבים מורה על כך, שב-1966 עלה מלאי חומרי הגלם ב-1.2 אחוז, מלאי מוצרים מוגמרים גדל ב-26 אחוזים ומלאי מוצרים בתהליך — ב-2 אחוזים. במלים אחרות, המלאי הרצוני של חומרי גלם עלה במעט, ואילו המלאי הלא-רצוני — מלאי מוצרים מוגמרים — עלה בהרבה עקב הירידה בביקוש. כלומר, הפירמות העדיפו להמשיך ליצור למלאי מאשר להפסיק את הייצור בכלל.

ב-1967 עלה מלאי חומרי הגלם ב-5.3 אחוזים ומלאי מוצרים מוגמרים ירד ב-10.2 אחוזים. שוב, משתקפים כאן הקשיים להתאים את הייצור לביקוש בשוק: בטווח קצר ירד המלאי הלא רצוני של מוצרים מוגמרים בגלל חסר אפשרות לספק את הביקוש, ומלאי חומרי הגלם, לעומת זאת, עלה במעט.

ב-1968 נרשמה עלייה גדולה, בשיעור 21 אחוזים, במלאי חומרי הגלם ובמקדמות ופיקדונות (37.6 אחוזים). גם במוצרים מוגמרים נרשמה עלייה של כ-20 אחוזים, בדומה לשנים רגילות, הנובעת, בלי ספק, מן הגידול בתפוקה. כאמור, ירד היחס 'מלאי/תפוקה' ב-1968 וב-1967.

2. אשראי ללקוחות

האשראי ללקוחות גדל ב-1968 בשיעור גבוה מאשר ב-1966, אולם בשיעור קטן מזה של הגידול במכירות. נראה, שהדבר נובע משני גורמים:
א. שוק המוכרים שנוצר לאחר המיתון, איפשר לפירמות להגדיל את מכירותיהן במוזמנים ולהקטין את האשראי הניתן ללקוחותיהן. שינוי זה בא בחלקו במקום העלאת מחירים.
ב. בשנת המיתון נמצא, שההאטה באשראי ללקוחות היתה קטנה יותר מאשר ההאטה במכירות. חלק מן ההסבר לכך נעוץ באי היכולת של הלקוחות לפרוע את חובותיהם. ב-1967 בלטה תופעה זו ביתר שאת, והאשראי ללקוחות גדל ב-30 אחוזים לעומת גידול ב-7 אחוזים במכירות. ב-1968, לאחר השיפור במצבם של הלקוחות של חברות התעשייה, ירדו חובות אלו. למעשה, היה הגידול באשראי הניתן ללקוחות גדול יותר מאשר ניתן לראות מהנתונים בלוח 3. ב-1968 גדל משקלם של השטרות של לקוחות שנמסרו לניכוי⁴ מ-24 מסך כל השטרות ב-1966, ל-34 אחוזים ב-1968. נראה, שב-1968 נאלצו החברות לנכות חלק גדול יותר מהשטרות על מנת לממן את הפעילות המורחבת שלהן.

5. מימון

בדרכי המימון של החברות הנסקרות בולטים שני שינויים עיקריים:
א. מעבר למימון לזמן קצר, הן ממקורות בנקאיים והן ממקורות לא בנקאיים.
ב. במסגרת המימון ארוך המועד, מעבר ממימון על ידי הלוואות בעלים למימון מרווחים שלא חולקו.

א. מימון לזמן ארוך

ב-1968 ירד משקלם של מקורות המימון לזמן ארוך בסך המקורות והגיע ל-58 אחוזים, לעומת 94 אחוזים ב-1966. יש לציין, אמנם, שקצב הגידול במקורות אלו דומה לקצב בשנים הקודמות (10 אחוזים כל שנה) אולם סך כל המקורות גדלו מהר יותר (13 אחוזים) לכן חלה ירידה במשקלם בסך כל המקורות.

במשך התקופה הנחקרת גדלו ההשקעות לזמן ארוך בשיעור דומה לגידול מקורות המימון לזמן ארוך, בניגוד למצב במספר שנים קודמות, שבהן גדלו ההשקעות בקצב איטי מגידול המימון. שינוי זה ביחס שבין מקורות מימון לזמן ארוך להשקעות לזמן ארוך ב-1968, אופייני לשנים בהן חל מפנה חד בהרחבת הפעילות הכלכלית (ראה לוח 4). בשנים כאלה מממנות החברות חלק קטן יותר מהשקעותיהן לזמן קצר (מלאי, חייבים) בעודפי המימון לזמן ארוך, הנשארים לאחר מימון ההשקעות לזמן ארוך. ניתן להסביר זאת, כנראה, במספר גורמים, בחלקם אופייניים לישראל.

(א) בזמן הקצר קשה להגדיל את המימון לזמן ארוך בקצב הדרוש. המקורות הפנימיים, כלומר, הרווחים, אפילו אם הם גדלים, אינם מהווים, בדרך כלל, סכומים כה גדולים כדי לשמש מקור מספק להרחבה. המקורות החיצוניים לגיוס כספים, כגון מניות ואיגרות חוב, מצריכים זמן רב לתכנון ולביצוע, בהתחשב בעובדה שהם קשורים עם גורמים חיצוניים, כגון הציבור הרחב, אישורים מוסדיים וכו'.

(ב) לפירמות בישראל אין למעשה אפשרות להנפיק איגרות חוב, והמקור העיקרי להלוואות לזמן ארוך הוא הלוואות מכספי הממשלה באמצעות מוסדות כספיים, שבדרישות הקשורות בהן לא תמיד יכולה הפירמה לעמוד, בזמן הקצר. הכוונה לדרישה להגדלת אחוז היצוא, מעבר לאיזור פיתוח וכיוצא בזה.

(ג) בתקופת גיאות נוצרות אפשרויות השקעה אלטרנטיביות, ריווחיות יותר, ולשם מופנה חלק מההון הפרטי של הבעלים.

⁴ שטרות אלו אינם מופיעים במאזני החברות, אלא הם התחייבויות על תנאי.

לוח 4

אחוז הגידול בתפוקה בהשוואה לסדר עולה ביחס

מימון לזמן ארוך
השקעות לזמן ארוך
1957 עד 1968

השנה	גידול בתפוקה	מקורות מימון לזמן ארוך השקעות לזמן ארוך
1968	27	0.95
1957	27	1.06
1962	27	1.10
1963	21	1.10
1964	19	1.13
1959	21	1.16
1960	18	1.20
1958	14	1.22
1961	14	1.26
1965	13	1.30
1966	3	1.50
1967	2	1.58

1. מקורות הבעלים

במקורות הבעלים חלו 2 שינויים עיקריים: (א) גידול ברווחים שלא חולקו (למעט קרן פחת) וזאת לאחר ירידה ממושכת, אפילו בשנים שקדמו למיתון. משקלם של הרווחים שלא חולקו היה גדול יותר ב-1968 מאשר בכל שנה אחרת מאז 1962 והיווה 52 אחוזים ממקורות הבעלים (ראה לוח 5).

לוח 5

הרכב מקורות הבעלים, 1963 עד 1968

1968	1967	1966	1965	1964	1963	
52	11	16	-14	18	-1	סך כל הרווחים שלא חולקו
46	48	53	51	32	33	פחת
24	6	20	56	37	48	הון מניות
-22	35	11	7	13	20	חשבונות בעלים
100	100	100	100	100	100	סך כל מקורות הבעלים

(ב) חלה ירידה במימון על ידי הלוואות הבעלים. היקפן של הלוואות הבעלים הוא גמיש יחסית לזה של המימון באמצעות מניות או הלוואות מזרים, שכן הן כרוכות במינימום של סידורים אדמיניסטרטיביים ומשפטיים ורק חלק מהן נעשה בפיקוח הנושים של הפירמה. עליית הרווחים שלא חולקו נובעת בראש וראשונה מהעלייה הגדולה שחלה ברווחי החברות —

העלייה הגדולה ביותר מאז השנים 1956 עד 1960. גידול זה ברווח הביא לעלייה גדולה במשקל הרווחים שלא חולקו משתי סיבות :

1. קיים פיגור בזמן בין העלייה ברווחים לבין חלוקתם⁵, הן בגלל אי הודאות לגבי המשך העלייה והן בגלל מחירו הנמוך של מקור מימון זה, יחסית למקורות בעלים אחרים, בהתחשב במס השולי שיש לשלם על דבידנדות.

2. הביקוש להון שנוצר עקב ההרחבה המהירה בתפוקה. הנטייה להשאיר חלק גדול יותר של הרווח בפירמה עם עליית הרווחים בולטת משבדוקים את אחוז החיסכון מתוך הרווחים, בחברות הנוהגות לחלק דבידנדות, בתקופות שונות⁶. בשנים בהן עלו הרווחים גדל אחוז החיסכון בד בבד עם חלוקת דבידנדות מוגדלות.

לוח 6

אחוז הרווח שחולק והגידול ברווח ובדבידנדה בחברות מחלקת דבידנדות, 1966 עד 1968

1968	1967	1966	
31	26	39	אחוז הרווח שחולק כדבידנדה
150	ירידה	ירידה	השינוי ברווח
120	-30	-5	השינוי בדבידנדה

הלוואות הבעלים ירדו ב-11 אחוזים ב-1968, וירידה זו הינה הגדולה ביותר מאז שנות ה-50. לירידה זו, כנראה, שתי סיבות :

(1) הלוואות הבעלים מהוות למעשה מכשיר לשמירת יתרונות המנוף הפיננסי (הון עצמי יחסית לסך כל ההלוואות מזרים) הנובעים מההפרש בין שיעור הרווח לבין שער הריבית על הלוואות. בשנים בהם עולים הרווחים מהר, גדל ההון העצמי על ידי צבירת רווחים, והדבר העלול להקטין את שיעור הרווח על ההון העצמי. משיכת ההלוואות של הבעלים, בשנים אלו, מאפשרת להם לשמור על יחס הון עצמי / הלוואות הכדאי ביותר בתנאי השוק, או לשאוף ליחס זה. בשנים של ירידה ברווחים או שינויים פיתאומיים בביקוש או בציפיות, יכולה הפירמה להקטין את הסיכון של פשיטת רגל על ידי הזרמת הלוואות בעלים.

(2) משיכת ההלוואות מאפשרת לבעלים להשקיע כספים בעסקים אחרים, שנעשו רווחיים יותר בתקופות של גיאיות במשק, בלי לשלם את המס החל על משיכת רווחים בצורת דבידנדות. נראה, שבתקופות של עליות גדולות ברווח קטן יותר אחוז הגידול של הלוואות הבעלים, בגלל משיכת הלוואות שניתנו בעבר, והדבר בולט במיוחד בשנות הגיאיות 1960-1956 ו-1968. לעומת זאת, בשנות המיתון גדלו הלוואות אלו. יש לזכור שמשיכת ההלוואות זולה יותר מאשר משיכת הרווחים היות שבעל המניה חייב לשלם מס על דבידנדה שהוא מקבל.

⁵ לדיון מפורט יותר ראה : מאיר תמרי, "דפוסי חלוקת רווחים בחברות התעשייה", סקר בנק ישראל מס' 29, ירושלים, אוקטובר 1967.

⁶ ביתר החברות הרווח המופיע בסוף חשבון רווח והפסד מהווה למעשה את החיסכון, היות שהבעלים מושכים לפני כן את הרווח בצורת הוצאות, ריבית, שכר וכו'.

⁷ הון עצמי כולל הון מניות, רווחים שלא חולקו והלוואות שהבעלים נתנו למפעל, בניכוי הלוואות שהם קיבלו מהמפעל.

לוח 7

אחוז הגידול השנתי הממוצע ברווח ובהלוואות בעלים, 1956 עד 1968

1968	1967-1966	1965	1964-1960	1960-1956	
-11	13	4	2	אין גידול	גידול בהלוואות
150	ירידה	ירידה	27	100	גידול ברווח

הערות: הנתונים הם לגבי כל החברות הגדולות שפעלו בשנים אלו.

2. הלוואות לזמן ארוך

ההלוואות לזמן ארוך גדלו ב-1968 בשיעור דומה לעלייה ב-1967 (3 אחוזים), לאחר שב-1966-1965 הן גדלו ב-9-8 אחוזים. בתקופת המיתון גדלו הלוואות אלו על אף ההאטה בפעילות הכלכלית, בחלקן על ידי הצטברות של תשלומי ריבית וקרן, שהחברות לא יכלו לשלם, ובחלקן מקנסולידציות של הלוואות שנעשו על מנת לחלץ את הפירמות מהקשיים הפיננסיים שלהן⁸. בתקופת הגיאות שילמו חלק מהחברות חובות שהצטברו, במיוחד הלוואות ממוסדות כספיים כמו הלוואות מחברות ביטוח, קופות גמל מוסדות אשראי וכו', היקרות יותר מהאשראי הבנקאי הניתן בהכוונת הממשלה. החזרות אלו, יחד עם הקשיים לגייס בזמן קצר אשראי לזמן ארוך — הניתן בדרך כלל בישראל רק למטרות של הרחבה בהשקעות — הביאו לקצב גידול איטי יותר מאשר בשנים רגילות. יש לציין, שמשקל הפירמות החדשות בהלוואות לפיתוח התעשייה גדול יותר ולכן הרחבת מקורות מימון אלו אינה מוצאת ביטוי מלא בחברות הנחקרות.

ב. מימון לזמן קצר

סך כל המימון לזמן קצר מהר יותר (25 אחוזים) מאשר ב-1966 ו-1967, (2-3 אחוזים בלבד). העלייה ב-1968 היתה גדולה יותר גם מהגידול הממוצע בשנים רגילות, פרט ל-1957 ו-1962. לגידול הרב הזה יש, כנראה, שני הסברים: (1) היצע שני המרכיבים העיקריים של האשראי לזמן קצר קשור לשינויים בתפוקה; האשראי מספקים הקשור באופן ישיר לקניות חומרי הגלם, והאשראי הבנקאי אשר בחלקו מממן אחוז מסוים של המלאי, עסקות היצוא ואשראי ללקוחות על ידי ניכיון שטרות. לכן נמצא בכל שנה, שאחוז הגידול בתפוקה דומה לאחוז הגידול בתקבולי האשראי לזמן קצר, ולפיכך, הגידול הרב בתפוקה ב-1968 הביא גם לגידול רב באשראי לזמן קצר.

לוח 8

הגידול בתפוקה ובאשראי לזמן קצר, 1956 עד 1968

(אחוזים)

*1968	*1967	*1966	*1965	1964	1963	1962	1960	1959	1958	1957	
28	3	2	13	18	24	32	18	20	12	26	אשראי לזמן קצר
27	2	3	13	19	21	34	18	21	14	27	תפוקה

* הנתונים הם לגבי החברות הנחקרות בלבד. ביתר השנים — לגבי כל החברות הגדולות.

⁸ ראה: מ' תמרי, השפעת המיתון הכלכלי על חברות התעשייה, ש.ס.

(2) הפירמה יכולה להגדיל בזמן קצר יחסית את מקורות המימון לזמן קצר לעומת מקורות המימון לזמן ארוך — הן של הבעלים, כגון מניות, והן של אחרים בצורת הלוואות או איגרות חוב. עם זאת, הרחבה מהירה של המקורות לזמן קצר מקשה על מצב הנוזילות של הפירמה, והיא תעשה מאמצים להגדיל את חלקו של המימון ארוך המועד על מנת לתקן הרעה זו. הזמן הדרוש לגיוס סוגי המימון השונים משפיע גם על הרכב המקורות לזמן קצר כפי שיוסבר להלן.

היות שהגידול במימון קצר מועד ב-1968 היה מהיר יותר (25 אחוזים) מהגידול בנכסים השוטפים (16 אחוזים) ירדה מידת הנוזילות של הפירמות, הנמדדת באמצעות היחס השוטף. יחס זה⁹ ירד מ-2.80 ב-1966 ל-1.00 ב-1968. נראה שבשנים שהתפוקה גדלה מהר יותר נוצר מחסור בנוזילות: ההתחייבויות השוטפות מממנות חלק גדול יותר של ההרחבה בנכסים שוטפים הנובעת מהגידול בתפוקה (ראה לוח 3).

לוח 9

מקורות המימון קצר המועד, 1966 עד 1968

אחוז הגידול השנתי			מבנה מקורות המימון			
1968	1967	1966	1968	1967	1966	
32	2	10	48	40	214	אשראי בנקאי לזמן קצר
14	2	-14	19	17	-32	אשראי מספקים
28	2	-5	33	43	-82	אשראי מזכאים שונים
24	3	2	100	100	100	סך כל המקורות לזמן קצר

ב-1968 חל שינוי גדול בהרכבם של מקורות המימון לטווח קצר, נוסף על הגידול המהיר בסך כל מקורות אלו. משקלם של המלווים הלא בנקאיים (ספקים ואחרים), עלה בהרבה ב-1968 וחזר למשקל שהתקיים בשנים 1960 עד 1964. ב-1966 ירדו ההתחייבויות לספקים ולאחרים ירידה מוחלטת.

לוח 10

הגידול בתפוקה, בסך כל המקורות לזמן קצר ובזכאים אחרים, 1957 עד 1968 (אחוזים)

1968	1967	1966	*1965	*1964	1963	1962	1960	1959	1958	1957	
27	2	3	13	19	21	34	18	21	14	27	תפוקה
24	3	2	13	18	24	32	18	20	12	26	מקורות מימון לזמן קצר
28	2	-5	22	28	17	35	10	24	-16	30	מימון מזכאים שונים

* שנים אלו היו שנים של ריסון מוניטרי ומדיניות זו הביאה, כנראה, להתנהגות שונה בחברות התעשייה ולצבירת חובות לזכאים שאינם גובים ריבית.

⁹ היחס חושב כיחס בין התוספת לנכסים השוטפים לבין התוספת להתחייבויות שוטפות, היות שבצורה זו בולט השינוי בנוזילות יותר מאשר ביחס המחושב בין הנתונים המאוזנים.

בתוך המקורות הלא בנקאיים בולט במיוחד הגידול בזכאים אחרים שאינם ספקים, ובשנים שבהן גדלה התפוקה מהר, הגידול בזכאים אלה מהיר מזה של סך כל ההתחייבויות (ראה לוח 10). יש לזכור, שבזכאים אלו נכללים חלק מספקי אשראי בחינם כגון התחייבויות לעובדים ומיסים, אולם הם כוללים גם את הזכאים היקרים ביותר, דהיינו המלווים שאינם בנקים ואינם ספקים. נראה, שבזמן של הרחבה מהירה בתפוקה כדאי ללוות גם ממקורות יקרים יותר.

4. הרווח והרווחיות

(א) הרווח

לאחר הירידה ברווחיות בשנים 1965 עד 1967, חלה קפיצה גדולה (150 אחוזים) ב-1968. יש לציין, שבשנים רגילות, כגון 1960-1964, גדלו הרווחים בממוצע ב-27 אחוזים לשנה. 1968 מהווה, כנראה, חזרה בתחום זה לסוף שנות החמישים, בהן גדלו הרווחים ב-100 אחוזים לשנה (1965 עד 1960).

עליית הרווחים נובעת משלוש מגמות בהוצאות הפירמות (ראה לוח 11). יש לזכור שסעיפי ההוצאות שיוזכרו להלן הם קטנים יחסים לתפוקה, אולם ביחס לרווח הם גדולים ולכן השפעתם על מגמת הרווח גדולה.

(1) חלק מהוצאות הקבועות לא עלו כלל ואחרות עלו בקצב איטי יותר מאשר התפוקה. הדבר בולט במיוחד ביחס להוצאות הפחת. עודף כושר היצור בציוד ומבנים שנוצר בשנים קודמות איפשר לפירמות להגדיל את התפוקה, בלי להגדיל את הוצאות הפחת אשר נרשמו בחשבון רווח והפסד בסכום דומה לזה שב-1967. הוצאות כלליות ומשרדיות גדלו, אמנם, אולם בפחות מהתפוקה.

(2) הוצאות השכר והוצאות הכלליות עלו אמנם, אבל בפחות מהתפוקה. עליית התפוקה בלי הגדלה דומה בהוצאות השכר התאפשרה הודות לקיומן של עתודות כוח עבודה בלתי מנוצלות. בסך כל התעשייה ירד שכר העבודה לשעת עבודה ב-1968 ב-5 אחוזים.

לוח 11

הגידול בסעיפי ההוצאות והתפוקה, 1964 עד 1968

(אחוזים)

	הגידול ביחס לתפוקה			הגידול לעומת השנה הקודמת			
	1968	1966	1965	1968	1966	1965	
52	51	53	55	34	1	9	תצרוכת חומרים
21	24	23	21	19	7	21	שכר עבודה
3	5	4	3	0	7	28	ריבית ומימון
4	5	4	3	0	10	21	פחת
12	12	12	12	22	10	14	הוצאות כלליות
8	3	4	6	15	-13	-6	רווח
100	100	100	100	27	3	13	סך כל התפוקה

הוצאות אלו מהוות למעשה הוצאות קבועות מבחינת הפירמה, ולכן בזמן מיתון, עם ירידת התפוקה או האטת גידולה, עולה משקלן וקטן העודף, דהיינו הרווח. בתקופות גיאיות הבאות לאחר שפל אפשר להגדיל את התפוקה בלי להגדיל הוצאות אלו ולכן גדל הרווח בהרבה. יש לציין שב-1968 היה משקלן של הוצאות המימון והריבית בסך ההוצאות 3 אחוזים, בדומה למשקלן ב-1964, לאחר שבשנים 1965 ו-1966 עלה משקלן ל-4.2 אחוזים. העלייה ברווחים חלה ב-77 אחוזים מהחברות. בתקופת המיתון ירדו הרווחים ב-60 אחוזים מהחברות, ובשנים רגילות כמו 1960-1961 נרשמה עלייה ברווחים בכ-60 אחוזים בהחברות. עליית הרווחים ב-1968 היתה גדולה יותר הן מהגידול בתפוקה והן מהגידול בהון העצמי ולכן עלתה גם הרווחיות. עדות נוספת לעליית הרווחים נמצא בירידה שחלה במספר החברות שהצהירו על הפסד. ב-1968 הצהירו 14 אחוזים מהחברות הנחקרות על הפסד לעומת 30 אחוזים ב-1966. אחוז החברות המפסידות ב-1968 היה נמוך יותר מאחוז החברות המפסידות בשנים 1960 עד 1964, בהן הצהירו על הפסד 18 אחוזים שבחברות הגדולות.

לוח 12

התפלגות חברות התעשייה לפי השינוי ברווח, לפי ענפים מקובצים, 1968

רווח/ענפים	סך כל התעשייה	מזון	טקסטיל	אחרים	מתכת
עלה	77	65	84	80	75
ירד או נשאר	23	35	16	20	25
סך הכול	100	100	100	100	100

העלייה ברווחים חלה בכל הענפים, אולם היא בולטת פחות בענפי המזון, בהם נרשמה עלייה ברווח בכ-65 אחוזים מהחברות בלבד. יש לזכור, שהענף נפגע פחות משאר הענפים במיתון, וכנראה נהנה מיציבות יחסית ברווחים לאורך השנים. ההפסדים של חברה אינם רק תוצאה של השינויים החלים בענף או במשק כולו. אמנם, בזמן המיתון, עלה מספר החברות בהן חלו הפסדים, אולם חלק מהן רשמו הפסדים, גם בשנים הטובות. כמו כן, בעת היציאה מהמיתון, כאשר ירד משקל המפסידות, נמצא ש-50 אחוזים מהמפסידות ב-1968 הפסידו גם ב-5 השנים הקודמות. קיימת, כנראה, קבוצה קבועה של חברות מפסידות בלי להתחשב בתנאים הכלכליים השוררים במשק. היה מקום לחשוב שקיים קשר של ממש בין המבנה הפיננסי של הפירמה לבין שינויי הרווח. ואמנם ב-1964 נמצא קשר בין מדד הסיכון ב-1962 לבין העלייה ברווח ב-1964. אולם, הן בתקופת המיתון והן בתקופת היציאה מהמיתון, לא נמצא קשר כזה. נראה, שבתקופות של ירידה בביקוש מצבה הפיננסי של פירמה אינו יכול למנוע ממנה ירידה ברווחים, לפחות בזמן הקצר. כמו כן, בתקופות של גיאיות, כאשר גדלים הביקוש והרווח בכלל המשק, מצב פיננסי מסוכן יותר של פירמה אינו מונע ממנה לרשום עליות ברווחים.

(ב) רווחיות

כפי שניתן לראות בלוח 13 גדל הרווח מהר יותר מהעלייה בתפוקה וגם מהעלייה בהון העצמי, לכן חלה עלייה ברווחיות הן ביחס להון העצמי והן ביחס לתפוקה. שיעור הרווח ביחס לתפוקה היה גבוה משיעור זה בשנים שלפני המיתון — 7.7 אחוזים לעומת 6.1 עד 6.4 אחוזים בשנים 1962 עד 1964.

הרווח, התפוקה וההון העצמי, 1966 עד 1968

1962-1964	1968	1967	1966	
מדדים				
—	263	100	100	הרווח מהייצור בלבד
—	291	114	100	הרווח הכולל לפני מס
—	133	104	100	התפוקה
—	137	112	100	ההון העצמי
אחוזים				
6.3	7.7	3.8	3.4	הרווח לפני מס ביחס לתפוקה
				הרווח לפני מס ביחס להון העצמי
14-15	19.6	9.1	7.5	ממוצע לרבות הלוואות הבעלים *
				הרווח לפני מס ביחס להון העצמי
17-21	30.0	12.4	13.1	הממוצע בניכוי הלוואות הבעלים -

* שיעור הרווח חושב ביחס להון העצמי הממוצע לאותה שנה (מחצית סכום ההון ההתחלתי וההון בסוף השנה), על כנת לפזר את השפעת השינויים החלים עם עריכת הדו"חות הכספיים. חלק מהלוואות הבעלים נושאות ריבית, והיה נכון יותר להוסיף ריבית זו לרווח. אין באפשרותינו לעשות כך, לכן מובא כאן שיעור הרווח, אחרי תשלום כל הריבית, פעם ביחס להון העצמי הכולל הלוואות בעלים ופעם בניכוי הלוואות אלו. התשובה לבעלים היא, איפוא, בין שני יחסים אלו.

גם שיעור הרווח על ההון העצמי (כולל הלוואות בעלים) גבוה יחסית לשנים 1962 עד 1964 (20 אחוזים לעומת 16-15 אחוזים). היות שהלוואות הבעלים ירדו ב-1968, נמצא שאחוז הרווח על ההון העצמי, כאשר מנכים הלוואות אלו, הגיע ל-30 אחוזים. נראה שהתשובה לפני מס לבעלים נעה בין 20 ל-30 אחוזים.

התפלגות החברות מראה שאחוז החברות בהן גבוה הרווח על ההון העצמי מ-50 אחוזים ב-1968 היה גבוה יותר (25 אחוזים) מאשר ב-1966 (13 אחוזים) וב-1962 עד 1964 — (20-26 אחוזים).

התפלגות החברות לפי אחוז הרווח ביחס להון העצמי, 1961 עד 1968

(אחוזים)

סך הכול	100-46	45-21	20-16	15-11	10-5	5-0	הפסד	רווח הון עצמי	שנה
100	13	13	8	6	11	14	30		1966
100	16	23	7	6	12	12	23		1967
100	25	32	7	6	8	8	14		1968
100	12	32	7	8	12	10	19		1964

לוח 15

התפלגות החברות לפי אחוז הרווח ביחס לתפוקה, 1964 ל-1966 ער 1968

(אחוזים)

שנה	רווח תפוקה	הפסד	3-0	5-4	7-6	10-8	15-11	20-16	מעל 20
1966	30	26	9	9	7	8	4	7	100
1967	23	28	9	9	8	8	5	13	100
1968	14	16	11	11	10	11	12	8	100
1964	19	21	16	16	16	12	8	5	100

למעשה גדולה העלייה ברווחים עוד יותר. יש לזכור, שחלק מהרווח של הפירמה חולק לבעלים כהוצאות אישיות, משכורות וריבית, הנכללות בהוצאות הפירמה, ומקטינות את הרווח לפי מס. נמצא¹⁰, שבחלוקת הטבות אלו קטן הפיגור אחר הגידול ברווח. עובדה בולטת נוספת — התאמה מהירה יותר בין העלייה ברווח לבין העלייה במשכורת המנהלים, (שהיא אחת הצורות של משיכת רווח) מאשר בין חלוקת הדיוידנדות לעלייה ברווח. מצב זה בולט יותר בתקופות בהן הרווח עולה מאשר בתקופות של שפל. בתקופת המיתון נמצא, שמדיניות חלוקת הדיוידנדות היתה מותאמת יותר לירידה ברווחים מאשר מדינות חלוקת משכורות המנהלים. ב-1966 לוותה הירידה ברווחיות בירידה בדיוידנדה, בחברות שחלקו דוידנדה. בחברות שאינן מחלקות דיבידנדה לוותה ירידת הרווחים בעלייה במשכורת הבעלים וירידה בחסכון העסקי. בשנת 1968 עלה משקל החברות בהן גדלה משכורת המנהלים עם העלייה ברווחים, על משקל החברות בהן עלתה הדיוידנדה עם עליית הרווחים.

לוח 16

חלוקת הרווחים חברות המחלקות דוידנדות ובחברות שאינן מחלקות דיוידנדה ב-1968

חברות בהן הרווח ירד		חברות בהן הרווח עלה	
חברות שאינן מחלקות דיוידנדה	חברות מחלקות דיוידנדות	חברות שאינן מחלקות דיוידנדה	חברות מחלקות דיוידנדה
משכורת מנהלים	דוידנדה	משכורת מנהלים	דוידנדה
70	70	21	13
20	20	64	50
—	10	—	26
10	—	15	11
100	100	100	100
			סך הכל

¹⁰ ראה: מ' תמרי, דפוסי חלוקת הרווחים בחברות התעשייה, שם.

נספח א'

הנכסים וההתחייבויות של 200 חברות תעשייה גדולות, 1966-1968

1968	1967	1966		1968	1967	1966	
309,711	286,709	282,012	הון המניות	848,160	800,620	762,521	נכסים קבועים
80,684	60,701	58,755	רווח מצטבר	374,811	326,147	284,089	פחת
160,437	181,048	150,654	חשבונות בעלים — נטו	473,349	474,473	478,432	נכסים קבועים נטו
-42,133	-42,306	-38,017	הוצאות להפתחה	160,572	105,107	87,858	השקעות אחרות לזמן ארוך
508,699	486,152	453,404	סה"כ הון עצמי של הבעלים	633,921	579,580	566,290	סה"כ השקעות לזמן ארוך
				145,567	120,211	114,311	חמרי גלם
112,434	78,633	66,716	יתרת ההפרשות	8,128	5,863	4,768	מקדמות על אשראי חומרים
232,229	226,786	221,752	סה"כ הלוואות לזמן ארוך	41,514	39,238	35,228	סחורה בתהליך עיבוד
853,363	791,571	741,872	סה"כ מימון לזמן ארוך	115,164	96,082	106,974	מוצרים מוגמרים
				310,373	261,394	261,281	סה"כ מלאי
163,170	123,614	121,314	התחייבויות לבנקים	169,638	159,297	115,929	אשראי של לקוחות
72,745	61,732	60,886	התחייבויות לספקים	72,502	60,387	56,682	שטרות והמחאות לגביה
54,733	50,174	47,819	שטרות לפרעון	4,855	3,741	3,108	מקדמות לספקים
123,723	97,067	91,447	זכאים אחרים	47,331	41,193	44,646	חייבים שונים
414,371	332,587	321,466	סה"כ זכאים לזמן קצר	294,326	264,618	220,365	סה"כ חייבים
				29,129	18,566	15,406	מזומנים
16		4	תיקוני עיגול	633,829	544,974	497,052	סה"כ נכסים שוטפים
1,267,750	1,124,158	1,063,342	סה"כ המקורות	1,267,750	1,124,158	1,063,342	סה"כ נכסים

נספח ב'

ערכי חלוקה של התפלגויות חברות התעשייה בראשית שנות ה-70 לפי יחסים פיננסיים שונים.

כלוח להלן מובאים ערכי חלוקה (רבעון תחתון, חציון ורבעון עליון) של התפלגויות חברות התעשייה לפי היחסים הפיננסיים הבאים:

(1) היחס ה ש ו ט פ: נכסים שוטפים / התחייבויות שוטפות. הנכסים השוטפים הם מזומן בקופה ופיקדונות בבנקים, שטרות לגבייה, אשראי ללקוחות, חייבים שונים (להוציא בעלים), מקדמות לספקים ואשראים דוקומנטרים, מלאי חומרי הגלם והמוצרים המוגמרים. ההתחייבויות השוטפות כוללות את החוב לזמן קצר העומד לפירעון להוציא הלוואות מבעלים. ראוי להדגיש שיחס זה אינו כולל את ההתחייבויות על תנאי של המפעל עבור שטרות שנוכו.

(2) היחס ה מ ה י ר: נכסים שוטפים להוציא מלאי / התחייבויות שוטפות. שני יחסים אלו משמשים במודד ראשוני ליכולת הפירעון של המפעל.

(3) סך המכירות / אשראי ללקוחות. האשראי ללקוחות כולל שטרות, ואשראי פתוח לחייבים מסחריים, אך לא התחייבויות על תנאי בגין ניכיון שטרות של לקוחות.

(4) הון עצמי לרבות הפרשות / סך ההתחייבויות. ההון העצמי כולל הון מניות, קרנות, רווחים מצטברים והלוואות מבעלים, נטו בניכוי הוצאות יסוד החברה להפחתה. ההפרשות כוללות קרן פיצויים, קרן חובות אבודים וכו'. יחס זה מודד את חלקם של הבעלים בנכסי המפעל לעומת הזכאים וככל שהוא קטן יותר גדול יותר סיכונם של הזכאים, ושל הבעלים גם יחד.

(5) ערך הייצור / הון עצמי. יחס זה משמש למדידת המחזוריות של ההון העצמי. כאשר מחזוריות זו גדולה מדי, משמשים הזכאים (בהנחה שבתוך הענפים ובקבוצות הגודל השונים היחס בין סך ההשקעה לבין ערך הייצור דומה) תחליף להון העצמי וכאשר היא נמוכה מדי אין ניצול מספיק של ההון.

(6) אשראי בנקאי / ערך הייצור. אשראי בנקאי כולל את כל התחייבויות לזמן קצר של המפעל לבנקים.

(7) האשראי מספקים (כולל התחייבויות בחשבון פתוח וכן שטרות) יחסית לסך הקניות של הפירמה במשך שנה. השימוש באשראי יקר יותר (מספקים) מעיד על קשיים פיננסיים ולכן ככל שגבוה יחס זה בפירמה לעומת פירמות אחרות בענף, מצבה קשה יותר.

(8 ו-9) מובאים כאינדיקטורים של רווחיות.

(10 ו-11) מובאים כאינדיקטורים של חלוקת ההוצאות של הפירמה.

לדיון מעמיק יותר ביחסים פיננסיים ראה: מ' תמרי, "ניתוח מאזנים לשכת הערכת סיכון של פשיטת רגל", סקר בנק ישראל 21, ירושלים, פברואר 1964.

הוצאה לאור, לטוגרפיה, צנקוגרפיה
כריכות ותעשיות דפוס אחרות

0.46	0.10	0.35	0.02	0.23	0.00	-0.15	0.06	0.38	0.48	I
0.48	0.13	0.95	0.04	0.54	0.02	0.17	0.08	0.92	0.56	II
0.51	0.19	1.90	0.09	0.70	0.09	0.43	0.20	1.96	1.11	III
דפוס										
4.53	0.06	-0.25	-0.30	0.13	0.01	-0.03	0.06	0.47	0.74	I
0.62	0.09	0.12	0.00	0.15	0.03	0.27	0.19	0.72	1.09	II
0.78	0.16	0.27	0.08	0.84	0.08	0.58	0.25	1.00	1.23	III
גומי ופלסטיקה										
0.22	0.38	0.03	0.00	0.20	0.03	0.36	0.27	0.63	1.13	I
0.26	0.46	0.18	0.08	0.26	0.12	0.41	0.30	0.93	1.46	II
0.33	0.56	0.33	0.12	0.35	0.21	0.45	0.37	1.17	1.93	III
תרופות ותמרוקיה										
0.06	0.55	0.12	0.03	0.09	0.03	0.29	0.09	0.68	1.00	I
0.13	0.59	0.24	0.04	0.12	0.07	0.51	0.17	0.73	1.45	II
0.17	0.80	0.43	0.09	0.34	0.10	0.58	0.24	0.94	1.56	III
כימיה בסיסית ומוצרים כימיים										
0.15	0.21	0.15	0.06	0.05	0.03	0.30	0.14	0.54	1.04	I
0.23	0.40	0.35	0.09	0.14	0.09	0.55	0.19	0.86	1.29	II
0.26	0.55	0.48	0.16	0.32	0.12	0.68	0.20	1.35	1.91	III
מינרלים אל מתכתיים וצבעים										
0.27	0.28	-0.11	-0.02	0.10	0.00	0.23	0.12	0.41	0.84	I
0.36	0.32	0.07	0.03	0.18	0.02	0.45	0.19	0.80	1.46	II
0.41	0.49	0.26	0.07	0.43	0.06	0.68	0.25	1.21	2.40	III
מוצרי מתכת										
0.23	0.29	-0.09	-0.03	0.09	0.02	0.29	0.15	0.49	0.78	I
0.29	0.46	0.25	0.05	0.19	0.06	0.44	0.18	0.62	1.34	II
0.42	0.53	0.42	0.13	0.32	0.15	0.62	0.24	1.12	2.30	III
תעשיית מכונות										
0.21	0.30	0.14	-0.17	0.04	0.00	0.59	0.22	1.00	1.47	I
0.32	0.38	0.32	0.11	0.12	0.01	0.63	0.24	1.08	1.72	II
0.39	0.50	0.36	0.14	0.21	0.05	0.67	0.27	1.35	2.30	III

* היה רצוי כמובן לתת כאן פירוט רב יותר לענפים, אולם מספר המפעלים היה קטן מכדי לתת תוצאות משמעותיות.
** I – רבעון תחתון.
II – חציון.
III – רבעון עליון.

ערכי חלוקה של התפלגויות הכרות תעשייה הגדולות לפי יחסים פיננסיים שונים, לפי ענף, * 1968

שכר עבודה (שכר פועלים ופקידים) לסה"כ הוצאות	תצרוכת חומרים לסה"כ הוצאות	רווח לפני המס להון עצמי	ערך לפני המס לערך ייצור	ספקים + שטרות לתצרוכת חומרים	אשראי בנקאי לערך הייצור	הון עצמי לרבות הפרשות להתחייבויות	סך המכירות לאשראי לרבות שטרות	נכסים שוטפים להוציא מלאי להתחייבויות שוטפות	נכסים שוטפים להתחייבויות שוטפות	יחס	ענף
מכרות **											
0.26	0.20	0.06	0.07	0.38	0.03	0.75	0.24	1.43	2.28	1	
0.25	0.24	0.14	0.06	2.45	0.06	0.63	0.29	1.36	1.98	ממוצע	
משקאות חריפים וטבק											
0.13	0.53	0.04	0.04	0.10	0.53	0.30	0.26	0.53	1.23	1	
0.17	0.52	0.13	-0.06	0.28	0.54	0.24	0.34	0.74	1.93	ממוצע	
אריגת בדים											
0.31	0.53	0.19	0.03	0.19	0.08	0.57	0.05	0.73	1.84	1	
0.33	0.51	0.22	0.07	0.31	0.09	0.62	0.14	0.78	2.38	ממוצע	
תשלובות											
0.26	0.48	0.08	0.03	0.14	0.28	0.14	0.22	0.60	1.26	1	
0.26	0.49	0.13	0.02	0.18	0.25	0.13	0.21	0.62	1.37	ממוצע	
עיבוד עץ, שעם											
0.37	0.47	0.06	0.07	0.35	0.10	0.24	0.17	0.42	0.82	1	
0.38	0.45	0.26	-0.09	0.36	1.10	0.18	0.19	0.62	1.29	ממוצע	

										נייר וקרטון
0.19	0.62	0.27	0.05	0.13	0.08	0.51	0.14	0.62	1.38	ו
0.18	0.59	*-	0.06	0.18	0.95	0.41	0.14	0.85	1.63	ממוצע
										עור והנעלה
0.36	0.47	0.20	0.05	0.35	0.09	0.50	0.17	0.52	0.83	ו
0.36	0.48	0.22	0.08	0.45	0.11	0.39	0.15	0.64	1.07	ממוצע
										יהלומים
0.15	0.82	0.40	0.01	0.00	0.24	0.12	0.05	0.28	0.97	ו
0.29	0.67	0.36	0.02	0.20	0.22	0.16	0.07	0.27	0.87	ממוצע
										מתכת כבדה
0.39	0.42	0.17	0.06	0.12	0.04	0.52	0.21	1.06	1.98	ו
0.35	0.44	0.48	0.11	0.21	0.08	0.56	0.25	1.49	2.85	ממוצע
										מנועים, ציוד להתקנה חשמלית טללות ומצברים
0.29	0.48	0.37	0.10	0.09	0.03	0.58	0.18	1.63	2.50	ו
0.32	0.48	0.26	0.04	0.12	0.09	0.57	0.18	1.53	2.85	ממוצע
										ציוד חשמלי
0.26	0.51	0.18	0.05	0.34	0.07	0.38	0.34	0.86	2.25	ו
0.28	0.51	0.43	0.05	0.35	0.09	0.37	0.35	0.99	1.60	ממוצע
										כלי הובלה ושונות
0.41	0.42	0.03	0.03	0.23	0.04	0.49	0.31	0.85	1.35	ו
0.42	0.39	0.16	0.03	0.47	0.11	0.38	0.32	1.07	1.57	ממוצע

* בענפים אלו אין מספיק מקרים, לכן מובא רק החציון ויחס ממוצע בענף.
** 1 - חציון.