

מידת התאמתן של פירמות חדשות לתמורות כלכליות, בהשוואה לחברות ותיקות *

1. מבוא

משרוצים לבחון את השפעתן של תמורות במדיניות הפיסקאלית או המוניטארית על התנהגות הפירמות במשק מסויים, מקובל לחקור את השינויים שנתהוו בכל הפירמות שפעלו במשק. אולם השינויים הללו יש בהם, למעשה, שני מרכיבים: שינויים שחלו בפירמות הקיימות (שהן, בדרך כלל, הרוב המכריע) והמבנה השונה של הפירמות שזה עתה נוסדו. סקירה זו באה להראות, שמידת התאמתן של הפירמות החדשות לתמורות הכלכליות היא גדולה מזו של הפירמות הוותיקות. הפירמות החדשות, שנוסדו בתנאים החדשים שנוצרו, מייצגות את החברות השוליות; ובהן משתקפת, בטווח הקצר, מלוא ההשפעה של רבים משינויי המבנה שארעו.

בהסתגלות לתנאים פינאנסיים משתנים — כבהסתגלות לשינויים טכנולוגיים — חייבת החברה הוותיקה לכלול בשיקוליה גם את מחיר הוויתור על הקיים. שינוי הענף, שבו פועלת החברה, שינוי דרכי המימון והרכב הנכסים, כרוכים, בדרך כלל, בתשלום מחיר כלשהוא, מחיר המגביל את התאמתן של הפירמות לתנאי המימון והמיסוי החדשים. בהרבה מקרים מקשה אף שמרנותם של המנהלים, שהורגלו לפעול בתנאים מסויימים, על התאמה זו. בחברות החדשות, שבהן טרם נתגבשו דפוסי הפעילות, המימון והנכסים, קלה, לעומת זאת, ההסתגלות לתנאים החדשים, ומשום כך יש עניין בהשוואת ההרכב הענפי והמבנה הפינאנסי של חברות חדשות בתקופות שונות. כדי לבדוק אם השינויים שחלו אצל החברות החדשות היו ניכרים מאלה שחלו בוותיקות, הושוו השינויים, שנתהוו בכמה יחסים פינאנסיים בשנים 1950, 1956, 1960 ו-1963, בחברות החדשות לאלה שנתהוו בחברות הוותיקות. בסקירה נכללו חברות גדולות¹ בענף התעשייה.

בסקירה זו יודגשו בעיקר ההבדלים בין חברות חדשות בתקופות שונות, על מנת לבדוק את השפעת המדיניות על החברות הללו. ההבדלים בין חברות חדשות לוותיקות בכל נקודת זמן — הבדלים הנגרמים, על פי רוב, מחמת קשיי החברות החדשות לחדור לשוק וקשיי גיוס אשראי בשוק ההון — לא נדונו בסקירה זו; הגתונים לגבי החברות הוותיקות הובאו לשם ביקורת בתארם כיצד התבטאה ההשפעה בכל החברות.

בכל אחת מן התקופות הנסקרות הוגדרה חברה חדשה כחברה שהדין וחשבון הראשון שלה נערך לאותה תקופה. במתכוון נבחרו הדו"חות לאחר תקופת פעילות על פני מאזן הפתיחה של החברה שנערך ביום היווסדה. בחברות הוותיקות נכללו כל יתר החברות, לרבות חברות שהוגדרו כחדשות בתקופה קודמת ושהמשיכו לפעול, לאחר מכן.

ההשוואה בין החברות החדשות שפעלו בכל תקופה נערכה על פי היחסים דלהלן: 'הון עצמי / סך כל המאזן, 'רווח / מכירות' ו'נכסים קבועים / סך כל המאזן'. יחסים אלו חושבו מתוך הדו"חות

* סקירה זו נכתבה בידי מאיר תמרי ממחלקת המחקר.

¹ חברות בע"מ בלבד, שתשלומי השכר שלהן הם כאלה של חברות המעסיקות 70 עובדים או יותר.

הכספיים שהגישו החברות התעשייתיות לשלטונות מס הכנסה. הסיבות לבחירת יחסים אלו דווקא
 הן כדלקמן:

(א) משקל ההון העצמי במקורות המימון העומדים לרשות החברה איננו, ברוב המקרים, תוצאה
 של האופי הטכנולוגי של המפעל, כי אם תוצאה של רצונה של החברה ויכולתה להשיג אשראי
 ממקורות אחרים.

(ב) השינויים ביחס רווח לפני מס / מכירות' הם אינדיקטור לשינויים במתח הרווחים של
 החברות.

(ג) השינויים בהשקעות בנכסים קבועים: מבנים, מכונות וציוד מראים — פרט לשינויים
 בצרכים הטכנולוגיים של החברה — על ציפיות החברות לגבי השינויים שיחולו ברמת המחירים
 בכלל, וברמת המחירים של מוצרי השקעה בפרט, במדיניות הפיסקאלית והמוניטארית, וכן על
 מקורות המימון וגידול התפוקה.

מן הראוי להדגיש, שעל פי האינדיקטורים השונים לא נמצאו הבדלים ניכרים בין הענפים
 בתקופות הנסקרות: משקל ההון העצמי בסך המקורות ומשקל ההשקעות בנכסים הקבועים ובסך
 השימושים אינו שונה בהרבה בענפים השונים.²

מספר החברות החדשות שנכללו בכל תקופה היה כדלהלן: ב־1951 היו 22 חברות;
 ב־1956 — 29 חברות; ב־1960 — 25 וב־1963 — 25. התפלגות החברות החדשות, בהשוואה
 לזותיקות מוצגת בלוח 1.

לוח 1

התפלגות החברות החדשות והחברות הזותיקות, לפי ענפים, 1956 ו־1960

(אחוזים)

	כל החברות		מזון		טקסטיל		מתכת		ענפים אחרים	
	חדשות	ותיקות	חדשות	ותיקות	חדשות	ותיקות	חדשות	ותיקות	חדשות	ותיקות
1956	100	100	13	20	20	18	24	25	43	37
1960	100	100	14	15	30	16	30	24	26	45

בסעיף 6, הסעיף האחרון בסקירה זו, נבדקה ההתפלגות של החברות החדשות, לפי ענפים.
 בדיקה כזו יכולה ללמד על ציפיות היוזמים לגבי הרווחיות בענפי המשק השונים. בסעיף זה נכללו
 כל החברות שנרשמו בתקופות הנסקרות, למעט "חברות גוש חלקה". האחרונות הושמטו ממסגרת
 הסקירה, שכן אין אפשרות להפריד בין החברות שנוסדו כדי להשיג יתרונות פיסקאליים ומשפטיים
 לבין אלה העוסקות בבנייה בפועל.

2. הממצאים העיקריים

(א) בחברות שנוסדו ב־1950 היה ההון העצמי 54 אחוזים מסך המאזן. אחוז זה ירד ל־31
 בחברות שנוסדו ב־1960 והוא שב ועלה ל־36 אחוזים בחברות שנוסדו ב־1963. שינויים אלה
 במשקל ההון העצמי משקפים את היכולת להשיג הלוואות מן הממשלה בשער ריבית נמוך בשנים

² ראה מ' תמרי: "המבנה הפינאנסי של חברות התעשייה בישראל", סקר בנק ישראל מס' 17, ירושלים
 אוגוסט 1962; וכן "תמורות במבנה הפינאנסי של חברות התעשייה בישראל" סקר בנק ישראל מס' 19,
 ירושלים, יולי 1963.

1956 עד 1960, ואת השינוי שחל בתנאים הללו לאחר 1960. בחברות הוותיקות, לעומת זאת, נתהוו שינויים מקבילים, אך עצמתם היתה פחותה יותר: משקל ההון העצמי בסך המאזן ירד מ-62 אחוזים ב-1950 ל-48 ב-1960 ול-49 אחוזים ב-1963. (ב) משקל הנכסים הקבועים בסך המאזן עלה מ-32 אחוזים בקרב החברות שנוסדו ב-1950 ל-71 אחוזים בקרב החברות שנוסדו ב-1960. בחברות שנוסדו ב-1963 הגיע משקל הנכסים הקבועים ל-63 אחוזים.

היכולת להשיג אשראי בקלות, כאמור לעיל; שער החליפין הנמוך במיוחד, שנקבע לרכישת ציוד והאינפלציה המהירה, ששררה באותה תקופה, גרמו לכך, שבשנים 1950 עד 1960 תהא רכישת נכסים קבועים כדאית. השינוי שחל ב-1963 משקף את עליית מחיר האשראי ואת שינוי שער החליפין לאחר פיחות הל"י ב-1962. בקרב החברות הוותיקות עלה משקל הנכסים הקבועים מ-41 אחוזים ב-1950 ל-68 אחוזים ב-1960, והוא ירד לאחר מכן והגיע ל-61 אחוזים ב-1963. (ג) החברות שנוסדו ב-1950 הפיקו רווח בשיעור 5.6 אחוזים מסך המכירות, ואילו החברות שנוסדו ב-1960 ו-1963 הראו על הפסד: 2.6 ו-0.6 אחוזים בהתאמה. עצמת השינויים ברווחיות של החברות החדשות היתה גדולה יותר מזו של הוותיקות: באחרונות ירד הרווח מ-5 אחוזים מסך המכירות ב-1950 ל-4 אחוזים ב-1960, והוא עלה ל-4.7 אחוזים מסך המכירות ב-1963.

3. ההון העצמי

עד שנת 1950 יכלו חברות התעשייה לגייס, מחוץ להון העצמי, קרנות מימון מועטות, ולפיכך היה משקל ההון העצמי בסך כל ההתחייבויות בשנה זו דומה לזה שבהרבה ארצות אחרות. לחברות הוותיקות היה הון עצמי גבוה בממוצע מזה של החדשות (62 אחוזים מסך המאזן ו-54 אחוזים, בהתאמה), אולם הבדלים אלה עשויים להיות נעוצים בהבדלים הנובעים, בדרך כלל, מרווחים שהצטברו בחברות הוותיקות והון מגיות גדול יותר בחברות הוותיקות. בין 1950 ל-1960 ניתן היה להשיג הלוואות מן הממשלה בשער ריבית נמוך, כתוצאה ממדינות ממשלתית שנתכוונה להשיג תיעוש מזורז. הלוואות אלה היו מושכות מאוד, שכן הן ניתנו בתקופה של עליות מחירים מהירות.

לוח 2

הון עצמי * כאחוז מסך כל המאזן ** בחברות תעשייה — ותיקות וחדשות — 1950, 1956, 1960 ו-1963

	1963	1960	1956	1950	
	36	31	44	54	חדשות
	49	48	53	62	ותיקות

* בקרב החברות הוותיקות נוספו להון העצמי גם הפרשי שערך. הדבר נעשה עקב העלייה המהירה במחירים שחלה עד 1956, עלייה שהיתה מביאה, כשלעצמה, לירידה בחלקו של ההון העצמי בקרב החברות הללו. כיוון שהתקופה עד 1960 היתה יציבה יחסית, הוסף סכום השערך לנתוני 1960. בדומה לכך נעשתה הערכה מחודשת של הנכסים הקבועים של החברות הוותיקות ב-1963. אצל החברות החדשות לא היה צורך, כמובן, בשערך מעין זה.

** הבדיקה נעשתה על פי המאזן במקום על פי דו"ח מקורות ושימושים, שכן על החברות הוותיקות ניתן לערוך דו"ח מקורות ושימושים רק לגבי השנים 1956-1960, אולם בדיוק שנערכה על פי דו"ח מקורות ושימושים בשנים 1957 ו-1960 מורה על אותה תמונה.

אפשרות נוחה זו להשגת אשראי אפשרה לחברות לפעול ולהתרחב עם הון עצמי קטן מאשר קודם לכן, ולפיכך ירד משקלו של ההון העצמי בסך המאזן. אולם ירידה זו היתה גדולה אצל החברות החדשות מאשר אצל הוותיקות: בקרב החברות החדשות ירד משקל ההון העצמי מ-54

אחוזים מסך המאזן ב־1950 ל־31 אחוזים ב־1960, ואילו בקרב החברות הוותיקות ירד משקל ההון מ־62 אחוזים ל־48 בהתאמה.

החל בשנת 1960 בערך חל שינוי באפשרויות לקבלת מימון ממשלתי זול לטווח ארוך לתעשייה: גדל משקלן של ההלוואות הצמודות במלואן למדד המחירים לצרכן או לשער הדולר; מתן ההלוואות מצד הממשלה והבנק לפיתוח התעשייה, שנוסד באותו זמן, הותנה בקיום הון עצמי מספיק כדי להבטיח את פירעון ההלוואות; גברו הדרישות מחברות, שביקשו לקבל כספים אלה, להקים את מפעליהן באזורי פיתוח, או שתהיינה מסוגלות להקדיש את רוב תפוקתן ליצוא. עמידתה של הממשלה על הגשמה מלאה של סעיפי ההצמדה אחרי פחות ערך הליי בפברואר 1962 — יחד עם ההוצאות הכספיות והאדמיניסטרטיביות הקשורות בהלוואות קצרות מועד יקרות — היו גורמים נוספים להעלאת מחיר ההלוואות. בתקופה זו חל גם גידול ניכר בהשקעות הון מחוץ לארץ וחלק מהון זה הופנה להשקעה בהון עצמי בחברות התעשייה.

לפיכך ניתן למצוא בתקופה שבין 1960 ל־1963 עלייה במשקל ההון העצמי בסך המאזן של חברות התעשייה. הירידה, שאפיינה את העשור הקודם, רוסנה; ובעוד שב־1960 היה משקל ההון העצמי בחברות ותיקות 31 אחוזים, הגיע משקלו בחברות חדשות באותה תקופה ל־36 אחוזים. עלייה זו היתה גדולה יותר אצל החברות החדשות שנוסדו ב־1963 (19 אחוזים) מאשר בחברות ותיקות שפעלו ב־1963 (2 אחוזים).

4. הנכסים הקבועים

ב־1950 היה משקלם של הנכסים הקבועים בתוך סך כל נכסי החברות תלוי ברובו בצרכים הטכנולוגיים של החברות. כאמור, היו מעט מקורות מימון חיצוניים; וזה, יחד עם מדיניות הצנע של הממשלה — מדיניות שהגבילה את התפתחות השוק המקומי — צמצם את דרישות החברות להשקעות קבועות. אולם, בין השנים 1950–1960 גדל האשראי ארוך המועד שניתן מצד הממשלה מתקציב הפיתוח — בפרט עם חתימת הסכם השילומים — עובדה שאפשרה למשקיעים לרכוש נכסי ייצור. רכישה זו היתה אז כדאית מאוד עקב הלחצים האינפלציוניים ששררו אז, והיא היתה חיונית ביותר עקב הביקוש הרב שנוצר על ידי העלייה הגדולה ארצה. שער החליפין הנמוך, שנקבע לרכישת ציוד, עודד אף הוא רכישה זו. יתר על כן, לעתים קרובות ניתן האשראי האמור תוך התנאה מפורשת, שהקרנות ישמשו לרכישת נכסים קבועים בלבד.

משום כך עלה משקלם של הנכסים הקבועים בסך כל הנכסים של החברות הוותיקות: מ־41 אחוזים ב־1950 ל־68 אחוזים ב־1956, והוא נשאר באותה רמה עד 1960. אולם השינוי בתנאים הכלכליים בלט ביתר שאת אצל החברות החדשות: חברות שנוסדו ב־1950 השקיעו רק 32 אחוזים מנכסיהן בנכסים קבועים, ואילו החברות שנוסדו ב־1956 השקיעו 68 אחוזים, ואלה שנוסדו ב־1960 — 71 אחוזים. במלים אחרות, בו בזמן שמשקלם של הנכסים הקבועים בחברות הוותיקות ב־1960 היה גבוה ב־53 אחוזים מאשר בחברות הוותיקות ב־1950, היה משקלם של נכסים אלה בחברות חדשות שנוסדו ב־1960 גבוה ב־120 אחוזים מאשר בחברות חדשות שנוסדו ב־1950.

מכיוון שהשינויים הללו במשקלם של הנכסים הקבועים במאזן החברות יכולים להיגרם על ידי שינויים במשקל היחסי של סעיפי 'מלאי' ו'חייבים' חושב משקלם של הנכסים הקבועים ביחס לערך התפוקה הכוללת של החברות (לוח 4). מתברר, שבחברות חדשות שנוסדו ב־1956 עלה היחס 'נכסים קבועים / תפוקה' על זה שבחברות שנוסדו ב־1950 (1.40 ו־0.40 בהתאמה). בין החברות הוותיקות שפעלו ב־1956, היה יחס זה גדול מזה שבחברות שפעלו ב־1950 (2.72 ו־1.97 בהתאמה). עקב השינויים שחלו לאחר 1960 בתנאי המימון ועקב השינוי בשער החליפין, עם פחות הלירה ב־1962, שכתוצאה ממנו חלה עלייה ניכרת בשער האפקטיבי ליבוא ציוד, הואט קצב ההשקעות בנכסים קבועים בתעשייה. דבר זה מתבטא ביחס 'נכסים קבועים / תפוקה' בחברות

לוח 3

נכסים קבועים כאחוז מסך המאזן * בחברות תעשייה —
ותיקות וחדשות — 1950, 1956, 1960 ו-1963

1963	1960	1956	1950	
63	71	68	32	חברות חדשות
61	68	68	41	חברות ותיקות

* החישוב נעשה על פי המאזן ולא על פי סך השימושים מחמת העדר נתונים (ראה לוח 2 לעיל).

חדשות שנוסדו ב-1960 היה יחס זה 1.80, ואילו בחברות החדשות שנוסדו ב-1963 הגיע היחס ל-0.92. בחברות הוותיקות היתה עצמת השינוי קטנה יותר: 2.67 ב-1960 ו-2.00 ב-1963. הן העלייה ביחס 'נכסים / תפוקה' בשנים 1950-1956 והן הירידה בו בשנים 1960-1963 היו ניכרות יותר בחברות החדשות בכל תקופה מאשר בכל החברות התעשייתיות שפעלו באותן תקופות.

לוח 4

היחס 'נכסים קבועים / ערך התפוקה' בחברות התעשייה —
ותיקות וחדשות — 1950, 1956, 1960 ו-1963

1963	1960	1956	1950	
0.92	1.80	1.40	0.40	חברות חדשות
2.00	2.67	2.72	1.97	חברות ותיקות

5. הרווחים

השוואה של נתוני הרווחים לנתוני המכירות מראה, שאף כי החברות החדשות הרוויחו, כפי שניתן לצפות, פחות מהוותיקות בכל תקופה (להוציא 1950), היה השינוי באחוז הרווחיות בולט אצל החדשות מאשר אצל הוותיקות. חברות חדשות שנוסדו ב-1960 סבלו מהפסדים בשיעור 2.6 אחוזים ממכירותיהם³ בהשוואה לרווחים בשיעור 5.6 אחוזים אצל החברות החדשות שנוסדו ב-1950. לחברות ותיקות ב-1956 היו רווחים בשיעור 5 אחוזים מהמכירות בהשוואה לרווח בשיעור 4 אחוזים מהמכירות שהיו לחברות ותיקות ב-1960.

דיאגרמה 1 מראה, שהעלייה ברווחים של החברות הוותיקות בין 1960 ל-1963 היתה קטנה יותר מאשר הירידה בהפסדים בחברות החדשות שנוסדו ב-1963 בהשוואה ל-1960.

נראה, שההשקעות הכבדות בנכסים קבועים שאפיינו את התקופה 1950-1960 — השקעות שקצב גידולן עלה על העלייה בתפוקה — והמשקל הניכר של ההוצאות הקבועות הנובע מכך, היו אחד הגורמים לירידה ברווח ביחס למכירות. הייצוב שחל בשיעור הגידול של השקעות אלה אחרי 1965, ובמיוחד אחרי 1960, תרם, כנראה, לשינוי בשנים 1960-1963.

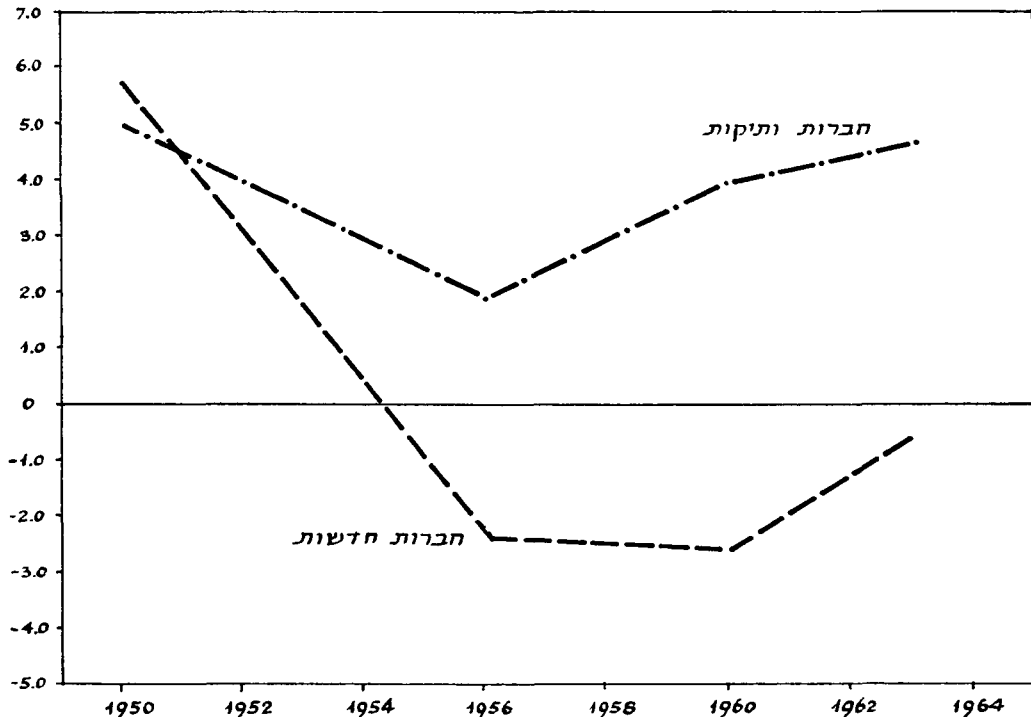
³ הכוונה לרווח תפעולי. רווחים שנבעו מעליית ערך הנכסים הקבועים לא נכללו.

מכיוון ששתי מגמות השקעה אלה — קצב גידול ניכר בשנים 1950 עד 1960 וייצוב בשנים שלאחר מכן — בלטו בחברות החדשות בכל תקופה יותר מאשר בחברות הוותיקות, בולטים גם השינויים האמורים ברווחים אצל החברות הראשונות מאשר אצל האחרונות.

דיאגרמה I

הרווח ביחס למכירות בחברות התעשייה — ותיקות וחדשות — 1950 עד 1964

(אחוזים)



הנתונים המובאים לעיל מראים, לכאורה, שלפחות בישראל, מבטאות חברות חדשות במידה גדולה יותר את השינויים במדיניות המוניטארית והפיסקאלית.

6. ההרכב הענפי

השוואת התפלגות החברות החדשות, לפי ענפים, בכמה תקופות, עשויה ללמד על השינויים, שחלו בציפיות היזמים לגבי הרווחיות בענפי המשק השונים.

מן הראוי לציין, שלא כל החברות שנרשמו אצל רשם החברות בתקופה נתונה החלו בפעולתן מיד, או החלו לפעול בכלל, אך נראה, שהעובדה, שבתקופה כלשהיא חל שינוי במספר החברות שמטרתן לפעול בענף מסוים, משקפת את הציפיות שיש ליזמים באותה תקופה לגבי אותו ענף. משקל החברות שנוסדו כדי לעסוק בתעשייה בכלל החברות החדשות גדל עד 1962 וירד ב-1963. הלוח מורה, שמשקל החברות שנוסדו כדי לעסוק בבנייה גדל בין 1961 ל-1963, והוא

לוח 5

התפלגות החברות החדשות, לפי ענפים, בשנים 1961 עד 1965

(אחוזים)

1965	1964	1963	1962	1961	
100	100	100	100	100	סך הכול
3	1	3	2	5	חקלאות
24	27	24	34	30	תעשייה
11	12	16	10	9	בנייה *
42	42	40	37	37	מסחר
20	18	17	16	18	תקשורת ושירותים
—	—	—	1	1	לא ידוע
1,515	2,092	1,935	1,322	1,388	מספר החברות

*למעט "חברות גוש חלקה".

ירד לאחר 1964. אילו נכללו "חברות גוש חלקה" בענף הבנייה, היה הדבר מביא לחיזוקה של מגמת הירידה בענף הבנייה: אחוז החברות הפועלות בענף הבנייה היה יורד מ-61.6 ב-1962 ל-21.8 ב-1965.