

## השפעת המיתון הכלכלי על חברות התעשייה\*

### 1. מבוא

משנת 1956<sup>1</sup> עד שנת 1965 פעלו החברות התעשייתיות בתנאים של ההתרחבות המתמדת ששררו במשק הישראלי – השקעותיהן גדלו, וכן תפוקתן ורווחיהן. לקראת סוף שנת 1965 הואטה הפעילות הכלכלית הכללית, והדבר נמשך עד לחדשים הראשונים של שנת המס 1967. תחילה הואט קצב הבנייה וירד הביקוש למוצרים בני קיימא – עובדה שהשפיעה על כמה ענפי תעשייה. לקראת סוף התקופה הסתמנה ירידה בביקוש למוצרי צריכה שוטפת וממנה נפגעו ענפי המזון והטכסטיל. ההשקעות בתעשייה צומצמו, התפוקה התעשייתית הראתה מגמת ירידה וירד מספר מועסקים. הוגברו המאמצים ליצוא הן על ידי הגדלת התמיכות והן בצורות ארגוניות שונות כגון אשראי, הקמת חברות שיווק וכו'. בתחום האשראי השתקף המצב בהרחבת האשראי הבנקאי לזמן ארוך ולזמן קצר. באותה תקופה נסתיימו הדיונים הממושכים על הסכמי השכר במשק, אשר הביאו לעלייה גדולה בשכר העבודה.

מטרת עבודה זו היא לבדוק את השפעת התנאים הללו על דרכי המימון של החברות; רווחיותן, והשינויים שחלו במבנה נכסיהן. מיתון כלכלי משפיע על הפירמה הן באופן ישיר, כלומר בצמצום מכירותיה, והן באופן עקיף, בשינוי תנאי אשראי, היצע ומחיר של גורמי ייצור וציפיותיה לעתיד. לכן חולק הדיון לחברות בהן ירדו המכירות ולחברות בהן עלו המכירות. יש לציין, שגם בתנאי ירידה בביקוש ששררו בתקופה הנסקרת הצליחו כמחצית מהחברות להגדיל את מכירותיהן.

ליצורך סקירה זו נבדקו מאזנים ודו"חות חשבון רווח והפסד של 350 חברות גדולות ובינוניות אשר נמסרו לשלטונות מס הכנסה עד סוף חודש מארס 1969. חברות אלה פעלו בכל התקופה 1964 עד 1967. תפוקתן היוותה כ-37 אחוזים מהתפוקה של ענף התעשייה והמלאכה בשנת 1964 ו-61 אחוזים מהתפוקה של חברות התעשייה בשנה זו. השוואת נתוני החברות הנחקרות עם סך התעשייה מראה מגמות דומות ביחס לתפוקה, שכר עבודה ואשראי בנקאי. באשר להשקעות בנכסים קבועים נמצא, שמגמת הירידה בסך כל התעשייה היתה חריפה יותר, אולם נראה שהדבר נובע בעיקר בגלל שוני בהגדרות<sup>2</sup>. נוסף על הנתונים מטפסי מס ההכנסה, נשלחו שאלונים לחברות עצמן. אין באפשרותנו לבדוק את מהימנותן של התשובות שנתקבלו מהחברות, אולם נראה שניתן לעמוד מהן על מגמות ההתנהגות של החברות.

עבודה זו דנה רק בחברות ששנת 1964 היא לפחות השנה השנייה לפעילותן. היות שמספר החברות החדשות ירד בתקופת המיתון, והסתגלותן של החברות החדשות לתמורות כלכליות מהירה יותר (ראה, מחקר בנושא זה בסקר בנק ישראל מס' 28), ייתכן שהשפעת המיתון הכוללת ביטול תכניות וכו' גדולה מזו המשתקפת מנתוני החברות הקיימות.

\* מאמר זה נכתב בידי מאיר תמרי ומלכה ברון ממחלקת המחקר.

<sup>1</sup> משנת 1956 יש בידינו נתונים. בשנים הנקובות להלן הכוונה לשנות המס.

<sup>2</sup> הנתונים על סך התעשייה כוללים בניית מרכזי תעשייה וציוד לבנייה בהם חלה ירידה גדולה ב-1966. אולם השקעות אלו אינן השקעות של חברות התעשייה.

## 2. עיקרי הממצאים

- (1) מספר הפירמות החדשות שנכנסו לשוק ב-1965 ו-1966 ירד בהשוואה לשנים שלפני כן בכל הענפים. במוצרי מזון היתה הירידה קטנה יחסית.
- (2) כתוצאה מהירידה בביקוש במשק נשארו המכירות של חברות התעשייה ב-1966 ברמה דומה לשנה הקודמת. ב-48 אחוזים מהחברות ירדו המכירות לעומת 19 אחוזים מהחברות ב-1965 ו-16 אחוזים ב-1964. ירידה זו חלה בכל הענפים פרט למזון, אולם היא בלטה במיוחד בענפי המתכת. בכל הענפים היתה השפעת הירידה מורגשת יותר בחברות הקטנות.
- (3) ב-1966 געשו השקעות<sup>3</sup> נוספות בחברות הנחקרות, אולם בקצב איטי יותר מאשר בשנים קודמות. סך כל הנכסים בחברות אלו גדל ב-7 אחוזים בשנה זו לעומת 11-15 אחוזים בשנים 1962-1965.
- הסיבה לגידול השקעות בתקופה של ירידה בביקוש הכללי נעוצה, כנראה, בשני גורמים:
- (א) כאמור, בחלק מהחברות לא חלה ירידה במכירות והן הרחיבו את השקעותיהן. התוספת לנכסים בחברות אלו היוותה 88 אחוזים מסך כל השימושים של החברות הנחקרות, וחלקן בנכסים הקבועים הגיע ל-70 אחוזים. ב-1964, לעומת זאת, היה חלקן בסך כל הנכסים 54 אחוזים. יש לציין, שההשפעות הכלליות של המיתון לא פסחו גם על חברות אלו. על אף העלייה במכירותיהן, הן הגדילו את סך השקעותיהן בקצב איטי יותר (14 אחוזים) מאשר חברות, שבהן עלו המכירות בשנים אחרות (20 אחוזים ב-1964).
- (ב) החברות שבהן ירדו המכירות לא יכלו, בזמן הקצר, להתאים את השקעותיהן לשינוי במכירות.
- עיקר ההשקעות החדשות געשו בנכסים קבועים ובמלאי מוצרים מוגמרים. שני סעיפים אלו היו 74 אחוזים מסך השימושים. התוספת לנכסים קבועים של החברות היתה 7 אחוזים ב-1966 לעומת 10 אחוזים ב-1965 ו-20 אחוזים בשנים קודמות. אופיין של השקעות אלו, המצריכות זמן רב לתכנון ולביצוע, הביא להרחבתן גם בחברות שבהן המכירות ירדו.
- ב-1966 גדל מלאי מוצרים מוגמרים ב-26 אחוזים לעומת גידול ב-3 אחוזים בערך הייצור. בשנים אחרות גדל סעיף זה בדומה לגידול בערך הייצור. נראה, שהחברות העדיפו ייצור למלאי, לפחות בזמן הקצר, על הפסקת הייצור, בהתחשב בהוצאות הקבועות, שבהן נושאת הפירמה גם כאשר אין היא מייצרת, ובקשיים הנובעים מפיטור פועלים.
- (4) הרחבת האשראי ללקוחות בשיעור 6 אחוזים היא תוצאה של שתי מגמות. מצד אחד, הגדילו החברות אשר מכירותיהן גדלו את האשראי ללקוחות בשיעור דומה לגידול המכירות. מצד שני, גדל בחברות האחרות האשראי ללקוחות על אף הירידה במכירות. פירמות אלו ניסו, כנראה, לבלום את הירידה במכירות על ידי הרחבת האשראי. יש לזכור, שחלק מהלקוחות של חברות התעשייה סבלו גם הם מירידת הביקוש ופיגרו בתשלום, ולכן הגדילו אצל ספקיהם את ההשקעה בסעיף זה.
- (5) בתמורות שחלו במקורות המימון של החברות כתגובה לתנאי מיתון ולשינויים בצפיפות ניתן להבחין בשלוש תופעות:
- (א) עלה משקלו של המימון לזמן ארוך. חלקו של מימון זה בכלל המקורות הגיע ל-85 אחוזים לעומת 65 אחוזים בממוצע בשנים קודמות.
- (ב) סך כל המקורות של הבעלים (קרנות בתוספת מניות והלוואות מבעלים) גדל מהר יותר (13 אחוזים) מאשר ההלוואות לזמן ארוך (8 אחוזים).

<sup>3</sup> כלומר, תוספת לסך כל הנכסים. בסקירה זו גידול ההשקעות פירושו תוספת למלאי הנכסים ולא גידול בתוספת לעומת התוספת בשנה הקודמת.

המקורות והשימושים בחברות התעשייה, 1966 ו-1965 \*

(אחוזים)

	1966		1965		השימושים	1966		1965		המקורות	המקורות לעומת השנה הקודמת	העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת	המקורות לעומת השנה הקודמת
	הקודמת	העלייה או הירידה (-) השימושים	הקודמת	העלייה או הירידה (-) השימושים		הקודמת	העלייה או הירידה (-) השימושים	הקודמת	העלייה או הירידה (-) השימושים				
רווח מצטבר	7.9	49.0	10.0	45.4	השקעה בנכסים קבועים	-17.2	-11.4	-18.4	-12.1	קרן פחת	27.6	20.1	27.6
הון המניות	8.7	10.9	12.3	11.2	אשראי ללקוחות	7.6	17.3	18.1	28.3	הפרשות	2.2	5.5	2.2
השכונות בעלים נטו	1.2	0.8	20.7	9.0	שטרות והמחאות לגבייה	5.5	6.3	4.3	3.9	סך כל המקורות העצמיים	17.7	7.3	17.7
היצאות להפחתה	-6.3	-0.3	-20.1	-1.0	מקדמות לספקים	2.8	1.1	-9.0	3.0	הון המניות	28.3	18.1	28.3
שטרות לפירעון	9.3	3.7	56.2	11.5	הייבים שונים	10.6	68.1	11.6	52.9	השכונות בעלים נטו	3.9	4.3	3.9
זכאים אחרים	6.4	15.1	19.3	50.7	סך כל הייבים	8.9	18.4	7.7	12.1	היצאות להפחתה	3.0	-9.0	3.0
סך כל הזמנים לזמן קצר	12.1	1.9	43.2	3.9	מזומנים	10.1	84.5	10.6	65.0	סך כל מקורות הפעלים	52.9	11.6	52.9
סך כל המקורות	11.1	28.5	7.9	15.4	מלאי	22.7	30.7	12.5	12.3	הלוואות לזמן ארוך	12.1	7.7	12.1
	9.0	45.5	13.8	50.0	סך כל הנכסים שוטפים	-16.6	-11.8	22.1	10.5	סך כל המזמן לזמן ארוך	65.0	10.6	65.0
	6.2	100.0	11.3	100.0		5.2	3.0	0.1	—	התחייבות לנכסים	12.3	12.5	12.3
						-26.9	4.2	26.3	12.2	התחייבות לספקים	10.5	22.1	10.5
						4.1	15.7	12.7	35.0	שטרות לפירעון	—	0.1	—
						6.2	100.0	11.3	100.0	זכאים אחרים	12.2	26.3	12.2
										סך כל הזמנים לזמן קצר	35.0	12.7	35.0
										סך כל המקורות	100.0	11.3	100.0

\* בניכוי תוספות הצברה ושערור, אי התאמות בסיכומים ונבעות מניגול מספרים.

המקורות והשימושים בחברות התעשייה לפי השינוי בתפוקה, 1966

(אחווים)

חברות בהן התפוקה				השימושים	חברות בהן התפוקה				המקורות
עלתה		ירדה			עלתה		ירדה		
העלייה או הירידה (-) השנה לעומת הקודמת	השימושים	העלייה או הירידה (-) השנה לעומת הקודמת	השימושים		העלייה או הירידה (-) השנה לעומת הקודמת	המקורות	העלייה או הירידה (-) השנה לעומת הקודמת	המקורות	
12	46.5	5	96	סך כל הנכסים הקבועים	15	57	7	156	סך כל ההון העצמי + הפרשות
—	-0.5	15	47	השקעות אחרות לזמן ארוך	13	15	4	30	אשראי לזמן ארוך
7	46	6	143	סך כל ההשקעות לזמן ארוך	15	72	6	186	סך כל המימון לזמן ארוך
14	15	(4)	-20	אשראי ללקוחות	31	28	10	39	אשראי בנקאי
				שטרות והמחאות לגבייה					11
—	23	(6)	-50	סך כל החייבים	0	-7	—	1	זכאים נוספים
7	1	21	8	מזומנים	12	28	(6)	-86	סך כל הזכאים לזמן קצר
21	30	—	-1	מלאי					
19	54	(2)	-43	סך כל הנכסים השוטפים					
14	100	2	100	סך כל השימושים	14	100	2	100	סך כל המקורות
17	—	(14)	—		17	—	(14)	—	ערך הייצור

(ג) במימון קצר מועד חל מעבר מאשראי מספקים, היקר יותר, לאשראי מבנקים. בראשון חלה ירידה מוחלטת בפעם הראשונה מאז 1956. ירידה זו בולטת במיוחד בחברות שבהן ירדו המכירות.

(6) ההרחבה הגדולה של האשראי הבנקאי לזמן קצר והגידול בפיגורים בתשלום החלק השוטף של האשראי לזמן ארוך שאיפיינו תקופה זו, איפשרו למפעלים למנוע את גל פשיטת הרגל אשר נלווה בדרך כלל לתקופות מיתון.

(7) סכום הרווח בחברות הנחקרות ב-1966 היה קטן יותר מאשר בשנים 1964 ו-1965. כמו כן גדל אחוז החברות אשר הצהירו על הפסדים: מכ-15 אחוזים מכלל החברות בשנים קודמות ל-28 אחוזים ב-1966. ירידה זו ברווח מקורה בחברות שבהן ירדו המכירות. בחברות אלו ירדו הרווחים ב-80 אחוזים יותר מאשר סך הירידה בכל החברות. תופעה זו היתה משותפת לכל הענפים אבל היא בלטה במיוחד בענפי המתכת, העץ והמינרלים האל-מתכתיים.

ב-42 אחוזים מכל החברות עלה הרווח המוחלט על אף המיתון. בשנים שלפני כן גדלו הרווחים ב-60 אחוזים מהחברות.

(8) ב-63 אחוזים מהחברות בהן ירד הרווח לפני חלוקה (כלומר, לפני תשלום משכורות מנהלים בחברות אשר אינן מחלקות דייוידנדה) עלתה משכורת המנהלים. פירוש הדבר הוא, שחלק מהירידה האמורה ברווח נובעת ממדיניות חלוקת רווחים ולא מתנאי המיתון.

(9) ב-60 אחוזים מהחברות ירדה הרווחיות ב-1966 לעומת כ-40 אחוזים בשנים קודמות. את הירידה ברווחיות יש לזקוף לירידת המכירות, מצד אחד, ולעלייה בחלק מההוצאות המשתנות, במיוחד שכר עבודה.

בחברות שבהן ירדו המכירות, ירדו ההוצאות על חומרים יותר (18 אחוזים) מאשר ערך הייצור (14 אחוזים), אולם הוצאות על שכר עבודה ירדו רק ב-6 אחוזים.

בחברות, שבהן עלו המכירות, עלו גם ההוצאות, אולם ברובן היתה עלייה זו קטנה מן העלייה במכירות, ולכן עלתה הרווחיות.

(10) ב-1966 לא נמצא קשר בין מצב פיננסי איתן בשנים לפני המיתון, לירידה ברווחיות בשנה זו, אף כי בתקופות אחרות נמצא קשר כזה. חברות שהמבנה הפיננסי שלהן היה איתן ב-1962 הצליחו להגדיל את רווחיהן ב-1964 יותר מאשר החברות שמבנן הפיננסי היה טוב פחות. נראה, שב-1966 היה הקשר בין הירידה במכירות לירידת רווחיות חזק יותר מאשר הקשר בין המבנה הפיננסי לרווחיות.

### 3. המכירות

השפל בביקוש בתקופת המיתון השפיע באופן ישיר על היקף המכירות של חברות התעשייה. בתחילה, נבעה הירידה במכירות מצמצום הבנייה והביקוש למוצרים בני קיימא. מאוחר יותר, לקראת סוף שנת 1966, פעלה השפעת הצמצום בהכנסות שהביאה לצמצום בביקוש לצריכה שוטפת. בסך כל החברות הנסקרות היו המכירות ב-1966 דומות לסך המכירות ב-1965, וזאת על אף עלייה של 7 אחוזים במחירי התוצרת התעשייתית. בשנים קודמות גדלו המכירות של החברות התעשייתיות ב-16 אחוזים לשנה. יתר על כן, ב-48 אחוזים מהחברות ירדו המכירות גם במחירים שוטפים. ב-1965 ירדו המכירות ב-19 אחוזים וב-1964 — ב-15 אחוזים מסך כל החברות שפעלו בשנים אלו.

נראה, שהירידה במכירות תלויה בשלושה גורמים עיקריים: גודל החברה, הענף שבו היא פועלת ומידת הריכוזיות בענף.

היה מקום להניח, שחברות שהגדילו את מכירותיהן בתקופות קודמות ימצאו דרך לעשות כך גם במיתון. כמו כן היה מקום לחשוב, שהמבנה הפיננסי של החברה, המשפיע על כושר

התמרון שלה והמעיד על יעילותה, ימצא ביטוי ביכולתה למנוע ירידה במכירות. אולם לא נמצא קשר בין גורמים אלו לבין השינוי במכירות.

#### א. הענף שבו פועלת החברה

הירידה במכירות היתה קטנה יחסית בענפי המזון וגדולה יחסית בענפי המתכת (ראה לוח 3). ב-22 אחוזים מהחברות לייצור מזון ירדו המכירות, לעומת 63 אחוזים בחברות המתכת. בטקסטיל היה מספר החברות שבהן ירדו המכירות דומה לאלה שבהן עלו המכירות.

#### לוח 3

התפלגות החברות לפי שינוי במכירות, בענפים עיקריים, 1966, לעומת 1965 (אחוזים)

מכירות/ענף	מזון	טקסטיל	מתכת	עץ, מינרלים אל מתכתיים	אחרים	סך הכול
עלייה	78	49	37	44	52	52
ירידה	22	51	63	56	48	48
סך הכול	100	100	100	100	100	100

בשנים קודמות היה השינוי בין הענפים קטן בהרבה, ומשקל החברות, שבהן עלו המכירות היה דומה ברוב הענפים. לדוגמה, ב-1964 חלה עלייה במכירות ב-85 אחוזים מהחברות בענפי המזון ובענפים האחרים, ב-81 אחוזים מן החברות בענפי המתכת וב-76 אחוזים — בענפי הטקסטיל.

הבדל זה בין הענפים הינו ביטוי לעוצמה השונה של הירידה בביקוש בענפים השונים. הביקוש למוצרי מתכת הושפע הן מצמצום ההשקעות והבנייה, והן מצמצום הביקוש הפרטי למוצרים בני קיימא. צמצום ביקוש זה היה גדול יותר מאשר צמצום הביקוש למוצרי מזון וטקסטיל. יש לזכור, שההאטה חלה בהשקעות ובבנייה בסוף 1965 ובענפי מזון וטקסטיל — לקראת סוף 1966, משהורגשה השפעת הירידה בהכנסות.

#### ב. גודל החברה

בכל הענפים נפגעו החברות הקטנות יותר מהירידה במכירות (לוח 4): בקרב החברות הקטנות היתה הירידה במכירות גדולה יותר.<sup>4</sup>

#### לוח 4

התפלגות החברות לפי שינוי במכירות בהתאם לקבוצות גודל וענף ראשי, 1966 לעומת 1965 (אחוזים)

	מזון		טקסטיל		מתכת		אחרים	
	קטנות	גדולות	קטנות	גדולות	קטנות	גדולות	קטנות	גדולות
מכירות עלו	63	87	39	59	28	47	37	59
מכירות ירדו	37	13	61	41	72	53	63	41

<sup>4</sup> לצורך בדיקה זו הוגדרה חברה כגדולה, אם סך תשלומי השכר שלה ב-1964 היה 500,000 ל"י או יותר.

נראה, שהחברות הגדולות יכולות בזמן הקצר להגדיל את מכירותיהן על חשבון החברות הקטנות יותר, הן על ידי שינוי בתנאי המכירה, כגון הענקת אשראי מוגדל, והן הודות לצינורות השיווק היעילים העומדים לרשותן. כן פועל מיגוון המוצרים במפעל הגדול למניעת ירידת המכירות. פגיעות זו של החברות הקטנות לשינויים בביקוש היתה קיימת גם בתקופות אחרות. לדוגמא, שנת 1964 היתה שנה קשה למפעלים בענף הטקסטיל — בשנה זו היה אחוז החברות בענף הטקסטיל שמכירותיהן ירדו גדול יותר מאשר ביתר הענפים. ביתר הענפים היה אחוז החברות שבהן ירדו המכירות מכלל החברות הגדולות דומה לזה שבחברות הקטנות, (לפי ההגדרה לעיל), ובענפי המזון היה האחוז גדול יותר בחברות הגדולות. אולם בענף הטקסטיל היה אחוז החברות שבהן חלה ירידה גבוה יותר בחברות הקטנות (28 אחוזים) מאשר בגדולות (17 אחוזים).

### ג. הריכוזיות בענף

מספר הפירמות הפועלות בענפי המשנה משפיע על יכולתה של הפירמה הבודדת — בזמן הקצר לפחות — להימנע מזעזועים הנובעים משינויים בביקוש. מצאנו, שברוב הענפים הירידה במכירות פגעה בעיקר בענפי המשנה שבהם מספר המפעלים הינו גדול יותר (ראה לוח 5). לעומת זה, בענף המתכת, שסבל במיוחד, לא נמצא הבדל ביחס שבין השינוי במכירות למידת הריכוזיות. נראה, שבענף זה היתה הירידה בביקוש כה גדולה, עד שגם פירמות מונופוליסטיות לא יכלו להגדיל את מכירותיהן.

### לוח 5

ריכוזיות ושינוי במכירות, לפי מספר המפעלים בענפי המשנה \*, 1966 לעומת 1965

(אחוזים)

מכירות / מס' מפעלים	3-1	10-3	10
ירדו	18	22	25
נשאר $\pm 10\%$	46	49	44
עלו	36	29	32
סך הכול	100	100	100

\* למעט ענפי המתכת.

### 4. ההשקעות

בשנת 1966 הואט קצב הגידול בסך כל הנכסים של חברות התעשייה לעומת שנים קודמות. האטה זו הינה המשך של מגמה שכבר נתנה אותותיה בסוף שנת 1965. מלאי הנכסים של החברות גדל ב-7 אחוזים, לעומת 12 אחוזים ב-1965 ו-19 אחוזים ב-1964. בנייתו והאטה יש להפריד בין חברות שבהן עלו המכירות לבין אלה שבהן ירדו המכירות. בחברות שבהן ירדו המכירות גדלו ההשקעות בסך כל הנכסים ב-2 אחוזים. ירידת המכירות ותנאי המיתון הכלכלי ששררו במשק הביאו לכך, ששיעור הגידול של ההשקעות ב-1966 היה קטן יותר מזה שנמצא בשנים רגילות בקרב חברות תעשייתיות, שבהן ירדו המכירות. בשנת 1964 למשל — שנה המהווה שנת פיתוח — גדלו ההשקעות בחברות שבהן ירדו המכירות ב-9 אחוזים. שיעור הירידה בתפוקה בחברות שבהן ירדו המכירות היה דומה ב-1964 וב-1966. חברות שבהן עלו המכירות צמצמו אף הן את השקעותיהן עקב תנאי המיתון. בחברות אלו גדלו הנכסים ב-14 אחוזים לעומת 17-20 אחוזים בשנים אחרות. הגידול ב-1966 בסך כל הנכסים של חברות אלו היה 73 אחוזים מהגידול ב-1964, אולם הגידול בתפוקה היה 80 אחוזים מהגידול ב-1964.

גידול בנכסים ובתפוקה בחברות לפי השינוי במכירות, 1964 ו-1966

(אחוזים)

המכירות ירדו		המכירות עלו		
1966	1964	1966	1964	
2	9	14	19	הגידול בנכסים
-14	-16	17	23	הגידול בתפוקה

עיקר הגידול בהשקעות ב-1966 נובע מהגידול במוצרים מוגמרים ובנכסים קבועים: שני סעיפים אלו היוו 74 אחוזים מהשימושים, לעומת 56-58 אחוזים בשנים רגילות (1963-1964). הגידול בנכסים קבועים היה דומה לגידול סך המקורות, ואילו במלאי מוצרים מוגמרים הגידול היה מהיר יותר. שניהם גדלו מהר יותר מאשר התפוקה: בו בזמן שסך התפוקה גשארה ברמת 1965, גדלו ההשקעות בנכסים קבועים ב-7 אחוזים ובמלאי מוצרים מוגמרים — ב-26 אחוזים. לעומת זאת, גדל אשראי ללקוחות (בחשבון פתוח ונגד שטרות) ב-6 אחוזים בלבד.

מתוך הנאמר להלן מתברר, שההרחבה באשראי בנקאי הן זה הגיתן לזמן ארוך והן זה הגיתן לזמן קצר והגידול בהון עצמי שאיפיו, כאמור, את התקופה, לא נוצלו להרחבת ההשקעות למיניהן, פרט לאלו שבגלל אופיין קשה לשנותן בזמן הקצר, כגון מבנים וציוד, או כאלו הנובעות משינוי בתנאי השיווק, כגון מוצרים מוגמרים. התנהגות זו נראית הגיונית בהתחשב בהאטת המכירות שאיפיינה את התקופה.

הגידול השנתי של הנכסים הקבועים, המוצרים המוגמרים, האשראי ללקוחות, ערך הייצור, וסך כל המקורות של חברות התעשייה הגדולות, 1960, 1963-1967

(אחוזים)

1967	1966	1965	1964	1963	1960	
4	7	10	20	24	10	נכסים קבועים
-7	26	11	27	27	19	מוצרים מוגמרים
22	6	15	23	31	25	אשראי ללקוחות
1	3	13	24	27	22	ערך הייצור
7	7	12	19	24	16	סך כל המקורות

הבדלים אלו בקצב הגידול של הסוגים השונים של ההשקעות, מוסברים, כנראה, כך: א. כאמור, קיימות חברות (53 אחוזים מסך החברות הנחקרות) שבהן גדלה התפוקה ב-1966, ואלו המשיכו להגדיל את השקעותיהן בנכסים קבועים: ב-21 אחוזים ב-1966 לעומת גידול של 4 אחוזים בחברות, שבהן ירדה התפוקה. יתר על כן, גם חברות שרצו להקטין השקעות מסוג זה



לא יכלו לעשות זאת בזמן קצר, בגלל אופיין של ההשקעות בנכסים קבועים הדורשות זמן רב לביצוע. גם ב-1965 היה הגידול בנכסים קבועים בחברות הראשונות גדול יותר: 17 אחוזים לעומת יציבות.

הנתונים לשנת 1967 לגבי 300 חברות גדולות מעידים על פיגור בזמן בין השינויים בתנאים הכלכליים לבין מדיניות ההשקעות של הפירמה הנקטת בעקבות השינויים. ב-1967, עם ההתאוששות מן המיתון, גדלו ההשקעות בנכסים קבועים של אותן החברות רק ב-4 אחוזים לעומת 7 אחוזים בשנת המיתון.

ב. ההשקעה במוצרים מוגמרים אינה תלויה תמיד בשיקולי הפירמה בלבד והיא נקבעת במידה רבה על פי יכולתה לשווק את תוצרתה. חלק מן הגידול במלאי מוצרים מוגמרים נובע ממדיניות מתוכננת של הפירמות — להמשיך לייצר למלאי, במקום להשבית חלק מהציוד וכוך העבודה, מתוך ציפייה להתאוששות השוק — אך חלק מהגידול במלאי זה בחברות הנחקרות נובע מהירידה בביקוש, במיוחד בענפים המייצרים מוצרי בנייה ומוצרים בני קיימא. יש לזכור, שיכולתה של הפירמה ליצר למלאי מוגבלת לפעמים על ידי קשיי אחסון, אופי המוצר שאינו מאפשר אחסנה לזמן ארוך ולפעמים על ידי חוסר יכולת לממן את המלאי. ההרחבה הרבה באשראי בנקאי, שעליה נעמוד להלן, איפשרה להתגבר על המגבלה האחרונה.

עיקר הגידול במוצרים מוגמרים בענפי המתכת העץ והמינרלים האל-מתכתיים (מוצרי מלט וכ"ו) חל בשנת 1965; בענפי המזון והטקסטיל, לעומת זאת, גדל מלאי המוצרים האלו בעיקר ב-1966.

מגמת הגידול במלאי מוצרים מוגמרים משותפת לחברות בהן ירדה התפוקה ולחברות שבהן עלתה התפוקה. אולם ניתן לראות שוני בין שתי הקבוצות. בחברות שבהן עלתה התפוקה עלה מלאי המוצרים מהר יותר (48 אחוזים לעומת 16 אחוזים). עליית מלאי זו חלה ב-70 אחוזים מהחברות. גם בחברות שבהן ירדה התפוקה נמצא גידול במלאי, אולם הוא היה איטי יותר. בחברות אלו גדל המלאי ב-11 אחוזים וגידול זה חל רק ב-50 אחוזים מהחברות. ב-27 אחוזים מהחברות בהן ירדה התפוקה ירד מלאי זה מהר יותר.

ג. סך האשראי ללקוחות (בחשבון פתוח ונגד שטרות) גדל ב-6 אחוזים ב-1966. זה הגידול הנמוך ביותר שנרשם בכל השנים שלגביהן קיימים נתונים (מאז 1956). מקובל לחשוב, שהאשראי הניתן ללקוחות הינו השקעה קצרת מועד הנעשית במידה רבה לפי שיקול הפירמה וניתנת לשינוי מהיר בהתאם לשינויים בתנאי השוק. אולם נראה, שהתאמה זו קלה יותר כאשר מדובר על הרחבת האשראי מאשר בצמצומו. בכל השנים מ-1956, גדל האשראי ללקוחות בדומה לגידול במכירות, ולכן מוסברת האטת הגידול באשראי ב-1966 בהאטה במכירות. אולם יש לציין, שבחברות שבהן ירדו המכירות, חלה ירידה ביתרת האשראי בשיעור 4 אחוזים, לעומת ירידה של 14 אחוזים במכירות. לחוסר התאמה בין הירידה במכירות לירידה באשראי יש, כנראה, שתי סיבות:

(א) צמצום הביקוש הביא את המפעלים להגדיל את האשראי, גידול שהינו צורה של הוזלה במחיר. הגדלת אשראי נמצאה הן במפעלים הרווחים והן באחרים.

(ב) חלק מהלקוחות שמצבם התערער עקב המיתון לא יכלו לשלם את חובותיהם בזמן. חברות הנותנות אשראי — בדומה לבנקים ומוסדות כספיים אחרים באותה תקופה — העדיפו לדחות את מועד פירעון החובות על הבאת הלקוח לפשיטת רגל. החברות אף הרחיבו את האשראי על מנת לאפשר ללקוחות להמשיך לפעול.

לאור שני הגורמים כאלו היה מקום לחשוב שבחברות בהן עלו המכירות יעלה האשראי ללקוחות מהר יותר מאשר המכירות או מהר יותר מאשר בשנים קודמות. אולם נמצא שמכירותיהן עלו ב-16 אחוזים והגידול באשראי ללקוחות היה 14 אחוזים. נראה, שבתחום זה לא הושפעו החברות מתנאי המיתון.

## 5. המימון

בדרכי המימון של החברות הנסקרות בולטים שני שינויים עיקריים:  
 א. המעבר למימון ארוך מועד, במיוחד ממקורות הבעלים בצורת הון עצמי.  
 ב. המעבר במימון קצר מועד לסוגי אשראי זולים יותר, כלומר, מאשראי מספקים לאשראי בנקאי.

### א. מימון לזמן ארוך

ב-1966 גדלו מקורות המימון לזמן ארוך מהר יותר מסך המקורות ולכן עלה משקלם בסך המקורות, והגיע ל-85 אחוזים ב-1966. גידול זה נובע בעיקר מהגידול במקורות העצמיים של הבעלים.

סך המימון לזמן ארוך גדל ב-1966 ב-11 אחוזים, והמקורות העצמיים (מניות, רווח מצטבר, קרנות והפרשות) גדלו ב-13 אחוזים. לעומת זה, גדלו הלוואות לזמן ארוך ב-8 אחוזים. גידול המקורות העצמיים בשיעור העולה על הגידול בסך המקורות לזמן ארוך הינו יוצא דופן. מאז 1956 נרשמה תופעה זו רק בשנה אחת, ב-1962.

העלייה בהון העצמי חלה בכ-70 אחוזים מהחברות, בו בזמן שההלוואות לזמן ארוך עלו רק בכ- $\frac{1}{3}$  מהן. תופעה זו קיימת בכל הענפים, אולם היא בולטת פחות בענפי הטקסטיל הן ב-1965 והן ב-1966. בהקשר זה יש לציין את הקונסולידציה של הלוואות שנעשתה למפעלים בענף זה ב-1965 (כ-60 אחוזים מהלוואות אלו).

גידול זה במקורות הבעלים נבע, כנראה, משתי סיבות.

(1) השימוש האלטרנטיבי במקורות הבעלים מחוץ לחברה נעשה פחות כדאי על רקע התנאים ששררו במשק.

(2) בתנאי מיתון נרתעים המשקיעים מהגדלת המנוף הפיננסי (דהיינו הגדלת ההלוואות), בגלל הגידול בסיכון מפני פשיטת רגל.

עיון בלוח 8 מורה, שבעצם, הגידול במקורות הבעלים הינו חלק מתהליך אשר נמשך משנת 1960. יתרה מזו: הלוח מראה, שהירידות והעליות בהון העצמי, לעומת הון ההלוואות, קשורות לשינויים ברווחיות. בתקופות בהן גדל הרווח מהר, נמוך היחס בין התוספת להון העצמי לבין התוספת להלוואות לזמן ארוך. בתקופות של יציבות, או ירידה ברווחים, עולה ההון העצמי מהר יותר מאשר ההלוואות.

### לוח 8

הגידול בהון העצמי, ברווחים, באשראי לזמן ארוך, בממוצע שנתי, 1956 עד 1966 \*

(אחוזים)

התקופה	1960-1956	1962-1960	1964-1962	1966-1964
הון עצמי	25	44	19	13
רווח	100	34	27	-15
הלוואות לזמן ארוך	80	49	15	8
הון עצמי הלוואות	31	90	126	162

\* בלוח זה וכן בלוחות האחרים המובאים כאן הנתונים הם עד 1964 לגבי החברות הגדולות בתעשייה.

בין 1956 ל-1960 עלו הרווחים בתעשייה במהירות, אולם לאחר שנה זו נסתמנה מגמה של האטה בקצב גידול הרווחים. בתקופה 1964-1966 חלה, כפי שהוסבר לעיל, ירידה בסך הרווח. בשנות החמישים הזרימה הממשלה סכומים גדולים לתעשייה, במיוחד אמור הדבר לגבי מימון ארוך מועד. בתנאי האינפלציה שנתקיימו אז היו הלוואות אלו זולות מאוד (רק לאחר 1958 התלו להצמידן בהדרגה לדולר או למדד המחירים לצרכן). היצע מקורות זה והעלייה ברווחים הגדילו את הכדאיות של הגדלת הלוואות ביחס להון העצמי. לאחר 1960 חלה עלייה במחיר הריאלי של ההלוואות לזמן ארוך והוטלו מגבלות על קבלתן: ההלוואות הוצמדו במלואן; הממשלה עמדה ביתר קפדנות על הגבייה ודרשה השקעה מוגדלת של הבעלים; נדרשה התחייבות מצד תלווה להגדלת היצוא, מעבר לאזור פיתוח או פעילות בענף מסויים וכו'. גורמים אלה וההאטה ברווחיות הביאו להאטה בגידול המימון באמצעות הלוואות ולעלייה בקצב הגידול של ההון העצמי.

### לוח 9

הגידול השנתי הממוצע בסעיפי המימון לזמן ארוך, 1964 עד 1966 (אחוזים)

המשקל בסך המקורות	העלייה או הירידה (-)	
23	14	הון מניות
-11	-12	רווח מצטבר
5	5	חשבונות בעלים
30	20	קרן פחת
2	-6	הוצאות להפחתה
8	18	יתרת ההפרשות
60	13	הון עצמי של הבעלים + יתרת ההפרשות
14	8	סך האשראי לזמן ארוך
100	11	סך כל המקורות

כדאי לציין, שבתקופה שלאחר הפיחות שנערך בסוף שנת המס 1961, חלה עלייה במימון קצר המועד ששימש, כנראה, תחליף גם להון העצמי וגם להלוואות לזמן ארוך. החלפה זו נעשתה בגלל ייקור ההלוואות לזמן ארוך ובגלל חוסר הוודאות לגבי המדיניות הממשלתית באשר לחשיפה, שכר העבודה, תמיכה באזורים מפותחים וכו'.

הן ב-1965 והן ב-1966 חלה ירידה ברווחים שלא חולקו, תופעה שהינה המשך של המגמה שהסתמנה ב-1964. מאידך גיסא, חלה עלייה בהפרשות לקרן פיצויים או בהפרשות אחרות. צירוף של הפרשות אלו לרווחים שלא חולקו מראה על עלייה אפילו ב-1966, כלומר, חלק מהירידה ביתרות הרווחים שלא חולקו נובע מהגדלת ההפרשות, בעיקר לקרן פיצויים. גידול בקרן זו נובע לא מעט מהעובדה שהפרשות לקרן מוכרת לצורך מס מקטינות את המס המשולם. בעצם אין הבדל כלכלי בין הרווחים שלא חולקו לבין ההפרשות. למעשה, יכולה הפירמה להשתמש בהפרשות וברווחים שלא חולקו לאותן המטרות ובאותה המידה. גם בקרן הפיצויים, המושקעת בקרנות מוכרות לצורך מס, יכולה הפירמה להשתמש, בתנאי שתשלם את מס התכנסה שחל על הפרשות אלו. לכן, יש לראות בגידול בהפרשות אלו גם גידול בהון העצמי של הפירמה, לפחות לזמן הקצר. חלק מהגידול במקורות העצמיים הינו שגרתי במידה רבה, כגון הגידול בקרנות הפחת. אולם חלק, כגון מניות והלוואות מבעלים, נובע ממדיניות הבעלים: בין 1964 ל-1967 גדל הון המניות

ב-14 אחוזים וההלוואות מבעלים ב-10 אחוזים. גידול זה מעיד על העברה של מקורות בעלים, אשר היו מושקעים במקומות אחרים. כעת, בהתחשב עם השפל במשק ובירידה בכדאיות של הגדלת המנוף הפיננסי נעשו השקעות אלו פחות רווחיות מאשר ההשקעה במפעל עצמו.

#### לוח 10

מספר בקשות למעמד של מפעל מאושר והלוואות ממשלתיות, 1960 עד 1968

שנה	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
בקשות למפעל מאושר	670	650	845	550	585	465	226	410	567
בקשות להלוואות	*	862	1,051	*	400	336	263	408	489

\* אין נתונים.

ההאטה בהלוואות לזמן ארוך לא נבעה מצמצום האשראי הממשלתי (שהוא המקור העיקרי לאשראי זה). אשראי זה הורחב בשנת 1966, אולם קיימים אינדיקטורים המורים על ירידה בביקוש לו. אינדיקטורים אלו הם הבקשות לאישורים במפעלים מאושרים והבקשות להלוואות ממשלתיות הקשורות, בדרך כלל, זו בזו. בקשות אלו עלו עד 1962 ולאחר מכן חלה בהן ירידה, במיוחד בשנת המיתון, 1966. משנת 1967 חלה בהן שוב עלייה (ראה לוח 10).

#### לוח 11

סך הערבויות הממשלתיות להלוואות לתעשייה \*, 1963 עד 1967

(מיליוני ל"י)

1967	1966	1965	1964	1963	סכום
62	122	60	0	0	

\* אינו כולל הלוואות לחברות ממשלתיות בתעשייה הפטרוכימית.

עדות נוספת להססנות לגבי הלוואות לזמן ארוך מצד המשקיעים בתעשייה ומצד המוסדות המלווים, ניתן לראות בלוח 11, שבו מוצגים סכומי הערבויות הממשלתיות הניתנות להלוואות לתעשייה. המלווים לא רצו, כנראה, להלוות בלי ערבויות אלו וגם המשקיעים לא היו מוכנים לקבל את ההלוואות בלעדן, אף שבסך הכול, חל בשנת 1966 גידול בהיצע של אשראי: הורחב אשראי מהממשלה ומבנק ישראל<sup>5</sup>, והוולו ההלוואות לזמן ארוך על ידי ביטול הצמדה, מתן מענקים וכו'.

גידול זה היה צריך להביא לגידול האשראי שקיבלו חברות התעשייה, באופן ישיר או בצורה עקיפה. אולם, נראה, שירידת ההשקעות, הציפיות לירידת רווחים ואי הוודאות לגבי העתיד בזמן המיתון היו גדולות מכדי שגורם זה ישפיע במידה גדולה. לעומת זאת מראים נתונים על השנים 1967 ו-1968, שהיו שנות עלייה בתפוקה וברוח, על גידול במשקל האשראי שנתקבל. במדגם שכלל 250 חברות גדולות גדל האשראי לזמן ארוך ב-10 אחוזים לעומת 5 אחוזים ב-1966 ולעומת

<sup>5</sup> ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1966, עמ' 315.

גידול של 7 אחוזים בסך כל המקורות. משקל סעיף זה עלה מ-10 אחוזים ב-1966 ל-19 אחוזים ב-1967. באותן התברר גדל ההון העצמי, אם כי במידה קטנה יותר (8 אחוזים) בעיקר על ידי גידול ברווחים, אשר התבטא בגידול ברווחים שלא חולקו. שנת 1967. היתה השנה הראשונה מאז 1964 בה גדל סעיף זה במקורות. גם הבקשות להלוואות ולמעמד של מפעל מאושר גדלו, כאמור. יש להזכיר גם את הורדת שערי ריבית, ביטול ההצמדה, ומתן מענקים למשקיעים שהוחלו כבר בשנת 1966. לאור מה שנאמר לעיל, ניתן לראות ב-1968 חזרה לתנאים של שנות ה-50, מבחינת הרווחיות הגדולה והמחיר-המוזל של המימון לזמן ארוך.

בין 1965 ל-1966 חלה עלייה במשקלן של ההלוואות לזמן ארוך, הן מבנקים והן ממוסדות כספיים, כגון חברות ביטוח, קופות גמל, מוסדות אשראי וכו'. עלייה זו נבעה בעיקר מההאטה בקצב הגידול של סך כל המקורות. חלק מהגידול בסעיף זה נובע מהצטברות של תשלומי ריבית וקרן שהחברות לא יכלו לשלם בתקופה זו ומקונסולידציות של הלוואות שנעשו ב-1965 ו-1966, על מנת לחלץ את הפירמות מהקשיים הפיננסיים שלהן.

מנתונים שנאספו מהמוסדות הנותנים מימון לזמן ארוך לתעשייה, נראה, שמספר הפיגורים בתשלומי קרן וריבית עלה ב-1965 ו-1966. כמו כן גדל גם משקלם של הפיגורים בסך כל האשראי לזמן ארוך.

## לוח 12

פיגורי תשלומי ריבית וקרן בהלוואות לזמן ארוך, 1964 עד 1966

1966	1965	1964	
33	6	4	גידול במספר החברות המפגרות
4	3	2	אחוז הפיגורים מיתרת האשראי
			אחוז הפיגורים
27	25	18	מסך כל התשלומים המצופים

\* הנתונים מתייחסים לשנים קלנדריות ולא לשנות תקציב.

## ב. מימון קצר מועד

חלקו של המימון קצר המועד בסך כל המקורות קטן ב-1966 (15 אחוזים) לעומת 1965 (35 אחוזים), ומשקלו במקורות של כל התקופה 1964-1966 היה קטן (26 אחוזים) גם ממשקלו ב-1964 (31 אחוזים).

## לוח 13

אחוז הגידול השנתי של מימון קצר מועד, סך כל המקורות וערך הייצור, 1956 עד 1966

1966	1965	-1962 -1964	-1960 -1962	-1956 -1960	
5	13	30	22	31	מימון קצר מועד
9	12	24	42	32	סך כל המקורות
3	13	29	25	34	סך כל ערך הייצור

בתקופת המיתון גדלו מקורות המימון קצר המועד פחות מאשר בכל תקופה אחרת מאז 1956. ב-1965 גדלו מקורות אלו ב-13 אחוזים וב-1966 רק ב-5 אחוזים לעומת גידול שנתי של 25-30 אחוזים בתקופה 1956-1964. לשינוי זה שני הסברים:

- (א) האטה זו הינה ביטוי למדיניות המימון לזמן ארוך שכבר הוזכרה לעיל.  
 (ב) אופיו של מימון זה מאפשר התאמה לשינויים בתפוקה, שהם אחד הגורמים החשובים לביקוש למימון. לכן, עם צמצום הגידול בתפוקה שאיפיון את התקופה חלה ירידה בקצב הגידול של מקורות אלו (ראה לוח 14).

לוח 14

סעיפי מימון קצר מועד כיהם לסך כל מקורות מימון לזמן קצר ולגידול בתפוקה, לפי ענפים, 1965 ו-1966

הרכב המקורות	מזון		טכסטיל		מתכת		אחרים		התעשייה סך כל	
	1966	1965	1966	1965	1966	1965	1966	1965	1966	1965
אשראי בנקאי זמן קצר	53	28	108	101	-23	*	170	27	24	214
אשראי ספקים + שטרות	29	38	-34	2	68	*	9	-21	28	-32
זכאים אחרים	18	34	26	-3	55	*	-79	94	48	-82
סך כל המקורות לזמן קצר	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
קצב הגידול של המקורות והתפוקה לזמן קצר										
אשראי בנקאי	12	12	37	9	-15	73	5	34	13	23
אשראי ספקים + שטרות	6	16	1	-5	35	-19	2	-5	11	-7
זכאים אחרים	4	16	-1	4	34	-24	22	-17	15	-5
תפוקה	7	11	11	2	16	-5	17	2	12	3

\* לא ניתן לחשב את משקלם של הסעיפים השונים בענף זה היות כחלה ירידה בסך כל המקורות לזמן קצר. יש לציין שחלה עלייה של 21 מיליון ל"י באשראי בנקאי לזמן קצר לעומת ירידה של 11 מיליון ל"י הן באשראי מספקים והן בזכאים לזמן ארוך, ולכן חלה ירידה של כמיליון ל"י בסך כל המקורות לזמן קצר בענפים אלו.

נוסף על הצמצום בקצב הגידול של מקורות המימון חל גם מעבר מהאשראי מספקים ומזכאים שונים — היקר יותר — לאשראי בנקאי. ב-1966, לראשונה מאז 1956 חלה ירידה אבסולוטית באשראי שלא מבנקים. לעומת זאת, הגידול באשראי בנקאי (30 אחוזים) היה גדול יותר מבכל שנה אחרת בין 1956-1965, פרט לשיעור דומה ב-1957 ו-1962. גידול זה מראה, שיחד עם ההאטה במימון לזמן קצר, הנובעת מצמצום בביקוש לאשראי בכלל, הורחב ההצע של אשראי זול יותר. עדות נוספת לשימוש במקורות אשראי זולים יותר ניתן לראות בירידה באשראי מזכאים שונים, בחברות בהן אשראי מספקים עלה. לדוגמא, בחברות בהן עלתה התפוקה גדל האשראי מספקים ואילו אשראי מזכאים שונים ירד.

המעבר מאשראי לא בנקאי היה קיים בכל הענפים כפי שניתן לראות מלוח 14, אך הוא בולט פחות בענפי הטקסטיל; יש לציין שבענפי הטקסטיל היתה הרחבה גדולה באשראי בנקאי ב-1965.

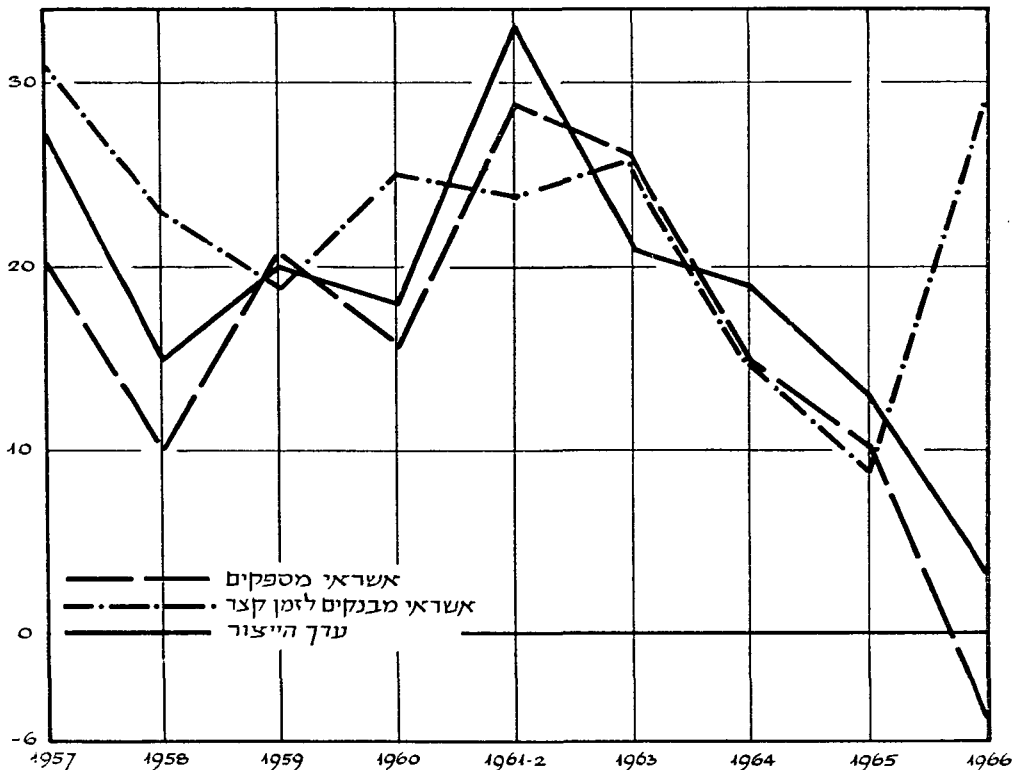
המעבר מאשראי ספקים לאשראי בנקאי מאפיין גם את החברות בהן ירדה התפוקה וגם את החברות בהן עלתה התפוקה. האשראי הבנקאי עלה במחצית החברות וב-60 אחוזים מחברות אלו חלה ירידה באשראי מספקים.

בחברות בהן ירדה התפוקה, חלה ירידה גדולה יותר (25 אחוזים) באשראי מספקים מאשר בתפוקה. לעומת זאת, עלה האשראי הבנקאי בחברות אלו ב-10 אחוזים. אולם, עלייה זו היתה קטנה מהירידה באשראי מספקים ולכן חלה ירידה אבסולוטית במקורות המימון לזמן קצר. בחברות בהן עלה ערך הייצור גדל האשראי הבנקאי ב-30 אחוזים, האשראי מספקים רק ב-11 אחוזים וערך הייצור ב-17 אחוזים. למעבר זה כנראה שני הסברים, שניהם מצד ההיצע:

(א) ההרחבה הגדולה שחלה באשראי ממערכת הבנקאות והירידה במחיר האשראי בתיווך שטרות באמצעות הבנקים.

### דיאגרמה 1

ערך הייצור, אשראי מספקים ואשראי מבנקים בחברות התעשייה, 1957 עד 1966



(ב) הספקים, בחלקם הגדול מפעלי התעשייה עצמם, צמצמו את היקף האשראי ללקוחותיהם, כפי שהוסבר לעיל.

מדיאגרמה 1 ניתן לראות, שהאשראי מספקים משתנה בהתאם לשינויים בערך הייצור. לעומת זאת, באשראי הבנקאי קיים פיגור מסויים, ומגמת האשראי של השנה הנוכחית מתאימה למגמת התפוקה של השנה הקודמת. אולם, ב-1966 גדל האשראי הבנקאי בשיעור רב למרות שב-1965

חלה ירידה גדולה בגידול בערך הייצור. יש לזכור שההיצע של אשראי בנקאי נקבע לפי המדיניות המוניטרית שאינה קשורה תמיד לשינויים בתפוקה. לעומת זאת, ההיצע של אשראי מספקים, הניתן יחד עם הקניות מהספק מושפע יותר משינויים אלו.

בדרך כלל, מלווה תקופת מיתון בגל של פשיטות רגל, במיוחד כתוצאה מצמצום האשראי לזמן קצר. אולם, בחברות הישראליות לא חלה עלייה ניכרת במספר פשיטות רגל בזמן המיתון ונראה שאחת הסיבות העיקריות למניעת גל של סגירות מפעלים היתה ההרחבה של האשראי הבנקאי, הן לזמן קצר והן לזמן ארוך, שהינו בעיקרו בהכוונת הממשלה ובנק ישראל. ההרחבה של האשראי לזמן ארוך בתעשייה נעשתה באופנים שונים, כמו אי גביית הריבית והקרן, או קונסולידציה של חובות, המקלים על המצב השוטף של הפירמות.

## 6. הנזילות

עקב הגידול בנכסים השוטפים והצמצום במימון קצר מועד, חלה עלייה בנזילות החברות, כאשר היא נמדדת ע"י היחס השוטף  $\frac{\text{(נכסים שוטפים)}}{\text{(התחייבויות שוטפות)}}$ ; שינוי זה בולט עוד יותר כאשר ניקח כמדד לנזילות את התוספת לשני הסעיפים. השינוי חל בכל הענפים, הן בחברות אשר הגדילו את מכירותיהן והן בחברות בהן חלה ירידה במכירות.

לוח 15

יחס השוטף והמהיר כמאזן ובמקורות לפי ענפים, 1964, 1965 ו-1966

מקורות ושימושים		מאזן			
1966	1965	1966	1965	1964	
<b>יחס מהיר</b>					
<b>נכסים שוטפים, למעט מלאי</b>					
<b>התחייבויות שוטפות</b>					
					סך הכול
3.0	1.4	1.4	1.3	1.3	
					מזון
2.3	1.1	1.1	1.0	1.0	
					טכסטיל
3.1	1.0	1.3	1.2	1.3	
					מתכת
8.8	1.6	1.6	1.5	1.5	
					שאר הענפים
1.8	1.8	1.5	1.5	1.4	
<b>יחס שוטף</b>					
<b>נכסים שוטפים, כולל מלאי</b>					
<b>התחייבויות שוטפות</b>					
					סך הכול
1.1	1.0	0.7	0.7	0.6	
					מזון
1.3	1.0	0.6	0.6	0.5	
					טכסטיל
1.6	0.9	0.6	0.6	0.5	
					מתכת
0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	
					שאר הענפים
0.5	1.2	0.8	0.8	0.7	



השיפור בנוזלות של החברות היה מלווה, כאמור, בגידול רב במלאי, בעיקר במוצרים מוגמרים. אולם גם בלי גידול זה חל שיפור כפי שמראה השינוי ביחס המהיר. ייתכן, שנוזלות מלאי זו בתנאי מיתון אינה גדולה. יש לזכור, שהמלאי ממומן בעזרת מימון לזמן ארוך ולא על ידי גידול במקורות מימון לזמן קצר. דבר זה מהווה שיפור אמיתי בנוזלות החברות נוסף לשיפור הנובע מכך שהגידול בנכסים (בלי מלאי) היה מהיר מהגידול במקורות המימון לזמן קצר.

השיפור ביחס השוטף חל, כאמור, גם בחברות בהן עלו המכירות וגם באלו בהן ירדו המכירות (ראה לוח 16). אולם שינוי המקורות, הרגיש יותר לשינויים מאשר המאזן, מראה שביחס המהיר, כלומר — בלי להתחשב בגידול במלאי — היה השיפור טוב יותר בחברות שבהן ירדו המכירות. חברות אלו, עקב צימצום הפעילות, צמצמו את הביקוש למימון קצר מועד, הניתן לשיקולן, ביותר מאשר את האשראי ללקוחות המהווה חלק מהתנאים המקובלים בכל הענף, ונתון פחות לשיקול דעת של הפירמה הבודדת. החברות האחרות הגדילו את ההשקעות במלאי, בהתחשב בגידול האמור במכירות.

#### לוח 16

#### היחס השוטף והמהיר בחברות התעשייה, לפי השינוי במכירות ב־1966

א. מאזן

נכסים שוטפים-מלאי			נכסים שוטפים			
התחייבויות שוטפות			התחייבויות שוטפות			
1966	1965	1964	1966	1965	1964	
0.64	0.62	0.56	1.33	1.26	1.26	1. חברות בהן עלו המכירות
0.72	0.70	0.68	1.47	1.41	1.40	2. חברות בהן ירדו המכירות

ב. מקורות — ושימושים

נכסים שוטפים-מלאי		נכסים שוטפים		
התחייבויות שוטפות		התחייבויות שוטפות		
1966	1965	1966	1965	
0.84	1.19	1.97	1.37	1. חברות בהן עלו המכירות
*	*	*	*	2. חברות בהן ירדו המכירות

\* בחברות שבהן ירדו המכירות ירדו כל הסעיפים ביחסים אלו, אולם הירידה בהתחייבויות השוטפות ב־1966 היתה גדולה יותר (17 אחוזים) מאשר הירידה בנכסים השוטפים (2 אחוזים) ובנכסים השוטפים, פרט למלאי (5 אחוזים).

יש לזכור, שקיימים תנאים בהם שיפור בנוזלות מעיד על חוסר גידול בפעילות הכלכלית. מדדי הנוזלות מהווים רק אינדיקטורים ליכולת הפירעון של הפירמה ולא להצלחתה הכלכלית. נוסף על כך, חלה עלייה במשקל המזומנים בנכסים וחלה עלייה בהשקעות בניירות ערך נזילים, כגון מילונות קליטה, מילווה קצר מועד וכו'. החברות לא ניצלו את האפשרות למכור ניירות אלה שנרכשו בחלקם בצורת מילווה חובה. הדבר נבע, כנראה, משתי סיבות:

(א) החברות לא ראו לפנייהן אפשרויות להגדלת השקעותיהן או תפוקותיהן, המצריכות

אמצעים נזילים נוספים. בחברות שבהן ירדו המכירות היו המזומנים כ-8 אחוזים מסך השימושים, לעומת אחוז אחד בחברות שבהן עלו המכירות.

(ב) ניירות ערך אלו היו השקעה טובה, לפחות לזמן קצר. בגלל חוסר יכולת להפריד בין ניירות הערך השונים כלולות גם השקעות אלו, בהשקעות לזמן ארוך, אולם ב-100 חברות ניתן היה לעשות הפרדה כזו. הנתונים מראים גידול של 80 אחוזים ביתרות מילוות קליטה וכ"ו בין 1964 ל-1966.

## 7. רווח וריזוחיות

### א. סך הרווח

א. ב-1965 ו-1966 חלה ירידה בסך הרווחים של החברות הנחקרות. כמו כן גדל אחוז החברות אשר הצהירו על הפסדים: מ-13 אחוזים ב-1964 ל-17 אחוזים ב-1965 ו-28 אחוזים ב-1966. 17 אחוזים מהחברות שהראו רווחים ב-1965 הצהירו על הפסד ב-1966, 45 אחוזים מהחברות שהצהירו על הפסדים ב-1965 הצהירו על הפסדים גם ב-1966. המעבר מרווח להפסד בלט במיוחד בענפי המתכת, מוצרי עץ ומינרליים-אל-מתכתיים, שנפגעו במיוחד מהמיתון.

יש לציין, שגם בתקופת המיתון, כמו בכל השנים האחרות, אין מגמת הרווח אחידה וקיימות חברות אשר הגדילו את הרווח שלהן. תופעה זו משותפת לכל הענפים, אולם היא בולטת ביותר בענפי הטקסטיל.

ב-42 אחוזים מהחברות עלה הרווח באופן מוחלט בין 1965 ל-1966. בשנים אחרות, כגון 1964, הגדילו 60 אחוזים מהחברות את הרווחים שלהם.

## לוח 17

### התפלגות חברות לפי הענף ולפי השינוי ברווח, 1966 לעומת 1965

מזון	טכסטיל	מתכת	עץ ומינרליים אל מתכתיים	אחרים	סה"כ
27	33	23	30	45	33
3	7	3	—	20	9
45	44	49	30	27	38
9	—	1	—	3	3
15	16	24	41	4	17
100	100	100	100	100	100

הירידה בסך כל הרווח מקורה בחברות שבהן חלה ירידה בתפוקה (44 אחוזים מהחברות). הירידה היתה כה גדולה כך שהיא קיזזה את העלייה ברווח של יתר החברות. משקלן הגדול של החברות בענפי המתכת, עץ ומינרליים-אל-מתכתיים בכלל החברות שבהן ירדה התפוקה, מסביר גם את משקלן של חברות שבהן ירדו הרווחים בענפים אלו.

יש לזכור, שחלק מהירידה האמורה נובעת ממדיניות חלוקת הרווחים של החברות. כבר הסברנו<sup>6</sup>, שברוב החברות בישראל הסכומים הרשומים בחשבון רווח והפסד כרווח לפני מס הכנסה הם בעצם רווח לאחר חלוקת דיבידנדה, דהיינו, אלה הם סכומים לאחר חלוקת הטבות למשקיעים בצורת משכורת, ריבית הוצאות אישיות וכו'. אילו הוספנו חלוקת הטבות זו — המופיעה כהוצאה בחשבון רווח והפסד — לרווח, היתה הירידה ברווח, כמובן, קטנה יותר. למשל, בחברות שבהן ירד הרווח, חלה ירידה של 42 אחוזים, אולם אם מוסיפים לרווח את משכורת המנהלים שיעור הירידה הוא 26 אחוזים בלבד. מתוך החברות שבהן ירד הרווח לפני חלוקה 63 אחוזים הגדילו את משכורת מנהליהן, על אף ירידה זו.

מלוח 18 ניתן לראות, שהחברות אשר מחלקות את רווחיהם בצורת משכורת וכו' אינן מתאימות לחלוקה זו לשינוי ברווח באותה מידה הנהוגה בחברות המחלקות דיבידנדות. יש לזכור, שמבנה המס פועל נגד התאמה זו היות שהמשכורת מהווה הוצאה לצורך מס והקטנה בה מגדילה את הרווח שעליו יש לשלם מס.

### לוח 18

#### חלוקת רווחים בחברות המחלקות דיבידנדות ובחברות שאינן מחלקות, 1966

חברות בהן הרווח עלה		חברות בהן הרווח ירד		
חברות שאינן מחלקות	חברות מחלקות דיבידנדה	חברות שאינן מחלקות	חברות מחלקות דיבידנדה	
משכורת מנהלים	דיבידנדה	משכורת מנהלים	דיבידנדה	
36	52	37	76	ירדה
64	32	63	12	עלתה
—	16	—	12	ללא שינוי
<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>סך הכול</b>

#### ב. הרווחיות

כפי שהוסבר לעיל, הואט קצב גידול התפוקה של החברות הנחקרות, אולם האטה זו היתה קטנה יותר מאשר הירידה ברווחים, ולכן ירדה הרווחיות ביחס לערך הייצור. כמו כן, הואיל וגדלו המקורות העצמיים של הבעלים, חלה ירידה ברווחיות גם ביחס להון העצמי<sup>7</sup>. היה מקום לחשוב שהחברות-שהראו רווחיות גדולה לפני המיתון ייפגעו פחות מהמיתון מאשר חברות שקודם לכן הראו רווחיות נמוכה. מתברר, שאחוז החברות שבהן ירדה הרווחיות ב-1966 היתה דומה בכל קבוצות הרווח של 1964 אולם אחוז הירידה היה גדול יותר בחברות שלהן רווחיות נמוכה יותר. לא נמצא קשר ממשי בין שיעור הרווח ב-1964 לירידה ברווחיות<sup>8</sup>. מבנה פיננסי בריא בשנים שלפני המיתון אף הוא לא מנע ירידה ברווחיות. חברות אלו יכלו, לכאורה, להוויל את מוצריהן עקב הרווחיות בעבר, להגדיל את האשראי הניתן ללקוחות ולהקטין

<sup>6</sup> ראה מ' תמרי: "דפוסי חלוקת הרווחים של חברות התעשייה בישראל" סקר בנק ישראל מס' 30, ירושלים מארס 1968.

<sup>7</sup> היות שמדובר כאן באותן חברות כל השנים, ניתן להשתמש ברווח/ערך ייצור כמדד לרווחיות ולהתעלם מהשינוי ברווחיות הנובע משינויים במגוון הפיננסי המשפיעים על שיעורי הרווח יחסית להון העצמי.

<sup>8</sup> תוצאות חישוב הקשר באמצעות גרסיה מרובה היתה 0.3.

את תשלומי הריבית וכו'. אולם נראה שבתקופה של ירידת מכירות אין פירמות בעלות מבנה מימון טוב שונות מאחרות. מדד סיכון<sup>9</sup>, שנבנה ב-1964 לא הראה הבדלים בשינוי ברווחיות בין הקבוצות השונות. אולם מדד דומה שנבנה על נתונים של 1962 הראה שב-1964, בחברות שקיבלו יותר מ-60 נקודות (מבנה טוב) קטן יותר משקלן של החברות בהן ירדה הרווחיות, לעומת הקבוצה שהמדד שלה היה פחות מ-30 נקודות.

## לוח 19

### מדד סיכון ושינויים ברווחיות

מדד 1964			מדד 1962			
+ 60	59-31	עד 30	+ 60	59-31	עד 30	
	1966			1964		השינוי ברווח
28	31	23	5	14	48	ירידה מעל 76 אחוזים
36	23	30	36	26	10	ירידה עד 75 אחוזים
10	9	4	23	16	7	ירידה או עלייה ב-10 אחוזים
26	37	43	36	44	35	עלייה מעל 11 אחוזים
100	100	100	100	100	100	סך הכול

נראה, שהשינוי ברווחיות קשור במיוחד בשינוי במכירות. בזמן הקצר אין המפעלים יכולים לשנות את מבנה הוצאותיהם בהתאם לשינוי במכירות, ולכן ירידה במכירות תהיה מלווה בירידה ברווחיות. כמו כן ניתן בזמן הקצר להגדיל את המכירות בלי להגדיל במידה דומה את ההוצאות. הוצאות אלו הן בעיקר הוצאות על הומרים ושכר עבודה. כפי שיצויין להלן היתה הירידה בהוצאות על צריכת הומרים גדולה יותר מאשר ההאטה במכירות. יוצא איפוא שבין ההוצאות המשתנות מהווים תשלומי שכר, את הגורם העיקרי לירידת הרווחיות. קיים קשר בין שינוי במכירות לבין שינוי ברווחיות כפי שניתן לראות בלוח 20 בחברות בהן עלו המכירות<sup>10</sup>.

## לוח 20

### התפלגות החברות לפי השינוי במכירות והשינוי ברווחיות, 1966

מכירות	רווחיות	
	עלתה	ירדה
עלו	91	77
ירדו	30	108

<sup>9</sup> ראה מ' תמרי: "ניתוח מאזנים לשם הערכת סיכון של פשיטת רגל", סקר בנק ישראל, מס' 21, ירושלים, פברואר 1964.

<sup>10</sup> קשר זה הינו מובהק (רמת מובהקות של 5 אחוזים בדרגת חופש אחת =  $3.84$  ערך  $\times 2$  מחושב הינו 33.33).

ביטוי אחר להשפעת השינוי במכירות ניתן לראות במשקל של החברות שעברו לקבוצות רווחיות גמוכות יותר בחברות בהן ירדו המכירות. יש לציין את הגידול הרב באחוז החברות המפסידות בחברות אלו מ-14 אחוזים ב-1965 ל-33 אחוזים ב-1966.

לוח 21

התפלגות החברות לפי אחוז הרווח מתוך ערך הייצור ובהתאם לשינויים במכירות, 1966

(אחוזים)

שנה	רווח יצור	מפסידות	עד 3	עד 6	עד 10	עד 15	יותר מ-15	סך-הכול
<b>חברות בהן המכירות ירדו</b>								
1965	14	25	24	19	10	8	100	
1966	33	32	16	6	8	5	100	
<b>חברות בהן המכירות עלו</b>								
1965	20	40	19	8	9	4	100	
1966	23	33	18	13	8	5	100	

ב-1965 ב-38 אחוזים מהחברות בהן ירדו המכירות היתה הרווחיות גבוהה יותר מ-6 אחוזים ביהם למחזור, וב-1966 רק 19 אחוזים מהן הרוויחו שיעור דומה. השינוי הבולט חל בחברות שהרוויחו 6-10 אחוזים ב-1965. תופעה זו של ירידת הרווחיות משותפת לכל הענפים, כפי שניתן לראות בלוח 22.

לוח 22

התפלגות החברות לפי השינוי ברווחיות ובייצור, 1966

(אחוזים)

ענף	מזון	טכסטיל	מתכת	עץ ומינרלים	יתר הענפים	סך כל החברות
<b>א. הייצור ירד</b>						
הרווחיות ירדה	83	75	86	74	68	78
הרווחיות עלתה	17	25	14	26	32	22
סך הכול	100	100	100	100	100	100
<b>ב. הייצור עלה</b>						
הרווחיות עלתה	36	75	42	43	52	54
הרווחיות ירדה	44	25	58	57	48	46
סך הכול	100	100	100	100	100	100

קיימות הוצאות קבועות אשר מקטינות את הרווח, או אפילו יוצרות הפסד, אם המכירות יורדות. בחברות שבהן ירדו המכירות, סך הוצאות הפחת, הוצאות ריבית, והוצאות כלליות נשארו ברמה דומה לזו של 1965, כפי שניתן היה לצפות. אולם היה מקום לחשוב שההוצאות המשתנות ירדו, בהתאם לשינוי בתפוקה. ההוצאות על חומרים ירדו יותר (18 אחוזים) מאשר ירד ערך הייצור (14 אחוזים) אולם שכר העבודה ירד פחות (6 אחוזים בלבד). לירידה מוגבלת בשכר עבודה יש, כנראה, שתי סיבות:

- א. קיים פיגור בין פיטורי עובדים לבין השינויים במכירות.
  - ב. ב-1966 חלה עלייה גדולה בשכר עבודה במשק, דבר שהביא לעלייה בתשלומי השכר גם כאשר מספר העובדים צומצם.
- בחברות, שבהן עלו המכירות עלו גם ההוצאות, אולם ברוב החברות (54 אחוזים) הן עלו בפחות, ולכן עלתה רווחיות. יש לזכור, שביתר החברות (46 אחוזים) ירדה רווחיות אף על פי שהן הגדילו את המכירות.
- כבר צוינו לעיל, שקיים קשר בין גודל הפירמה לבין שינוי במכירות, כן קיים קשר בין שינוי במכירות לבין רווחיות, אולם לא נמצאו הבדלים בירידת הרווח בין המפעלים הגדולים לבין האחרים.

## 8. תעסוקה ושכר

בשנת 1966 חלה עלייה במספר מחפשי העבודה במשק. חלק מעלייה זו נגרם בשל פיטורים של פועלי תעשייה. מספר המועסקים בתעשייה ירד ב-1.3 אחוז ב-1966. משאלון שנשלח ל-150 מפעלים שבו נשאלו, בין היתר, על מספר הפועלים שפוטרו ושנתקבלו בכל אחת מהשנים 1964-1966, מתברר, שבתעשייה הפרטית פוטרו יותר פועלים מאשר נתקבלו. תופעה זו נרשמה ב-60 אחוזים מחברות אלו. לעומת זה, בחברות ציבוריות (ממשלתיות, הסתדרותיות קיבוציות וכו') חלה עלייה במספר המועסקים — נתקבלו יותר פועלים מאשר פוטרו.

### לוח 23

מספר הפועלים שנתקבלו לעבודה ומספר המפוטרים ב-150 חברות ציבוריות ופרטיות, 1965 עד 1967

	חברות ציבוריות			חברות פרטיות		
	העלייה או הירידה (-)	פוטרו	נתקבלו	העלייה או הירידה (-)	פוטרו	נתקבלו
1965	+611	1,507	2,118	-930	4,449	3,519
1966	+237	1,576	1,813	-1,644	4,478	2,834
1967	+127	1,358	1,485	+89	3,876	3,965
30.6.68-1.4.68	+538	571	1,109	+342	1,695	2,037

יש לציין, שב-60 אחוזים מן החברות הציבוריות הללו שבהן עלה מספר העובדים, לא עלתה התפוקה באותה תקופה או אפילו ירדה. לכן, כהסבר לגידול בכוח העבודה יש לראות את הגורמים הלא כלכליים המניעים חברות אלו, נוסף על השיקולים העסקיים הרגילים. מניעים אלה משתקפים גם בצעדים שנקטה הממשלה להרחבת אשראי ודחיית גביית חובות כדי להקל על הפירמות ולמנוע גידול נוסף באבטלה.

יש לציין, שעל אף תנאי המיתון ששררו במשק חלה עלייה בשכר עבודה בתעשייה (ראה דו"ח בנק ישראל 1967) משקלו של שכר עבודה יחסית לערך הייצור עלה מ-16.5 אחוזים ב-1964 ל-17.7 אחוזים ב-1965 ו-18.1 אחוזים ב-1966. בעניין זה קיים הבדל בהתנהגות של החברות שבהן ירדו מכירות לעומת אלו בהן עלו המכירות. בחברות הראשונות ירד סך התשלומים לשכר עבודה (כולל פועלים ופקידים) ב-4 אחוזים ב-1966, אולם הירידה במכירות היתה גדולה יותר — 18 אחוזים. נראה, שחברות אלו לא יכלו, או לא רצו (במגמה לשמור על עובדיהם עקב ציפיות להתאוששות מתנאי המיתון) להוריד את שכר העבודה על ידי פיטורים או על ידי הורדה בפועל של שכר עבודה. בהתנהגות זו אין הבדל בין קבוצות הגודל השונות. לעומת החברות שבהן עלו המכירות, היתה עלייה זו גדולה יותר (17 אחוזים) מאשר העלייה בתשלומי שכר — 13 אחוזים. כלומר, על אף הגדלת כוח העבודה בהתאם להגדלה בייצור ועל אף העלייה הגדולה בשכר עבודה לעובד שאיפיינה את שנת 1966, הצליחו חברות אלו להגדיל את מכירותיהן ביותר.

#### 9. פירמות חדשות

אחד הסימנים לשינויים בפעילות הכלכלית ובציפיות לרווחים, הוא השינוי במספר הפירמות החדשות הנכנסות לשוק. ב-1965 ו-1966 ירד מספר החברות הללו בכל הענפים, אולם במזון היתה ירידה זו קטנה יחסית. עיקר הירידה בטקסטיל ובמוצרי בנייה חלה ב-1965 ובמתכת ב-1966. (ראה לוח 24).

#### לוח 24

מספר החברות שנרשמו אצל רשם החברות, לפי ענפים, 1964 עד 1968

שנה/ענף	מזון	טקסטיל	מתכת	בנייה	מחצבים	אחרים	סך הכול
1964/65	58	110	241	88	10	249	756
1965/66	42	54	153	39	5	167	460
1966/67	30	34	46	26	5	82	223
1967/68	25	47	114	48	6	151	391
1968/69	37	69	167	108	4	280	665

בדרך כלל, מתלווה לתקופת מיתון תופעה של הפסקת פעילות של פירמות, תופעה המוצאת ביטוי בגידול מספר פשיטות הרגל. כפי שניתן לראות מלוח 25, לא גדל מספר פשיטות הרגל

בתעשייה בשנות המיתון, אולם ב-1967 עלה מספרן במקצת מעל לרמה המקובלת. ייתכן שההסבר לכך נמצא בתקופה הקצרה יחסית של המיתון, אולם, כפי שצויין לעיל, קיימים גורמים נוספים.

לוח 25

מספר פשיטות רגל (צוי פירוק) של חברות תעשייתיות; בשנים 1964 עד 1968

1968	1967	1966	1965	1964
40	47	33	42	40

\* כונס הנכסים הרשמי.