

## מגמות ברווחיות של חברות יצואניות ולא-יצואניות

- שיעור הרווח הגולמי (הנקי) הממוצע של החברות היצואניות עמד בשש השנים האחרונות על 20 אחוזים (0.7 אחוז) מסך ההכנסות, ואילו שיעור הרווח הגולמי (הנקי) הממוצע של החברות הלא-יצואניות היה גבוה יותר – 25 אחוזים (3 אחוזים) מסך ההכנסות.
- שיעור הרווח הגולמי (הנקי) של החברות היצואניות הגדולות – כשלוש חברות, שמשקלן בסך הכנסות החברות היצואניות הוא 40 אחוזים – עמד בשש השנים האחרונות על 27 אחוזים (12 אחוזים), והוא במגמת עלייה.
- בדיקה פרטנית מעלה ששער החליפין הריאלי משפיע על רווחיות החברות היצואניות הקטנות, שהן כל החברות היצואניות למעט שלוש הגדולות.
- מאחר שכושר ההסבר של שער החליפין לגבי רווחיות היצואנים מוגבל, ניתן לשער שהרווחיות מושפעת בעיקר מגורמים אחרים (ביניהם, כנראה, פרוץ החברה וכוח השוק).

להלן מוצג מדד לרווחיות של חברות יצואניות. מגזר היצוא נחשב לאחד מקטרי הצמיחה העיקריים של המשק הישראלי, ומכאן שמעקב שוטף אחר רווחיותו חיוני לצורכי המדיניות. המדד מאפשר לעקוב אחר שיעור הרווחיות של חברות בורסאיות יצואניות ולא-יצואניות בתדירות רבעונית מייד לאחר פרסום הדוחות הרבעוניים של החברות. ישנם כיום מספר מדדי רווחיות אחרים של המגזר המייצא, הבנויים על בסיס סיווג של ענפי המשק לענפים מייצאים ולא מייצאים<sup>1</sup>. לעומת זאת הסיווג המוצג כאן הוא על בסיס היצוא ברמת החברה הבודדת, ועל כן הוא, כנראה, מדויק יותר<sup>2</sup>.

לצורך בניית המדד עשינו שימוש בנתוני חברות בורסאיות, שאותן סיווגנו לשתי קבוצות: חברות מייצאות וחברות הפועלות רק בשוק המקומי. המדד לרווחיות החברות חושב כממוצע שיעור הרווח הגולמי<sup>3</sup> מההכנסות בכל

אחוזים מהמחזיקים ימכרו את הדירה השלישית, מדובר בכ-1,500 דירות.

מהאומדן הגס של שתי קבוצות אלו עולה גידול של כמות הדירות למכירה, או ירידת ביקוש, של 6,500 דירות. כדי לספק המחשה להשפעה על המחירים, ניתן לגזור קירוב מהמודל של נגר וסגל (2011)<sup>12</sup>, המכיל משתנה של מלאי הדירות. (נדגיש כי המודל הוא ליניארי): התרגיל שאנו עושים הוא הגדלת מלאי הדירות במשק ב-6,500 דירות, ללא שינוי מקביל באוכלוסייה. גידול כזה יפעל להפחתת המחירים בשיעור של כ-3 בממוצע<sup>13</sup>. עם זאת אפשר שהשפעה משנית של מעבר משכירות לרכישה – כתוצאה מעליית מחירי השכירות וירידת מחירי הדירות, כפי שהראתה המסגרת האנליטית – תמתן חלק מירידה זו. נדגיש שזהו אומדן גס, שכן במודל אין פונקציית ביקוש והיצע; במקרה הנידון מדובר בתזוזה של עקומת הביקוש שמאלה ומטה מהצד ה"ספקולנטי" ובתזוזה ההיצע ימינה ומטה מצד המחזיקים 3 דירות ויותר.

נציין כי במקרה של ציפיות לירידת מחירים הצעדים שננקטו אף עלולים להאיץ את הירידה של מחירי הדירות.

לבסוף, חשוב לציין כי ניתוח השינויים במחירים אינו מביא בחשבון תופעות של אינרציה במחירים בטווחים הקצרים יותר.

<sup>1</sup> ראו לדוגמה: הערכת רווחיות היצוא התעשייתי – ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 122, מאי עד אוגוסט 2008, בנק ישראל.

<sup>2</sup> נוסף על כך, בעוד שהמדדים הקיימים כיום מגדירים את הרווחיות כשיעור התמורה להון בתפוקה, המדד הנוכחי מגדיר את הרווחיות כשיעור הרווח הגולמי של החברה מההכנסות.

<sup>3</sup> הרווח הגולמי מוגדר כסך ההכנסות מפעילות הליבה של החברה פחות סך ההוצאות מפעילות זו.

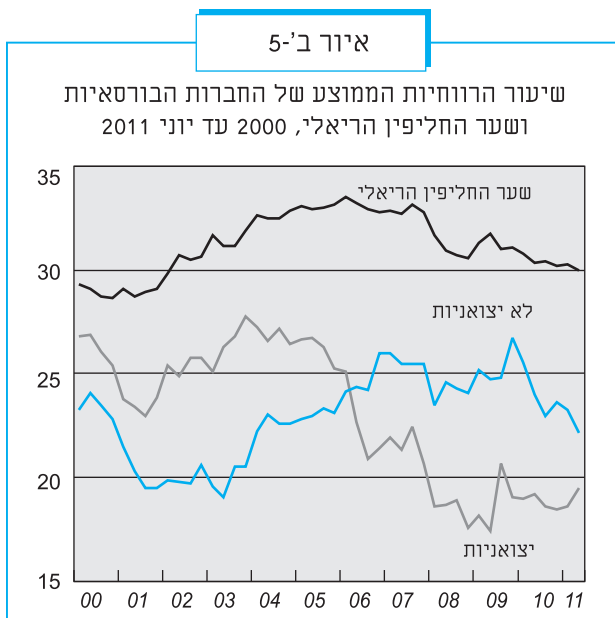
<sup>12</sup> ויצמן נגר וגיא סגל (2011), "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר הדירה בישראל, 1999-2010", יפורסם בקרוב.

<sup>13</sup> כמובן, סביב הערכה זו קיימת שונות. בהנחה של ליניאריות, בחישוב של סטיית תקן אחת מתקבלת 0.6 נקודת אחוז מסביב לממוצע; ועבור 2 סטיות תקן – 1.2 נקודות סביב הממוצע, כלומר ירידת מחירים של 2-4 אחוזים.

משקלן של שלוש החברות הגדולות בהכנסות עומד על כ-40 אחוזים, ולכן איור זה מתאים לבחינת התפתחות היקף ההכנסות של חברות יצואניות (מבט מקרו-כלכלי); לעומתו איור ב'5- מתאים יותר לבחינת ההתפתחות בחברה הממוצעת (מבט מיקרו-כלכלי).

שיעור הרווח הגולמי (הנקי) בהכנסות של החברות הגדולות עמד בשש השנים האחרונות על 27 אחוזים (12 אחוזים), והוא במגמת עלייה. לעומת זאת שיעור הרווח הגולמי (הנקי) של יתר החברות עמד בשש השנים האחרונות על 20 אחוזים (0.6 אחוז), לאחר שירד מהממוצע בתחילת העשור הקודם.

באיור ב'7- מוצגים מדדי הרווחיות לחברות לא-יצואניות גדולות וקטנות. שיעור הרווח הגולמי (הנקי) של החברות הלא-יצואניות הגדולות עמד בשש השנים האחרונות על כ-29 אחוזים (4.9 אחוזים) מסך ההכנסות. שיעור הרווח הגולמי (הנקי) של החברות הלא-יצואניות הקטנות היה נמוך יותר – כ-20 אחוזים (2.8 אחוזים) מההכנסות. באיור בולט ההבדל בהתפתחות שיעור הרווח מההכנסות: בעוד ששיעור הרווח של החברות הלא-יצואניות הגדולות עלה בשנים האחרונות, זה של החברות הקטנות היה במגמת ירידה.



קבוצה. יתרון השימוש בנתונים אלו הוא זמינותם ברמת החברה ובתדירות רבעונית. החיסרון הוא, שכנראה לא מדובר במדגם מקרי של חברות ישראליות, אלא בחברות בעלות מאפיינים ייחודיים. אין לנו מידע על טיבה של הטיה זו והשפעותיה על הרווחיות. לדוגמה: הואיל והחברות הבורסאיות גדולות יותר מהחברות הלא-בורסאיות, ייתכן ששינויים בשערי החליפין ישפיעו עליהן פחות מאשר על חברות קטנות יותר, שכן ביכולתן לגדר את ההפסדים באמצעות פעילות בשווקים הפיננסיים. אנו בוחנים את הרווחיות של כ-500 חברות בורסאיות מענפי התעשייה והשירותים<sup>4</sup>. אלה סווגו לחברות יצואניות ולא-יצואניות על פי מידע ממספר מקורות: דיווחי החברות לבורסה עד שנת 2006; נתונים שהתקבלו מהחטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל, אשר לה מדווחות חברות שמחזור ההכנסות השנתי שלהן עולה על 50 מיליון דולרים, וערך נכסיהן הפיננסיים מעל 20 מיליון דולרים; ודיווחי החברות לסקר החברות של בנק ישראל. אנו מזהים כ-200 חברות שדיווחו כי ייצאו וכ-200 חברות שדיווחו כי לא ייצאו.

את החברות הפועלות בבורסה חילקנו, כאמור, לשלוש קבוצות (יצואניות, לא-יצואניות וחברות שאין לנו, מבחינה זו, מידע לגביהן), ולצורך בניית המדד בחנו את שיעור הרווח הגולמי בהכנסות של כל קבוצה. באיור ב'5- מוצג מדד הרווחיות של החברות היצואניות, מדד הרווחיות של החברות הלא-יצואניות ושער החליפין הריאלי. שיעור הרווח הגולמי (הנקי) הממוצע של החברות היצואניות בשש השנים האחרונות הוא כ-20 אחוזים (0.7 אחוז) מסך ההכנסות, והוא נמוך מאשר בעבר. שיעור הרווח המקביל של החברות הלא-יצואניות גבוה יותר – כ-25 אחוזים (3 אחוזים) מסך ההכנסות (איור ב'5)<sup>5</sup>. באיור ב'6- מוצג שיעור הרווח של החברות היצואניות, אך כאן חילקנו את החברות היצואניות לחברות גדולות וקטנות. בבדיקה שנערכה נמצא שריכוזיות ההכנסות היא גבוהה מאוד:

<sup>4</sup> הסרנו מהבדיקה את ענפי הפיננסיים, חברות ההחזקה, חברות הביטוח והבנקים.

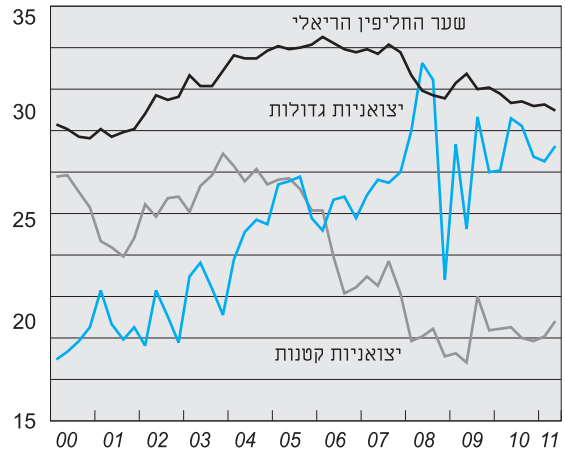
<sup>5</sup> לעומת זאת מצא גאלו – על בסיס מדגם מייצג של החברות הישראליות – כי פריון החברות היצואניות גבוה מזה של הלא-יצואניות. שיעור הרווח הנמוך יחסית של היצואניות עשוי לנבוע משכר-לעובד גבוה יותר או מייצור עתיר תשומות בחברות היצואניות. ראו: לי גאלו (2011), "פריון החברות היצואניות בישראל", בנק ישראל, חטיבת המחקר, סדרת ניירות לדיון 2011.08.

העוסקות במסחר בין-לאומי, וזאת דרך שינויים בכמות ובמחיר. הייסוף בשער החליפין הריאלי היה צפוי להביא לפגיעה ברווחי היצואנים ביחס לרווחי הלא-יצואנים, ובהמשך – אף להסתת הייצור מיצוא אל השוק המקומי. על פי איור ב'–5 אכן הייתה הרעה ברווחיות היחסית של היצואנים בשנים האחרונות, בעוד שלפי איור ב'–6 ההרעה הייתה בחברות הקטנות, ואילו שיעור הרווח של החברות הגדולות המשיך לגדול למרות הייסוף. מהאיורים עולה כי ההשפעה של שער החליפין הריאלי על רווחי החברה יורדת ככל שהחברה גדולה יותר וככל שכוח השוק שלה רב יותר.

כדי לבחון את ההשפעה של שער החליפין והסחר העולמי על שיעור הרווחיות של החברות הבורסאיות המייצאות אמדנו משוואת רגרסיה שבה המשתנה המוסבר הוא השינוי בשיעור הרווח הגולמי מהכנסות החברה, והמשתנים המסבירים הם שיעור השינוי בשער החליפין הריאלי האפקטיבי (בפיגור) ושיעור השינוי בסחר העולמי (בפיגור). באמידת המשוואה התחשבנו גם בשינוי בשיעור הרווח של החברות היצואניות בפיגור, כדי לנטרל אפשרות של תהליך סטוכסטי. תוצאות האמידה מוצגות בלוח ב'–6. נמצא כי ייסוף בשער החליפין משפיע באופן מובהק על רווחיות החברות היצואניות הקטנות, שהן מרבית החברות במדגם, אך לא על הרווחיות של היצואניות הגדולות: ייסוף של אחוז אחד בשער החליפין הריאלי מביא לירידה של כעשירית אחוז בשיעור הרווחיות מההכנסות של החברות היצואניות הקטנות<sup>6</sup>. שינויים בסחר הבין-לאומי משפיעים על החברות היצואניות יותר מאשר על החברות הלא-יצואניות, ובעוצמה רבה יותר על חברות יצואניות גדולות. התנדדות בשער החליפין מסבירות חלק קטן יחסית מסך השונות של שיעור הרווחיות, ומכאן ששיעור הרווחיות מושפע בעיקר מגורמים אחרים (ביניהם, כנראה, פרויקט החברה, יתרונות-לגודל ומבנה השוק).

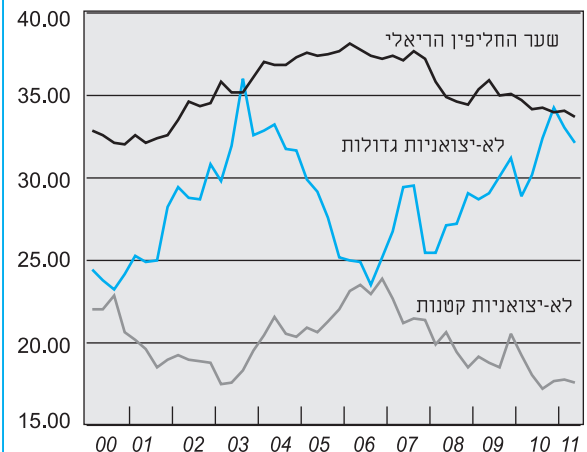
איור ב'–6

שיעור הרווחיות הממוצע של החברות היצואניות לפי גודל חברה, 2000 עד יוני 2011



איור ב'–7

שיעור הרווחיות הממוצע של החברות הלא-יצואניות לפי גודל החברה ושער החליפין הריאלי, 2000 עד יוני 2011



בשנים האחרונות אנו עדים לייסוף משמעותי בשער החליפין הריאלי. הייסוף הריאלי עלול לפגוע ברווחי החברות הישראליות המייצאות, משום שהתמורה על תפוקתן מתקבלת במטבע חוץ, ובדרך כלל הן משלמות לגורמי הייצור המקומיים במטבע מקומי. ייסוף של שער החליפין הריאלי גורם אפוא לירידה בתמורה שהן מקבלות במונחי המטבע המקומי, בעוד שהוצאותיהן לא משתנות, ועל כן הוא עלול להביא לירידה ברווחיהן. התמורות בסחר העולמי משפיעות גם הן על רווחי החברות הישראליות

<sup>6</sup> לדוגמה, על פי האמידה, פיחות של 10 אחוזים יעלה את שיעור הרווח הגולמי מההכנסות מ-20 ל-21 אחוזים.

לוח ב'-6 : השינוי בשיעור הרווח של חברות בורסאיות - תוצאות האמידה של משוואת רגרסיה<sup>1</sup>

P -VALUE	סטיית התקן	המקדם	המשתנה המסביר
			השפעת השינוי בשער החליפין הריאלי (בפיגור)
0.60	0.04	0.02	חברות לא-יצואניות קטנות
0.49	0.15	-0.11	חברות לא-יצואניות גדולות
0.04	0.05	0.10	חברות יצואניות קטנות
0.78	0.26	-0.07	חברות יצואניות גדולות
			השפעת השינוי בסחר העולמי (בפיגור)
0.02	0.04	0.08	חברות לא-יצואניות קטנות
0.69	0.08	0.03	חברות לא-יצואניות גדולות
0.00	0.03	0.11	חברות יצואניות קטנות
0.06	0.14	0.26	חברות יצואניות גדולות
0.02	0.01	-0.02	השפעת השינוי במחירי חומרי הגלם
		17.5%	כושר ההסבר של המשוואה
		9,560	מספר התצפיות

<sup>1</sup> באמידת המשוואה התחשבנו בעונתיות הרבעונית ובשיעור הרווח בפיגור.