

פיקוח של בנקים, בורסה ובעלי עניין: עדויות על פירמות בישראל¹

חדוה בר* עובד יושע** ישי יפה***

סדרת מאמרים לדיון 96.02

פברואר 1996

1 תודה לזהבה האס ולדני בלינדר על העזרה הרבה בקבלת הנתונים, לרוני פריש על בנית מאגר הנתונים, לבני אדן, אשר בלס, עמי ברנע, בנט סורנסן ומשתתפי סמינרים בבנק ישראל ובאוניברסיטת תל אביב על הערותיהם המועילות.

* הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל, והאוניברסיטה העברית בירושלים.

** אוניברסיטת תל אביב, ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

*** האוניברסיטה העברית בירושלים ומחלקת המחקר, בנק ישראל.

הדעות המובעות במאמר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל

מחלקת המחקר, בנק ישראל, ת"ד 780, ירושלים 91007.

Research Department, Bank of Israel, POB 780, 91007 Jerusalem, Israel

תקציר

המאמר בוחן את הפיקוח של שוקי ההון והאשראי על פירמות ומנהליהן בישראל, מדינה שבה מערכת הבנקאות אוניברסלית וריכוזית ושוקי ההון התפתחו באופן מהיר, בעקבות תהליך של רפורמה בשנים האחרונות. בנינו מאגר נתונים של פירמות תעשייתיות בישראל, הכולל נתונים על פירמות והתנהגותן לפני ואחרי שהנפיקו לראשונה בבורסה לניירות ערך. אנו מוצאים שבעקבות ההנפקה הראשונית חלה ירידה ניכרת ברווחי הפירמות (בדומה למתרחש במדינות אחרות) וחלה עליה גדולה בהוצאות על "הנהלה וכלליות" (הוצאות שיש בהן מרכיב של תועלת אישית למנהלים). אנו מוצאים שהירידה ברווחיות (והעליה בהוצאות על "הנהלה וכלליות") נמוכה יותר בפירמות שבהן הבעלות מרוכזת יותר, ומסיקים מכך שבעלי מניות גדולים ממלאים תפקיד חשוב בבקרה ופיקוח על פירמות. איננו מוצאים עדויות לכך שגודל החוב הבנקאי או ריכוזיותו משפיעים על הירידה ברווחיות (או העליה בהוצאות "הנהלה וכלליות"). יחד עם זאת, העובדה שהמעבר מסטטוס של פירמה פרטית, המתבססת על חוב בנקאי והון בעלים, לפירמה מונפקת כרוך בירידה ברווחיות, רומזת, אולי, על כך שקיים בכל זאת פיקוח של בנקים על פירמות. ייתכן שלפני ההנפקה הראשונית בנקים מפקחים על פעילותן של פירמות וגורמים להן לפעול ביעילות. לאחר שפירמה מגייסת הון בבורסה, פיקוח זה מצטמצם, משום שבנקים שוב אינם יכולים להכתיב לפירמה כיצד לנהוג. לבסוף, העובדה שלאחר ההנפקה, הרווחיות יורדת וההוצאה על פעילויות המניבות תועלת למנהלים גדלה, מעידה על כך שככל הנראה קיימת בקרה מוגבלת מאד של הבורסה על התנהגותן של פירמות ומנהליהן.

מבוא

שוקי הון ואשראי, בנוסף לתפקידם כספקי מימון חיצוני לפירמות, תורמים להכוונת פעולותיהן של הפירמות המקבלות מימון ולפיקוח על הנהלותיהן. בעלי המניות של פירמות יכולים להיעזר במחיר מניותיהם בבורסה לניירות ערך, האמור לשקלל מידע שיש לציבור לגבי הפירמות, על מנת להעריך את איכות הניהול ועל מנת לבנות מערכות תמריצים נכונות למנהלים (Holmstrom and Tirole, 1993). כמו כן, פירמות שמנהליהן מבזבזים מקורות ושמויותיהן נסחרות בבורסה עשויות להפוך ליעד של השתלטות. המנהלים החדשים ינהיגו רפורמות בהנהלת הפירמה במטרה ליעל את פעולתן (ראה Grossman and Hart, 1980) - כלומר, איום ההשתלטות מהווה גם הוא מנגנון לתמרוץ מנהלים. מתווכים פיננסיים, ובפרט בנקים, יכולים גם הם לספק שירותי פיקוח (monitoring). בנק שלו קשרי עבודה מתמשכים עם פירמה יכול לנצל את מעמדו כבעל חוב (או כבעל מניות, ובמדינות מסוימות אף כבעל שליטה) על מנת להשפיע על החלטות ההנהלה, לסייע בבחירת פרויקטים, לספק ייעוץ, למנוע טעויות ולקחת סיכונים מיותרים ולמנוע התנהגות בזבזנית (managerial moral hazard). הבנק מייצג למעשה את האינטרסים של המפקידים (שאת כספם הוא מלווה לפירמות) תוך ניצול יתרונות גודל, ומהווה "נציג - מפקח" בשם (delegated monitor, Diamond, 1984). לבסוף, גם לבעלי מניות גדולים יש אינטרס לפקח על פעולות מנהלים ולשמור על ניהול יעיל של הפירמה שבה השקיעו את הונם (Shleifer and Vishny, 1986).

מטרת המאמר לבחון אמפירית, באמצעות מדגם של פירמות תעשייתיות בישראל, האם אכן קיימים פיקוח בורסאי (משמעת שוק), פיקוח בנקאי ופיקוח של בעלי מניות גדולים, ומה צורתם. המקרה הישראלי מעניין הן עקב היות מערכת הבנקאות אוניברסלית וריכוזית מאוד (בשונה מארה"ב לדוגמא), והן בגלל התפתחות הבורסה לניירות ערך בראשית שנות ה-90, לאחר תהליך בן כמה שנים של רפורמה בשוקי ההון (ראה דיון מפורט ב-Yafeh and Yosha, 1996). מתודולוגיית הבדיקה מנצלת את העובדה שבמחצית הראשונה של שנות התשעים היו לא מעט הנפקות ראשוניות (IPOs) בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הנפקה ראשונית מהווה הזדמנות לבחון את ההשפעות של שינוי הבעלות ושינוי מקורות המימון על התנהגות הפירמה.

אנו משווים מדדים שונים של פעילות הפירמה לפני ההנפקה הראשונית- כאשר הפירמה היתה פרטית, לאותם מדדים אחרי ההנפקה- כאשר הפירמה ציבורית². "התנהגות" הפירמות נבחנת על פי מדדי רווחיות ועל פי מדד לחומרת בעיות ה"סיכון מוסרי" (moral hazard). מדד ה"סיכון המוסרי" מבוסס על הוצאות "הנהלה וכלליות" של הפירמה, אשר מעידות, בחלקן, על פעילויות המניבות תועלת למנהלי הפירמה ושאינן מניבות תועלת לשאר בעלי המניות בפירמה (ראה Yafeh and Yosha, 1995). עמדו לרשותנו נתונים על כלל הפירמות התעשיתיות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. על פירמות אלה אספנו נתונים מדוחות כספיים, נתונים מפורטים על מבנה הבעלות ונתונים על הרכב החוב הבנקאי בשנים 4-1991, לפני ואחרי ההנפקה הראשונית. על-מנת לתקן הטיות אפשריות הנובעות מסלקציה, הוספנו למדגם קבוצת ביקורת של פירמות פרטיות (לא מונפקות) אשר עמדו בדרישות הבורסה להנפקה, אך בחרו להישאר פרטיות.

ראשית, אנו מוצאים שרווחיות פירמות לאחר ההנפקה הראשונית נמוכה מרווחיות פירמות לפני ההנפקה. התוצאה מסתמנת באופן מובהק עבור ארבעה מדדים שונים לרווחיות- רווח למכירות, רווח תפעולי למכירות, רווח לסך המאזן ותשואה להון. בטווח הקצר, ניתן להסביר את ירידת הרווחיות כתוצאה מייפוי מאזנים ("window dressing"), כלומר ניסיון של פירמות להראות רווחיות גבוהה לפני ההנפקה על מנת למשוך קונים ולרצות את שלטונות הבורסה לניירות ערך. אולם, גם כאשר מתעלמים מהשנה שלפני ההנפקה (שבה נעשה עיקר ה"ייפוי"), עדיין יש ירידה ניכרת ברווחיות לאחר ההנפקה.

הירידה ברווחיות נובעת, אם כן, מסיבות נוספות: לדוגמה, זילול הבעלות מביא לעליה בבעיות moral hazard ומכאן לירידה ברווחיות. אנו מוצאים שירידת הרווחיות קטנה יותר ככל שדילול הבעלות מצומצם יותר, ממצא העולה בקנה אחד עם התפישה שבעלי מניות גדולים ממלאים תפקיד חשוב ב-corporate governance של פירמות. גם האוזר ושוחט (1991), בעבודה היחידה, לפי מיטב ידיעתנו, המשתמשת בנתונים על פירמות ציבוריות בישראל, מצביעים (בחתך רחב של פירמות ציבוריות בשנים 9-1986) על קשר חיובי בין רווחיות לבין אחזקות בעלי עניין.

קיימת אפשרות שהמעבר ממימון שעיקרו חוב בנקאי למימון המשלב הון מניות בורסאי הוא הגורם לירידת הרווחיות. כדי לבדוק את מידת ההשפעה של מימון בנקאי על התנהגות הפירמה, אנו

² אנו משתמשים במונח פירמה פרטית לפירמה שמנייתה אינן נסחרות בבורסה, ובמונח פירמה ציבורית לפירמה שמנייתה נסחרות בבורסה. החוק מגדיר פירמה ציבורית באופן שונה במקצת - על פי מספר הבעלים וסחירות המניות (לאו דוקא בבורסה).

בוחנים את השפעתם של היקף החוב הבנקאי וריכוזיותו על רווחיות הפירמה (ובהמשך, גם על היקף הוצאותיה על "הנהלה וכלליות", מדד לבעיות moral hazard). אנו מוצאים שאין עדויות לכך שחוב בנקאי גדול או חוב מרוכז בידי בנקים מעטים מתואם עם רווחיות גבוהה. עם זאת, ירידה ברווחיות עשויה לנבוע מכך שמרגע ההנפקה היכולת של בנק להשפיע על התנהגות הפירמה קטנה (או כח המיקוח של הפירמה כלפי הבנק גדל), ולכן פירמות ציבוריות, בלי קשר להיקף החוב הבנקאי שלהן או ריכוזיותו, נוטות לפעול באופן פחות יעיל, או לבחור פרויקטים פחות מוצלחים. אם הסבר זה נכון, משתמע ממנו שבנקים בכל זאת מפקחים על פירמות ותורמים להתנהגות יעילה של פירמות לוות. הירידה ברווחיות בעקבות השינוי בסטטוס של הפירמה מלמדת גם כי, ככל הנראה, בעלי מניות קטנים והרשות לניירות ערך אינם מהווים מנגנון פיקוח יעיל.

ממצא שני העולה מעבודה זו הוא שהוצאות "הנהלה וכלליות" גבוהות באופן ניכר בפירמות ציבוריות לעומת פירמות פרטיות. מכיוון שאנו רואים בהוצאות אלה מדד (גס) לבעיות moral hazard (משום שיש בהן הוצאות על מרכיבים שיש בהם תועלת פרטית למנהלי הפירמה), ממצא זה עולה בקנה אחד עם ירידת הרווחיות לאחר ההנפקה (יש לציין, עם זאת, שירידת הרווחיות אינה מוסברת כולה על ידי העליה בהוצאות על "הנהלה וכלליות"). גם במקרה זה, אנו מראים שחלק מן הגידול מוסבר על ידי דילול הבעלות (ומכאן המניע לגידול בהוצאות שאינן חיוניות), כלומר, הגידול בהוצאות "הנהלה וכלליות" משמעותי יותר ככל שהבעלות נעשית מפוזרת יותר בעקבות ההנפקה. למרות זאת, אין בדילול הבעלות הסבר מלא לגידול בנטייה של מנהלים "לבזבז". גם כאן איננו מוצאים קשר ברור בין היקף החוב הבנקאי וריכוזיותו לבין הוצאות "הנהלה וכלליות", וניתן, אם כן, להסיק, שגם אם בנקים מפקחים על פירמות לוות, הפיקוח אינו תלוי בכמות החוב הבנקאי או ריכוזיותו.

אנו מסיקים, אם כן, שבישראל בעלי מניות גדולים ממלאים תפקיד חשוב באכיפת משמעת על מנהלים, כמו בשוקי הון מפותחים במדינות אחרות (ראה Shleifer and Vishny, 1986). כפי שהעדויות לגבי פיקוח בנקאי בגרמניה שנויות במחלוקת (Edwards and Fisher, 1994), גם בישראל קיימים סימנים סותרים לתפקיד של בנקים כמפקחים (monitors). מחד, אין מתאם בין היקף החוב הבנקאי או ריכוזיותו למדדי רווחיות או מדדי moral hazard ואף אין סימנים לכך שאחזקת מניות בידי בנקים מסייעת להם להגן על החוב (המתאם בין אחזקת חוב לאחזקת מניות לכך שאחזקת מניות ביותר). מאידך, ייתכן שירידת הרווחיות לאחר ההנפקה בכל זאת נובעת מאובדן יתרונות הכרוכים במימון בנקאי שאינם באים לידי ביטוי במדדי החוב הבנקאי שבידינו. לבסוף, העדות היחידה שמצאנו

לפיקוח על ידי הבורסה לניירות ערך, באמצעות חובות הדיווח או באמצעות מחירי המניות, היא שהיקף ההטבות לבעלי עניין מצטמצם לאחר ההנפקה בשיעור דומה להצטמצמות חלקם של בעלי העניין בבעלות.

המאמר מתקשר לספרות אמפירית צעירה למדי העוסקת בשאלות הקשורות למימון בנקאי ובורסאי, ולמאפיינים המיוחדים של כל אחת מדרכי מימון אלה. (Pagano et al. (1995) הסתמכו על מדגם של פירמות באיטליה ובחנו את הבחירה שלחן בין מימון "פרטי" באמצעות הנפקת חוב לגוף "קרוב" לבין גיוס הון ציבורי, וכן את השלכות ההנפקה על פעילות הפירמות. הם מוצאים, בין השאר, שחנפקה מביאה לירידה ברווחיות וגם גורמת לירידה בריבית שמשלמות פירמות אלה על הלוואות בנקאיות. הם מפרשים תוצאה זו כעליה בכח המיקוח של פירמות כלפי בנקים לאחר ההנפקה. Jain and Kini (1994) מצביעים על כך שגם בארה"ב יש ירידה משמעותית ברווחיות פירמות לאחר הנפקה. המאמר הנוכחי מתקשר גם למחקרים הרבים העוסקים בפיקוח של בנקים על פירמות. למשל, Cable (1985), במאמר שנוי במחלוקת, טוען שפיקוח על-ידי בנקים בגרמניה מעלה את רווחיות הפירמות הלוות מהם. (Prowse (1990) ו- Flath (1993) טוענים שבנקים, באמצעות פיקוח, מנסים למנוע מבעלי המניות לבחור בפרוייקטים מסוכנים, בניגוד לאינטרס של הבנק כבעל החוב. Weinstein and Yafeh (1994) מעלים השערה ששנאת הסיכון של בנקים ביפן מובילה לפיקוח בנקאי הגורם לפירמות לבחור פרויקטים בטוחים יחסית, ומעקב את שיעורי הצמיחה של פירמות הקשורות לבנקים.

המשך המאמר מסודר באופן הבא: בפרק ב' נתאר את מאגר הנתונים. הניתוח האקונומטרי

יוצג בפרק ג' והממצאים בפרק ד'. פרק ה' מסכם.

ב. **בניית המדגם ותיאורו**

ב.1. **בניית המדגם**

המדגם כולל את אוכלוסיית הפירמות התעשיתיות הציבוריות בישראל, בשנים 4-1991: 222 פירמות שבשלב מסויים הפכו לציבוריות. מבין פירמות אלה 111 הנפיקו לראשונה במהלך השנים הנסקרות (6 פירמות ב- '91; 40 פירמות ב- '92; 50 פירמות ב- '93; 15 פירמות ב- '94), ואילו שאר הפירמות הפכו לציבוריות עוד לפני 1991. כמו כן עמדה לרשותנו קבוצה של 74 פירמות פרטיות בשנים 1992-1993. המדגם נאסף משלושה מקורות עיקריים:

1. דוחות כספיים של פירמות, הכוללים נתונים על מאפייני הפירמה, כגון רווחיות, היקף הפעילות, ענף הפעילות, הוצאות שונות;

2. נתונים על הקשר של הפירמה עם מערכת הבנקאות: אלה הם נתונים ייחודיים המפרטים עבור כל פירמה את מספר הבנקים שמהם לוותה ואת כמות האשראי מכל בנק. נתונים אלה נלקחו מהפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, תוך השלמות מהדוחות הכספיים של הפירמות. חשוב לציין שבנק נדרש לדווח לפיקוח על הבנקים רק על לוויים גדולים (בבנקים הגדולים לווה גדול מוגדר כלווה שלקח אשראי בגובה 1.7 מיליוני ש"ח או יותר. בבנקים הקטנים הסף להגדרת לווה גדול נמוך יותר). במצב כזה, ייתכן שפירמה גייסה אשראי ממספר בנקים בו זמנית, ורק בחלק מהבנקים היא הוגדרה כלווה גדול. אי לכך, תיתכן במדגם שלנו הטיה כלפי מטה בנתוני החוב ועל כן במדידת הקשר של הפירמה עם בנקים. על מנת להעריך את מידת ההטיה, השווינו את הנתונים הפרטניים אשר התקבלו מהפיקוח על הבנקים לנתונים האגרטיביים (לדוגמא, סך החוב הבנקאי) המופיעים בדוחות הכספיים, וראינו שבפועל לא תיתכן הטיה גדולה.

3. נתוני בעלות (עבור פירמות ציבוריות), הכוללים נתונים על ריכוזיות הבעלות וכן אפיון של הבעלים העיקריים, כגון אחוז המניות המוחזקות בידי בנקים (וחברות בנות עיקריות שלהם). נתונים אלה נאספו מדוחות בעלי עניין המפרטים את שמות בעלי העניין³ ואת אחוז אחזקתם בהון הפירמה.

במקביל למקורות מידע אלה נעזרנו גם ברשם החברות, על מנת לזהות את תאריך הייסוד של

הפירמות, כלומר את גילן.

³ בעל עניין לפי הגדרת הרשות לניירות ערך הנו אדם או גוף המחזיק ב- 5% ויותר מהון הפירמה, או שהנו בעל תפקיד בפירמה.

הפירמות הפרטיות במדגם הן פירמות אשר עמדו בקריטריונים של הבורסה לניירות ערך להנפקה (הון עצמי של לפחות חמישה מליון דולר; גיל הפירמה שלוש שנים או יותר, והרווחים בשנה לפני ההנפקה ובשנה נוספת מארבע השנים שלפניה לפחות 0.4 מליון דולר)⁴, אולם בחרו לא להנפיק מניות (לפחות עד שנת 1994).

עבור הפירמות הציבוריות קיימים נתונים לשנים שקדמו להנפקה הראשונית ולשנים שלאחר ההנפקה. הנתונים על הפירמות הפרטיות מתייחסים רק לפירמות שהשקיעו (ראלית, לא פיננסית) בחו"ל⁵. על-מנת לנטרל את המאפיינים הייחודיים של פירמות המשקיעות בחו"ל, ניתוח ה-PROBIT של ההחלטה להנפיק מבוסס על נתונים של פירמות (ציבוריות ופרטיות) שהשקיעו בחו"ל בלבד.

ב. תאור המדגם

לוח 1 מציג נתונים על כלל הפירמות הציבוריות בשנות הגאות בבורסה בתל אביב (3-1991), ובשנת השפל, 1994. כפי שניתן לראות, משקל המניות של פירמות תעשייתיות המוחזקות בידי כלל הבנקים וחברות התלויות בהם (BNKSHR) עלה בשנת 1993 באופן בולט ומשקל המניות בידי הבנקים הגיע לכ- 19% בממוצע, דבר שנבע, ככל הנראה, מגידול במניות המוחזקות על-ידי קרנות הנאמנות של הבנקים. בשנת 1994 חלה ירידה גדולה במשקל המניות שבידי בנקים. בכל ארבע השנים הנסקרות חלה עליה במשקל הוצאות "הנהלה וכלליות" (SGAINC), אשר הגיעו לכ- 27.5% מסך הכנסות הפירמות בממוצע בשנת 1994. ריכוזיות הבעלות (HRFOWN), אשר חושבה לפי מדד הרפינדל, נשארה יציבה בארבע השנים הנסקרות ברמה של כ- 27% בממוצע, וזאת במקביל לאחזקה גבוהה מאוד של מניות בידי כלל בעלי עניין (TOTOWN), כ- 72% בממוצע. במנוף הפיננסי (LEVR) חלה ירידה במהלך ארבע השנים הנסקרות. הירידה עשויה לשקף, מחד, ירידה בסיכון של הפירמות כתוצאה ממבנה הון מאוזן יותר, ומאידך עשויה לשקף תהליך של צמצום התיווך הפיננסי הקלאסי על-ידי בנקים (בהעדר שוק אג"ח מפותח), ללא קשר לסיכון. לעומת זאת, במשקל החוב הבנקאי מסך החוב של הפירמה

⁴ מתוך "תמצית קריטריונים לרישום חברה בבורסה", נובמבר 1993.

⁵ פירמות שביקשו לבצע השקעה ראלית בחו"ל נדרשו, עד שנת 1995, להגיש בקשה פורמלית לבנק ישראל ולצרף אליה נתונים עיקריים מהדוחות הכספיים.

(BNKLOAN) נשמרה יציבות ברמה של כ- 26%, משמע, משקל החוב הבנקאי מסך ההתחייבויות ירד בשעור דומה לירידת משקל החוב הלא-בנקאי (אשראי ספקים וכיו"ב). שני נתונים אלה משקפים את ירידת חלקו היחסי של המימון הבנקאי בשנים האחרונות, לעומת גידול ניכר בגיוס הון מניות בבורסות בתל אביב ובחול"ל (לא היה בישראל מעבר של פירמות ממימון באמצעות חוב בנקאי למימון באמצעו חוב ציבורי: פירמות בתעשייה כמעט שאינן מגייסות מקורות באמצעות הנפקת אג"ח קונצרניות, ראה Yafch and Yosha, 1996).

לוח 2 מציג את המדגם לפי חתך של גודל הפירמות, כאשר פירמות גדולות מוגדרות כפירמות שסך נכסיהן עולה על 40 מליוני ש"ח (החציון במדגם). ראשית, ניתן לראות שפירמות קטנות השיגו בשנים האחרונות תשואה על נכסים (ROA) גבוהה מזו של פירמות גדולות: הרווחיות של הפירמות התעשיתיות הקטנות היא, בממוצע, 9.5%, בעוד ממוצע הרווחיות של פירמות גדולות הוא כ- 6.5% (יחד עם זאת, סטיות התקן גבוהות). לא קיים הבדל במנוף הפיננסי (LEVR) של פירמות גדולות וקטנות. כמו כן, לא ניכר הבדל משמעותי בין פירמות קטנות לגדולות במשקל החוב הבנקאי (BNKLOAN), המחושב כאחוז האשראי מבנקים מסך החוב. כצפוי, קיים קשר חיובי בין גודל הפירמה לבין גילה (AGE). בנוסף, נראה שריכוזיות האשראי (HRFCRED) של פירמות קטנות גבוהה מזו של פירמות גדולות (80% לעומת 64%), נתון התואם את הטענה שבפני פירמות גדולות, בעלות מוניטין, עומדות מספר רב יותר של חלופות למימון פעילותן. ייתכן שעובדה זו נובעת גם ממגבלות פיקוחיות על היקף האשראי שבנק יכול להעניק לפירמה אחת ("מגבלת לווה בודד").

לוח 3 מציג את התפלגות הפירמות לפי ענפי התעשייה. המדגם כולל פירמות מכל הענפים בתעשייה: עץ ומוצריו, מכוונות חשמל ואלקטרוניקה, מתכת ומוצריה, מוצרי בניה, מזון וטבק, חשקעות בתעשייה, מוצרים כימיים וגומי. מלוח 3 עולה כי לא קיימים הבדלים גדולים בין הענפים השונים במשקל המניות המוחזקות על-ידי בנקים, בריכוזיות האשראי הבנקאי, במשקל החוב הבנקאי, ובריכוזיות הבעלות. לעומת זאת, קיימים, כמובן, ענפים הבולטים ברווחיותם ובגודל הממוצע של הפירמות הפועלות בהם.

לוח 4' מציג את נתוני הפירמות הציבוריות והפרטיות שהשקיעו בחול"ל (ממוצעים עבור השנים 3-1992). כפי שניתן לראות, קיימת הטרוגניות גבוהה בנתונים (סטיות התקן הגבוהות). יחד עם זאת, הגודל הממוצע של פירמות ציבוריות גבוה פי שניים מזה של פירמות פרטיות. גם גילן הממוצע של פירמות ציבוריות גבוה מגיל הפירמות הפרטיות (28 שנים בממוצע לעומת 22 שנים). שני מדדים

אלה יכולים להתפרש כמדדים למוניטין, עובדה העולה בקנה אחד עם הטענה שפירמות ציבוריות הן בעלות מוניטין (Diamond, 1991). לעומת זאת, ניתן לראות שהרווחיות הממוצעת של פירמות ציבוריות נמוכה בכ- 35% מזו של הפירמות הפרטיות (11.5% בפירמות פרטיות, לעומת רווחיות ממוצעת של 8.6% בלבד בפירמות ציבוריות). על מנת לבחון אם מאפיינים אלה מייצגים את כלל האוכלוסיה או רק את אוכלוסיית הפירמות שהשקיעו בחו"ל, אנו מציגים בלוח 4' השוואה בין פירמות ציבוריות שהשקיעו בחו"ל ופירמות ציבוריות שלא השקיעו בחו"ל. כפי שניתן לראות, פירמות שהשקיעו בחו"ל גדולות בממוצע פי שלושה מפירמות שלא ביצעו השקעה ראלית בחו"ל, אך דומות בכל שאר המאפיינים.

ג. ניתוח אקונומטרי

הערכת תפקידם של מנגנוני הפיקוח השונים מבוססת על ניתוח השינויים בהתנהגות הפירמה לאחר ההנפקה. אנו בוחנים, בשלב ראשון, האם יש שינוי מובהק במדדי רווחיות של הפירמה לאחר ההנפקה. בשלב שני, אנו בוחנים מדדים המתארים "בזבוז" של כספי הפירמה על-ידי מנהלים. השינוי בדרך המימון ובריכוזיות הבעלות עשויים להביא לכך שלאחר ההנפקה פירמות תשנה את התנהגותן. למשל, אם ההנפקה מלווה באובדן פיקוח בנקאי, פירמות עשויות להגדיל את הפעילויות הכוללות מרכיב של "בזבוז" וכן לפעול בצורה פחות יעילה, שתשתקף בכך שרווחיותן תרד. אם, לעומת זאת, הבורסה מסוגלת לאכוף משמעת ביעילות, נצפה לעליה ברווחיות וירידה במדדי ה"בזבוז" לאחר ההנפקה. כפי שצינו לעיל, המעבר ממימון בנקאי למימון המשלב הון בורסאי אינו השינוי היחיד שחל כאשר הפירמה מנפיקה לראשונה. במקביל, חל שינוי בצורת הבעלות על הפירמה, מבעלות פרטית לציבורית, (שפירושו, בין השאר, ירידה בריכוזיות הבעלות). שינוי כזה באופי הבעלות עלול להקטין את התמריץ של הבעלים הראשיים והמנהלים לפעול ביעילות, לבחור את הפרוייקטים ה"נכונים", להשקיע מאמץ בפירמה, להקטין את ההוצאות על מרכיבים המניבים תועלת רק למנהלים ולבעלי העניין, וכו'. שני שינויים אלה בו זמנית- שינוי בהרכב מקורות המימון ושינוי במבנה הבעלות, עשויים, לכאורה, לפעול בכיוונים מנוגדים, ולכן אנו מנסים לבדוד את שתי ההשפעות.

מבנה הרגרסיות:

המשתנה התלוי: בכל הרגרסיות המשתנה התלוי הוא מדד לרווחיות או מדד ל"בזבוז" על ידי מנהלים.

המשתנים המסבירים:

BLNC	היקף המאזן (במחירי דצמבר 1994);
LEVR	מנוף פיננסי (סך החוב מחולק בסך ההון);
AGE	גיל;
BNKLOAN	משקל החוב הבנקאי בסך החוב;
HRFCRED	ריכוזיות האשראי הבנקאי (לפי מדד הרפינדל);
ISSUE	משתנה דמי המסמל את הסטטוס של הפירמה- פרטית (לפני ההנפקה הראשונית) או ציבורית (אחרי ההנפקה).
OWNISSUE	משתנה אינטראקציה: מכפלת סך אחזקות בעלי עניין מהון הפירמה במשתנה
ISSUE	
Y91-Y93	משתני דמי לשנים 1991-3.

בנוסף, נכללו משתני דמי לתת הענף בתעשייה שאליו משתייכת הפירמה. הרגרסיות הורצו כ-pool כאשר התצפיות הן "firm years" והמשתנים נמדדים ברמות (ראה לוחות 6-9), או כ-"first differences" כדי לנטרל את ההשפעה האפשרית של "firm-fixed effects". התוצאות דומות בשתי השיטות (רגרסיות ה- "first differences" אינן מוצגות)⁶. כמו-כן, בדקנו את השפעתו של משתנה דמי המבחין בין פירמות שהנפיקו בארבע השנים האחרונות לפירמות שהנפיקו בשנות השמונים. הכללתו ברגרסיות אינה משנה את התוצאות.

⁶ רגרסיות ה-"differences" הורצו כשהמשתנים המסבירים כוללים הפרשים בלבד, ובנוסף, כשהמשתנים המסבירים כוללים גם הפרשים וגם רמות, כדי לאפשר שינוי במקדמים על פני זמן. מספר התצפיות ברגרסיות אלה נמוך יחסית, בגלל ריבוי הערכים החסרים בחישובי הפרשים. סימני המקדמים זהים לאלה המדווחים בהמשך, אך רמות המובהקות שלהם נמוכות.

המשתנים המסבירים כוללים מדדים לשלושת מנגנוני הפיקוח שאנו בוחנים, פיקוח של בנקים, פיקוח של השוק ופיקוח של בעלי עניין. המדדים לפיקוח בנקאי הם משקל החוב הבנקאי מסך החוב של הפירמה (BANKLOAN) וריכוזיות החוב הבנקאי (HRFCRED). ההשערה היא שככל שהבנק מלווה יותר לפירמה או לחילופין, ככל שריכוזיות האשראי הבנקאי של הפירמה גבוהה יותר, גדלים התמריץ והיכולת לפקח על הפירמה ומנהליה. עם הנפקת המניות הראשונית, יכולתו של בנק להשפיע על הפירמה (בבחירת הפרוייקטים ובפיקוח על מנהלים) יורדת ומאידך, נוספים הרשות לניירות ערך ובעלי המניות החדשים כ"מפקחים". המעבר מסטטוס של פירמה פרטית, שעליה אין פיקוח של בורסה, לסטטוס של פירמה ציבורית, שעליה קיימים, לכאורה, גם פיקוח בנקאי וגם פיקוח של הבורסה, נמדד על ידי המקדם של המשתנה ISSUE. המדד ליכולתם של בעלי עניין להשפיע על הפירמה ולבצע מעקב אחר מנהלים הוא אחוז המניות המוחזק בידי בעלי עניין. ככל שחלק זה גדול יותר, הבעלות יותר מרוכזת, ומכאן שהמניע והיכולת של בעלי מניות גדולים לפקח ולהשפיע על התנהגות הפירמה צפויים לעלות. אנו מניחים שלפני ההנפקה סך האחזקות של בעלי עניין הסתכמו ב-100% OWNISSUE, המכפלה של אחוז המניות המוחזק בידי בעלי עניין ומשתנה הסטטוס ISSUE, הוא מדד לדילול בריכוזיות הבעלות כתוצאה מההנפקה.

המשתנים המסבירים האחרים ברגרסיה הם: גודל הפירמה (BLNC), העשוי להשפיע על רווחיותה (למשל כתוצאה ממרכיבים של הוצאה קבועה); המנוף הפיננסי (LEVR) - עקרונית מדד זה משקף את הסיכון של הפירמה. יחד עם זאת, כאשר פירמה מגייסת הון מניות יש ירידה טבעית ביחס חוב להון, ולכן לא ברור אם בבדיקות שאנו מבצעים המנוף הפיננסי אכן מהווה מדד לסיכון (ראה בהמשך). ההשפעות המקרו- כלכליות על רווחיות הפירמות ועל הנטיה שלהן להגדיל את ההוצאות על "הנהלה והכלליות" נאמדו על-ידי המקדמים של שלושה משתני דמי לשנים 3-1991.

לבסוף, כחלק מן הדיון בהשפעת ההנפקה על התנהגות פירמות, אנו בוחנים גם מיהן הפירמות שבחרו להפוך לציבוריות. מעבר לעניין בשאלה זו כשלעצמה, יש חשיבות לבדיקה על מנת לתקן עבור סלקציה אפשרית באוכלוסיית הפירמות הבורסאיות. אם אכן קיימות "תכונות" מסוימות המאפיינות פירמות הבוררות להפוך לציבוריות, יש לנטרל "תכונות" אלה כדי לבודד את ההשפעה של ההנפקה, ועל מנת לאפשר הסקת מסקנות מן התוצאות במדגם לגבי כלל אוכלוסיית הפירמות בישראל. הניתוח של ההחלטה להנפיק מבוסס על 58 פירמות ציבוריות מתוך המדגם וקבוצת ביקורת של 74 פירמות פרטיות שיכלו להנפיק (דהיינו עמדו בתנאים הנדרשים על ידי הבורסה כתנאי להנפקה), אך בחרו שלא

לעשות זאת. כל הפירמות האלה (ציבוריות ופרטיות) השקיעו בחו"ל בשלב מסויים (דו"חות כספיים חלקיים של פירמות פרטיות נגישים רק במקרה שהפירמה הגישה בקשה לבנק ישראל לאשר לה השקעה ריאלית במט"ח). חשוב לציין שחלק מהפירמות הציבוריות הנכללות בניתוח זה, עברו מסטטוס של פרטיות לסטטוס של ציבוריות עוד בשנות ה-80. מכיון שהנתונים על הפירמות מקבוצת הביקורת הם מהשנים 3-1992 בלבד, אנו מניחים שהפירמות הציבוריות, גם אם הנפיקו בפועל לפני שנים אלה, "החליטו" להשאר ציבוריות בשנים 3-1992 עצמן. במלים אחרות, אנו מניחים שהחלטתן שלא לחזור ולהפוך לפרטיות שקולה להחלטה להפוך לציבוריות. בהנחה זו אנו יכולים לבצע אמידת PROBIT של השפעות גיל הפירמה וגודלה על הנטייה (או ההסתברות) להנפיק; ראה לוח 5. מספר המשתנים המסבירים מועט ביותר בגלל חלקיותם של הדו"חות הכספיים של פירמות פרטיות. ניתן בכל זאת להסיק שתי מסקנות: (1) פירמות מנפיקות נוטות להיות (באופן מובהק) ותיקות יותר מפירמות פרטיות. ייתכן שהסיבה לכך היא המוניטין הנדרש כדי לגייס הון בבורסה (Diamond, 1991). מאידך, ייתכן שההנפקה היא מעין "שלב בחיי הפירמה" שאליו היא מגיעה לאחר מספר גדול יחסית של שנות פעילות; (2) מבין הפירמות העומדות בקריטריונים של הבורסה לני"ע להנפקה (קריטריונים הכוללים, בין היתר, מדדים לגודל הפירמה) לא ניתן לומר שבכל קבוצת גיל הפירמות הגדולות הן אלה הבוחרות להנפיק. בהעדר נתונים נוספים על פירמות פרטיות, אנו מניחים שהשפעת גיל הפירמה על נטייתה להנפיק ולהפוך לציבורית אינה ייחודית לפירמות שהשקיעו בחו"ל, אלא מאפיינת את כלל הפירמות באוכלוסיה. מכיוון שגיל הפירמה (AGE) משפיע על ההחלטה של פירמות להנפיק (לוח 5), אנו משתמשים בו כמשתנה עזר לסלקציה במדגם בניתוח השינויים בהתנהגות הפירמה לאחר ההנפקה.

ד. ממצאים

רווחיות-השפעת ההנפקה

לוח 6א' ותרשים 1 מתארים את השינוי ברווחיות לאחר ההנפקה, כלומר לאחר המעבר לבעלות ציבורית וגיוס הון בורסאי. אנו מוצאים ירידה ברורה ברווחיות לאחר ההנפקה (המקדם של ISSUE בכל הרגרסיות שלילי ומובהק ביותר). תוצאה זו מתקבלת בכל אחד ממדדי הרווחיות שנבדקו: רווח למכירות (PROFINC), רווח תפעולי למכירות (PROFTIF), תשואה על הנכסים

(ROA) ותשואה להון (ROE). הירידה בתשואה לנכסים ובתשואה להון נובעת גם מהגידול שחל בהיקף נכסי הפירמה והונה לאחר ההנפקה. אולם העובדה שגם בשני המדדים השוטפים לרווחיות, רווח למכירות ורווח תפעולי למכירות, חלה ירידה, מצביעה על כך שהירידה ברווחיות אינה נובעת מ"אשליה חשבונאית" בלבד.

המנוף הפיננסי (LEVR) נכלל ברגרסיה כמדד לסיכון. העובדה שהוא מתואם באופן שלילי עם רווחיות מעידה על כך שהמנוף אינו מדד לסיכון בהקשר הנוכחי, קרוב לוודאי משום שההנפקה מלווה בגידול בהון הפירמה ומכאן גם בירידה ביחס חוב להון.

משתנה נוסף המסביר את רווחיות הפירמות הוא אחזקות בעלי עניין בפירמה (OWNISSUE) - ככל שמשנתנה זה גדול יותר, דילול הבעלות קטן יותר. המקדם של משנתנה זה בכל הרגרסיות חיובי ומובהק (ראה בהמשך). לעומת זאת, משתני הקשר של פירמות עם בנקים (היקף החוב הבנקאי וריכוזיותו, BANKLOAN ו-HRFCRED) אינם משפיעים באופן מובהק על רווחיות הפירמה. המקדמים של משתני הדמי לשנים 3-1991 חיוביים ומובהקים בכל הרגרסיות, דבר המשקף את העובדה ש-1994 היתה שנה פחות רווחית עבור הפירמות בתעשייה.

לירידה הניכרת ברווחיות לאחר ההנפקה, כשש נקודות האחוז בממוצע⁷, כמה הסברים אפשריים:

(1) **ירידת רווחיות כתוצאה מ"ייפוי מאזנים"**: הירידה ברווחיות, לפחות בטווח קצר, עשויה לנבוע מכך שרווחי הפירמות מוצגים כגבוהים לקראת ההנפקה ("window dressing"), ולאחריה אין לפירמה עוד אפשרות או עניין להציג (באופן מלאכותי) רווחים גבוהים. על מנת לבחון אם זו הסיבה לירידה ברווחיות לאחר ההנפקה, אמדנו את כל המשוואות ללא השנה שלפני ההנפקה. כפי שניתן לראות בלוח 6, גם ללא השנה שלפני ההנפקה, יש ירידה ברווחיות לאחר ההנפקה (אמנם המקדם של ISSUE קטן יותר, אולם הוא עדיין גדול מאד ושונה מאפס באופן מובהק). מכאן ש-"window dressing" אינו ההסבר המלא לירידת הרווחיות. כמו-כן, מתרשים 1 ניתן ללמוד שהרווחיות

⁷ הפרש זה ברווח הממוצע של פירמות לאחר שהפכו לציבוריות משתקף, כמובן, בגדלי המקדמים ברגרסיה. המקדם של ISSUE במשוואת הרווח למכירות בלוח 6 הוא כ-20. המקדם של ריכוזיות הבעלות, OWNISSUE, מוכפל באחזקה הממוצעת של בעלי עניין לאחר ההנפקה שווה ל-11. המקדמים של המנוף הפיננסי, LEVR, והיקף המאזן, BLNC, מוכפלים בשינויים הממוצעים בגדלים אלה לאחר ההנפקה שווים בערך ל-3, כך שירידת הרווחיות הממוצעת שווה לכשש נקודות האחוז.

המדווחת אינה עולה בשנה השניה לאחר ההנפקה, כפי שהיינו מצפים לו כל הירידה ברווחיות היתה מוסברת על ידי "ייפוי מאזנים".

(2) **ירידת רווחיות כתוצאה מדילול הבעלות:** ייתכן שהירידה ברווחיות בטווח הארוך נובעת מכך שההנפקה (דילול הבעלות) מחריפה בעיות moral hazard המשתקפות ברווחיות נמוכה. מהמקדמים של המשתנה OWNISSUE עולה שככל שבעלי העניין מחזיקים יותר הון בפירמה, כלומר דילול הבעלות בעקבות ההנפקה קטן יותר, ירידת הרווחיות קטנה יותר. למשל, ירידה של 10% באחזקות בעלי עניין מלווה, בממוצע, בירידה של 1.6 נקודות האחוז ברווחיות. הפירוש הטבעי לממצא זה הוא שהירידה באחזקת המניות בידי בעלי עניין מביאה לירידה ברווחיות הפירמות, מכיוון שלבעלי מניות קטנים אין עניין או יכולת לפקח על מנהלי הפירמה. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם הטענה שככל שיזמים משקיעים יותר מהונם העצמי, גדל התמריץ שלהם ל"התאמץ" (ראה, למשל, Ber, 1995).

(3) **ירידת רווחיות כתוצאה מהפסקת הפיקוח הבנקאי:** ייתכן שלאחר ההנפקה היעילות התפעולית בפירמה יורדת, משום שהיכולת של בנקים לבצע פיקוח על בחירת הפרוייקטים וניהולם קטנה (למשל, עקב עליית כוח המיקוח של הפירמה כלפי בנקים). מכיוון שהשוק אינו מבצע מעקב ואינו מפקח על פירמות (כתחליף לפיקוח הבנקאי), רווחיות הפירמה יורדת אחרי ההנפקה. עם זאת, המדדים להיקף החוב הבנקאי ולריכוזיותו אינם מצביעים על פיקוח של בנקים. גם נסיונות לבחון האם בנקים מפקחים על פירמות פרטיות בלבד על ידי הכללת משתני אינטראקציה של החוב הבנקאי ו-ISSUE לא הביאו לתוצאות מובהקות. ייתכן שלמרות זאת יש פיקוח בנקאי על פירמות לוות, אולם עבור הלווים במדגם שלנו, המוגדרים כ"לווים גדולים", רמת הפיקוח אינה תלויה בהיקף האשראי הבנקאי או בריכוזיותו.

(4) **הנפקה בעיתוי של רווחיות שיא:** ייתכן שמנהלי הפירמה או בעליה בוחרים להנפיק בעיתוי של רווחיות שיא, שבעקבותיו יש ירידה בלתי נמנעת ברווחיות. אין באפשרותנו לפסול פירוש זה, ועם זאת קשה להניח שמנהלים או בעלי פירמה יכולים לדעת ששנה מסויימת מאופיינת ברווחיות שיא שאליה לא תחזור עוד הפירמה בשנים הבאות.

(5) **ניגודי אינטרסים של בנקים אוניברסליים:** סיבה אפשרית נוספת לכך שההנפקה מתרחשת בזמן ריווחיות שיא קשורה בעובדה שהבנקים בישראל אוניברסליים. הם בעלי חוב ומניות של פירמות בו זמנית, משמשים כחתמים של הנפקות, וכן מנהלים קופות גמל וקרנות נאמנות הקונות חלק ניכר מן המניות המונפקות בבורסה. לבנקים כאלה עלול להיות עניין לנצל מידע פנימי על קשיים בפירמות

לוות כדי להנפיקן, כחתמים, לציבור. אמנם לא סביר שניגודי אינטרסים של בנקים הם ההסבר היחיד לירידה הדרמטית ברווחיות לאחר ההנפקה, אך החשש לקיומם מצדיק בדיקה מדוקדקת של הנושא.

יש לציין שאין סיבה להניח שהירידה ברווחיות משקפת את "מחזור החיים" של הפירמה, וזאת משום שגיל הפירמה נכלל כמשתנה מסביר בגרסיות.

הוצאות "הנהלה וכלליות" - השפעת ההנפקה

בלוח 7 מוצגות גרסיות שבהן המשתנה המוסבר הוא מדד ל"בזבוז" או להטבות פרטיות (private benefits) של מנהלים- הוצאות "הנהלה וכלליות" "מנורמלות" בהיקף המכירות (SGAINC). השינויים בהוצאות על "הנהלה וכלליות" מוצגים גם בתרשים 2.

הממצאים העיקריים הם כדלקמן:

א. הוצאות הנהלה וכלליות עולות באופן ניכר לאחר שהפירמה מנפיקה לראשונה, בלמעלה משלוש נקודות אחוז. העליה בהוצאות "הנהלה וכלליות" משתקפת, כמובן, במקדם של המשתנה ISSUE בגרסיות, שהוא חיובי ומובהק. הגידול בפעילות המניבה תועלת למנהלים עקבית עם הירידה שחלה ברווחיות הפירמות. בדקנו איזה חלק מירידת הרווחיות מוסבר על ידי העליה בהוצאות "הנהלה וכלליות". לשם כך, הרצנו גרסיה במבנה של הרגסיות המופיעות בלוח 6, כאשר המשתנה התלוי הוא הרווח לפני הוצאות "הנהלה וכלליות", מנורמל בסך המכירות. כפי שניתן לראות בלוח 8, כשליש מהירידה ברווחיות לאחר ההנפקה נובע מהגידול בהוצאות "הנהלה וכלליות" (המקדם של ISSUE הוא כ-14 לעומת כ-20 בלוח 6א). כלומר, הירידה שתלה ברווחיות הפירמה לאחר ההנפקה נובעת גם מהגידול בהוצאות שיש בהן מרכיב של "בזבוז" של מנהלים, וגם מגורמים נוספים. ייתכן שהעליה בהוצאות "הנהלה וכלליות" מלמדת על ירידה ביעילות התפעולית לאחר ההנפקה, המשתקפת גם בהוצאות אחרות. ייתכן גם שהגידול בהוצאות "הנהלה וכלליות" מוסבר בכך שעם ההנפקה, בנקים שוב אינם מפקחים על פעולות המנהלים בפירמה, ובנוסף, הבורסה אינה מהווה מנגנון פיקוח יעיל. עם זאת, אין קשר ברור בין מאפייני החוב הבנקאי לבין הוצאות אלה (ראה בהמשך).

תרשים 2 מתאר את גידול הוצאות "הנהלה וכלליות" ביחס לשנת ההנפקה. ייתכן שבמידת מה קיימת גם כאן תופעה של "ייפוי מאזניים" - בשנה שלפני ההנפקה הוצאות "הנהלה וכלליות" נמוכות מאוד יחסית לשאר השנים. עם זאת, עיקר הגידול בהוצאות "הנהלה וכלליות" מתרחש שנה

ויותר לאחר ההנפקה, וייתכן שהדבר מעיד, בנוסף לבעיות moral hazard, על עלויות הכרוכות בפעילותן של פירמות ציבוריות, "costs of being public", לעומת "costs of going public".

ב. בעלי מניות גדולים מצמצמים פעילויות שיש בהן סכנת moral hazard, כפי שניתן לראות מסימנו של המקדם של OWNISSUE. ככל שדילול הבעלות לאחר ההנפקה קטן יותר (המשתנה של OWNISSUE גדול יותר), הוצאות "הנהלה וכלליות" קטנות יותר. תוצאה זו עולה בקנה אחד עם הטעונונים של Shleifer and Vishny (1986) בנוגע לחשיבותם של בעלי מניות גדולים בפקוח על מנהלים. האזור ושוחט (1991) מדווחים על מתאם שלילי בין הוצאות "הנהלה וכלליות" לבין אחזקות בעלי עניין בפירמות ציבוריות בארץ. לבסוף, גם Yafeh and Yosha (1995) מוצאים, במדגם של פירמות תעשייתיות יפניות, קשר שלילי בין ריכוזיות הבעלות לבין הוצאות על מספר פעולות שבהן מרכיב של "private benefits" למנהלים, ובהן הוצאות "הנהלה וכלליות". העובדה שהוצאות "הנהלה וכלליות" מתואמות בקשר שלילי עם ריכוזיות הבעלות במדגמים שונים כל כך מחזקת את הטענה שבסעיף הוצאה זה כלולות פעולות שאינן הולמות את האינטרסים של בעלי המניות, ועל כן, כשיש בעלי מניות גדולים, שלהם תמריץ לפקח על מנהלי הפירמה, סעיף הוצאה זה מצטמצם.

ג. בישראל אין סימנים ברורים לכך שככל שהחוב הבנקאי של פירמה גדל, מתהדק גם הפיקוח הבנקאי על הפירמה: ראשית, משקל החוב הבנקאי או ריכוזיותו אינם מקטינים את הנטיה של פירמות להוציא על "הנהלה וכלליות". גם במדגם הפירמות היפניות של Yafeh and Yosha (1995) הקשר בין מדדי החוב הבנקאי לבין הוצאות על פעילויות שיש בהן מרכיב של "private benefits" למנהלים פחות חזק מן הקשר השלילי בין ריכוזיות הבעלות להוצאה על פעילויות אלה. בהקשר זה, כדאי לציין שבפירמות התעשייתיות המופיעות במדגם שלנו, המתאם בין אחזקת מניות בידי בנקים וחברות בנות למשקל החוב הבנקאי קרוב לאפס (-0.096), וגם המתאם בין אחזקת מניות בידי בנקים לריכוזיות האשראי הבנקאי של פירמות אינו גבוה (כ - 0.16). בנוסף, מצאנו שבעל המניות הגדול מבין המוסדות הפיננסיים אינו בהכרח בעל החוב הגדול ביותר. אנו מסיקים מכך שאחזקת מניות בתאגידים ראליים על-ידי בנקים בישראל אינה משמשת כאמצעי התגוננות בפני "asset substitution" של פירמות לזות, דהיינו בחירת פרויקטים מסוכנים בניגוד לאינטרס של בעלי החוב, וזאת בסתירה לממצאים של Prowse (1990) בנוגע לבנקים ביפן. כמו-כן, מהמתאם הנמוך בין אחזקת חוב ומניות על ידי בנקים ניתן, אולי, להסיק שבנקים אינם מנצלים את מעמדם כבעלי מניות על-מנת להטיב עם פירמות שבעלותם בכל הקשור להיקף האשראי.

הטבות לבעלי עניין - השפעת ההנפקה

לוח 9 מציג את השינוי בהיקף ההטבות לבעלי עניין, מנורמלות בהיקף המכירות. המקדם השלילי של ISSUE (מובהק ברמה של למעלה מ-99%) מצביע על כך שיש ירידה בהיקף הטבות אלה לאחר ההנפקה הראשונית. ואולם, אם מנרמלים את היקף ההוצאות לבעלי עניין בחלקם במכירות, לא ניכרת ירידה לאחר ההנפקה, כלומר, שעור הירידה בהטבות לבעלי עניין אינו שונה (סטטיסטית) משעור הירידה באחזקות בעלי עניין בעקבות ההנפקה. מכאן אפשר, אולי, להסיק שפיקוח על ידי הבורסה, אם קיים כזה, מתמקד בשמירה על זכויות המיעוט באמצעות הגבלת היקף ההטבות שבעלי עניין לוקחים לעצמם לרמה המתאימה לחלקם בבעלות.

ה. סיכום

לכאורה, ניתן לצפות שבמערכת בנקאות אוניברסלית וריכוזית כמו בישראל קשרים בין בנקים לפירמות יהיו מנגנון לאכיפת משמעת על מנהלים ובעלי עניין. ואולם התוצאות בעבודה זו אינן חד משמעיות: מחד, אין עדויות ברורות לכך שקשר הדוק עם בנקים, הנמדד על-ידי היקף החוב הבנקאי וריכוזיות האשראי, מתואם עם רווחיות גבוהה של פירמות לוות או עם צימצום בעיות moral hazard של מנהלים, המשתקפות בסעיפי ההוצאה על "הנהלה וכלליות". מאידך, יש ירידה ברווחיות ועליה בהוצאות על "הנהלה וכלליות" לאחר ההנפקה הראשונית, תופעות שאינן מוסברות במלואן על ידי דילול הבעלות המאפין את המעבר מבעלות פרטית לציבורית. ייתכן, אם כן, שבכל זאת קיים פיקוח בנקאי שיעילותו פוחתת לאחר ההנפקה הראשונית, ושאינו תלוי בהבדלים בהיקף האשראי הבנקאי בין פירמות.

פיקוח על ידי הרשות לניירות ערך, או הבורסה בכלל, מוגבל, ככל הנראה, ומתמקד בהיקף ההטבות לבעלי עניין. העדרו של פיקוח בורסאי מהווה, כנראה, הסבר נוסף, לירידת הרווח התיפעולי לאחר ההנפקה.

העדויות לגבי חשיבותם של בעלי מניות גדולים (בעלי עניין) כמפקחים הן חד משמעיות:
בעלי מניות גדולים ממלאים תפקיד ב"אכיפת משמעת" על מנהלים גם בישראל, כמו במדינות
אחרות. מנגנון פיקוח זה בעל משמעות מיוחדת עבור ישראל, שבה ריכוזיות הבעלות (עדיין) גבוהה.
למצא זה השלכות לגבי יתרונות אפשריים של גרעיני שליטה.

רשימה ביבליוגרפית

האוזר, ש. וא. שוחט (1991), "הקשר בין ריכוז בעלי עניין לבין התמורה לבעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל", נייר עבודה, הרשות לניירות ערך.

Ber, H. (1995), "Causes and Macroeconomic Consequences of Disintermediation", unpublished mimeo, Hebrew University.

Cable, J. (1985), "Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks" *Economic Journal*, 95, 377.

Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 3.

Diamond, D. (1991), "The Choice between Bank Loans and Directly Placed Finance", *Journal of Political Economy*, 99, 4.

Flath, D. (1993), "Shareholding in the Keiretsu: Japan's Corporate Groups", *Review of Economics and Statistics*, 75, 2.

Grossman, S. and O. Hart (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration", *Journal of Political Economy*, 93, 4.

Holmstrom, B. and J. Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, 104, 4.

Jain, B. and O. Kini (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, 94, 5.

Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales (1995), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", unpublished mimeo, University of Chicago.

Prowse, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan", *Journal of Financial Economics*, 27, 1.

Shleifer, A. and R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 3.

Weinstein D. and Y. Yafeh (1994), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No. 1685.

Yafeh, Y. and O. Yosha (1995), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How", Hebrew University Discussion Paper No. 299.

Yafeh, Y. and O. Yosha (1996), "Anatomy of Financial Markets Reform: An Industrial Organization Perspective, Israel 1985-1995", unpublished mimeo, Bank of Israel.

הגדרות המשתנים :

רווח לסך נכסים. מקור- דוחות כספיים ;	ROA
תשואה להון. מקור - דוחות כספיים ;	ROE
רווח לסך ההכנסות ממכירות. מקור - דוחות כספיים ;	PROFINC
רווח תפעולי לסך ההכנסות ממכירות. מקור - דוחות כספיים ;	PROFITF
סך נכסי הפירמה, במליוני ש"ח (מחירי דצמבר 1994). מקור - דוחות כספיים ;	BLNC
משקל החוב הבנקאי מסך החוב. מקור - נתוני הפיקוח על הבנקים ודוחות כספיים ;	BNKLOAN
אחזקת מניות על-ידי כלל הבנקים וחברות הבנות הגדולות. מקור - דו"חות בעלי עניין ;	BNKSHR
יחס שוטף- נכסים שוטפים חלקי התחייבויות שוטפות. מקור - דו"חות כספיים ;	CURRATIO
מנוף פיננסי. מקור - דוחות כספיים ;	LEVR
ריכוזיות האשראי הבנקאי (לפי מדד הרפינדל). מקור - הפיקוח על הבנקים ;	HRFCRED
ריכוזיות הבעלות (לפי מדד הרפינדל). מקור - דו"חות בעלי עניין ;	HRFOWN
סך אחזקת מניות על-ידי כלל בעלי העניין. מקור - דו"חות בעלי עניין ;	TOTOWN
משתנה דמי המקבל ערך 1 עבור פירמות ציבוריות (לאחר הנפקה ראשונית).	ISSUE
משתנה אינטראקציה : סך אחזקות מניות על-ידי בעלי עניין כפול ISSUE.	OWNISSUE
משקל הוצאות "הנהלה וכלליות" מסך הכנסות הפירמה. מקור - דו"חות כספיים ;	SGAINC
משקל ההטבות לבעלי עניין מסך הכנסות הפירמה. מקור - דו"חות כספיים ;	BAINC
מספר שנות קיומה של הפירמה מאז הקמתה. מקור - רשם החברות.	AGE

לוח 1

**סיכום סטטיסטיים של אוכלוסית הפירמות הבורסאיות התעשיתיות-
לפי שנים**

(מחירים קבועים - דצמבר 1994)

ממוצע, סטיית תקן, מספר תצפיות, הגדרות המשתנים בע"מ 21.

ממוצע	1994	1993	1992	1991	
7.983 14.954 n=847	5.645 11.401 n=215	8.549 11.016 n=221	13.145 14.727 n=212	10.170 18.274 n=199	ROA
162.010 669.063 n=849	200.468 803.824 n=215	161.982 642.156 n=221	147.814 617.923 n=213	135.818 589.542 n=200	BLNC
0.260 0.217 n=509	0.286 0.206 n=129	0.275 0.29 n=128	0.235 0.171 n=129	0.244 0.165 n=123	BNKLOAN
10.280 15.285 n=586	6.936 9.114 n=220	18.907 20.943 n=189	4.065 7.534 n=101	5.368 8.368 n=76	BNKSHR
5.210 45.013 n=846	8.197 59.118 n=214	7.970 65.84 n=221	2.646 5.438 n=212	1.670 1.113 n=199	CURRATIO
0.698 0.294 n=513	0.648 0.3089 n=133	0.729 0.284 n=127	0.720 0.293 n=129	0.698 0.286 n=124	HRFCRED
0.270 0.195 n=589	0.264 0.191 222	0.289 0.194 n=190	0.240 0.215 n=101	0.280 0.189 n=74	HRFOWN
0.464 0.232 n=848	0.390 0.209 n=216	0.399 0.206 n=221	0.493 0.215 n=212	0.586 0.2467 n=199	LEVR
72.332 21.06 n=600	75.82 16.850 n=214	79.03 16.66 n=209	63.181 29.608 n=101	74.298 14.546 n=76	TOTOWN
16.7 8.49 n=768	27.5 13.1 n=206	17.6 97.8 n=201	9.2 5.7 n=189	11.1 18.1 n=172	SGAINC (%)
6.9 62.8 n=422	14.3 106.3 n=146	2.8 4.0 n=162	3.6 10.0 n=61	2.9 7.9 n=53	BAINC (%)

לוח 2

**סיכום סטטיסטיים של הפירמות הבורסאיות -
חתך לפי גודל (סך מאזן)**

ממוצע, סטיית תקן ומספר התצפיות; הגדרות המשתנים בע"מ 21.

פירמות קטנות (סך הנכסים נמוך מ- 40 מליון ש"ח)	פירמות גדולות (סך הנכסים גדול מ- 40 מליון ש"ח)	
9.463 19.180 n=401	6.653 9.525 n=446	ROA (%)
18.469 13.385 n=281	32.246 18.117 n=385	AGE
21.071 10.300 n=403	289.362 904.821 n=446	BLNC
0.314 0.256 n=191	0.228 0.183 n=318	BNKLOAN
8.923 16.564 n=213	10.214 14.329 n=370	BNKSHR (%)
5.905 51.207 n=401	4.584 38.638 n=445	CURRATIO
0.795 0.275 n=185	0.640 0.291 n=322	HRFCRED
0.244 0.170 n=214	0.284 0.208 n=365	HRFOWN
0.465 0.264 n=383	0.451 0.210 n=446	LEVR
65.579 24.555 n=132	75.435 17.624 n=250	TOTOWN (%)
17.4 0.636 n=365	16.2 1.004 n=404	SGAINC (%)

סטטיסטיים של משתנים שונים במדגם הפירמות הבורסאיות - חתך ענפי
(מחירים קבועים- דצמבר 1994)

ממוצע, סטיית תקן ומספר התצפיות; הגדרות המשתנים בע"מ 21.

מוצרים כימיים, גומי ופלסטיק	השקעות בתעשייה ותעשיות שונות	מזון וטבק	מוצרי בניה	טכסטיל	מתכת ומוצריה	מכונות, השמל, אלקטרוניקה ואופטיקה	עץ ומוצרי נייר ודפוס	
14.238 20.704 n=120	12.788 50.131 n=51	5.732 44.856 n=104	16.038 26.771 n=67	7.439 32.408 n=104	13.107 84.166 n=153	17.211 56.361 n=148	11.668 24.003 n=70	ROE (%)
82,439 272,122 n=122	26,390 718,025 n=53	57,792 80,296 n=113	36,993 43,744 n=68	38,349 59,548 n=104	33,523 49,524 n=161	17,393 54,926 n=155	19,907 20,393 n=70	BLNC
0.264 0.175 n=63	0.291 0.275 n=22	0.318 0.334 n=72	0.264 0.228 n=49	0.269 0.158 n=79	0.259 0.192 n=123	0.200 0.233 n=59	0.245 0.150 n=44	BANKLOAN
12.303 16.925 n=78	7.425 14.898 n=34	7.266 10.812 n=79	10.877 15.792 n=47	10.530 14.751 n=81	10.316 14.869 n=115	10.803 15.328 n=105	9.511 18.311 n=47	BANKSHR (%)
2.563 1.675 n=122	8.450 24.600 n=50	1.745 1.835 n=113	2.185 1.318 n=68	2.280 1.551 n=104	1.933 1.009 n=161	3.166 2.526 n=155	2.596 2.876 n=70	CURRATIO
0.733 0.287 n=62	0.844 0.254 n=20	0.642 0.285 n=73	0.775 0.235 n=49	0.616 0.304 n=80	0.702 0.293 n=125	0.759 0.303 n=62	0.645 0.318 n=42	HERFCRED
0.308 0.188 n=78	0.337 0.212 n=35	0.209 0.159 n=79	0.345 0.165 n=47	0.242 0.148 n=81	0.246 0.204 n=116	0.268 0.228 n=105	0.296 0.216 n=48	HERFOWN
0.437 0.233 n=123	0.440 0.311 n=56	0.578 0.235 n=113	0.422 0.175 n=68	0.452 0.209 n=104	0.482 0.216 n=161	0.404 0.238 n=155	0.511 0.206 n=70	LEVR
82.717 8.672 n=48	69.784 22.959 n=26	68.339 22.329 n=54	73.013 23.577 n=31	74.358 14.777 n=55	69.495 23.978 n=77	71.193 22.071 n=70	69.715 25.661 n=30	TOTOWN (%)
8.9 5.1 n=108	10.71 31.92 n=49	10.3 23.5 n=108	9.9 6.1 n=53	8.00 3.70 n=98	12.5 3.17 n=151	13.8 11.2 n=138	10.8 8.5 n=66	SGAINC (%)

לוח 4א'

השוואת פירמות ציבוריות ופירמות פרטיות
(פירמות שהשקיעו ראלית בחו"ל בשלב מסויים של חייהן)

ממוצע, סטיית תקן, מספר תצפיות; הגדרות המשתנים בע"מ 21; הנתונים בלוח מתייחסים ל-3-1992 בלבד.

ממוצע הפירמות הציבוריות	ממוצע הפירמות הפרטיות	ממוצע כלל הפירמות	משתנה
271.8 968.1 n=142	121.3 190.0 n=75	218.4 791.3 n=218	BLNC
8.6% 10.2 n=142	11.5% 21.5 n=64	9.5% 15 n=206	ROA
28 16 n=120	22 12 n=74	26 15 n=194	AGE

לוח ב'
 השוואה בין פירמות ציבוריות שהשקיעו בחו"ל
 לפירמות ציבוריות שלא השקיעו בחו"ל
 (מחירים קבועים - דצמבר 1994)

ממוצע, סטיית תקן, מספר תצפיות; הגדרות המשתנים בע"מ 20; הנתונים בלוח מתייחסים ל-3-1992 בלבד.

פירמות שהשקיעו בחו"ל	פירמות שלא השקיעו בחו"ל	
271.886 968.402 n=142	98.201 354.536 n=292	BLNC
27 15 n=120	25 18 n=222	AGE
8.640 10.20 n=142	11.672 14.198 n=291	ROA
13.920 24.020 n=139	17.935 29.601 n=282	ROE
0.430 0.205 n=142	0.455 0.220 n=291	LEVR
0.682 0.297 n=106	0.755 0.279 n=150	HRFCRED

לוח 5 :
מי מנפיק?

מקדמים של רגרסיית PROBIT, ערכי t בסוגריים. הגדרות המשתנים בע"מ 21.

משתנה תלוי : ISSUE	
-0.561 (-2.537)	C
0.0002 (0.739)	BLNC
0.015 (1.933)*	AGE
-87.8	LOG LIKELIHOOD
58 : CASES WITH ISSUE = 1	
74 : CASES WITH ISSUE = 0	

* מובהק ב- 95%.

הפירמות הנכללות ברגרסיה הן פירמות שהשקיעו בחו"ל בלבד. הנתונים נלקחו מדוחות
כספיים לשנים 3-1992.

לוח 6א'

לפני ואחרי ההנפקה- מדדי רווחיות

מקדמים של רגרסיית OLS, ערכי t בסוגריים. מקדמים של משתני דמי ענפיים אינם מדווחים. הגדרות המשתנים בע"מ 21.

ROE	ROA	PROFITF	PROFINC	
41.58 (4.71)	23.26 (5.91)	21.52 (5.84)	18.39 (4.97)	C
3.62E-06 (2.16)*	1.32E-06 (1.68)*	1.80E-06 (2.57)*	2.18E-06 (2.96)*	BLNC
-0.03 (-0.52)	-0.02 (-0.58)	-0.04 (-1.45)	-0.03 (-1.03)	AGE
-7.77 (-1.13)	-14.36 (-5.07)*	-13.35 (-4.88)*	-16.17 (-6.07)*	LEVR
-16.72 (-2.41)*	-5.85 (-1.88)*	-0.91 (-0.32)	-2.06 (-0.70)	BNKLOAN
-5.57 (-1.27)	-1.46 (-0.73)	-0.40 (-0.22)	-0.45 (-0.23)	HRFCRED
0.16 (2.05)*	0.16 (4.62)*	0.15 (4.53)*	0.16 (4.60)*	OWNISSUE
7.80 (2.05)*	4.76 (2.97)*	2.97 (2.04)*	4.75 (3.03)*	Y91
10.96 (3.24)*	7.47 (4.81)	5.97 (4.27)*	7.19 (4.92)*	Y92
11.07 (3.68)	6.08 (4.33)*	4.05 (3.21)*	6.07 (4.59)*	Y93
-43.11 (-6.10)*	-24.96 (-7.89)*	-19.96 (-6.85)*	-20.62 (-6.80)*	ISSUE
0.300	0.324	0.276	0.303	R-squared
353	370	363	368	n

* מובהק ב- 95%

לוח 6ב'
שינויים במדדי הרווחיות -
בדיקה ללא השנה לפני ההנפקה

מקדמים של רגרסיית OLS, ערכי t בסוגריים. מקדמים של משתני דמי ענפיים אינם מדווחים.
הגדרות המשתנים בע"מ 21.

ROE	ROA	PROFITF	PROFINC	
36.91 (3.54)	16.22 (3.55)	18.46 (4.13)	13.89 (3.09)	C
4.25E-06 (2.53)*	1.62E-06 (2.08)*	1.82E-06 (2.51)*	2.24E-06 (2.94)*	BLNC
0.02 (0.27)	-0.01 (0.29)	-0.03 (-0.90)	-0.02 (0.64)	AGE
-13.15 (-1.83)**	-14.51 (-4.91)*	-13.29 (-4.48)*	-15.87 (-5.48)*	LEVR
-14.35 (-2.02)*	-3.76 (-1.19)	-0.09 (-0.03)	-1.31 (-0.42)	BNKLOAN
-4.87 (-1.07)	-1.52 (-0.73)	-0.25 (-0.13)	-0.38 (-0.19)	HRFCRED
0.16 (2.04)*	0.17 (4.88)*	0.15 (4.52)*	0.16 (4.56)*	OWNISSUE
8.49 (2.34)*	5.76 (3.48)*	3.57 (2.28)*	5.29 (3.25)*	Y91
11.04 (3.15)*	6.81 (4.25)*	5.41 (3.61)*	6.51 (4.13)*	Y92
11.21 (3.77)*	6.16 (4.48)*	4.03 (3.13)*	6.07 (4.47)*	Y93
-39.58 (-4.60)*	-19.67 (-5.21)*	-18.32 (-5.05)*	-17.49 (-4.66)*	ISSUE
0.189	0.248	0.221	0.258	R-squared
316	330	324	328	n

* מובהק ב- 95%

** מובהק ב- 90%

לוח 7

לפני ואחרי ההנפקה- מדדי "סיכון מוסרי"

מקדמים של רגרסיית OLS, ערכי t בסוגריים. מקדמים של משתני דמי ענפיים אינם מדווחים. הגדרות המשתנים בע"מ 21.

SGAINC	
4.86 (0.64)	C
-8.92E-07 (-0.58)	BLNC
0.02 (0.40)	AGE
-0.309 (-0.05)	LEVR
-5.07 (-0.77)	BNKLOAN
7.56 (1.88)**	HRFCRED
-0.39 (-5.46)*	OWNISSUE
-5.67 (-1.76)**	Y91
-5.62 (-1.80)	Y92
-4.85 (-1.72)**	Y93
30.80 (4.91)*	ISSUE
0.120	R-squared
344	n

* מובהק ב- 95%
** מובהק ב- 90%

לוח 8

השפעת העליה בהוצאות "הנהלה וכלליות" על ירידת הרווחיות
לאחר ההנפקה

מקדמים של רגרסיית OLS, ערכי t בסוגריים. מקדמים של משתני דמי ענפיים אינם מדווחים.
הגדרות המשתנים בע"מ 21.

PROFSGAINC	
15.34 (3.7)	C
1.82E-06 (2.37)*	BLNC
-0.032 (-0.94)	AGE
-11.37 (-3.83)*	LEVR
1.09 (0.33)	BNKLOAN
4.85 (2.38)*	HRFCRED
0.11 (3.00)*	OWNISSUE
4.88 (2.99)*	Y91
8.00 (5.05)*	Y92
6.44 (4.52)	Y93
-14.39 (-4.30)*	ISSUE
0.249	R-squared
343	n

* מובהק ב- 95%

לוח 9

לפני ואחרי ההנפקה - הטבות לבעלי עניין

מקדמים של רגרסיית OLS, ערכי t בסוגריים. מקדמים של משתני דמי ענפיים אינם מדווחים. הגדרות המשתנים בעימ 21.

BAINC	
8.91 (3.25)	C
-2.66E-07 (-0.67)	BLNC
-0.02 (-1.06)	AGE
-0.04 (-0.02)	LEVR
2.83 (1.47)	BNKLOAN
-0.63 (-0.55)	HRFCRED
-0.0006 (-0.28)	OWNISSUE
-2.42 (-2.19)*	Y91
1.94 (1.89)**	Y92
0.24 (0.32)	Y93
-5.79 (-2.63)*	ISSUE
0.187	R-squared
225	n

* מובהק ב- 95%
** מובהק ב- 90%

- K. Flug, N. Kasir and G. Ofer - The Absorption of Soviet Immigrants into the Labor Market from 1990 Onwards: Aspects of Occupational Substitution and Retention. 92.13
- א. ארנון, ח. פרשמן, - הפרטת מונופולים טבעיים: הריצה אחר הבלתי מוכח. 92.14
- B. Eden - How to Subsidize Education and Achieve Voluntary Integration: An Analysis of Voucher Systems. 93.01
- א. ברגמן, א. מרום, - גורמי צמיחה בסקטור העסקי בישראל (1958 עד 1988). 93.02
- מ. דהן, - צמיחה כלכלית תחת איום ביטחוני. 93.03
- ק. פלוג, נ. (קלינר) קסיר - קליטה בתעסוקה של עולי חבר המדינות - הטווח הקצר. 93.04
- מ. דהן, - האם קיימת יריבות בין שיויון בחלוקת ההכנסות להתפתחות כלכלית? : המקרה של ישראל. 93.05
- צ. הרקוביץ, ל. מרידור - ההשלכות המקרו-כלכליות של עלייה המונית לישראל: עדכון ובחינה מחודשת. 93.06
- A. Arnon, D. Gottlieb - An Economic Analysis of the Palestinian Economy: The West Bank and Gaza, 1968-1991. 93.07
- צ. הרקוביץ, ל. מרידור, נ. קנטור - הגירה וצמיחה בתנאים של ניידות הון בלתי משוכללת: גל העלייה לישראל בראשית שנות התשעים. 93.08
- K. Flug, N. Kasir - The Absorption in the Labor Market of Immigrants from the CIS - the Short Run. 93.09
- R. Ablin - Exchange Rate Systems, Incomes Policy and Stabilization Some Short and Long-Run Considerations. 94.01
- B. Eden - The Adjustment of Prices to Monetary Shocks When Trade is Uncertain and Sequential. 94.02

- 94.03 מ. ברון, - התחזית הדמוגרפית ולקחיה.
- 94.04 K. Flug, Z. Hercowitz and A. Levi - A Small-Open-Economy Analysis of Migration.
- 94.05 R. Melnick and E. Yashiv - The Macroeconomic Effects of Financial Innovation: The Case of Israel.
- 94.06 צ. הרקוביץ, מ. סטרבצ'ינסקי, - מדיניות חוב ציבורי בישראל.
- 94.07 א. בלס, - חוזים כחסמי כניסה בשיווק דלק לתחנות תילדוק: בחינת החלטת הממונה על הגבלים עיסקיים לפיה מערכת ההסדרים הקיימת היא בגדר הסדר כובל.
- 94.08 מ. דהן, - צמיחה כלכלית, פעילות בלתי חוקית והתחלקות הכנסות.
- 94.09 A. Blass - Are Israeli Stock Prices Too High?
- 94.10 א. ארנון, ג'. וינבלט, - פוטנציאל הסחר בין ישראל, הפלסטינים וירדן.
- A. Arnon and J. Weinblatt - The Potential for Trade Between Israel the Palestinians, and Jordan.
- 94.11 מ. דהן, מ. סטרבצ'ינסקי, - תקציב הסקטור הציבורי וצמיחה כלכלית בישראל.
- 94.12 ק. פלוג, נ. (קלינר) קסיר - הציות לחוק שכר המינימום בסקטור העסקי.
- 94.13 B. Eden - Inflation and Price Dispersion: An Analysis of Micro Data
- 94.14 א. ספיבק, - משבר קרנות הפנסיה בישראל: מסגרת מושגית ובחינת ההמלצות לפתרון.
- 94.15 ל. מרידור, ש. פסח - שער החליפין הדיאלי בישראל: פרספקטיבה של שלושה עשורים.
- 94.16 B. Eden - Time Rigidities in The Adjustment of Prices to Monetary Shocks: An Analysis of Micro Data.
- 94.17 O. Yosha - Privatizing Multi-Product Banks.

B. Eden - Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Baumol-Tobin Model	95.01
B. Bar-Nathan, M. Beenstock and Y. Haitovsky - An Econometric Model of The Israeli Housing Market.	95.02
מ. דהן - אוכלוסיה אנדרוגנית והתחלקות הכנסות.	95.03
A. Arnon and A. Spivak - A Seigniorage Perspective on the Introduction of a Palestinian Currency.	95.04
י. לביא, - האם השינוי בהכנסה השוטפת תורם להסבר השינוי בתצרוכת בישראל? בחינה אמפירית של תיאוריית ההכנסה הפרמננטית עם צפיות רציונאליות.	95.05
M. Bruno and R. Melnick - High Inflation Dynamics: Integrating Short-Run Accommodation and Long-Run Steady-States	95.06
ע. יושע, י. יפה - הרפורמה בשוק ההון והשפעתה: ניתוח מזווית "המבנה הענפי"	95.07
M. Strawczynski - Capital Accumulation in a Bequest Economy.	95.08
ז. שיפר - על סעיף הדיור כבעלות הדיירים כמדד המחירים לצרכן.	95.9
א. בן בסט - משטר שער החליפין, המדיניות המוניטרית ויעד האינפלציה.	95.10
A. Arnon and A. Spivak - Monetary Integration Between the Israeli, Jordanian and Palestinian Economies	95.11
נ. לויטן - המשבר במכסיקו - פירושים ולקחים.	95.12
ר. כהן, ב. סורני - איתור יעד ביניים למדיניות מוניטרית בישראל 1988-1994.	95.13
א. בלס - ביצועי קופות הגמל ומבנה שוק: 1994-1987.	96.01
ח. בר, ע. יושע, י. יפה - פיקוח על בנקים, בורסה ובעלי עניין: עדויות על פירמות בישראל.	96.02