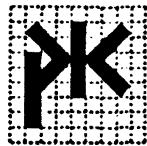




אוניברסיטת תל-אביב **תא** TEL AVIV UNIVERSITY

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING



הרכב החוב והשפעתו על יכולת חברות בקשיים להגעה להסדר

לימור זומניץ גשרי, עו"ד, רופ"ח

נובמבר 2008 חנוך תשס"ט

מכון כסירר

מחקר בנושא

הרכב החוב והשפעתו על יכולת חברות בקשיים להגעה להסדר

לימור דומנייז גשרי, עו"ד, רו"ח

Limor_dom@yahoo.com

מחקר זה נכתב בהנחיית פروف' יצחק סוארוי וד"ר איתי איינהרון ואני מודה להם
מאוד על הליוו והיעוץ. כמו כן, תודתי נתונה למר צבי יוכמן על הערותיו והארותיו
המעילות. תודתי נתונה גם למר גבי טרבולסקי אשר תרם לגיבוש רעיון הממחקר
ולד"ר איתי קמה על הייעוץ בנושא הניתוח הסטטיסטי.

תוכן עניינים

עמוד	פרק
3-5	.1 מבוא
6-9	.2 סקירת ספרות
10-12	.3 רקע משפטי
13-14	.4 שיטת המחקר
15-22	.5 המדגמים
15-17	5.1 אופן בחירת המדגמים
17-19	5.2 מאפייני המדגמים
17-18	5.2.1 פילוח החברות על פי השתייכות לענפי פעילות
19	5.2.2 השמתת ערבים קיצוניים
20-21	5.3 בחינת הפרמטרים
21-22	5.4 בדיקת הקשר בין הפרמטרים לבין הגעה להסדר
23-26	.6 ממצאים
	6.1 שימוש ברגסיה לוגיסטיבית לבדיקת הקשר בין
23-24	כל הפרמטרים המובהקים לבין תוצאות הסיום
23	6.1.1 יחס חוב פיננסי לתפעולי
24	6.1.2 מספר נושאים
	6.2 בחינת הקשר בין הפרמטרים לבין הגעה להסדר
25-26	ב菲尔וח לפי ענף
27	.7 דוגמאות ליישום ממצאי המחקר
28-29	.8 סיכום
30-33	.9ביבליוגרפיה
34-41	.10 נספח א'

פירמות מתחות ופועלות על פי רוב מתוך כוונה להמשיך ולהתקיים עסק חי, אולם לכל פירמה אורבת הסכנה להיקלע לקשדים שיביאו להפסקת פעילותה העסקית. במסגרת ניתוחים כלכליים והערכתות של פירמה, כמו גם בתהליכיים שונים של קבלת החלטות ניהוליות, חשוב להבaya בחשבו גם את האפשרות להיווצרות של נסיבות שייאימו על עתידה של הפירמה ועל המשך קיומה עסק חי. לצורך כך נדרשים כלים המאפשרים לזהות פירמות במרחב ולחזות את נפילתן העסקית מראש. יותר מכך, יש צורך בכלים המסייעים להעריך את האופן בו צפוי להתנהל התהליך שיביא לפירוקה או להבראתה של הפירמה במקורה בו אכן מותמם החשש והפירמה נקלעת למצוקה.

רבות נכתב אודות הסימנים שבתקיימים يتגלה חשש ממשי להמשך פעילותה של הפירמה עסק חי. במרוצת השנים פותחו מודלים סטטיסטיים שונים העוסקים שימוש ביחסים פיננסיים שונים על מנת לזהות חברות העוללות להקלע לקשדים ולחזות מראש את נפילתן (ראה, למשל, [1968] Altman ו-[1980] Ohlson). לצד המחבר האינטנסיבי בכל הקשור לניבוי מצבו משבר בפירמות, מעט מאוד נעשה בהבנת וניתוח הגורמים העשויים לטיען בחיזוי האופן בו צפוי להתנהל תהליך ההסדר במשבר לכזו יתרחש, וכיידן הוא צפוי להסתiens. הספרות בנושאים חשובים אלה היא דלה, יחסית, וכוללת מספר מחקרים העוסקים בבחינת הקשר בין יכולת החברה להגיע להסדר עם נושא לסייע הבראה (ראה [1991] Bolton and Scharfstein ,Flagg, Giroux and Wiggins [1991]).

תהליך החתמוודדות של הפירמה בזירה המשפטית עם הקשיים אליהם נקלעה יכול לבוש מגוון של צורות משפטיות בעלות השכלות כלכליות שונות. בפרט, ניתן להבחין בשתי אפשרויות עיקריות לתוצאות ההליכים המשפטיים בהם מעורבת פירמה אשר נקלעה לקשדים: הראשונה, אפשרויות אשר מסיימת את אופן ההתנהלות השוטף של הפירמה, בין אם בדרך של פירוק על ידי מפרק הממונה על ידי בית המשפט ונכנס לנעלי בעלי המניות במטרה למש את נכסיו הפירמה, ובין אם בדרך של כינוס נכסים שימושו מינוי כונס הנכנס בנעלי נושא אשר הינו בעל שעבוד מבטח (סיום מסוג ראשון). השנייה, אפשרויות הגעה להסדר נושאים המאפשר המשך פעילותה הרגילה של החברה, לרוב משולב עם תוכנית הבראה (סיום מסוג שני).

מעניין לבחון מהם הגורמים המשפיעים על אפשרות ההגעה לתוצאה מהסוג הראשון לעומת אפשרות ההגעה לתוצאה מהסוג השני. מטבע הדברים, המאפיינות הינה מורכבת ולעתים תהיה התוצאה תוצר של תמהיל גורמים שונים. עם זאת, ניתן להבחין בגורם משמעותי בעל יכולת השפעה רבה מאוד על אופי התהליך ואפשרות החלטתו והוא מאפייני נושאי החברה. זאת, היות ובמספרית המקרים הגוף אשר יבקש לקבל סעד הינים הגוף שלהם אינטראיס כלכלי בחברה כבעל חוב, ומכך חשיבותם בעיצוב התהליך ובתוצאותיו. על כן, עניינינו במחקר זה הינו בחינת הקשר בין הרכב החוב של החברה ערבית תחילת ההליכים המשפטיים לבין תוצאה סיום ההליך-האם סיום מסוג ראשון או סיום מסוג שני.

הנושאים נבדלים זה מזו במאפייניהם, החל מאופי הקשר שלהם עם החברה, היקף חוב החברהclfיפיהם, איთנותם הפיננסית ועוד. עם זאת, ניתן להבחין בשני סוגים נוספים עיקריים המלווים את החברה והמבדילים את מאפייני חוב החברהclfיפיהם: האחד, נושאים להם החברה חובה

פיננסי, משמע, חוב הנובע מאמצעי מימון שקיבלה החברה מגורמים מממנים שונים (לרוב בnikim, רוכשי אגרות חוב שהנפיקה החברה ולעתים גופים אחרים כגון מדינת ישראל). השני, נושם להם חברה החברה חוב תעולי, דהיינו, חוב הנובע מהפעולות השוטפות של הפirma אשר חברה להם תשלום בגין שירותים או מוצרים שישיפקו לה.

חלוקת ראשונית זו מעלה מאפיין נוסף המבדיל בין חובות הנושם והאינטראיסים שלהם - הבדיקה בין חוב אשר הינו חוב מובטח (בכל אמצעי שהוא) לבין חוב שאין מובטח. כמובן שבלי הבדיקות המובטחים נמצאים בעמדת סיכון נמוכה יותר וצפוי שהדבר ישליך על תהליך קבלת ההוצאות שלהם בכל הנוגע לעמדתם לגבי מצב החברה וכוננותם להגיע להסדר. מטבע הדברים, היהות ובמרבית המקרים בעלי החוב הפיננסי הינם גופים מתחכמים ומומנים הנוטים להבטיח את חובם, ישנה התאמה ברמה גבוהה, יחסית, בין סך החוב הפיננסי בחברות לבין סך החוב המובטח.

שני היבטים נוספים עניינו אותנו בהיבט ניתוח מאפייני חוב החברות: האחד, מספר הנושם הפיננסיים של החברה. יש לציין כי הכוונה אך ורק לגופים פיננסיים שישיפקו לחברת אשראי, משמע, בnikim או מוסדות פיננסיים אחרים (לעתים - קבלת הלואות מדינת ישראל). בעיקר עניין אותנו לבחון כיצד משפיע ריבוי נושם על יכולת החברה להגיע להסדר במידה והיא נקלעת לקשיים. היבט שני הינו בוחינת יחס פיננסי אשר נראה הרלוונטי ביותר לבחינת יציבותה של החברה אשר מהויה מעין "יחס שוטף" מותאם לנסיבות, כולל חלוקת הרכוש השוטף של החברה בסך ההתחייבויות שלה, הן לזמן הקצר והן לזמן הארוך, מתוך ראייה שבשלב זה כלל הנושם בוחנים את החברה כחברה העולה לסיסים פעילותה בזמן הקצר.

הספרות האקדמית העוסקת בליוי חברות בפרק עוסקת בבדיקה הקשר בין היבטים שונים הקשורים לאופן התנהלות החברה לבין סיכון להיקלעות לקשיים, כפי שנראה בפרק העוסק בספרות. כאמור לעיל, אנו זיהינו את הרכב החוב של החברה כבעל השפעה משמעותית על סיכון הצלחת החברה להגיע להסדר עם נושאיהם סיום פעילותה. לשם כך בחנו את הרכב החוב במספר היבטים, ביניהם יחס חוב פיננסי לחוב מובטח, מספר נושם פיננסיים ויחס הרכוש השוטף של החברה לסך ההתחייבויות. ההיבטים הללו נבחנו גם במחקרים דומים, וכפי שנראה בפרק הממצאים, חלקם נמצא השפעה בלתי מובהקת על התוצאה. עם זאת, נבחן היבט מרכזי וחdziיני נוספת, אשר טרם נבחן בספרות האקדמית בנושא זה - יחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי. היבט זה נמצא במחקרנו כבעל השפעה מובהקת על תוכאת התחליך. אנו סבורים כי היהות קבועות נושם המשתייכת לכל אחד מסווגי החובות הינה מאוד שונה מבחינת היקף הפעולות שלה, הפיזור, הניסיון העסקית, ומכאן גם יכולתה להשפיע על התחליך, הרי שיש להפרדה בין שתי הקבוצות הללו תרומה ממשית ליכולת הניתוח של הרכב החוב ובחינת הקשר ביניהם יכולת ההגעה להסדר. אם כך, החידוש במאמרנו ותרומתו בספרות הינם בבחינת גורם מנבא שטרם נבחן בעבר - יחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי.

לשם ביצוע המחקר נאסף מוגם הכולל שלושים ושלוש חברות ציב/orיות אשר נקלעו לבעיות שלן בהליכים משפטיים אשר החלו בשנת 2000 ואילך והסתיימו עד לחודש יוני 2006. החברות משתייכות לשולשה ענפי פעילות עיקריים: נדלין, השקעות ואחזקות, תעשייה ושירותים. החברות מתפלגות בין תעשיות אלה באופן כמעט שווה. לגבי כל אחת מהחברות נאסף מידע רב הן מהדיוקנים הציוריים באתר הדיווח של הבורסה והן מתקי בתי המשפט אשר התנהלו לאורך

תקופת התמודדות החברה עם הקשיים בזירה המשפטית. ניתוח הרכב החוב על פי המאפיינים שצינו לעיל ובחינת תוכאת הסיום אליה הגיעו כל אחת מהחברות, בין אם לסיום דרכה ובין אם להסדר, הביאו למספר ממצאים.

כאשר נבחנה מידת ההתאמה על פי ממד פירסון בין מאפייני החוב לבין הסיוכו להגעה להסדר, נמצא, כי ככלל המאפיינים היה מתאם שלילי בין היחס לבין הגעה להסדר, אך רק לשני מאפיינים נמצא יחס שלילי מובהק: האחד, היחס בין חוב פיננסי לחוב תעשייתי. השני, מספר נושאים פיננסיים. מכאן עולה כי מרכיב החוב הפיננסי הינו מרכיב משמעותי מודד בבחינת יכולת החברה להגיע להסדר. לאחר מכן בוחנו באמצעות שימוש ברגורסיה לוגיסטיות את שני הפרמטרים הללו אשר נמצאו בעלי מתאימים שלילי מובהק אל מול סיוכו ההגעה להסדר ומכאן, כי כאשר היחס בין חוב הפיננסי לתפעולי עולה ביחס אחד הדבר מפחית את סיוכו ההגעה להסדר בכ- 50%!
באשר למספר הנושאים הפיננסיים, נמצא כי כל תוספת של נושא אחד משמעה קיטון בסיווכו ההגעה להסדר בכ- 65%! (משמע, הסיוכו הנוכחי הינו כשליש מהסיוכו שהיה לו מספר הנושאים היה קטן באחד). על מנת לבצע תח- פילוח נוסף, בדקנו את מתאם פירסון בחברות תוך חלוקה לשולשות הענפים השונים להם הן משתיכות. התוצאות הראו כי בענף הנדלין התקיימו המאפיינים המצוינים לעיל באופן מובהק ביותר.

המצאים הללו מובילים למסקנה כי אכן ישנו קשר בין הרכב החוב ובחינת מאפייניו לבין סיוכו ההגעה לתוכאת סיום כזו או אחרת. בפרט, אנו רואים כי חשיבותו של החוב הפיננסי בחברה רבה מאוד, הן בבחינת מספר הנושאים הפיננסיים של החברה והן בבחינת היקף החוב הפיננסי לעומת
היקף החוב התפעולי של החברה. ככל, ניתן להסיק כי בחוב התפעולי יש מרכיב שוטף גדול יותר, ואילו החוב הפיננסי עלול להציג עליונותם תזרימיים להם נקלעה החברה אשר הביאו אותה לגידול בהיקף החוב הפיננסי, ומכאן המשיך כדור השlag להתגלל עד להגעתה לקשיים.

במחקר זה נרחב את הדיוון בסוגיות שהועלו לעיל. תחילת נסקר את הספרות הקיימות העוסקות בנושא ליווי חברות בפירוק. לאחר מכן נתאר בקצרה את אופי התהליך המשפטי אותו עברת חברת בפירוק. בפרק הבא נתאר את תהליכי בחירת המדים עליהם מותבסש מחקרנו זה וכן את שיטת המחקר בה עשו שימוש לשם ניתוח הנתונים. מיד לאחר מכן נדון בממצאים ובנסיבות הכלכלית. נסיים בסיכום המחקר ובניתוח המסקנות העולות לאורו.

מחקרים רבים דנים באפשרות לצפות פירוק חברות, בעיקר על ידי שימוש ביחסים פיננסיים כמנבאי פירוק. החוקר הראשון אשר עשה בכך שימוש היה (Beaver 1966), אשר זיהה שישו סוגים משתנים רלוונטיים לניבוי פירוק חברות. אלטמן שיפר ופיתח מודל זה כאשר פתח את מודל ה "Z-score" המפורט שלו, ולאחר מכן אף את מודל ה "Zeta" (Altman, 1968). מודלים אלה היו הבסיס למודלים ומתקנים רבים נוספים המתיחסים לסוגים שונים של חברות המאפשרים לנו לחזות פירוק (Ohlson 1980, Haleman & Narayanan 1977, Johnson and Melicher 1994, Seamen, Young and Baldwin 1990, Altman 1982, Keasey and Watson 1987) . הצעד הבא בתחום זה היה שימוש במשתנים לא-פיננסיים כסימנים המשפרים את יכולתנו לחזות את פירוק החברות (Flagg, Giroux and Wiggins 1991, Wu 2004).

במהלך סקירת מחקר מגוון ההיבטים לאפשרות תחזית הפירוק, נמצא כי מעניין לבחון היבטים רבים הנוגעים לתהליך עצמו. היבט חשוב אחד הנוגע לתהליכי פירוק החברה משכו וארכו. משך זמן הפירוק הממוצע, כפי שצוין במספר מחקרים, הינו כשתים (Eberhart and Sweeney 1992) and Ang, Chua and McConnell (1982), Bris, Welch and Zhu (2006). תקופה זו יכולה להשתרך או להתקצר בשל גורמים שונים המשפיעים על כך כגון גודל החברה, מאפייני נכסים ספציפיים, מאפייני התעשייה אליה משתייכת החברה, מספר הנושאים המובטחים וככל-תהליך המשא ומתן (Mason 2005), Bris, Welch and Zhu (2006). אין ספק שבמקרים מסוימים מרכיבים יותר הכוללים מספר רב של נושאים האפשרות להסדר פיננסי ופירוק הינו נמוך יותר (Franks and Torous 1989, Moulton & Thomas 1993). לפיכך, התפתחות חדשה בנושא הנושא ל"הליך פירוק מסודרים מראש" אשר כוללים דיון בתוכנית רה-ארגון עם הנושאים העיקריים תחילת תהליכי הפירוק (Morgenstern and Rubin 1991). הлик זה מפחית את העליות ואת משך תהליכי הרה-ארגון, אך שומר על יתרונות ההליך המשפטי של פירוק החברה. הסכמת הנושאים לארגון מחדש של חוב החברה יכולה להפחית משמעותית, כמוון, את הסיכוי לפירוק ממשי (Flagg, Giroux and Wiggins 1991).

משך תהליכי הפירוק הינו משתנה חשוב בבחינת היבט נוסף של תהליכי הפירוק- העליות הכרוכות בו. ההנחה המקובלת היא שעליות תהליכי הפירוק מושפעות בראש ובראשונה משך זמן התהליכי (Thorburn 2000), Franks and Torous (1989), Mason (2005). המחקרים בנושא עוסקים בשני סוגים של עלויות פירוק: שירות ועקבות. עלויות שירות כוללות עלויות משפטיות וארגוניות, לרבות שכר עורכי דין ורואי חשבון, שכר טרחה לגופים מקצועיים נוספים, הערתת זמן

הנהלה המושקע בארגון והובלת התהליך וכן כל פיצוי או תשלום המשולם לנציגי כל קבוצת בעלי אינטרסים המהוות צד לתהליך. עלויות עיקיפות כוללות עלות מגוון רחוב של הזדמנויות בעלתி מנוצלות כגון אבדן מכירות וירידה בערך המלאי, אבדן רווחים, גידול בעליות תפעוליות הנובעים מגידול בתשלומיים לעובדים על מנת להשאים בפירמה, גידול בהיקף התשלומיים לטפקים, ירידה ברמת התחרותיות של החברה וכן הפגיעה באפשרות החברה לגייס הון על ידי קבלת אשראי או הנפקת ניירות ערך אלא בתנאים מחמירים.

החוקרים הראשונים בנושא שניסו למדוד את היקף עלויות הפירוק נעשו על ידי **Baxter (1967)** ו- **Van Horne (1976)**. החוקרים אלו עסקו בפירוק חברות קטנות יותר (ואף בפתרונות רגל של יחידים). היה זה **Warner (1977)**, מאוחר יותר, אשר במחקריו העוסק בחברות בענף מסילות הברזל מצא כי העליות היישירות הכרוכות בתהליך הפירוק נוטות להיות בעלות שיעור נמוך (5.3%) אחויזים) מעך החברה ולפיכך הסיק כי העליות היישירות הינה פחות משמעותיות. עוד הוא מצין כי בתהליך הפירוק כרכות קבועות משמעותיות (בענף זה של חברות מסילות הברזל) ועל כן היחס בין עלויות הפירוק לבין שווי השוק של החברה הולך וירוד ככל שעך החברה עולה. החוקרים רבים נוספים דנים בהיקף עלויות הפירוק מהיבטים שונים (**Ang, Chua and McConnell (1982)**, **Altman (1984)**, **Franks and Torous (1989)**, **Moulton & Thomas (1993)**, **Mason (2005)** and **Bris, Welch and Zhu (2006)**).
Guffey (1991) ו**Weiss (1990)** (and Moore (1991)) וכן היחס בין עלויות הפירוק לבין שערך החברה בספרים (**Haugen and Senbet (1978)**, **Altman (1984)**, **Miller (1977)**, **Alderson and Betker (1995)**, **Harris and Raviv (1990)**). בספרות האקדמית נחשב מבנה ההון של החברה כגורם משמעותי המשפיע על ההתנהגות העסקית של החברה וכן על החלטותיה הכלכליות, בעיקר בעיתות מצוקה (**Modigliani- Miller (1958, 1963)**, **Titman (1984)** , **Haugen and Senbet (1988)**, **D'aveni (1989)**).

סוף התהליך יכול להסתכם ב"הצלחה" אם החברה "שزادה", כלומר, השלימה את תהליך הרה-ארגון ומהסיכה לפועל, או ב"כשלון" אם החברה סיימה את פעילותה. מעניין לבחון متى בוחרת החברה ונושיה להתחיל בתהליכיים משפטיים לפירוק. לאחר ותהליך פירוק הינו יקר ומורכב סביר כי כל החברה רצינית עדיף להימנע מהתהליך זה או לדחותו ככל שניתן. אך אם פעולה זו הינה בלתי נמנעת, עדיף לפעול מיידית בנושא מאשר לדחות את הטיפול בו (**Moulton & Thomas (1993)**, **Kahneman and Tversky (1979)**). החוקרים מראים כי חברות אשר הגיעו מרצונם בקשה לפירוק היו בעלות סיכון טובים יותר "לשרוד" מאשר חברות אשר אולצו על ידי נושים להיכנס לתהליך הפירוק שלא מרצונן או אלו אשר ניסו להשווות את התהליך ((**Flynn and Farid (1991)**). בהיבט זה מעניין לבחון מהו ההליך המשפטי בו בוחרים החברה או נושיה להתחיל. (**Bris, Welch and Zhu (2006)** מציינים כי חברות להן היו מספר גבוהה של נושאים מובטחים נטו להליכי רה-ארגון מאשר להליכי פירוק. לעומת זאת, חברות בהן היה נושא

שהינו בנק, בעיקר כאשר היה בלתי מובטח, נטו לבחור תהליך פירוק על פני תהליך רה-ארגון. נמצא זה מתyiישב עם ההשקפה לפיה סביר יותר שכאשר ישנו גושא שהינו בנק, המראה נכונות להתאפשר, סביר יותר שהחברה תוכל לקיים דיוונים בשלב שלפני תהליך הפירוק לשם הגעה להסדר. מכאן, כי ללא ספק תפקיד הבנק כנושא הינו קריטי בקביעת סיכון תהליך ההיבשות (*Welch (1997), Alderson and Betker (1995), Asquith, Gertner and Scharfstein (1994), Brown, James and Mooradian (1993)*). מחקרים אלה עוסקים בשאלת מחקר דומה למחקרים זה בהיבט בחינת סיכון ההגעה להסדר ובחינת הגורמים המשפיעים על סיכויים אלה. עם זאת, כפי שנזכיר בהמשך, אנו בוחנים גורמים נוספים כגורם מנכאים אשר טרם נבחנו במחקריהם אלה.

כפי שעה מהאמור לעיל, אחד הגורמים העיקריים לשם בחינת הצלחת התהיליך הינו שיתוף פעולה בין הנושאים. על כן, בחנה הספרות האקדמית מספר היבטים אשר געו למאפייני קבוצת הנושאים והשפעתם על התהיליך המשפטי אליו נקלעות החברות ויכולתן להגעה להסדר.

מחקרים רבים עוסקו בבחינת הקידימות בנשייה והשפעתו על התנהלות הנושאים. כלל ה APR (Absolute Priority Rule) מוגדר בספרות "כל קידימות הנשייה הקבוע כי ערך החברה בפירוק יחולק תחילה לנושאים המוביילים, ורק לאחר שאלו מקבלים את חלקם תחולק היתורה לנושאים הזוטרים, ורק לאחר שהללו יקבלו את מלא חלקם תיוצר היתורה לבני המניות" (*Eberhart (1990), Moore and Roenfeldt (1983)*). *White* מסביר כי כלל הקידימות בנשייה מעניק עדיפות תחילה לעליות הפירוק, לאחר מכן למסים, שכר דירה ומשכורות עובדים, ולאחר מכן חלוקה לנושאים ובסיום לבני החון. בעיתת הרה- ארגון של חוב הבינה בעיה המעסיקה גופים רבים. אחד הפתרונות המוצעים הינו פתרון שהוצע על ידי ה International Monetary Fund – IMF כ "מנגנון לרה- ארגון חובות" (*Bolton and Skeel (2004)*). למروת כלל הקידימות בנשייה יתכו מקרים בהם נושים יבחרו להפר את סדר הקידימות על מנת להימנע מפירוק החברה (*White (1983), Eberhart and Weiss (1998), Franks and Torous (1989), Barclay and Weiss (1995), Bris, Welch and Zhu (2006)*). *Smith (1990)* מצין כי אי הקפדה על סדר הקידימות בנשייה בעת פירוק עלול להשפיע על מחיר החון של החברה וכן על מבנה החון שלו. במאמר אחר, *Bris, Welch and Zhu (2006)* דנים בהשפעת סדר הקידימות בנשייה על התהיליך המשפטי בו חברות נוטות לבחור- פירוק או רה- ארגון.

מאפיין נוסף אשר נבחן ביחס לקבוצות השונות היה פיזור הנושאים, ובאופן יותר מוקד-בחינת מספר הנושאים עימם נאלצת החברה להגעה להסדר. (*Bolton and Scharfstein (1996)*) מצינים כי אמם קבלת אשראי ממגוון נושאים מאפשרת גמישות ניהולית, אך הדבר עלול להקטין את האפשרות להגעה להסדר יעיל בעיות מסוימת. לדבריהם, לחברות בעלות משאבי אשראי מוגבלים עדיף ללוות מנוסה אחד אשר רק לו יניתן בטחוון, וכדי לאMESS כליל הצבעה המאפשרים מימוש נכס או ביצוע רה- ארגון בחוב החברה. לעומת זאת, עבור חברות עם משאבי אשראי מגוונים עדיף מבנה חוב הכלול מגוון נושאים המספקים אשראי, כולל מתן בטחונאות שוות לכולם. כן, עדיף להו

לאמצ' כללי הצבעה המאפשרים לנושאים מסוימים למגוון מימוש נכסים. בשאלת עדיפות החוב הציבורי מול החוב הפרטי נטען במודל של Bolton and Scharfstein כי חברות להן משאבי אשראי נמוכים, חברות הפעולות בתעשייה שתאינם נוטות למחוזריות קבועה ו לחברות בעלות נכסים בעלי אופי משלים יטו לקבלת אשראי פרטני מבנקים. לעומת זאת, חברות בעלי מאפיינים הפוכים יטו לקבלת אשראי ציבורי. יש לציין, כי הנחת הcotabtions הייתה כי אשראי מבנק ניתן במספר מצומצם של גופים וכי אשראי ציבורי מתקיים מספר רב של משליכים.

לאור חשיבות מאפייני הנושאים בתהליך הפירוק, השפעתם המכרעת על משך התהילה והעלויות הכרוכות בו, וכן השפעתם על התוצאה הסופית וסיכוי ההצלחה של החברה להציג להסדר, בחרנו להתרכז במחקרינו בבחינת הרכב החוב והשפעתו על אפשרות ההגעה לתוצאה סופית אשר הינה "הצלחה", משמע, הגעת החברה להסדר, או "כשלון" שהינו כל מצב אחר אשר אינו הגיע להסדר. בבחינת הרכב החוב תיאחסו גורמים מנכאים אשר נבחנו במחקרדים דומים שצינו לעיל, מספר הנושאים הפיננסיים, והיחס בין הנושאים המובטחים לבין הנושאים שאינם מובטחים. עם זאת, תיאחסו לשני גורמים מנכאים נוספים - היחס בין סך החוב התפעולי של החברה לבין סך החוב הפיננסי וכן ליחס בין רכוש השוטף של החברה לכל חובהיה.

חוק החברות ופקודת החברות עוסקים במספר הילכים בהם ניתן לפתח במקרה של חברת אשר נקלעה לקשיים. ההסדרים המשפטיים במקרים הללו עוסקים בשני מצבים עיקריים להם נקלעת חברת :

האפיק הראשון הינו אפיק הגנטי אשר הינו פוגעני פחות כלפי החברה שכן מטרתו לאפשר לחברת להתגונן ולהגיע להסדר אשר יאפשר את המשך פעילותה הסדירה. במקרה זה, נזקמת החברה להגשת בקשה להקפת הליכים ו/או בקשה להסדר נושים. נושאים אלו נדונים בסעיף 350 לחוק החברות.

350. סמכות לפשרה או הסדר

(א) הוציאו פשרה או הסדר בין חברה לבין נשיה או בעלי מנויותיה, או בין חברה לבין סוג פלוני שביהם, רשאי בית המשפט, על פי בקשה של החברה, של נשיה או של בעל מניה, או של פרק אם החברה היא בפרק, להורות על כינוס אסיפה שלאותם נושים או בעלי מנויות, לפי העניין, בדרך שיורה בית המשפט.

(ב) בית המשפט שהוגשה לו בקשה לפשרה או להסדר כאמור בסעיף קטן (א) (בפרק זה - התכנית), רשאי, אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לשׂיע לגבישה או לאישורה של תכנית שמרתת להברה את ההברה, לתת צו, לפיו, במשרתקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, לא ניתן יהיה להמיר או לפתח בשום הילך נגד החברה, אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע (בפרק זה - צו הקפת הליכים).

(ג) צו הקפת הליכים יכול שיינתן במעמד המבקש בלבד, אם שוכנע בית המשפט כי בסיבות העניין מצרכות זאת, ובבלבד שהודעה על מתן צו הקפת הליכים תפורסם ברבים ותימסר לכל מי שעשי להפגע ממנו, הכל כפי שיורה בית המשפט.

(ד) מי שנפגע מצו הקפת הליכים, שניתן במעמד המבקש בלבד, רשאי לפנות לבית המשפט שניתן אותו בבקשת לבטול; בית המשפט ידוון בבקשת לביטול אם הוגש כללה, במועד אחד שיקבע ובלבד שהדין יער בთוך שלושים ימים מיום מתן הצו כאמור.

(ה) בית המשפט רשאי, מטעמים מיוחדים שיירשמו, לדון בבקשת נשיה לביטול צו הקפת הליכים גם אם חלף המועד הקבוע בסעיף קטן (ד), אם שוכנע שמיום שניתן צו הקפת הליכים חל שינוי משמעותי בנסיבות, העולל לגרום לפגיעה מהותית של הנשיה.

(ו) ניתן צו הקפת הליכים, היתר בית המשפט -

(1) לבקשת נשיה מובטח - למשנס נכס המשועבד לו;

(2) לבקשת נשיה שהוא בעל שעבוד צפ - לגבשו;

(3) לבקשת נשיה שהוא בעל שעבוד צפ שגובש - למשנס אחד או יותר כאמור;

והכל אם נכון כי לא הובטה הגנה הולמת לצמיתות של הנשיה בנכסי, או כי אין בימוש השעבוד או בגיבוש השעבוד הצפ, כדי לפגוע באפשרות לגבות ולאשר את התכנית.

(ז) התקופה שבה הוקפו הליכים לפי סעיף זה לא תבוא מזמן התקופות הקבועות לפי פקודת החברות ככל שהקפת הליכים נוגעת להן, או מזמן התקופות הקבועות לפי חוק הרת"שנות, התשי"ח 1958-1959, אלא אם כן הוראה בית המשפט אחרת.

(ח) בסעיפים קטנים (ב) עד (ז), "הילך" - לרבות הילך לפי חוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז 1967-, אך למעט הילך שביצעו הושלם עבר מתן הצו אף אם טרם והערו הכספיים שנתקבלו בשל.

(ט) אם באסיפה כאמור בסעיף קטן (א) הסכימו לפשרה או להסדר רב מספרם של הנוכחים והמצביעים שבידם יחד שלושה רביעים של הערך המיצג בהצבעה, ובית המשפט אישר את הפשרה או ההסדר, הרי הם מהיבאים את החברה ואת כל הנושאים או בעלי המניות או הסוג שבהם, לפי העניין, ואם היא בפרק - את המפרק וכל משותף.

(י) צו שניתן לפי סעיף קטן (ב) לא יהיה לו תוקף לפני שהוגש לרשות העתקה מאושר שלו; העתק הatz יוצרף לכל עותק של תקנון החברה שיצא לאחר מתן הatz, ואם אין לחברת תקנון - לכל עותק של מסמך של פוי התאגדה החברה ועל פיו היא פועלת, שיוציא כאמור.

(יא) לענין סעיף זה-

"חברה" - כל חברת הנינטען לפירוק לפי פקודת החברות;

"הסדר" - לרבות ארגון מחדש המניות בדרך של איחוד מניות מסוימים שונים או בדרך של חלוקת מניות לסוגים שונים, או בשתי הדרכים אחת.

(יב) השר רשאי לקבוע הוראות לענין ביצוע סעיף זה, לרבות לענין תביעות חוב וכינוס אסיפות.

מטרת הבקשה להקפתת הליכים הינה להציג תוכנית הבראה מוצעת, כאשר הлик הקפתת הליכים מוגבל לתשעה חודשים. במקרה של הקפתת הליכים תפקידו של הנאמן הינו לנHAL תוכנית הבראה והסדר נושים ולאפשר את שיקום החברה. ההנחה היא שמטורת הסדר הנושים, בין אם מוגש בקשה כבר בתחילת הлик ובין אםמושג במהלך תקופה הקפתת הליכים, הינה שיקום החברה.

האפיק השני הינו אפיק "התקפי" יותר כלפי החברה, הכלול בקשה לכינוס נכסים או פירוק החברה. במקרה זה, מדובר בהליך משפטי אשר תחילתו בבקשתה שהוגשה על ידי גורם המעווניין בסיום פעילותה של החברה כפי שהיא במועד זה, או בהתערבות ממשית של גורם שלישי לשם השגת מטרה כלשהי. יוזם התהליך יכול להיות נושא, בעל מניות או כל גורם אחר. אפיק זה מאפשר שתי גישות מרכזיות לסיום התנהלותה הסידירה של החברה - כינוס נכסים ופירוק. הבחירה בין שתי האפשרויות הינה פועל יוצא של זהות הגורם המבקש והמטרה לשמה נדרש לתהילך.

האפשרות הראשונה הינה הגשת בקשה לכינוס נכסים מכוח סעיף 53 לחוק הווצאה לפועל. תפקידו של כונס הנכסים הוא למכור נכס שהוא משובץ לנושא בעל שעבוד וזאת לשם פרעון חובות החברה. במקביל להליך הכספי יכולה החברה להמשיך לפעול כרגיל, אך כמובן, מדובר בהליך פוגעני מאוד כלפי החברה אשר למעשה מביא לשינוי מהותי בחתנהלותה.

האפשרות השנייה, מואידן, הינה להגיש בקשה לפירוק החברה. במקרה זה, יהיה תפקידו של המפרק לקבל את השיליטה בחברה לשם פירוקה וחיסולה. הדין החל בענייני פירוק הינו הוראות פקודת החברות, ובית המשפט המוסמך לפרק חברה הוא בית המשפט המחויז אשר באיזור שיפוטו מצוי משרד הרשות של החברה או מקום עסקיה העיקרי. במידה ונעתר בבית המשפט לבקשת הפירוק, יקבע מועד תחילת הפירוק ליום בו הוגשה בקשה הפירוק לבית המשפט. לאחר הגשת בקשה הפירוק ולפני מתן צו הפירוק רשאי בית המשפט למונת מפרק זמני לחברה, וזאת על בקשה אחד מהצדדים. למעשה, עם מתן צו הפירוק על ידי בית המשפט מפסיקת החברה לפעול, אלא לשם פירוקה הייעיל. עם מתן צו הפירוק או מינוי מפרק זמני מעוכבים כל הליכים במסגרת החליך המשפטיים נגד החברה, למעט תביעות נשים מوطחמים ולמעט הליכים פליליים. במסגרת החליך

ידרש כל צד הטוען לקבלת פירעון מקופת הפירוק להוכיח כי הינו נושא מובטח או אם איינו מובטח, יהיה עליו להגיש הוכחת חוב למפרק.

צד הפונה לבית המשפט לשם תחילת ההליכים המשפטיים בוחר באפיק בו הוא מעוניין. כמובן, בהמשך הדרך ייתכן שהחברה תסימן את התהיליך המשפטי בתוצאה שונה מזו שהתקבשה בתחילתו וזאת בהתאם להפתחויות החל ממועד הגשת התביעה לבית המשפט.

אנו התקדנו במחקרנו בבחינת תוצאות הסיום בלבד אשר אותה סיוגנו כ"הצלחה" במקרה בו החברה הגיעה להסדר עם נושאיה, או "כשלון" אשר הינו כל מצב אחר אשר אינו הגיע להסדר.

שלב עיקרי בבחינת הנתונים שנאספו הינו שלב השימוש ברגסיה לוגיסטיית לבדיקת הקשר בין כל פרמטר לבין תוצאות הסיום. לאור העובדה שאלת המחקר התמקדה בבחינת הגורמים המשפיעים על יכולת ההגעה של החברות להסדר הרוי שתוצאה הרגסיה הינה אפס (אי הגעה להסדר) או אחת (הגעה להסדר), משמע, משתנה תלוי דיקוטומי. במקרה שכזה, הרגסיה המתאימה לשימוש הינה רגסיה לוגיסטיית (לעומת שימוש ברגסיה ליניארית במקרים בהם מדובר במשתנה רצף).

בדיקות מוקדמות אשר השמיטו ערכיהם קיצוניים בכל אחד מהפרמטרים וכן בחינת כל פרמטר על ידי שימוש במתאמי פירסון עליה כי רק שני פרמטרים נמצאו מובהקים: האחד,יחס חוב פיננסי לתפעולי, השני, מספר הנושאים. לאור כך, התמקדנו בהערכת הרגסיות בשני הפרמטרים הללו. אנו הנחנו כי משקלו של החוב הפיננסי והרכבו (לרובות מספר הנושאים המרכיבים אותו) יהוו מרכיב משמעותי ביותר ביכולת ההגעה להסדר, ועל כן סבבנו כי ככל שמרכיב החוב הפיננסי יהיה משמעותי יותר לעומת מרכיב החוב התפעולי, וככל שהוא יורכב מספר נושאים גבוה יותר, כך יקטן הסיכון להגעה להסדר.

המשתנים במשוואות הרגסיה כוללו:
משתנה מוסבר- הגעה או אי הגעה להסדר
משתנים מסבירים-

1. הפרמטר העיקרי הנבחן במשוואה – יחס חוב פיננסי לתפעולי או מספר נושאים
2. המשתנה שהוסף למטרות פיקוח ובקורה – גודל חברה. מדובר במשתנה המתייחס לשווי השוק של החברה, וזאת על מנת לבחון באופן בלתי מוג有条件的 השפעת כל פרמטר על הסיכון להגעה להסדר.

לפיכך, הורצנו שתי משוואות רגסיה:
המשוואה הראשונה-

$$\text{Log Y} = b_0 + b_1 * \text{RATIO} + b_2 * \text{SIZE} + \epsilon$$

$$b_0 = \text{קבוע}$$

$$\text{המשוואה המוסבר, סיכון ההגעה להסדר} = Y$$

$$\text{מקדס ליחס חוב תעופלי לפיננסי} = b_1$$

$$\text{יחס חוב פיננסי לתפעולי} = \text{RATIO}$$

$$\text{מקדס לגודל חברה} = b_2$$

$$\text{גודל חברה} = \text{SIZE}$$

$$\text{ר'עש} = \epsilon$$

המשוואת השניה-

$$\text{Log } Y = b_0 + b_1 * \text{CREDIT} + b_2 * \text{SIZE} + \epsilon$$

b_0 = קבוע

$\text{Log } Y$ המשטנה המוסף, סיכוי ההגעה להסדר =

b_1 = מקדם ליחס חוב תעשייתי פיננסי

CREDIT = מספר נושאים

b_2 = מקדם לגודל חברה

SIZE = גודל חברה

ϵ = רעש

.6.1.2 תוצאות הרצת הרגרסיה מוצגות בפרק

5.1 אופן בחירות המודגָם

לצורך בוחינת שאלת המחקר נזקקנו לניטונים אודות הרכב החוב של חברות אשר נקלעו למצוקה, ואשר תhalbיך החתמו דודות שלחן עם הקשיים בהם נקלעו הסטיים. באופן טבעי, החברות עליהן ניתנן המידע הרוב ביוטר הפتوוח לעיון הציבור הין חברות ציבוריות. משום כך, נבחר מדגם חברות הכלל שלושים ושלוש חברות נסחרות נבורסה לניירונות ערך בתל אביב אשר נקלעו למצוקה. איתור חברות התבכע על ידי חיפוש באתר "מאיה" (אתר הכלל את דיווחי חברות הנסחרות נבורסה בתל-אביב) באמצעות שימוש במילוט מפתח הננותן אינדיקציה להליך משפטית המעיד על מצוקת החברה. הליך משפטית זה יכול היה להיות הליך בו פתחה החברה (בקשה להסדר נושים, הקפתת הליכים או בקשה משולבת) או הליך בו פתח כל גורם אחר, נושא או בעל מנויות, הכלול בקשה לכינוס נכסים או לפירוק. לשם הבטחת דגימה אובייקטיבית נכללו במדגם רק חברות ציבוריות, להן ניתן היה לעשות סינוון אחד על פי מילוט המפתח. חברות אשר נכללו במדגם היו חברות אשר ההליכים המשפטיים בהן היו מעורבות החלו לאחר ה- 1 בינואר 2005 (המועד בו החלו בהעלאת הדיווחים האלקטרוניים לאתר הדיווח) והסתמכו לא יאוחר מ- 30 בינואר 2006. זאת, כדי להבטיח שיש באפשרותנו לנחל מעקב אחר מלאה התהליך, מתחילה עד סוףו.

המידע אודות מצבם הכספי של חברות ופרטי ההליכים המשפטיים בהם הן מעורבות נבע משני אפיקים: הראשון, דיווחי והודעות חברות כפי שפורסםם באתר הדיווח האלקטרוני של "מאיה". מאחר וכל חברות הין ציבוריות ניתנן היה לאיתר את הדוחות הכספיים, הודעות בדבר ההליכים המשפטיים, שיינויים שאירעו בחברות עקב אותן הליכים משפטיים ועוד. השני, עיון בתיקי חברות אשר נוהלו בבית המשפט ברוחבי הארץ. סמכות הדיוון במרקמים של פירוקים נתונה לבתי המשפט המחויזים בארץ. לאחר בחירת מוגם חברות זיהינו את פרטי ההליך המשפטי ומספרו ופנינו לבית המשפט המחויז בו התנהלה התקיק לשם קבלת מידע. בישראל, נכון למועד ביצוע המחקר, היו קיימים חמישה בתים משפט מחוויזים. לשם עיון בתיקי בית המשפט קיבלנו יותר לעיון מהנהלת בתים המשפט בהתחייבו שלא לכלול במחקר כל פרטי מזהים אודות חברות ספציפיות, אלא רק כמכלול. העיון בתיקי בית המשפט אפשר לנו לקבל מידע עדכני ומוסמך אודות מצב חברות בתחילת התהליך ולאורכו. המידע אשר נאסף אודות שלושים ושלוש חברות עובד לכדי מאגר מידע המהווה בסיס הנתונים למחקר זה.

הזרות המעניינת מבחינתנו הייתה בוחנת הרכב החוב בנקודת הזמן של תחילת ההליכים המשפטיים, ובפרט, מה היה הרכב החוב ביום תחילת ההליכים המשפטיים. בוחנת הרכב החוב נעשתה על ידי שימוש בכמה פרמטרים:

הראשון, בוחנת היחס בין החוב הפיננסי לחוב התפעולי. חוב פיננסי, במחקרנו, מתאפיין בכל חוב הנובע מפעולות מימון של החברה כגון: אשראי מבנקים, אשראי מכל מקור פיננסי אחר (לרובות מדינת ישראל) והענקת אגרות חוב. חוב תעופולי, לעומתו, כולל כל סוג התחייבות אחרת של

החברה כלפי גורם שלישי (כגון ספקים, עובדים וזכאים אחרים) הנובעת מהפעולות התפעולית של הפirma.

השני, בחינת היחס בין החוב המובטח של החברה לבין החוב הבלתי מובטח. במרבית המקרים היו אלה בעלי החוב הפיננסי אשר היו בעלי הבדיקות ואלו בעלי החוב התפעולי היו לרוב בלתי מובטחים, פרט לקידימות נשיה על פי החוק (המגנה על שכר עובדים לתקופה מסוימת, תשלום שכר דירה, מסים ועוד). מרבית המידע אודות חלוקת החוב המובטח לעומת החוב הלא מובטח נבעה מהמידע הכלול בתיקי המשפט. במקרים מסוימים בהם היה מדובר בהליכים שהחלו על ידי צד שלישי אשר בקש כניסה נכסים או פירוק לא היה מספיק מידע אודות החלוקה המדויקת בהיבט זה ועל כן נסמכנו על דיווחי החברה בדוח הכספי האחרון שפורסםטרם תחילת ההליכים המשפטיים. אז, ניתוח היחס בוצע על סמך שילוב בין המידע הכספי לבין המידע אשר ניתן היה למצוא בתיק המשפטי.

השלישי היה בחינת מספר הנושאים הפיננסיים שהיו לחברה נכון למועד תחילת ההליכים המשפטיים. נושא פיננסי הוגדר ככל מוסד פיננסי אשר סיפק אשראי לחברת. לרובה, מדובר בנקקים ובמרקמים ספורים- גם מדינת ישראל. המידע אודות מספר הנושאים הפיננסיים נבע לרובה מהמידע הכלול בתיקים המשפטיים. במקרים ספורים בהם לא היה ציון מדויק בתיק המשפטי נעשתה הנחה על סמך המידע הכלול בדוח הכספי במשולב עם המידע הכלול בתיק המשפטי.

הפרטורי הרביעי שנבחן היה יחס הרכוש השוטף של החברה לסך חובותיה. יחס פיננסי זה הינו יחס המותאם לאופן בחינת הנושאים את החברה בנקודת הזמן בה היא נקלעה לקשהים וזאת משום שהנושאים בוחנים את יציבותה של החברה בטוחה הקצר לעומת סך התחייבותם לפיהם, בין אם בזמן הקצר ובין אם בזמן הארוך.

היבט נוסף שנבחן היה שווי השוק של החברה בעת הכנסתה להליך המשפטי. שווי השוק הינו פרטורי אשר בעיקרו נועד להיבחן יחד עם כל אחד מהפרטורים האחרים וזאת לשם מניעת הטיטת התוצאות כתלות בגודל החברה.

במסגרת מחקרנו ביצעוו מספר שלבי בדיקה:

1. בחינת מאפייני המדגם- לשם בחינת מאפייני המדגם ביצעוו שתי בדיקות עיקריות: האחת, פילוח על פי ענפי פעילות, השנייה, השמתה ערכיים קיצוניים. בתחילת, פילחנו את המדגם לשולשה ענפים עיקריים להם השתוו החברות שנדרמו. פילוח זה נועד להוכיח אינדיקציה לגבי הטיתת המדגם לענף זה או אחר. מאוחר יותר, שימוש פילוח זה לבחינת הפרטורים אשר נבחנו על כלל המדגם על קבוצת חברות המשתוות לאוטו ענף כדי לבדוק את מובהקותם הפרטורים כתלות בענף לו משתויכת החברה. לאחר מכן, ביקשנו לה>Showcase את הערכיים הקיצוניים בכל פרטורי אשר עלולים להטעות ולעוזת את התוצאות המתתקבלות. מפאת גודלו המוגזם של המדגם נעשתה השמתה הערכיים הקיצוניים על ידי שימוש בתרשימי plot -Box. הערכיים הקיצוניים אשר חרגו מהגבולות החיצוניים של התיבה הושמו.

2. בחינת הפרטורים הנבחנים- סקרוו את התפלגות הפרטורים אותם התכוונו לבחון. את התפלגות הפרטורים בוחנו על ידי שימוש בבדיקה הממוצע, החציון, סטיית התקן, התוחם הבין רבוני ושימוש במבחן S-K לשם בדיקת נורמליות הנתונים. המטרה הייתה לאfineי פרטורים אלה

- ולבחון הימצאות קשרים בין עצם ובין האם התפלגותם נורמלית כדי להחליט מהם המבחןים הסטטיסטיים בהם נעשה שימוש.
3. בדיקת הקשר בין הפרמטרים בין הגעה להסדר- הנתונים במחקרנו הינם נתונים מספריים כלליים ועל כן לשם בחינת הקשר בין הפרמטרים בין הגעה להסדר עשו שימוש בהתאם פירסון. מטרת הבדיקה הייתה לבדוק את סוג הקשר בין הפרמטר לבין התוצאה (האם קשר שלילי או חיובי) וכן את מובהקותו.
4. שימוש ברגression לוגיסטי לבחינת הקשר בין כל פרמטר לבין תוצאה הסיום- ביקשנו לבחון השפעת כל פרמטר על האפשרות להגיע לתוצאה סיום מסוימת ("הסדר" או "אי הסדר"). היהו ובדיקות הקודמות נמצאו רק שני פרמטרים מובהקים, התמקדו בהם בחלוקת הרמת הרגשות.
5. בחינת הקשר בין הפרמטרים בין הגעה להסדר בפילוח לפי ענף – לשם בדיקת השפעת הענף למשתיכות החברות על הקשר בין הפרמטרים לבין תוצאה הסיום בחנו את מתאמי פירסון לכל קבוצת חברות בנפרד. מכיוון שבתחילה זיהינו שלושה ענפים עיקריים בחנו, למעשה, את המאפיינים לכל אחת שלוש הקבוצות בנפרד.

5.2 מאפייני המדגם

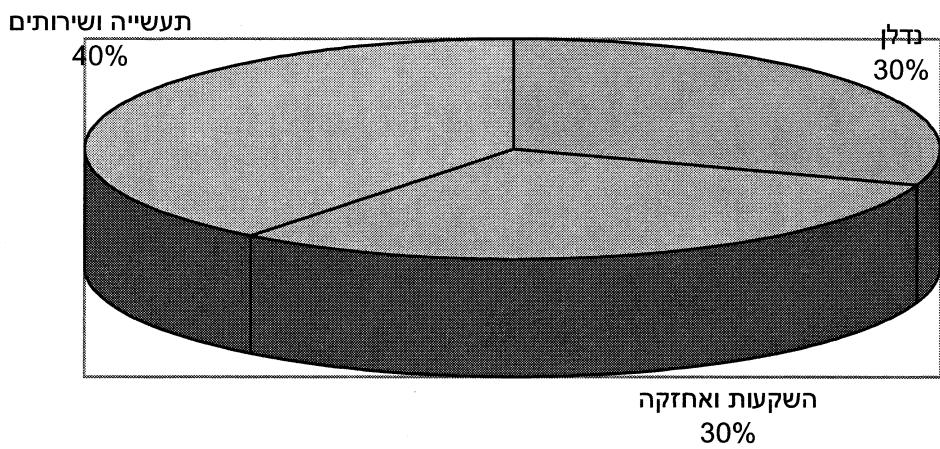
5.2.1 פילוח חברות על פי המשתייכות לענפי פעילות

המחקר כלל שלושים ושלוש חברות ציבוריות המשתייכות לענפים שונים, אשר הבולטים שבהם הם נדל"ן (30%), השקעות ואחזקות (30%) ותעשייה ושירותים (39%). התפלגות הענפים מוצגת בלוח 1 ובתרשים להלן. ההתפלגות מציגה את חלוקת חברות בין שלושת הענפים המרכזיים, וכן את תת- החלוקה של חברות המשתייכות לענף התעשיית והשירותים.

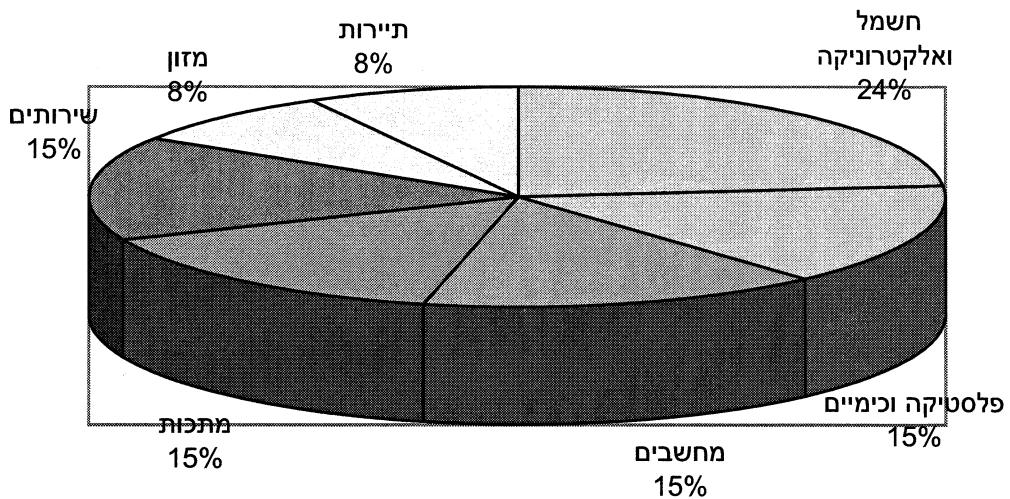
ЛОח 1

התפלגות הענפים השונים

ענף	শכיחות	শכיחות יחסית
ndl'in	10	30%
השקעה ואחזקה/ כספים	10	30%
ס"כ תעשייה ושירותים	13	39%
חשמל ואלקטרונית	3	9%
פלסטיקה ומוצרים כימיים	2	6%
מחשבים	2	6%
מתכבות	2	6%
שירותים	2	6%
מזון	1	3%
תירויות	1	3%



תרשים 1: התפלגות הענפים הראשיים



תרשים 2: התפלגות ענף התעשייה והשירותים

5.2.2 השמota ערכim קיזוניים

לשם מניעת עיוות התוצאות והטייתן ביצעו בדיקה להימצאות ערכים קיזוניים בפרמטרים השונים אותם אנו בוחנים. השמota ערכim קיזוניים מפרמטרים אלו נעשתה באמצעות בדיקת תרשימי Box-plot והشمota ערכim קיזוניים הנמצאים מחוץ לגבולות החיזוניים של התיבה¹ (ראה **בגשוף א'** תרשימים לפני ואחרי השמota ערכim קיזוניים במדדים הללו).

לוח 1 להלן מציג את ריכוז הנתונים לאחר השמota הערכim הקיזוניים כאשר מפורטים לכל פרמטר הפרטims הבאים: ממוצעים, ממוצעים ללא % 5 הערכim הקיזוניים וכן פירוט ערכim קיזוניים עבור מדדים בהם נמצא פערים בין שני סוגי הממוצעים (ממוצע רגיל וממוצע קטום 5% קיזוניים).

לוח 1

ממוצעים, ממוצעים ללא % 5 הערכim הקיזוניים וכן פירוט ערכim קיזוניים שהושמו עבור הפרמטרים השונים

		סטטיסטים						מדדים
		יחס פיננסיאלי	יחס חוב מובטח ללא מובטח	יחס חוב מובטח	יחס נושים פיננסיאליים	יחס רכוש שוטף לא	יחס רכוש גודל שוק	
25010.3	0.4	2.8	26.3	32.5				ממוצע
14923.0	0.4	2.8	4.3	10.0				ממוצע ללא % 5 ערכim קיזוניים
13 ,29 ,1	--	--	20 ,31 ,25	,28 ,12 ,25 31 ,9 ,13 ,5				תצלויות שהושמו

עבור שני הפרמטרים- יחס חוב פיננסיאלי ויחס חוב מובטח ללא מובטח נמצאו פערים גבויים בין שני סוגי הממוצעים, עדות להימצאות ערכim קיזוניים. הערים הללו נובעים מכז שבחריות מסוימות קיים מצב קיזון בו יחס החוב הפיננסיאלי לתפעולי הינו גבוה באופן חריג. מצב זה יכול להיגרם בעיקר בחברות השקעה בהן אין מדובר בחברות יצירניות ואז חלק החוב התפעולי הינו דל במיוחד.

כמו כן נמצא פער בין שני הממוצעים עבור גודל השוק של החברות. הדבר נובע מכז שהיו שלוש תצלויות שהיו חריגות בגודלו, ובעיקר מחברה אחת בה גודל השוק היה גבוהה משמעותית מיתר החברות במדגם.

¹ חישוב גבולות Z-score Box-plot נעשה כדלהלן:

גבולות התיבה המרכזית- אלו הם הרבעונים התחתון והעליון. גבולות חיזוניים- תחיליה יש להוציא את התוחום הבינרבוני* 1.5* לכל אחד מהربعונים (לרביעון העליון מושיפים, מהרביעון התחתון מושיפים). אלו ערכim תיארטים שלא בהכרח קיימים במדגם. בעת יש למצוא את ערכי המדגם הנתונים בתוך הגבולות התיארטים הללו והקרובים אליהם ביותר. אלה הגבולות החיזוניים.

5.3 בוחנת הפרמטרים

מכאן ואילך בוחנת הפרמטרים בוצעה רק על התכפיות אשר לא הושמו במסגרת בדיקתנו الأخيرة. נתוניים אודוות הסטטיסטייה התיאורית של פרמטרים אלו ניתן למצוא בלוח 2 להלן.

ЛОХ 2

התפלגות מדדי החוב השוניים וכן גודל החברה

מדדים סטטיסטיים החוובות	יחס שוטף לא מובטח לפעולי	יחס פיננסים מובטח לפעולי	יחס נשיים מספר חווב רcoxsh	יחס חווב רcoxsh	גודל החברה	מדדים סטטיסטיים החוובות
						פיננסי מובטח לא רcoxsh
						פיננסי מובטח לא רcoxsh
10627.5	0.41	2.76	3.45	3.62		ממוצע
6252.0	0.40	3.00	2.77	2.70		חץון
10614.1	0.28	1.39	2.71	2.83		ס. תקן
8178.8	0.48	3	4.62	5.17		תחום בין רבעוני
30	33	33	30	24		ד"ח לבחן S-K
0.27**	0.15*	0.24**	0.15	0.22**		בחן S-K לבדיקת נורמליות

* p<0.05 ** p<0.01

לגביו כל פרמטר בדקו מספר היבטים סטטיסטיים: ממוצע, חץון, סטיית תקן ותחום בין רבעוני. כמו כן, לשם אפיון התפלגות הפרמטר בדקו בדקו בדיקת S-K (kolmogorov smirnov) לשם בדיקה האם הפרמטר סוטה מההתפלגות הנורמלית, וזאת על מנת שנוכל להחליט אודות הבדיקות הסטטיסטיות שנערכו בהמשך.

ניתן לראות כי מדדי המרכז הן שליחס לחוב פיננסי לתפעולי והן שליחס לחוב מובטח ללא מובטח נעים סביב 3, מה שמצוין על כך שסכום החוב הפיננסי הינו גבוה פי שלושה ממוצע החוב התפעולי, או לחילופין, ממוצע החוב המובטח גבוה פי שלושה ממוצע החוב הלא מובטח. הדמיון בערכיהם בין שני הפרמטרים יחס לחוב פיננסי לתפעולי ויחס לחוב מובטח ללא מובטח אינו בכדי, שכן במרבית המקרים החוב המובטח של החברה כולל את מרבית החוב הפיננסי או את כולם, ומכאן ההתאמאה הגבוהה בין שני הפרמטרים. המשמעות היא שסכום סך החוב המוצע של חברותות כ 75% הינו לחוב פיננסי, וכן כ- 75% הינו לחוב מובטח.

אם נבחן את מדדי המרכז של מספר הנושאים נמצאו כי הם נעים סביב 3, ממש, בממוצע לכל חברת יש שלושה נושאים פיננסיים (בדרך כלל- שלושה בנקים).

ערך מדדי המרכז שליחס רcoxsh שוטף לשך החובות הם 0.41-0.40, מה שמצוין על כך שקייםיחס נמוך, יחסית, בין סך הרcoxsh הנזיל של הפirma לבין סך התחייבותיה. הדבר מהוויה אינדיקציה נוספת לכך שהחברות היו מצויות בקשרי נזילות והגדילו את התחייבותיהם, ככל הנראה על מנת להתמודד עם הקשיים להם נקלעו.

ערכי מדדי המרכז של גודל החברות נעים בטווח רחב יחסית (בין 10627.5 – 6252.0), כיון שהושארו מספר ערכיים קיצוניים במדד זה. הסיבה לכך היא שמספר התכפיות החרייגות היה גבוהה (7 חריגים) ולא רצינו לאבד דרגות חופש ברגסיטיות הלוגיסטיות בהן עשינו שימוש בהמשך הניתנות, בהן משמש מדד גודל החברה כמשתנה פיקוח למדדי החוב השוניים בניבוי הגעה להסדר. על פי מבחן S-K נמצא כי רוב הפרמטרים אינם מותפלגים נורמלית למעט פרמטר יחס חוב מובטח לחוב שאינו מובטח.

5.4 בדיקת הקשר בין הפרמטרים לבין הגעה להסדר

לביקורת הקשר בין הפרמטרים השונים לבין הגעה להסדר חשובו מתאמי פירסון. המתאימים מוצגים בלוח 3 (סימני כוכביות מצינניים מובהקות סטטיסטית).

לוח 3

מתאמי פירסון (Point-biserial) לביקורת הקשר בין הפרמטרים לבין הגעה להסדר

המדד	הגעה להסדר
יחס חוב פיננסי לתפעולי	-0.37*
יחס חוב מובטח ללא מובטח	-0.22
מספר נושים פיננסיים	-0.32*
יחס רכוש שוטף לטק' החובות	-0.14
גודל החברה	-0.30†

, $p < 0.10$ †

$p < 0.01$ **, $p < 0.05$ *

לגביו שלושה פרמטרים נמצאו מתאימים שליליים מובהקים בין הגעה להסדר: יחס חוב פיננסי לתפעולי, מספר נושים פיננסיים וכן גודל החברה (מתאים שלילי נוטה למובהק, $k=0.051$). מההמצאים הללו עולה כי:

כל שיחס החוב הפיננסי לתפעולי הינו גבוה יותר כך פחות סיכון ההגעה להסדר. המשמעות היא כי למרכיב החוב הפיננסי משמעות רובה בהערכת סיכון ההגעה להסדר, ונראה כי ככל שהחברה נשענת יותר על פעילותה הפיננסית- מימונית לעומת היקף פעילותה התפעולית השופטת כך פחותה סיכון להגעה להסדר באם תיקלע לקלושים.

כל שמספר הנושים של החברה גדול כך פחותה סיכון ההגעה להסדר. מכיוון שלשם הגעה להסדר נדרש שיתוף פעולה בין הנושים, אך טבעי הוא, כי ריבוי נושים יקשה על אפשרות ההגעה להסכמה מפאת ריבוי האינטרסים המעורבים.

גודל החברה הינו פרמטר בו נעשה שימוש רק כמשתנה פיקוח, ועל כן אין מעניינו במחקר זה לבחון אותו כמשתנה משפיע בפני עצמו על סיכון ההגעה להסדר.

לגביו המתאימים השליליים שאינם מובהקים, יחס חוב מוגטח ללא מוגטח וכן יחס רכוש שוטף לשך החובות, ניתן ומומלץ במחקריהם עתידיים להרחיב את המדגם לשם בדיקת מובהקות הפרמטרים.

6.1 שימוש ברגression לוגיסטיית לבדיקת הקשר בין כל הפרמטרים המובחנים לבין תוצאות הסיום

על מנת לבדוק את הקשר בין סוג החוב והרכבו לבין הגעה להסדר בפיקוח על גודל החברה בוצעו וגרסיות לוגיסטיות אשר כללו את סוג החוב כמשתנים בלתי תלויים ואת גודל החברה כמשתנה בפיקוח. הבדיקה נעשתה על שני סוגים החוב שנמצאו כבעלי קשר מובהק להגעה להסדר. יחס חוב פיננסי לתפעולי ומספר נושם.

6.1.1 יחס חוב פיננסי לתפעולי.

משוואת הרגסיה הלוגיסטיית לניבוי הגעה להסדר באמצעות יחס חוב פיננסי לתפעולי בפיקוח על גודל החברה התקבלה מובהקת, $p < 0.01$, $\chi^2 = 10.22$. מקדמי המשוואة מוצגים בלוח 4.

לוח 4
מקדמי משוואת הרגסיה הלוגיסטיית לניבוי הגעה להסדר באמצעות יחס חוב פיננסי לתפעולי בפיקוח על גודל החברה

המנבأ	מקדם המשוואה	Wald χ^2	יחס הסıcıומיים	Exp(b)
יחס חוב פיננסי לתפעולי	-0.62	5.37*		0.54
גודל החברה	0.00	1.67		1.00
קבוע	3.43	6.59**		30.86

* $p < 0.05$ ** $p < 0.01$

אנו רואים בטבלה לעיל שמקדם המשוואה ליחס חוב פיננסי לתפעולי הינו שלילי ומכך שיחס הסıcıומיים הינו נמוך מ-1. על פי יחס הסıcıומיים ניתן לראות כי עלייה של יחידה אחת ביחס החוב הפיננסי לתפעולי קשורה בירידת סיכויי ההגעה להסדר (לעומת אי הגעה להסדר) פי 0.54. המשמעות היא שכאשר היחס בין החוב הפיננסי לתפעולי עולה ביחידת אחת (למשל, לפי ארבעה לעומת שלושה), הסיכוי להגעה להסדר פוחת ב- 50%!

על פי ממצאי ה-Wald אנו בודקים את מובהקותות הגורם המנבأ. על פי הנתונים לעיל, נמצא תרומה מובהקת לניבוי סיכויי ההגעה להסדר ליחס חוב פיננסי לתפעולי אך לא לגודל החברה. ככלומר גם בפיקוח על גודל החברה, תרומת יחס חוב פיננסי לתפעולי לניבוי סיכויי ההגעה להסדר נמצאה מובהקת.

6.1.2 מספר נושים.

משוואת הרוגסיה הלוגיסטיות לניבוי הגעה להסדר באמצעות מספר הנושים בפיקוח על גודל החברה התקבלה מובהקת, $\chi^2(2) = 11.47$, $p < 0.01$.

לוח 5

מקדמי משוואת הרוגסיה הלוגיסטיות לניבוי הגעה להסדר באמצעות מספר הנושים בפיקוח על שווי השוק

המנבأ	מקדם המשווה	Wald χ^2	יחס הסıcıומיים	Exp(b)
מספר הנושים	-1.04	6.07*	0.35	
גודל החברה	-0.00009	3.18†	0.9999	
קבוע	4.48	6.98**	88.51	

, $p < 0.10$

* $p < 0.05$ ** $p < 0.01$

נמצאה תרומה מובהקת לניבוי סיכומיי ההגעה להסדר למספר הנושים, כך שליליה של יחידה אחת במספר זה קשורה בירידת סיכומיי ההגעה להסדר (לעומת אי הגעה להסדר) פי 0.35. למעשה, כל עלייה בנושא אחד נוסך לחברה "עליה" לחברה בהפחיתה הסיכומיי להגעה להסדר ב 65%, ולמעשה מקטינה לכשליש את הסיכומיי להגעה להסדר לעומת המצב לפני כן.

כמו כן, נמצאה תרומה נוטה למובהקת ($\chi^2=0.074$) לניבוי סיכומיי ההגעה להסדר לגודל החברה, אם כי עלייה של יחידה אחת במספר זה קשורה בירידת מזערית של סיכומיי ההגעה להסדר (פי 0.9999).

כלומר גם בפיקוח על גודל החברה, תרומת מספר הנושים לניבוי סיכומיי ההגעה להסדר נמצאה מובהקת.

משתי הבדיקות הניל' ניתן להסיק כי השפעת השינוי בפרמטריםמשמעותית מאוד לגבי יכולת הגעת החברה להסדר. גידול ביחס החוב הפיננסי ואו גידול במספר הנושים מפחית בצורה משמעותית את סיכומיי החברה להגעה להסדר במקרה בו נקלעה למצוקה.

6.2 בוחינת הקשר בין הפרמטרים לבין הגעה להסדר בפילוח לפי ענף

היות ומודגמו מחולק לשלושה ענפים עיקריים, בחרנו לבדוק את הקשר בין מדי החוב לבין הגעה להסדר בפילוח לפי ענף. לשם כך, חישבו מתאמי פירסון בנפרד לשלושת הענפים הראשיים במדגים: נדל"ן, השקעות ותעשייה/שירותים. המתאיםים מוצגים בלוח 6.

לוח 6

מתאמי פירסון (Point-biserial) לבדיקת הקשר בין מדדי החוב וגודל החברה לבין הגעה להסדר בפילוח לפי ענף

	המדד		
	ndo (N = 10)	תעשייה/ שירותים (N = 13)	השקעות/ אחזקות (N = 10)
יחס חוב פיננסי לתפעולי	-0.72**	0.01	-0.30
יחס חוב מובהט לא מובהט	-0.67*	0.17	-0.11
מספר נושים פיננסיים	-0.76**	-0.09	-0.21
יחס רכוש שוטף לסך החובות	-0.26	-0.04	-0.17
גודל החברה	0.43	-0.59*	-0.38

* p<0.05, ** p<0.01

בחלוקה לפי ענפים נמצאו הבדלים בין הענפים השונים בקשר שבין סוג החוב לבין הגעה להסדר: **ענף הנדל"ן** - מעניין למצוא ש בקרב חברות מתחום הנדל"ן נמצאו מתאמים שליליים מובהקים ביןיחס חוב פיננסי לתפעולי,יחס חוב מובהט לא מובהט ומספר נושים פיננסיים לבין הגעה להסדר. ככלומר, הממצאים בקרב חברות הנדל"ן עקבים עם הממצאים לגבי כל המדגם ומובהקים ביותר. לפיכך, בחברות הנדל"ן ככל שישיחס החוב הפיננסי לתפעולי ויחס החוב המובהט ללא מובהט היוו גובה יותר כך פוחתים סיכון ההגעה להסדר. כמו כן, ככל שמספר הנושאים הפיננסיים עולה כך פוחת סיכון ההגעה להסדר.

גבי גודל החברה, נמצא מתאם חיובי בעל עצמה ביןונית (אם כי לא מובהק בשל תא סטטיסטי קטן) בין גודל החברה לבין הגעה להסדר, מותאם העשייל למד על כך שככל שגודל החברה של חברה בתחום הנדל"ן גדול איזו סיכון להגעה להסדר גבוהים יותר, וזאת בוגדים למוגמת המדגם כולם כפי שנראה בנתוחים קודמים.

ענף התעשייה והשירותים - בקרב חברות המשתייכות לענף זה נמצא מתאם שלילי מובהק ובעל עצמה גבוהה בין גודל החברה לבין הגעה להסדר. ככלומר ככל שגודל החברה של חברת תעשייה או שירותים גדול כך פוחתים סיכון ההגעה להסדר. לעומת זאת, לא נמצא ממצאים מובהקים לגבי אף לא אחד מהפרמטרים האחרים.

ענף השקעות ואחזקות - בקרב חברות השקעות ואחזקה נמצא מתאמים שליליים בעלי עצמה ביןונית (אולם לא מובהקים בשל תאים סטטיסטיים קטנים) ביןיחס חוב פיננסי לתפעולי לבין הגעה להסדר וכן בין גודל החברה לבין הגעה להסדר.

מהאמור לעיל ניתן לראות כי הקבוצה הדומיננטית אשר השפעה משמעותית על תוצאות ניתוח החברות במדגם הייתה קבוצת חברות הנדלין אשר מאפייני התנהוגותן בעיות מצוקה היו מובהקים ביותר.

משמעותו היה לבחון פילוח זה במדגם גדול יותר בו ניתן לבדוק יותר דיוק מובהקות התוצאות.

7. דוגמאות ליישום ממצאי המחקר

ניתן לבחון את ממצאי המחקר ויישומם במקרים שונים ולראות כיצד משמעותיות גורמים אלו באה לידי ביטוי בהערכת סיכון החברות. נבחן, לדוגמה, שתי חברות אשר לא נכללו במדגם במחקרנו, נכללו לקשיים והגיעו להסדר נושים. החברה הראשונה הינה קלאמברקט, אשר סייפר היקלעותה לקשיים זכה לכיסוי תקשורת נרחב. על אף שהחברה הינה חברה פרטית ניתן לשאוב מידע מהפרסום בתקשורת אודוט מצבה הכספי עבר להיקלעותה לקשיים. מהפרסומים ניתן ללמוד כי חובותיה של החברה הוערכו בכ 1.4 מיליארד שקלים, מתוכם כ- 499 מיליון שקלים מהווים חובות לארכעה בנקים (לשני בנקים מיוחס חוב המהווה 83% מסך החובות לבנקים והיתרה לשניים נוספים) ואילו היתרה, כ- 879 מיליון שקלים, מיוחסים לחובות תעופליים למיניהם, בעיקר לטפסקים. מכאן עולה כייחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי עומד על כ 0.57, אשר הינו יחס נמוך משמעותית מהיחס הממוצע שנמצא במסגר במחקרנו, 3.62. יחס נמוך זה יכול להשיע הסבר תומך ליכולת החברה להגיעה להסדר ולהמשיך בפעילותה. החברה השנייה אותה ניתן לבחון הינה חברת טואוואר אשר נכלעה לקשיים במהלך השנים 2004-2005. אם נבחן את מצבת התחייבויות החברה ליום 31.12.04 נמצא כייחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי עומד על 3.36. יחס זה הינו נמוך מהיחס הממוצע שנמצא במחקרנו, 3.62, אך גבוה במעט מהחציון אשר נקבע על 2.70. עם זאת, ניתן לראות כי אין מדובר בחירגה משמעותית ובוודאי אין מדובר ביחס חריג בגובהו בהשוואה למאפייני החברות שנכללו במדגם במחקרנו זה. מהדוחות הכספיים עולה כייחס החוב הפיננסי מיוחס לשני בנקים אשר סייפקו את האשראי הפיננסי. מכאן, שמספר הנושאים בקרה זה הינו נמוך מממוצע הנושאים שנמצא במחקרנו, 2.76. לאור היחס הסביר בין חוב פיננסי לתפעולי, ובשילוב עם מיעוט הנושאים הפיננסיים, מתקבלת תמונה המספקת הסבר ליכולת החברה להגיעה להסדר עם נושא, וזאת אף מבלי להיזקק להליכים משפטיים.

במחקר זה בחנו את הרכב החוב של החברה במועד תחילת הליכים משפטיים להם נכלעה עקב מצוקתה, ובדקו האם קיים קשר בין תוצאת ההליכים המשפטיים. התוצאה האפשרית להליכים אלו התייחסה לשתי אפשרויות: האחת, הפסקת פעילותה הרגילה של החברה (בין אם הגעה לפירוק או לכינוס נכיסים), השנייה, הגעה להסדר.

המדגם במחקרנו כלל שלושים ושלוש חברות ציב/orיות אשר נכלעו לקשרים שלו בהליכים משפטיים, המשתייכות לשולשה ענפי פעילות עיקריים: נדלין, השקעות ואחזקות, תעשייה ושירותים. לגבי כל חברת ניתנו מספר פרמטרים רלוונטיים לשאלות מחקרנו: יחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי, יחס החוב המובטח לחוב אשר אינו מובטח, מספר הנושאים הפיננסיים, יחס הרכוש השוטף לסך חובות החברה וכמשמעות פיקוח לקחנו בחשבון את גודל החברה למניעת הטיה.

שימוש במדד פירסון מצאנו כי לשני פרמטרים יחס שלילי מובהק בין סיכוי ההגעה להסדר: יחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי ומספר הנושאים הפיננסיים. בזאת הופנה הזורcker, למעשה, לחוב הפיננסי כמרכיב עיקרי בניתוח רמת הסיכון של החברה ובהערכת יכולתה להגעה להסדר. משתמש מן הממצאים כי ככל שמרכיב החוב הפיננסי הינו משמעותית יותר בחברה, וכן ככל שמרכיב זה מתחולק בין נושאים רבים יותר, כך פוחתים סיכויי החברה להגעה להסדר נושאים. בבחינת רגישות סיכויי ההגעה להסדר למדדים הללו נמצא כי השינוי ביחס החוב הפיננסי לתפעולי (משמעות, יחס של 4 לעומת יחס של 3) הפחית את סיכויי ההגעה להסדר בכ- 50%. בבחינת השפעת מספר הנושאים התוצאה הייתה משמעותית עוד יותר- כל גידול של נושא אחד במספר הנושאים של החברה "עליה" לחברה בקיומו של כ- 65% מסיכויי ההגעה להסדר, וכך שלמעשה סיכויי ההגעה יורדים בשליש!

ממצאים אלה מוכיחים את השערת המחקר כי אכן קיים קשר בין הרכב החוב לבין סיכויי ההגעה להסדר, תוך התמקדות בבחינת מאפייני החוב הפיננסי והיחס ביןו לבין החוב התפעולי. מענין היה למצוא כי סטטמנים אלה מובהקים במיוחד כאשר מדובר בחברות המשתייכות לחברת הנדלין.

כל חברה פועלת מתוך רצון ואמונה שתצליח ותצמץ. ואולם, בתהיליך קבלת החלטות על כל חברה לקחת בחשבון גם היררכות לזמןים קשים יותר בהם תיקלע החברה לקשרים. מוחקרים רבים עוסקים במצבה רמת המינוף או התמהיל החשבונאי האופטימלי לחברות בעת פעילותן השוטפת. ואולם, בתהיליך קבלת החלטות המנהל באופן מושכל יש ל淮南 שבחשבון לא רק את השיקולים לתמהיל נכון בעת הצלחה אלא גם תמהיל נכון בעת קושי. ככל שהחישוב החדש לשם הערכת הסיכון הינו מסובך יותר כך סביר שייהיה בשימוש פחות ופחות נפוץ בסביבה העסקית.

להבדיל מחקרים אחרים, מתמקד מחקרנו בגורם פשוט לחישוב וכל לאיטור, אשר מתגלה כבעל משמעות מרבית להערכת סיכויי ההגעה להסדר- יחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי. לבחינת יחס זה אין צורך במידע פנימי אודות החברה, ידוע לגבי הרכב הבתוונות ששיפקה לנושיה או מידע אודות מספר הבנקים עם החברה בקשר. כל שנדרש הוא לעיין בדוחות הכספיים של החברה ולבחו את הרכב החוב ברמה פשוטה ביותר- מיהם הגורמים המהווים את עיקר נושא של

החברה – האם גורמים פיננסיים אשר מספקים לחברת אשראי לפועלותה או שמא גורמים תפעוליים אשר חובות החברה כלפיים נוצרו במהלך העסקים הרגילים. על ידי בחינת היחס בין שתי קבועות הנושאים ניתן להבין מיהו השיקון העיקרי אשר ביום פקודה יכריע את הcpf, האם החברה תגיע להסדר ותמשיך לפעול בסדרה אם לאו. ככל שכף המאזינים נטה יותר לכיוון החוב הפיננסי כך פוחת משמעותית הסיכוי להגעה להסדר אם תיקלע לключиים. אם נוסיף לנונו זה את הממצאים שמצאנו לגבי פרמטר מובהק נוסף שנמצא במחקרנו נראה כי ככל שאוטו חוב פיננסי מפוזר בין יותר נושאים, כך פוחת עוד יותר הסיכוי להגעה להסדר.

לאור האמור לעיל, במסגרת הערצת הסיכון של כל פירמה מומלץ, לאור ממצאי המחקר, לקחת בחשבון את הרכב החוב שלו כגורם סיכון אופציוני במרקחה בו ותיקלע לключиים. במידה והחברה נקלעה לключиים תזרימיים, מומלץ כי תראה נגד עניה את המחיר אשר היא עלולה לשלם אם תניגכך או אחרת. כאשר נוכחים לראות כיצד ניתן ביחס החוב הפיננסי לחוב התפעולי מצמצם את יכולתה להיחלץ ממשבר אליו נקלעה ייתכן שעל החברה לשקל אפשרויות אחרות לשם התמודדות עם קשיי הנזילות אליהן היא נקלעת. ייתכן, למשל, שעדיין לחבות להגעה להסדר עם נושאיה התפעוליים לקבלת ימי אשראי ארוכים יותר מאשר לקבל אשראי נוסף מגורם פיננסי. אפשרות אחרות הינה בחינת אפשרות לגיוס הון מאפיקים אחרים מהבנקאי לשם צמצום סיכון זה. גם הממצאים אודות השפעת מספר הנושאים על סיכוי ההגעה להסדר הינם ככלו המצביעים תמרור אזהרה בפני חברות בטרם יפנו למגורם פיננסי נוסף בבקשת לקבלת אשראי. ייתכן כי עדיף לחברת להתמקד בספק אשראי אחד או שניים, לנחל עימם יחס שיתוף ולמקנס את יכולת קבלת האשראי מthem אשר לפניו למגורם נוסף. המחיר המשולם על הוספת גורם מממן נוסף אינו עומד בקשר ישיר עם גובה סכום האשראי המתתקבל ממנו, אך שלעיתים גם חברת, אשר מקבלת מגורם מממן אשראי בגובה נמוך תשלם על כך מחיר יקר בעקבות היקלעותם לключиים בשל הוספת גורם נוסף למערכת האינטראיסים והעramento לключиים על הגעה להסדר.

אנו סבורים כי מחקר זה יכול לספק לחברות כלי נוסף לבחינת התנהלותן בהיבט ניהול היחס וניהול הסיכון, כאשר כלי זה הינו כלי פשוט וקל לחישוב, מחד, אך משמעותית מבחינת השלכותיו מайдך.

מטבע הדברים, להיות ומחקרים עוסקים בשוק הישראלי, המודגם בו עסקנו הינו מדגם מצומצם. אנו סבורים כי מעוניין יהיה לבחון את המאפיינים הללו בשוק זר גם כן, למשל, השוק האמריקאי. זאת, על מנת לבחון את המאפיינים הללו במסגרת מדגם גדול יותר, וכן לשם מתן אפשרות לבחינת קיום הבדלים בין השוקים. להיות גם בשוק האמריקאי התהליכי המשפטיים בנושאים פירוק החברות מתחומי אופציית הרה- ארגון (Chapter 11) או אופציית הפירוק (7) מתאים תחילה הבחינה לתהילך שתואר במחקר זה שבוצע בקרב חברות ישראליות.

Alderson M. J., Betker B. L. , "Liquidation Costs and Capital Structure" , Journal of Financial Economics, Sep. 1995, Vol. 39, Iss. 1, P: 45.

Altman, E.I. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", The Journal of Finance, September 1968, Vol. 23, No. 4 , : P. 589.

Altman E. I., "Accounting Implications of Failure Prediction Models" , Journal of Accounting &Finance, Fall 1982 Vol. 6 , P: 4.

Altman, E.I. "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question". The Journal of Finance, Sep. 1984, Vol. 39, No. 4, P. 1067.

Altman E.I., Haldeman R.G. , Narayanan P. , "Zeta Analysis" , Journal of Banking and Finance, 1997, Vol. 1, P: 29.

Ang J. S., Chua J. H., McConnell J. M. , "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note", The Journal of Finance, March 1982, Vol. 37, No. 1, P: 219.

Asquith P., Gertner R., Scharfstein D.S., "Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk- Bond Issuers", Quarterly Journal of Economics, August 1994, P: 625.

Barclay M. J., and Smith C.W., "The Priority Structure of Corporate Liabilities", The Journal of Finance, Jul 1995, Vol. 50, Iss. 3, P: 899.

Baxter N. D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", The Journal of Finance, September 1967, Iss. 22, P: 395.

Beaver W. H., "Financial Ratios as Predictors of Business Failure", Supplement to Journal of Accounting: Empirical Research in Accounting, Selected Studies, 1966, Vol. 4, P: 71.

Bolton P. Scharfstein D.S., "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", The Journal of Political Economy, Feb 1996, Vol. 104, Iss. 1, P: 1.

Bolton P., Skeel D. A., "Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework be Structured?", Emory Law Journal, 2004, Vol. 53, P: 763.

Bris A., Welch I. and Zhu N. – "The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization", The Journal of Finance, June 2006, Vol. 61, Iss. 3, P. 1253

Brown D.T. , James C.M. , Mooradian R.M. , "The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims", Journal of Financial Economics, Feb 1993, Vol. 33, Iss. 1, P: 93.

D'aveni R. A. , "Dependability and Organizational Bankruptcy: an Application of Agency and Prospect Theory" , Management Science, Sep 1989, Vol. 35 (9), P: 1120.

Eberhart A.C., Moore W.T., Roenfeldt R.L., "Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings", The Journal of Finance, Dec 1990, Vol. 45, Iss. 5, P: 1457.

Eberhart A. C., Sweeney R. J., "Does the Bond Market Predict Bankruptcy Settlements?", The Journal of Finance, Jul 1992 , Vol.47, No. 3, P: 943.

Eberhart A. C. , Weiss L. A. , "The Importance of Deviations from the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Bankruptcy Proceedings" , Winter 1998, Vol. 27, Iss. 4, P: 106.

Flagg, J.C., Giroux G.A., Wiggins C.E. "Predicting Corporate Bankruptcy Using Failing Firms". Review of Financial Economics, 1991, 1(1): P. 67.

Flynn D.M., Farid M. "The Intentional Use of Chapter 11: Lingering Versus Immediate Filing", Strategic Management Journal, 1991, Vol. 12, P: 63.

Franks J. R., Torous W. N., "An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization", The Journal of Finance, July 1989, Vol.44, No. 3, P: 747.

Guffey D. M., Moore W. T., "Direct Bankruptcy Costs: Evidence from the Trucking Industry", The Financial Review, May 1991, Vol. 26, No. 2, P. 223

Harris M., Raviv A, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", The Journal of Finance, Jun 1990, Vol. 45, Iss. 2, P: 321.

Haugen R. A., Senbet L. W., "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure", The Journal of Finance, May 1978, Vol. 33, No. 2, P: 383.

Haugen R. A., Senbet L. W., "Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure", Journal of Financial and Quantitative Analysis, March 1988, Vol. 23, No. 1, P: 27.

Johnson T., Melicher R. W. "Predicting Corporate Bankruptcy and Financial Distress: Information Value Added by Multinomial Logit Models", Journal of Economics and Business, 1994, P: 269.

Kahneman D., Tversky A., "Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk", Econometrica, Mar. 1979, Vol. 47, Iss. 2, P: 263.

Keasey K, Watson R, "Non Financial Symptoms and the Prediction of Small Company Failure: A Test of Argenti's Hypotheses", Journal of Business Finance & Accounting, Autumn 1987, Vol. 14, Iss. 3, P: 335.

Mason J. R. – "A Real Options Approach to Bankruptcy Costs: Evidence from Failed Commercial Banks during the 1990s", The Journal of Business, Jul 2005, Vol. 78, Iss. 4, P: 1523

Miller, M.H. "Debt and Taxes". The Journal of Finance, May 1977, Vol. 32 No. 2, P. 261.

Modigliani F., Miller M., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review, June 1958, Vol. 48, P: 261.

Modigliani F., Miller M., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a correction", American Economic Review, 1963, Vol. 53 (3), P: 433.

Morgenstern P. D., Rubin K.L., "The Prepackaged Bankruptcy: Restructuring Troubled Credit", The Secured Lender, Jul/Aug 1991, 47.4.P: 24.

Moulton W. N., Thomas H. "Bankruptcy as a Deliberate Strategy: Theoretical Considerations and Empirical Evidence", Strategic Management Journal (1986-1998), Feb. 1993, Vol. 14, Iss. 2, P: 125.

Ohlson, J.A. "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy". Journal of Accounting Research, Spring 1980, Vol. 18, No. 1, P: 109.

Seamen S.L., Young D.M., Baldwin J.N. "How to Predict Bankruptcy" , The Journal of Business Forecasting" , Fall 1990 , P: 23.

Thorburn K.S., "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival", Journal of Financial Economics, Dec. 2000, Vol. 58, Iss 3, P: 337.

Titman S., "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision". Journal of Financial Economics, March 1984, Vol. 13, P: 137.

Van Horne J.C. "Optimal Initiation of Bankruptcy Proceedings by Debt Holders", The Journal of Finance, June 1976, Vol. 31, Iss. 3, P: 897.

Warner, J. B. "Bankruptcy Costs- Some Evidence", The Journal of Finance, May 1977, Vol. 32 , No. 2, P. 337.

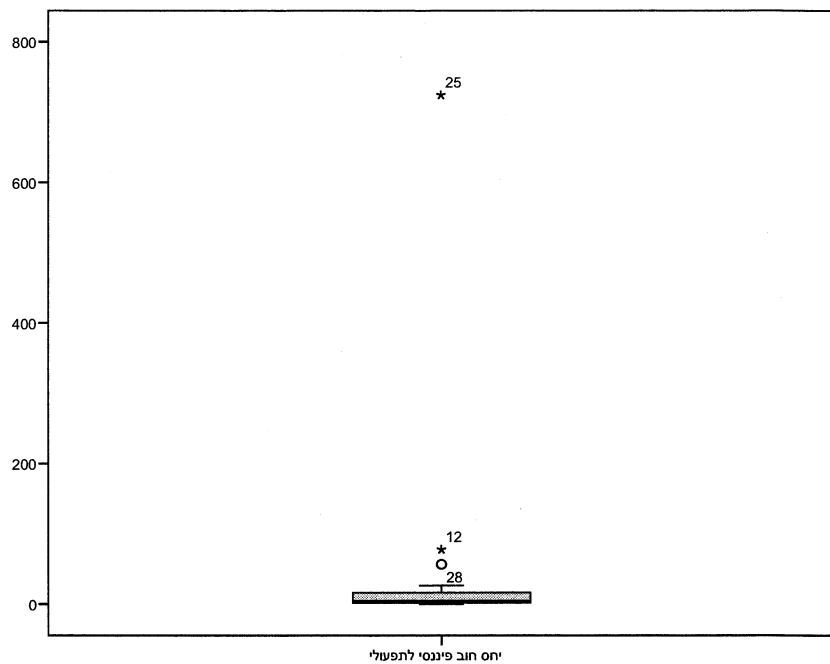
Weiss L. A. "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims", Journal of Financial Economics, Oct. 1990, Vol.27, Iss. 2, P: 285.

Welch I., "Why is Bank Debt Senior? A Theory of Asymmetry and Claim Priority Based on Influence Costs", The Review of Financial Studies (1986-1998), winter 1997, Vol. 10 (4), P: 1203.

White M. J., "Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code", The Journal of Finance, May 1983, Vol. 38, No. 2, P: 477.

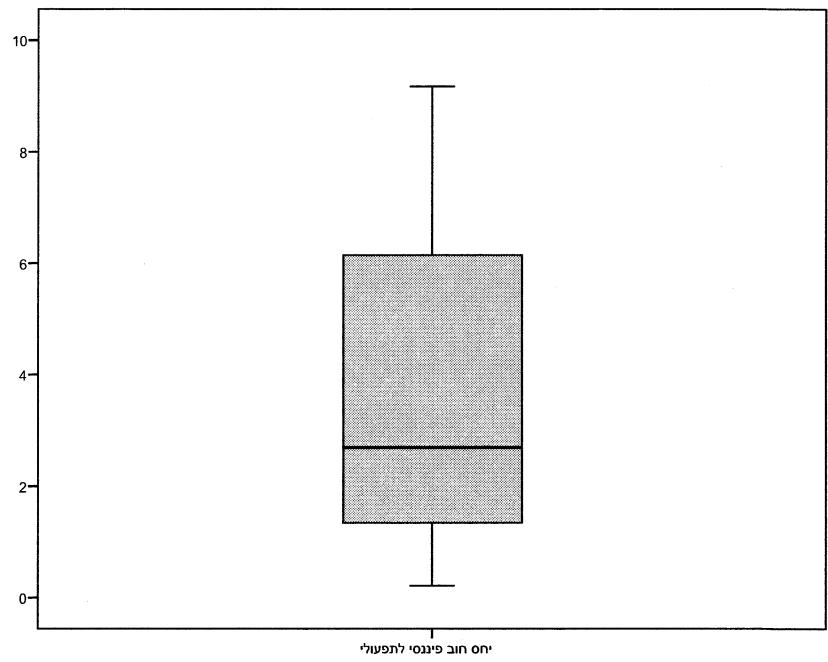
Wu C. Y. "Using Non Financial Information to Predict Bankruptcy: A Study of Public Companies in Taiwan" , International Journal of Management, June 2004, Vol. 21, Iss. 2, P: 194.

10. נספח א'

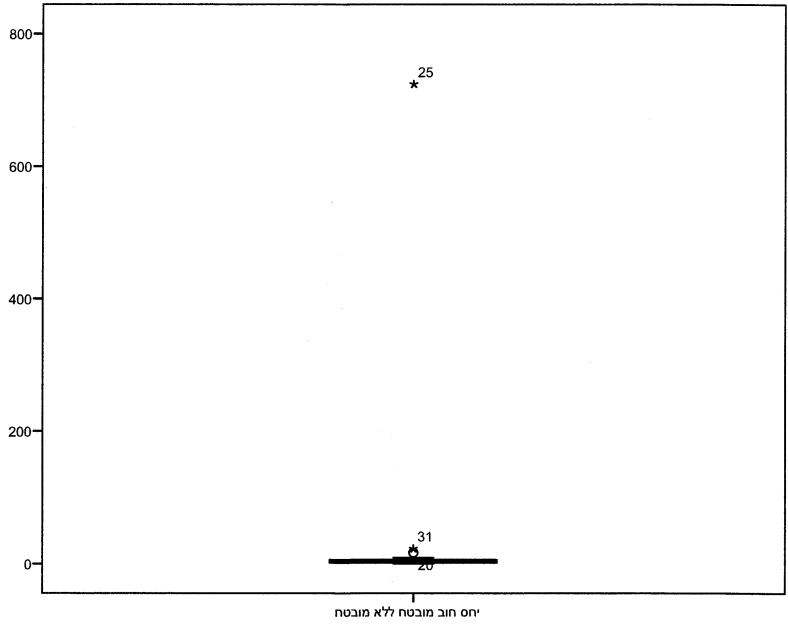


תרשים 1א: התפלגותיחס חוב פיננסית לתפעולי

ממדד זה הושמטו תכפיות 25, 12, 5, 28, 13, 9, 31.

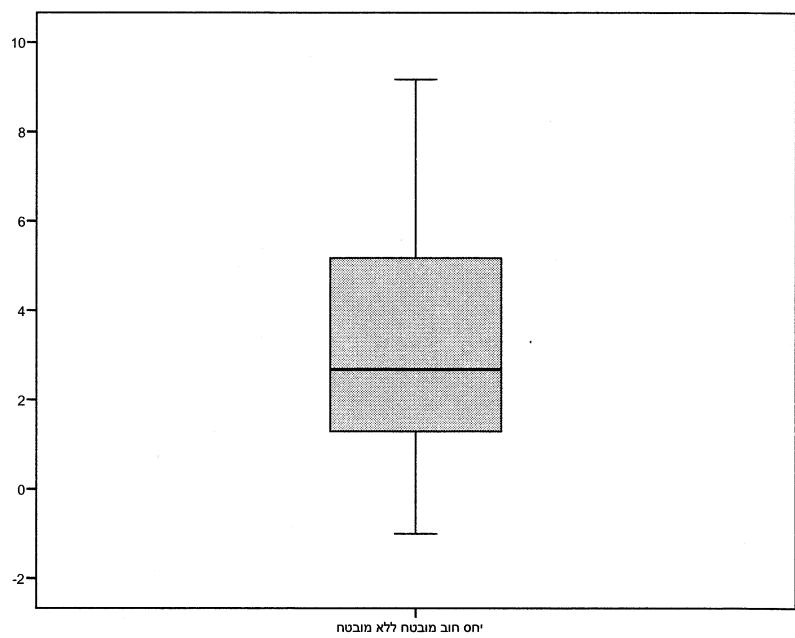


תרשים 1ב: התפלגותיחס חוב פיננסי לתפעול לאחר השמדת ערכים קיצוניים

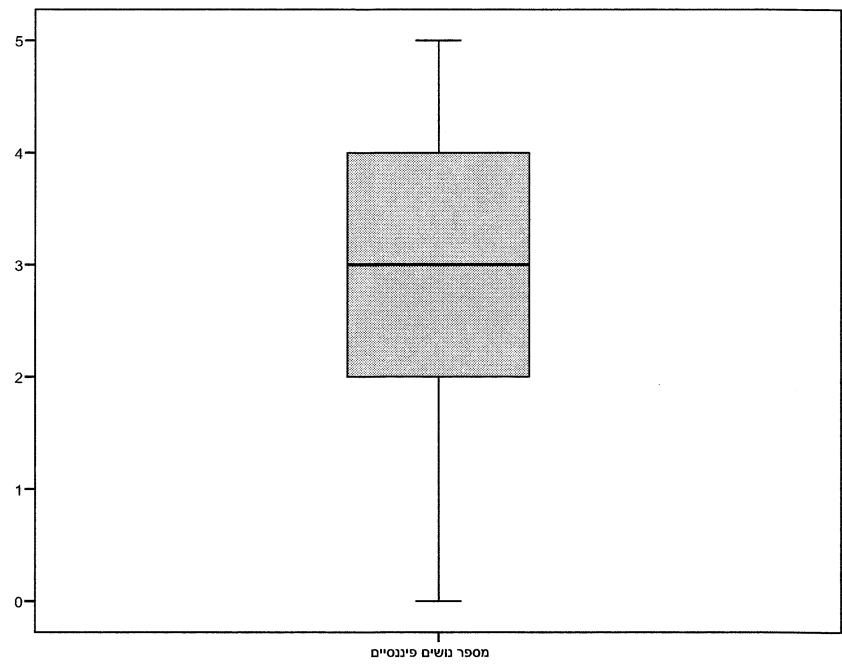


תרשים 2א: התפלגות יחס חוב מובטח ללא מוגטח

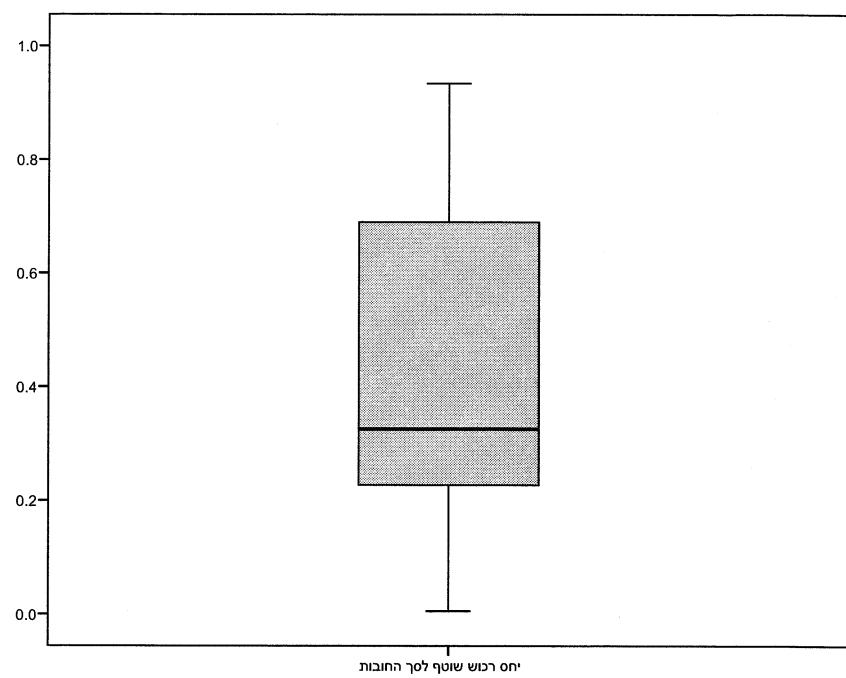
ממדד זה הושםתו תכפיות 25, 31 ו- 20.



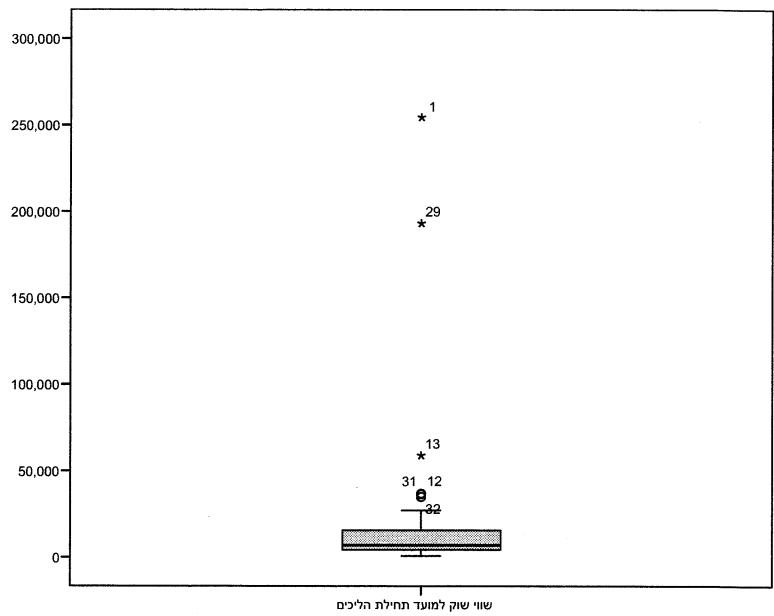
תרשים 2ב: התפלגותיחס חובי מוגטח ללא מוגטח ללא ערכים קיצוניים



תרשים 3: התפלגות מספר נשים פיננסיים

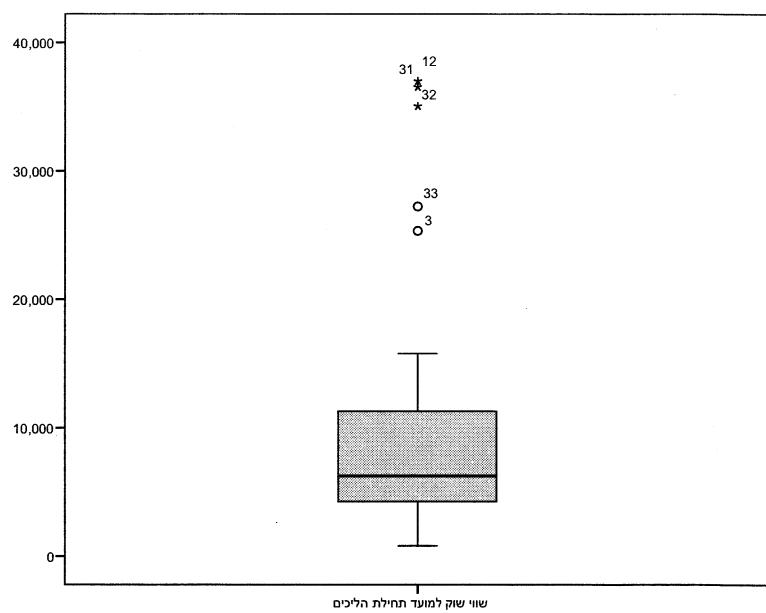


תרשים 4: התפלגות יחס רכוש שוטף לסך חוותות

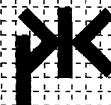


תרשים 5א: התפלגות שווי השוק

ممמד זה הושמוו תכפיות 1, 29 ו- 13 בלבד, בשל מספר התכפיות החריוגות הגבוהה (7 חריגים) ובשל הרצון שלא לאבד דרגות חופש ברגרסיות הלוגיסטיות בהמשך בנה משמש ממד גודל החבורה כמשתנה פיקוח למדדי החוב השונים בניבוי הגעה להסדר.



תרשים 5ב: התפלגות גודל החברה ללא ערכים קיצוניים



נובמבר 2008

פרסומי המכוון:

שנת תשנ"ב:

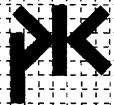
נ"ב- 1	הנפקות חכילה והנפקות לעובדים פרופ' מנחם ברנר פרופ' יצחק סוארי
נ"ב- 2	עקרון העסק החי פרופ' דן גבעoli ר"ח צבי יוכמן
נ"ב- 3	"תליות" בchnerה תאורטית וAMPRIOT של עקרונות המדידה והדיווח פרופ' יוסי אהרון ד"ר אייל סולגניך
נ"ב- 4	"ישום שיטת תזירים המומנכים" לחישוב הוצאות המימון הראלילית השלמת "החוליה החסרה" בDOI'חות המתואימים לאנפאלציה ד"ר אהוד סט
נ"ב- 5	ניתוח נורמטיבי של כללי הדיווח הכספי בעסקאות של מכשירים פיננסיים חדשים ד"ר יוסי בכיר פרופ' נחום מלמד

שנת תשנ"ג:

נ"ג- 1	שינויים חשבונאיים פרופ' יצחק סוארי
נ"ג- 2	חיזוי קשייט פיננסיים של חברות ציבוריות על פי נתונים חשבונאים מותאמים ונומינלים ד"ר אליא אופק ר"ח דניאל ורker
נ"ג- 3	פיתוח כלים תומכי החלטה לתマחר והמהרה בנסיבות יצור מודרנית פרופ' יוסי עדן פרופ' יורם עדן ד"ר ישי ספקטור
נ"ג- 4	הטיפול החשבונאי ברכישת נכסים וחברות להנפקת מנויות פרופ' נסים ארננה ר"ח שלמה ברטבו
נ"ג- 5	DOI'וח כספי במחירים שוק פרופ' יוסי בכיר פרופ' נחום מלמד

שנת תשנ"ד:

נ"ד- 1	מידע וולנטרי בשוק ההון הישראלי פרופ' ברוך לב ר"ח רן זילברמן ר"ח רון קשניך
נ"ד- 2	הטיפול החשבונאי במגורים ר"ח נורן זילננסקי ר"ח דודון דבי
נ"ד- 3	חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים פרופ' אליא אמר פרופ' אמר זיו
נ"ד- 4	ההשפעות של גורמי סיכון והחלקה רוחחים על שייעורי הפרשות לחובות מסופקים של הבנקים המשחררים בישראל ר"ח שילה ליפשיץ
נ"ד- 5	הכללת מדדי ביצוע (יעילות איכות) בDOI'חות כספיים תקופתיים של מלכ"רים (בתיהם) ר"ח חיים אשחים



שנת תשנ"ה:

נ"ה- 1	היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתחום המחרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאים	פרופ' בעז רון פרופ' יורם עדן
נ"ה- 2	עקרונות מהותיים בධ' הפיננסי היבטים תיאורטיים ואמפיריים	פרופ' יוסי אהרון ד"ר עמייחוד דודו ד"ר איל סולגניך
נ"ה- 3	הטיפול החשבונאי במכירת הלואאות	ר"ח שלחה ליפשיץ
נ"ה- 4	סוגיות בחוקמת מנויות חברה על דה	פרופ' יצחק סוארי ר"ח אוריה כהן
נ"ה- 5	ירידת ערך נכסים	ר"ח דורון דבי ר"ח ניר צילינסקי

שנת תשנ"ג:

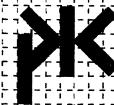
נ"ו- 1	היבטים כלכליים חשבונאיים ומשפטיים בחבויות סביבתיות	ר' משה ברקח פרופ' יצחק סוארי ר' נחום שוויצקי
נ"ו- 2	היבטים של עסקאות מכירה בחסר	פרופ' דן גלאי ר' וחיט אברם
נ"ו- 3	הקשר שבין שיפור תפעולי לבין חסיפה חשבונאית	פרופ' בעז רונן פרופ' יורם עדן
נ"ו- 4	עיוון מוחדרש בחשבונאות על בסיס השווי המאזני	ר' אויר כהן פרופ' יצחק סוארי ד"ר אייל סולגניק
נ"ו- 5	יחס מסים בחשבונאות	פרופ' אליא אמר

שנים תשנ"ז-תשנ"ח:

כ"ז-נ"ח 1	רואה מושקית של הדיווח הכספי פרופ' נסים ארניה רו"ח אחד ימפולר
כ"ז-נ"ח 2	מדדי רוחיות חשבונאיים ותשואות על מנויות בשוק ההון בישראל פרופ' אמיר ברנע ד"ר שמואל האזר ד"ר איל סולגניק מר אבי שכתבר
כ"ז-נ"ח 3	הטיפול החשבונאי בעליות הפרסום פרופ' יוסי אהרון רו"ח ניר יהודה
כ"ז-נ"ח 4	הbkרה בחברות באמצעות הדמ"צ, הדח"צ (ד"ירקטורי חיצוני) פרופ' יוסף גروس
כ"ז-נ"ח 5	היבטים בחלוקת דיבידנד פרופ' יצחק סוארי רו"ח משה ברקת פרופ' דן גבעולי

שנת תשנ"ט:

נ"ט - 1	פרופ' שרון בר יוסף פרופ' אליאן טלמור פרופ' יצחק הדרי ר'יה אלן גלבאי	אופציות למנהיגים בישראל: תמונת מצב והטיפול החשבונאי היבטים בפעולות חברות אחזקה בישראל
נ"ט - 2		
נ"ט - 3	מר שוקי ארמנטי ר'יה רפאל האפט ד"ר אייל סולגניק	רפורמת הדיווח ברשות מקומיות לאור המלצות "וועדת ברנע" ו "וועדת ארמנטי", ולקחים למתקנת ביצוע רפורמות חשבונאיות במגזרים אחרים
נ"ט - 4	פרופ' אריה גנס	חשבונאות בתנאי אינפלציה – האם להמשיך?



שנתיים תש"ס – תש"א:

ר"ח אליג גיבאי	חוק החברות החדש – היבטים משפטיים ומיסויים	ש"ס- ס"א 1
פרופ' יצחק סואר ר"ח אלון רוזה מר דניאל פסרמן	רכישה עצמית של מנויות	ש"ס- ס"א 2
פרופ' יורם עדן פרופ' בועז רונן	"לי זה עולה יותר" – קבלת החלטות ניהולית תמיר ומדדים	ש"ס- ס"א 3

שנת תשס"ב:

על הליך קבלת החלטות במוסד לתקינה בחשבונאות פרופ' יעקב פרחט	ד"ר איל סולגניק	ס"ב- 1
---	-----------------	--------

שנת תשס"ג:

פרופ' יוסף גROS	מושג ה"שליטה" והשלכותיו – מבט אל דיני חברות, דיני ניירות ערך, דיני מס ועקרונות חשבונאות	ס"ג- 1
-----------------	---	--------

שנתיים תשס"ד-תשס"ה:

ד"ר ניצה גרי פרופ' בועז רונן	מתמחיר תרומה לתמיהר מבסס-פעיליות וחזרה: לקחים מיישום מתודולוגית קבלת החלטות הגלובליות	ס"ה - 1
ד"ר דן וייס ר"ח אפרת שוטס	חויפות והגנות מפני סיכון שוק - פרקтика ודיזון	ס"ה - 2
ר"ח אלונה בר און פרופ' יצחק סואר	שווי והשגת שליטה	ס"ה - 3
ד"ר אליג גיבאי	מודל מיסוי חברות בישראל	ס"ה - 4

שנתיים תשס"ו-תשס"ז:

ר"ח אהרון מיכאלי ר"ח יהודה ברלב	שימוש בכלי ביקורת ממוחשבים לאיתור ומניעת הונאות	ס"ו-ס"ז 1
ד"ר אילנית גבוס	תגובה אנאליטיים ותגובה השוק לניהול רווחים בחברות ישראליות	ס"ו-ס"ז 2
ד"ר איל סולגניק פרופ' יצחק סואר מר לירון קונסטנטין	מייפוי רשות הדריקטורים בישראל	ס"ו-ס"ז 3
ד"ר יudit בוק-כהן	כללי מושל תאגידי בישראל: עדמות ציבור המשמעותם ביחס לתוכנם ואופן אכיפתם	ס"ו-ס"ז 4

שנת תשס"ט:

ylimor domnitz gshari uo"d, r"ch	הרכיב החוב והשפעתו על יכולת חברות בקשרים להגעה להסדר	ס"ט – 1
-------------------------------------	---	---------

