

ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות, 1959 עד 1964¹

מטרת הסקירה היא לעמוד על הרווחיות היחסית של ההשקעה במניות החדשות, שהונפקו בשנים 1959 עד 1964, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, ועל השפעתן של ההנפקות הללו על רווחיות ההשקעה במניות בכלל. סקירה זו מהווה המשך ישיר לניתוח ההנפקות בתקופה 1959 עד 1962, שפורסם בסקר בנק ישראל מס' 22². אולם ההתרחבות העצומה של שוק ההנפקות החדשות בשנים 1963-1964 גותנת לסקירה הנוכחית ממדים חדשים ובאה לכלל ביטוי בטיב הממצאים והמסקנות ובמידת ביסוסם.

סיכום הממצאים והמסקנות העיקריות מובאים בסעיף 1. סעיף 2 דן בהיקף שוק ההנפקות החדשות ובמבנהו. סעיף 3 מנתח את הצלחת ההנפקות ורווחיותן למשקיע ואילו בסעיף 4 מוצג הקשר בין תדירות ההנפקות לחברה לבין הרווחיות למשקיע במניותיה. סעיף 5 משווה את שיעורי התשואה הכוללים במניות רגילות לאלטרנטיבות אחרות של השקעה.

1. סיכום הממצאים

בשנים 1959 עד 1964 בוצעו 117 הנפקות של מניות רגילות בנפח כולל של 387 מיליון ל"י במחירי ההנפקה. 53 הנפקות מתוכן, בנפח של 166 מיליון ל"י, בוצעו על ידי חברות, שמניותיהן לא היו רשומות קודם לכן בבורסה והופנו, לפיכך, אל הציבור בכלל. 54 הנפקות בנפח של 177 מיליון ל"י בוצעו על ידי חברות, שמניותיהן כבר היו נסחרות בבורסה, והופנו אל בעלי המניות באמצעות זכויות. 10 ההנפקות הנותרות הונפקו במעורב, הן לציבור והן לבעלי המניות. גל ההנפקות העיקרי היה בשנים 1963-1964. בתקופה זו בוצעו 68 הנפקות בנפח כולל של 284 מיליון ל"י, המהוות 58 אחוזים ממספר ההנפקות ו-74 אחוזים מסך ההון שגוייס במשך התקופה כולה.

(א) בשנים 1958 עד 1964 היתה ההשקעה במניות רגילות כדאית ביותר. בשנים 1961 ו-1964 נשאה, אמנם, ההשקעה במניות הפסדים, אך אלה לא פגעו אלא במידה מועטה ברמת הרווחיות הממוצעת. שיעור התשואה הכולל³ של כלל המניות הגיע בתקופה כולה ל-31 אחוזים במוצע לשנה, ובמספר ענפים (בנקים, חברות השקעה ומקרקעין) היה אף גבוה יותר. רווחיות ההשקעה באיגרות חוב צמודות היתה נמוכה מזו של המניות הרגילות (13 אחוזים במוצע), אך גבוהה במידה משמעותית מזו של המילווה קצר המועד (8.4 אחוזים). איגרות חוב הצמודות לשער הדולר היו רווחיות יותר מאיגרות חוב הצמודות למדד יוקר המחיה (14.2 אחוזים לעומת 11.6 אחוזים). לעיתוי ההשקעה היתה השפעה מכרעת על הרווחיות היחסית של האלטרנטיבות השונות להשקעה. שנות הגיאיות במניות הרגילות היו 1959, 1960, 1962 ו-1963, ואילו בשנים הנותרות — 1958,

¹ סקירה זו נכתבה בידי חיים בן-שחר ומרשל סרגת מן האוניברסיטה העברית.

² ראה: "ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות, 1959 עד 1962", סקר בנק ישראל מס' 22, ירושלים, אוגוסט 1964, עמ' 38-98. שיטות העבודה ומקורות הנתונים בסקירה הנוכחית דומים, בעיקרם, לאלה שצוינו בסקירה הקודמת.

³ שיעורי התשואה הכוללים חושבו לאחר ניכוי מס הכנסה במקור בשיעור 25 אחוזים מן הרווחים הנוטו. במוזמן.

1961 ו-1964 — היתה רווחיות ההשקעה באיגרות החוב הצמודות גבוהה יותר מאשר במניות רגילות. לפיכך, רכישת איגרות חוב צמודות בשנים 1961, 1963 ו-1964 (וגם איגרות חוב צמודות לדולר ב-1962) והחזקתן עד לסוף 1964 היתה כדאית יותר מאשר רכישת מניות.

(ב) שוק ההנפקות של המניות הרגילות התעורר מחדש בסוף 1959 לאחר הפוגה שנמשכה שבע שנים, שבהן בוצעו שלוש הנפקות בלבד. בשנים 1959 עד 1964 בוצעו בסך-הכל 117 הנפקות בנפח כולל של 387 מיליון ל"י. היקף ההנפקות הגיע לשיאו בשנים 1963-1964, תקופה שבה הגיע נפח ההנפקות ל-284 מיליון ל"י, שהן 73 אחוזים מנפח ההנפקות.

(ג) 67 אחוזים מהנפח הכולל של ההנפקות גויס על ידי מוסדות פינאנסיים. בולטת במיוחד הירידה במשקלן של חברות התעשייה והמסחר — מ-30 אחוזים מנפח ההנפקות בשנים 1959 עד 1962 ל-8 אחוזים בלבד בשנים 1963-1964.

(ד) התנודות בתכיפות ההנפקות מפגרות במספר חודשים אחרי השינויים במגמת השערים. תכיפות ההנפקות מגיעה, לכן, לשיאה, כאשר מגמת השערים כבר נמצאת בירידה; כמו כן עומדת תכיפות ההנפקות בשפל בתקופה, שמגמת השערים נמצאת בעלייה. פיגור זה משתקף בכך, שכשני שלישים בקירוב מן ההנפקות רוכזו בתקופה של ירידת שערים, ומיעוטן — בתקופת עליית שערים. כתוצאה מכך היה מספר ההנפקות הממוצע לחודש, בתקופת ירידת שערים, גבוה במידה ניכרת מזה שבתקופה של עליית שערים (2.1 לעומת 0.9 הנפקות לחודש).

(ה) ההסתברות להצלחת ההנפקות היתה, באופן מובהק, גבוהה יותר בתקופה של עליית שערים מאשר בתקופה של ירידת שערים. לפיכך, עיתוי ההנפקות מבחינת מגמת השערים הינו גורם מכריע בקביעת מידת הצלחתן ורווחיותן.

(ו) הרווחיות למשקיע, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, היתה גבוהה יותר ברכישת הנפקות חדשות לציבור מאשר בהנפקות לבעלי המניות. תופעה זו בלטה במיוחד בשנים 1963-1964.

(ז) רווחיות המניות המונפקות בשנה שלאחר ההנפקה היתה בממוצע נמוכה יותר מרווחיות המניות האחרות.

(ח) רווחיות ההשקעה לטווח ארוך במניות של חברות המנפיקות בתדירות גבוהה הינה גבוהה, בהשוואה להשקעה במניות של חברות בעלות תדירות הנפקה נמוכה. ממצא זה הינו מובהק הן ביחס למניות הוותיקות והן ביחס למניות החדשות.

2. שוק ההנפקות החדשות

בשנים 1959 עד 1964 בוצעו 117 הנפקות של מניות רגילות בנפח כולל של 387 מיליון ל"י. אולם, בעוד שבשנים 1959 עד 1962 בוצעו 49 הנפקות בנפח כולל של 103 מיליון ל"י, הרי בשנים

לוח 1

מספר ההנפקות של מניות רגילות ונפחן, לפי הענף, 1950 עד 1964

התקופה	מספר ההנפקות	סכום ההנפקות* (אלפי ל"י)
1950 עד 1958	13	3,871
1959 עד 1962	49	103,578
1964 עד 1963	68	283,661
סיכום חלקי: 1964-1959	117	387,239

* בשנים 1950 עד 1958 בערכים נקובים; בשנים 1959 עד 1964 במחירי הנפקה.

1963-1964 בוצעו 68 הנפקות בנפח כולל של 284 מיליון ל"י. שנת 1959 היתה שנת מפנה בהתפתחות הבורסה ויציאה מן הקיפאון, ששרר בה בשנות החמישים. לאור היקף ההנפקות בשנים 1963-1964 מסתבר, שהמפנה שאירע ב-1959 ומהלך ההנפקות בשנים 1959 עד 1962 לא היו אלא רמז בלבד לפוטנציאל גיוס הון בארץ והקצאתו, אשר היה חבוי בשוק המניות. הצמיחה המהירה של שוק ניירות הערך מתבטאת לא רק בהיקף ההנפקות אלא גם במספר החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה. בסוף 1958 היו רשומות בבורסה מניות של 17 חברות בלבד; בסוף 1962 הגיע מספרן ל-46 — ובסוף 1964 הגיע מספר החברות הללו ל-81, כמעט פי 5 ממספרן בסוף 1958.

(א) התפתחות ההנפקות ומהלך השערים

לאחר עלייה תלולה בשערי המניות הרגילות, אשר החלה ב-1959, נסתמנה בסוף 1960 מגמת ירידה בשערים. מדד שערי המניות היה שרוי בירידה במשך כל שנת 1961 והגיע לשפל בינואר 1962. את תחילתה של תקופת השיגשוג החדשה בבורסה ניתן לראות בפירות של פברואר 1962. עם הפיחות חל זינוק חד-פעמי בשערים ולאחר הפוגה קצרה חודשה העלייה בשערי המניות בחודש

לוח 2

מספר החברות, שמניותיהן היו רשומות בבורסה*, לפי הענף, בשנים 1958, 1962 ו-1964

הענף	1958	1962	1964
בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים	3	11	24
מקרקעין ופיתוח	3	4	11
תעשייה ומסחר	7	20	25
דלק ונפט	2	5	5
חברות השקעה	2	5	15
שירותים ציבוריים	—	1	1
סך הכול	17	46	81

* לרבות חברות שמניותיהן נסחרות בשוק החופשי (כלומר מניות אשר שעריהן מתפרסמים ב"דף הכתול").

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

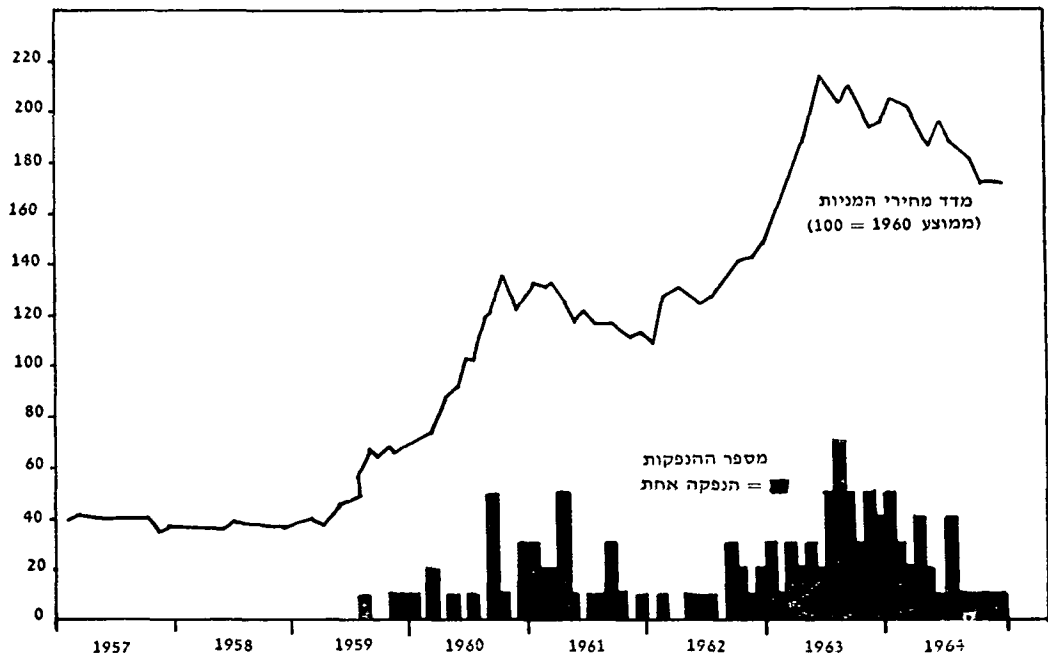
אוגוסט 1962. עלייה זו נמשכה כמעט ללא הפוגה עד ליוני 1963, עת הגיע מדד שערי המניות לשיא חדש, הגבוה בכ-40 אחוזים מן השיא הקודם. מכאן ואילך נמצאה מגמת השערים בירידה. לאחר תקופה ארוכה של קיפאון בשוק ההנפקות של המניות, אשר תאמה את תקופת הקיפאון בשערים, התחדשו ההנפקות במחצית השנייה של 1959, וזאת בעקבות התאוששות השערים. מכאן ואילך היתה תכיפות ההנפקות עולה ויורדת בהתאם למהלך השערים, אם כי תוך פיגור. המושג של תכיפות ההנפקות מבטא את הצירוף של מספר ההנפקות ונפח ההנפקות ליחידת זמן. מושג זה משקף תכונה כלכלית חשובה של שוק ניירות הערך, והיא — היכולת לקלוט הנפקות בסכומים גדולים ובתדירות גבוהה.

ניתוח הקשר בין מספר ההנפקות למהלך השערים (דיאגרמה מס' 1) מגלה, כי בתקופה הראשונה לחידוש ההנפקות היה קצב ההנפקות איטי, ובין אוגוסט 1959 לאוגוסט 1960 בוצעו 8

הנפקות בלבד. מספטמבר 1960 גבר קצב ההנפקות, ואף כי מדד שערי המניות הגיע לשיאו באוקטובר 1960 ומייד לאחר מכן החל לרדת, נמשך קצב גבוה של הנפקות עד אפריל 1961. מכאן ואילך היה קצב ההנפקות איטי ביותר (פרט לסטייה בחודש אוגוסט 1961). המפנה בקצב ההנפקות חל בספטמבר 1962, כחצי שנה לאחר המפנה במהלך השערים, וקצב ההנפקות הלך וגבר בהתמדה והגיע לשיאו במחצית השנייה של 1963. גם כאן מתגלה, שכיוון השינוי בקצב ההנפקות נמצא מיתאם חיובי עם כיוון השינוי במדד שערי המניות, אך עם פיגור בזמן. בעוד שמדד השערים הגיע לשיאו ביוני 1963, הגיע קצב ההנפקות לשיאו חודשיים לאחר מכן, ושמר על רמה זו (כ־5 הנפקות לחודש) עד לינואר 1964. במחצית הראשונה של 1964, כאשר מדד שערי המניות כבר גילה מגמת ירידה ברורה וחזקה, נסתמנה גם ירידה בקצב ההנפקות, אם כי ירידה זו היתה מתונה יחסית. מחודש אוגוסט ואילך גפל קצב ההנפקות לשפל של הנפקה אחת לחודש.

דיאגרמה 1

מדד מחירי המניות ומספר ההנפקות, 1957 עד 1964



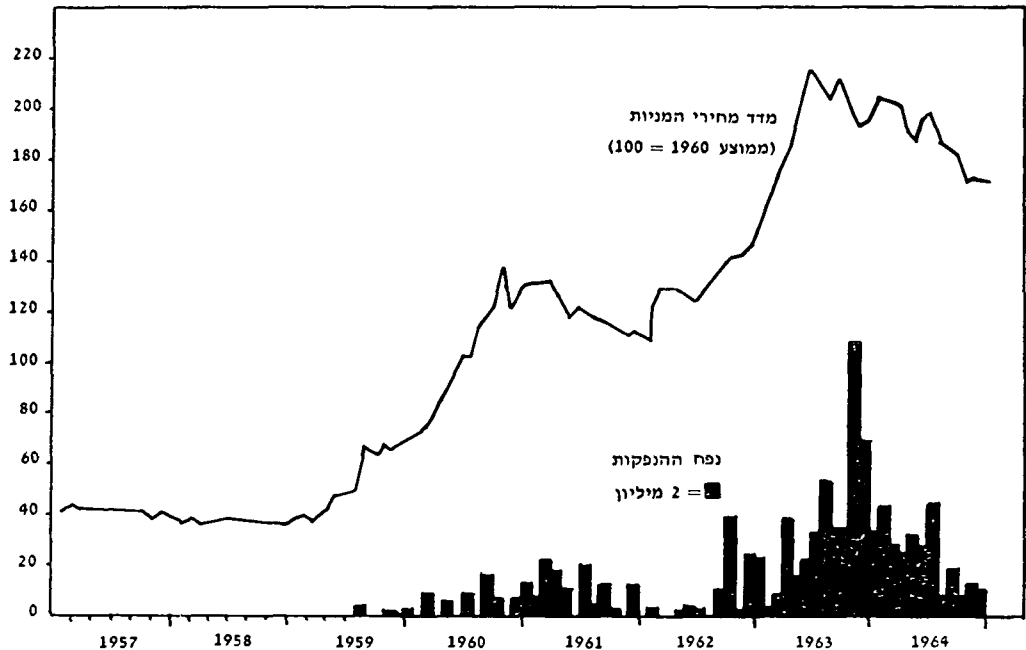
בדומה להשוואה שנערכה לעיל בין מספר ההנפקות למהלך שערי המניות, ניתן להשוות גם את נפח ההנפקות לחודש עם מהלך השערים. השוואה זו מעניינת לא פחות מן הקודמת, משום שנפח ההנפקה הינו מודד מתאים לגידול היצע המניות יותר מאשר מספר ההנפקות. השוואה זו מגלה (ראה דיאגרמה מס' 2) מיתאם חיובי בין מהלך שערי המניות לבין נפח ההנפקות לחודש, תוך שמירת הפיגור בזמן. פיגור זה גדול הפעם עוד יותר מן הפיגור במספר ההנפקות. עם התחדשות ההנפקות באוגוסט 1959 היה נפח ההנפקות נמוך בתחילה, והגיע עד אוגוסט 1960 לסך 10.9 מיליון ל"י בלבד. בשנה שלאחר מכן, עד ספטמבר 1961, עלה נפח ההנפקות והגיע ל-41.6 מיליון ל"י בסך הכול. גיאיות זו שררה למרות הירידה ששררה כבר במהלך השערים, כך שהשפל בנפח ההנפקות, שפקד את הבורסה החל באוקטובר 1961, בא בפיגור רב בהשוואה למפנה במהלך

השערים. שפל זה נמשך עד אוגוסט 1962 והתבטא בכך, שבתקופה זו הונפקו מניות בנפח 9.1 מיליון ל"י בלבד.

ראשית הגיאות החדשה בנפח ההנפקות חלה, כאמור, בספטמבר 1962, שבעה חודשים לאחר המפנה במהלך השערים. המפנה בהנפקות היה חד, שכן בארבעת החודשים האחרונים של שנה זו הונפקו מניות בנפח 30 מיליון ל"י מתוך נפח שנתי כולל של 34 מיליון ל"י. נפח ההנפקות במחצית הראשונה של 1963 נשאר על רמה דומה (44 מיליון ל"י), אולם במחצית השנייה של 1963 הוא הגיע לשיא חסר תקדים בסך 132 מיליון ל"י, עם שיא חודשי בסך 43 מיליון ל"י בנובמבר. שיא זה הושג 5 חודשים לאחר ששערי המניות הגיעו לשיאם והחלו לגלות מגמת ירידה. בשבעת החודשים הראשונים של 1964 הגיע נפח ההנפקות ל-86 מיליון ל"י, סכום נמוך, אמנם, מנפח ההנפקות במחצית השנייה של 1963, אך גבוה עדיין בהשוואה לכל תקופה אחרת. מתברר איפוא, שבשנה שלאחר השגת השיא בשערי המניות — מיולי 1963 עד יולי 1964 — הגיע נפח ההנפקות ל-218 מיליון ל"י, ואילו מאז אוגוסט 1964 משותק שוק ההנפקות כמעט לחלוטין.

דיאגרמה 2

מדד מחירי המניות ונפח ההנפקות, 1957 עד 1964



(ב) ההנפקות לפי הענף

מיון ההנפקות לפי הענף מגלה, כי מרבית ההנפקות בוצעו על ידי מוסדות פינאנסיים העוסקים במימון ביניים, כלומר מוסדות, אשר אינם משקיעים את ההון המגוייס בתוכניות כלכליות ישירות, אלא מעמידים את ההון הזה לרשות חברות אחרות על ידי רכישת ניירות ערך, בדרך כלל, של חברות אלה. מוסדות פינאנסיים אלה מופיעים בלוחות שבסעיף זה בשתי קטגוריות ענפיות: הראשונה — בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים והשנייה — חברות השקעה. בשנים 1959 עד 1964 ביצעו המוסדות הללו 74 הנפקות, שהן 63 אחוזים ממספר כל ההנפקות.

בנפח של 262 מיליון ל"י, שהן 67 אחוזים מסך ההון שגוייס באותה תקופה. משקלם של המוסדות הפינאנסיים בסך ההנפקות היה גבוה במיוחד בשנים 1964-1963. בעוד שבשנים 1962-1959 ביצעו המוסדות הפינאנסיים 52 אחוזים ממספר ומנפח ההנפקות, הרי ב" 1963-1964 ביצעו מוסדות אלה 71 אחוזים ממספר ההנפקות ו-75 אחוזים מנפח ההנפקות.

במקום הבא מבחינת מספר ההנפקות נמצא ענף התעשייה והמסחר עם 23 הנפקות, אך נפח ההנפקות בענף זה הינו נמוך במעט מנפח ההנפקות בענף המקרקעין והפיתוח, למרות שבוה האחרון בוצעו 16 הנפקות בלבד. תופעה מעניינת במיוחד היא העובדה, שרוב ההנפקות בענף התעשייה והמסחר בוצעו בשנים 1960-1961. לעומת זאת, בשנים 1963-1964 בוצעו בענף זה 8 הנפקות בנפח 21 מיליון ל"י בלבד, והענף הפסיק להיות גורם בעל משקל בשוק ההנפקות.

לוח 3

מספר ההנפקות של מניות רגילות ונפחן לפי הענף, 1950 עד 1964

1959 1964	1963 1964	1959 1962	1952 1958	1950 1951	
א. מספר ההנפקות					
45	29	16	—	1	בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים
16	10	6	—	3	מקרקעין ופיתוח
23	8	15	—	4	תעשייה ומסחר
4	1	3	2	—	דלק ונפט
29	20	9	1	—	חברות להשקעה
—	—	—	—	2	שירותים ציבוריים
117	68	49	3	10	סך הכול
20	34	12	0.4	5	ממוצע שנתי
ב. נפח ההנפקות * (אלפי ל"י)					
בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים					
192,382	151,194	41,188	—	200	מוסדות כספיים
56,629	42,640	13,989	—	700	מקרקעין ופיתוח
53,365	21,440	31,925	—	946	תעשייה ומסחר
15,728	12,539	3,189	700	—	דלק ונפט
69,135	55,848	13,287	500	—	חברות להשקעה
—	—	—	—	825	שירותים ציבוריים
387,239	283,661	103,578	1,200	2,671	סך הכול
64,540	141,830	25,895	171	1,335	ממוצע שנתי

* בשנים 1950 עד 1958 בערכים נקובים; בשנים 1959 עד 1964 במחירי הנפקה.

(ג) הנפקות לציבור והנפקות לבעלי המניות

בתקופה הנסקרת, 1959 עד 1964, בוצעו 53 הנפקות לציבור ו-54 הנפקות לבעלי המניות הוותיקים באמצעות זכויות (ראה לוח 4). כמו כן, בשנים 1963 ו-1964 בוצעו 10 הנפקות מעורבות, כלומר, הנפקות, אשר חלקן הוצע לבעלי המניות באמצעות זכויות וחלקן הוצע לציבור. לגבי התקופה כולה הגיע נפח ההנפקות לציבור ל-190 מיליון ל"י וההנפקות לבעלי המניות באמצעות זכויות הגיעו ל-197 מיליון ל"י. נמצא, איפוא, שהן מבחינת מספר ההנפקות והן מבחינת היקפן הכספי, היו ההנפקות לציבור וההנפקות באמצעות זכויות שוות, פחות או יותר.

לוח 4

מספר הנפקות לציבור ולבעלי מניות ונפחן, 1959 עד 1964

השנה	מספר ההנפקות			נפח ההנפקות (אלפי ל"י)			נפח ההנפקות (אחוזים)		
	לציבור	לבעלי המניות מעורב	סך הכול	לציבור	לבעלי המניות	סך הכול	לציבור	לבעלי המניות	סך הכול
1959	1	2	3	900	1,143	2,043	44	56	100
1960	7	7	14	8,886	11,625	20,511	43	57	100
1961	12	8	20	34,041	13,111	47,152	72	28	100
1962	3	9	12	1,740	32,132	33,872	5	95	100
1963	17	18	43	*83,191	*92,412	175,603	47	53	100
1964	13	10	25	*61,585	*46,473	108,058	57	43	100
סך הכול	53	54	117	190,343	196,896	387,239	49	51	100

* הנפקות מעורבות נכללות בסכומים אלה, בהתאם לחלוקתן בין הציבור לבין בעלי המניות.

לוח 5 ולוח 6 מגלים, שבענף התעשייה והמסחר עולה מספר ההנפקות לציבור ונפחן על ההנפקות לבעלי המניות, בעוד שבכל שאר הענפים אין תופעה כזו. ממצא זה משקף את העובדה, שמרבית החברות התעשייתיות הנפיקו מניות רק פעם אחת, בעוד שהחברות בענפים האחרים (להוציא דלק ונפט) נטו להנפיק יותר מהנפקה אחת של מניות; ובדרך כלל ההנפקות הבאות אחרי

לוח 5

מספר הנפקות, לפי הענף וצורת ההנפקה, 1959 עד 1964

הענף	הנפקות לציבור	הנפקות לבעלי המניות	הנפקות מעורבות	סך כל ההנפקות
בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים	20	20	5	45
מקרקעין ופיתוח	5	10	1	16
תעשייה ומסחר	17	5	1	23
דלק ונפט	—	4	—	4
חברות השקעה	11	15	3	29
כל הענפים	53	54	10	117

הראשונה מיועדות לבעלי המניות. מיעוט ההנפקות לבעלי המניות בענף התעשייה שיקף, בין היתר, את הרווחיות הנמוכה יחסית למשקיעים במניות הענף, ששררה בשנים שלאחר ההנפקות לציבור (ראה סעיפים 4 ו-5 להלן).

לוח 6

נפח ההנפקות, לפי הענף וצורת ההנפקה, 1959 עד 1964

(אלפי ל"י)

סך כל ההנפקות	הנפקות מעורבות			הנפקות אחדות		
	סך הכול	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	
						בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים
192,381	28,095	14,758	13,339	95,144	69,142	
56,630	4,000	11,000	3,000	28,010	24,620	מקרקעין ופיתוח
53,364	4,750	11,050	3,700	7,559	41,055	תעשייה ומסחר
15,728	—	—	—	15,728	—	דלק ונפט
69,136	8,303	3,503	4,800	30,146	30,687	חברות השקעה
387,239	45,148	20,309	24,839	176,587	165,504	כל הענפים

(ד) מניות רגילות מבוכרות

בתקופה הנסקרת, 1959 עד 1964, בוצעו 14 הנפקות של מניות רגילות מבוכרות בנפח כולל של 44 מיליון ל"י. משקלן של המניות הרגילות המבוכרות בסך המניות הרגילות המונפקות היה גבוה יותר בשנים 1959 עד 1962 (10 הנפקות) מאשר בשנים 1963-1964 (4 הנפקות). בשנים 1959-1962 התרכזו 8 מתוך 10 ההנפקות של מניות רגילות מבוכרות בענף התעשייה. בשנים 1963-1964 היו כל ארבע ההנפקות של מניות אלה בענף "בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים". פרט לתקופת ביניים קצרה (ספטמבר 1960 עד אוקטובר 1961), היתה חשיבותן היחסית של המניות הרגילות המבוכרות בשוק ההנפקות החדשות נמוכה ביותר¹.

3. רווחיות ההנפקות החדשות

אחד הגורמים העיקריים המשפיעים על התפתחות שוק ההנפקות החדשות של מניות הוא הרווחיות למשקיע במניות המונפקות. פרק זה מנתח את הרווחיות למשקיע בהנפקות חדשות באמצעות שני מדדים.

המדד הראשון הוא "מדד ההצלחה" של ההנפקות, הבודק את כדאיות הרכישה של המניה החדשה בתקופה הראשונה שלאחר ההנפקה. מנקודת מבט המשקיע, כדאי לרכוש את המניה במועד הנפקתה אם עלה שיערה במשך התקופה הראשונה שלאחר ההנפקה, שאם לא כן, הרי ניתן היה לרכוש את המניה בשוק המניות לאחר מכן, ובמחיר נמוך יותר. מדד ההצלחה נמדד באמצעות

¹ ניתוח מפורט של מניות רגילות מבוכרות עד לסוף 1962 מופיע בסקירתנו הקודמת, סקר בנק ישראל, מסי 22.

היחס בין מחיר המניה בתקופה שלאחר ההנפקה למחיר ההנפקה של המניה¹. כאשר מחיר המניה לאחר ההנפקה גבוה ממחיר ההנפקה, יהיה מדד ההצלחה גבוה מ-1 וההנפקה תיחשב ל"מוצלחת", ואילו כאשר מחיר המניה לאחר ההנפקה נמוך ממחיר ההנפקה, יהיה מדד ההצלחה נמוך מ-1 וההנפקה תיחשב ל"בלתי מוצלחת".

המדד השני לרווחיות ההשקעה במניות המונפקות הוא שיעור התשואה הכולל למשקיע בשנה שלאחר ההנפקה. בעוד שמדד ההצלחה מייצג את כדאיות ההשקעה בזמן הקצר, משמש שיעור התשואה הכולל כמדד משלים, בהיותו מודד לרווחיות ההשקעה במניות המונפקות לטווח ארוך יותר.

(א) מדד ההצלחה

בניתוח הצלחת ההנפקות לזמן קצר יש להבחין בין שתי נקודות מבט: הראשונה היא נקודת המבט של המשקיע החדש, הרוכש את המניה בעת הנפקתה, בין שהמניה מונפקת לציבור, ובין שהיא מונפקת לבעלי המניות הקיימים וניתנת לרכישה באמצעות זכויות. נקודת המבט השנייה היא של בעל המניות הוותיק, ביחס למניות המונפקות לבעלי המניות הוותיקים. השאלה הנשאלת לגביה היא — מה היתה השפעת ההנפקה של המניות החדשות על ערך ההשקעה שלו במניות הקיימות?

הדיון בהצלחת ההנפקות יסוב תחילה על המשקיע החדש, ולאחר מכן — על המשקיע הוותיק.

1. מדד ההצלחה למשקיע החדש

חישוב מדדי ההצלחה מנקודת ראות המשקיע החדש מבוסס על השוואת מחיר המניה המונפקת במועדים מסויימים שלאחר ההנפקה למחיר ההנפקה של המניה. מועדים אלה הם היום הראשון למסחר במניה, תום החודש הראשון להנפקה ותום החודש השלישי ברבעון הראשון להנפקה. מחיר ההנפקה בהנפקות לציבור הוא מחיר ההחתמה של המניה, ואילו בהנפקות על-פי זכויות לבעלי המניות מחיר ההנפקה הוא מחיר השוק של הזכות לרכישת מניה חדשה בצירוף מחיר ההחתמה של המניה.

א. ההנפקות לציבור וההנפקות לבעלי המניות

שיעור ההצלחה — היינו, מדד הצלחה גבוה מ-1 — על פי 109 הנפקות, שלגביהן חושב מדד ההצלחה² בתקופה הנדונה היה 59 אחוזים. שיעור זה היה יציב למדי בשלושת המועדים שבהם נמדדה ההצלחה (ראה לוח 7). יחד עם זאת בולטת העובדה, ששיעור ההצלחות בהנפקות לציבור היה גבוה יותר מאשר בהנפקות לבעלי המניות. כך, למשל, היה ביום הראשון שיעור ההצלחות של הנפקות לציבור 71 אחוזים לעומת 44 אחוזים בהנפקות באמצעות זכויות. תופעה זו משקפת את המגמה ששררה בשנים 1963–1964, שכן בדיקה נוספת מראה, כי בשנים אלה שיעור ההצלחות ביום הראשון בהנפקות לציבור היה 74 אחוזים לעומת 20 אחוזים בהנפקות לבעלי המניות. לעומת זאת בשנים 1959 עד 1962 לא היה כל הבדל בשיעור ההצלחות, לפי צורת ההנפקה³. תופעה נוספת בעלת עניין היא הנטייה לירידה בשיעור ההצלחות בהנפקות לציבור, ככל שחולף הזמן מן היום הראשון לקראת תום הרבע הראשון של השנה. לעומת הנטייה לעלייה בשיעור ההצלחות של הנפקות לבעלי המניות לאורך זמן זה. כך איפוא יורד שיעור ההצלחות

¹ אם $S =$ מדד ההצלחה ;

$P_0 =$ מחיר ההנפקה של המניה ;

$P_t =$ מחיר המניות ביום t ;

נקבל : $S = \frac{P_t}{P_0}$;

ראה סקר בנק ישראל, מס' 22, עמ' 42–43.

² שמונה ההנפקות הנותרות לא נכללו מסיבות טכניות.

³ ראה סקר בנק ישראל, מס' 22, עמ' 59.

ההנפקות, לפי גובה מדדי הצלחה ביום ראשון; בתום חודש ובתום שלושה חודשים להנפקה

תום שלושה חודשים	תום חודש	היום הראשון	מדד ההצלחה
כל ההנפקות			
67	69	64	(1) גדול מ-1
34	34	21	(2) קטן מ-1
8	6	24	(3) 1
109	109	109	(4) סך הכול
61	63	59	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
ההנפקות לציבור			
38	42	42	(1) גדול מ-1
14	12	8	(2) קטן מ-1
7	5	9	(3) 1
59	59	59	(4) סך הכול
64	71	71	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
ההנפקות לבעלי המניות			
29	27	22	(1) גדול מ-1
20	22	13	(2) קטן מ-1
1	1	15	(3) 1
50	50	50	(4) סך הכול
58	54	44	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$

בהנפקות לציבור מ-71 אחוזים ל-64 אחוזים, ועולה שיעור ההצלחות בהנפקות לבעלי המניות מ-44 אחוזים ל-58 אחוזים.¹

ב. עיתוי ההנפקות

עד כה נתגלו הבדלים מסויימים בשיעורי ההצלחות של הנפקות לציבור בהשוואה להנפקות לבעלי מניות. יש לברר איפוא את הגורמים המסבירים הבדלים אלה. באופן יותר ספציפי נשאלת השאלה: האם מועד ההנפקה יכול להסביר את שיעור הצלחת ההנפקות? בהקשר זה, נפנה עתה

¹ על מנת להפחית את הסיכון ברכישת מניות חדשות מעוניין המשקיע לא רק במדדי הצלחה גבוהים אלא גם בתהליך של עלייה מתמדת בשערי המניות. ניתן לבדוק תהליך זה, למשל, על ידי השוואת שערי המניות בתום החודש הראשון לשערן ביום המסחר הראשון. רציפות כזאת בעליית השערים היתה קיימת, כפי שמסתבר, אך ורק ביחס למניות שהונפקו לציבור בשנים 1959 עד 1962 (ראה שם, עמ' 60).

לבדוק את הקשר בין הצלחת ההנפקות לבין שני גורמים הקשורים במועדי ההנפקות: תכיפות ההנפקות ומגמת השערים בבורסה.

1. תכיפות ההנפקות: השוואת שיעור ההצלחות בהנפקות בתקופת תכיפות קטנה לתקופת תכיפות גדולה¹ אינה מגלה כל הבדלים בעלי משמעות. אולם, בעקבות מיון המניות לפי צורת ההנפקה מסתברות התופעות הבאות:

בהנפקות לציבור נוטה שיעור ההצלחות בתקופת תכיפות קטנה להיות נמוך במידה ניכרת, בהשוואה לתקופת תכיפות גדולה (29 אחוזים לעומת 77 אחוזים ביום הראשון למסחר). בהנפקות לבעלי המניות קיימת תופעה הפוכה: שיעור ההצלחות בתקופת תכיפות קטנה עולה במידה ניכרת

לוח 8

ההנפקות, לפי מידת התכיפות בתקופת ההנפקה ולפי גובה מדד ההצלחה

תכיפות גדולה			תכיפות קטנה			מדד ההצלחה
סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	
כל ההנפקות						
56	58	54	11	11	10	(1) גדול מ-1
30	32	20	4	2	1	(2) קטן מ-1
7	3	19	1	3	5	(3) 1
93	93	93	16	16	16	(4) סך הכול
60	62	58	69	69	62	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
ההנפקות לציבור						
35	39	40	3	3	2	(1) גדול מ-1
11	10	7	3	2	1	(2) קטן מ-1
6	3	5	1	2	4	(3) 1
52	52	52	7	7	7	(4) סך הכול
67	75	77	43	43	29	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
ההנפקות לבעלי המניות						
21	19	14	8	8	8	(1) גדול מ-1
19	22	13	1	—	—	(2) קטן מ-1
1	—	14	—	1	1	(3) 1
41	41	41	9	9	9	(4) סך הכול
51	46	34	89	89	89	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$

¹ תכיפות הנפקות קטנה הוגדרה לצורך המחקר, מראשית 1959 עד אוגוסט 1960 ועד בכלל, מאוקטובר 1961 ועד אוגוסט 1962 ועד בכלל ומאוגוסט 1964 ועד סוף 1964. תכיפות הנפקות גדולה הוגדרה בהתאם לכך מספטמבר 1960 ועד ספטמבר 1961 ועד בכלל, ומספטמבר 1962 ועד יולי 1964 ועד בכלל.

על זה של תקופת תכיפות גדולה (89 אחוזים לעומת 34 אחוזים). כמו כן, מתברר שבתקופת תכיפות קטנה, שיעור ההצלחות בהנפקות לציבור נמוך במידה ניכרת מזה של הנפקות לבעלי מניות ולעומת זאת בתקופת תכיפות גדולה שיעור ההצלחות בהנפקות לציבור הוא גבוה יותר.¹
 II. מגמת השערים בבורסה. שיעור ההצלחות של כל ההנפקות בתקופת עליית שערים עולה במידה ניכרת על שיעור ההצלחות של כל ההנפקות בתקופת ירידת שערים.² הבדל

לוח 9

מספר ההנפקות, לפי מגמת השערים בעת ההנפקה ולפי גובה מדרד ההצלחה

מגמת השערים						מדרד ההצלחה
ירידה			עלייה			
סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	
						כל ההנפקות
34	40	37	33	29	27	(1) גדול מ-1
31	27	16	3	7	5	(2) קטן מ-1
8	6	20	—	—	4	(3) 1
73	73	73	36	36	36	(4) סך הכול
47	55	51	92	81	75	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
						ההנפקות לציבור
24	29	29	14	13	13	(1) גדול מ-1
14	11	7	—	1	1	(2) קטן מ-1
7	5	9	—	—	—	(3) 1
45	45	45	14	14	14	(4) סך הכול
						(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$
						ההנפקות לבעלי המניות
10	11	8	19	16	14	(1) גדול מ-1
17	16	9	3	6	4	(2) קטן מ-1
1	1	11	—	—	4	(3) 1
28	28	28	22	22	22	(4) סך הכול
36	39	29	86	73	64	(5) אחוז ההצלחות $\left[\frac{(1)}{(4)} \right]$

¹ מאחר שמרבית ההנפקות בוצעו בתקופת תכיפות גדולה (93 לעומת 16), הרי יש בגורם זה כדי לסייע בהסברת התופעה (לוח 7) של שיעור ההצלחה הגבוה יותר של כלל המניות, שהונפקו לציבור, בהשוואה לזה של כלל המניות, שהונפקו לבעלי המניות.

² בתקופת המחקר חלה עליית שערים מראשית 1959 עד אוקטובר 1960. בתקופה נובמבר 1960 עד ינואר 1962 שררה ירידה בשערים. מפברואר 1962 ועד יוני 1963 חלה שוב עלייה בשערים וביולי 1963 התחוושה הירידה בשערים, והיא נמשכה עד לסוף התקופה הנחקרת.

זה בשיעורי ההצלחות הינו מובהק מבחינה סטטיסטית¹. תופעה זו מצביעה על קשר הדוק בין הצלחת ההנפקות לבין עיתויין, מבחינת מגמת השערים, קשר הבולט הן לגבי הנפקות לציבור בנפרד והן לגבי הנפקות לבעלי המניות בנפרד.

העיון בהצלחת ההנפקות, לפי מגמת השערים בבורסה מגלה שתי תופעות נוספות בעלות עניין. התופעה הראשונה היא, שההשפעה של מגמת השערים על הצלחת ההנפקות הולכת ומתחזקת עם הזמן. כך איפוא עולה שיעור ההצלחות, בכל ההנפקות בתקופת עליית שערים, מ-75 אחוזים ביום הראשון למסחר ל-92 אחוזים בתום הרבעון הראשון להנפקה. לעומת זאת, בתקופת ירידת שערים, יורד שיעור ההצלחות מ-51 אחוזים ביום הראשון למסחר ל-47 אחוזים בתום הרבעון הראשון². מגמה זו מורגשת במיוחד בקרב ההנפקות לציבור. בהנפקות לבעלי המניות אין למצוא ירידה בשיעור ההצלחות בתקופה של ירידת שערים.

תופעה שנייה היא, ששיעור ההצלחות בהנפקות לציבור גבוה מזה של בעלי המניות בשלושת מועדי הבדיקה, הן בתקופות של עליית שערים והן בתקופות של ירידת שערים.

מן הראוי לציין גם את העובדה, שמתוך 24 מניות בעלות מדד הצלחה = 1 ביום הראשון למסחר (ראה לוח 10), 20 מופיעות בתקופת ירידת שערים ומהוות 27 אחוזים מסך ההנפקות, לעומת 4 הנפקות (11 אחוזים) בתקופה של עליית שערים³. ריבוי של מדד הצלחה — 1 בתקופה של ירידת שערים בבורסה יש בו כדי להצביע על נטייה של מתן תמיכה לשערי המניות המונפקות.

לוח 10

מספר ההנפקות בעלות "מדד הצלחה = 1", לפי מגמת השערים בעת ההנפקה

	ירידת שערים			עליית שערים		
	סוף הרבעון	סוף החודש הראשון	היום הראשון	סוף הרבעון	סוף החודש הראשון	היום הראשון
(1) מספר הנפקות בעלות מדד הצלחה = 1	8	6	20	—	—	4
(2) סך כל ההנפקות	73	73	73	36	36	36
(3) אחוזי ההנפקות בעלות מדד הצלחה = 1	11	8	27	—	—	11 $\left[\frac{(1)}{(2)} \right]$

ניתן עתה לסכם, שהקשר בין עיתוי ההנפקות לבין הצלחתן מנקודת מבט המשקיע החדש מוסבר בעיקר על ידי מגמת השערים בבורסה. אך מאחר וקיימת נטייה לריכוז ההנפקות בתקופה של ירידת שערים, מתגלה גם קשר מסוים, אם כי פחות חד וחלק, בין תכיפות ההנפקות לבין הצלחתן.

¹ מבחן χ^2 דוחה את השערת האפס, ששיעור ההנפקות המוצלחות בתקופת עליית שערים שווה לשיעור ההנפקות המוצלחות בתקופת ירידת שערים. במדדי ההצלחה של היום הראשון ושל החודש הראשון לאחר ההנפקה רמת המובהקות הקריטית של המבחן היא למטה מ-2 אחוזים. במדדי ההצלחה של שלושה חודשים לאחר ההנפקה, יורדת רמת המובהקות הקריטית למטה מ-0.1 אחוזים. המבחן הסטטיסטי מתאפשר כאן הודות למספר התצפיות הגדול יחסית.

² מסקנה זו מקבלת חיזוק נוסף מן הירידה ברמת המובהקות הקריטית במבחן χ^2 במעבר ממדדי ההצלחה, המבוססים על היום הראשון למסחר לאלה המבוססים על סוף הרבעון הראשון להנפקה (ראה הערת שוליים לעיל).

³ מבחן χ^2 דוחה את השערת האפס, שהבדלים אלה הם מקריים. רמת המובהקות הקריטית של המבחן עומדת על 6 אחוזים ביחס ליום הראשון ולתום החודש הראשון ועל 3 אחוזים ביחס לסוף הרבעון.

2. מדד ההצלחה למשקיע הוותיק

מדד ההצלחה למשקיע הוותיק מייצג את השפעת ההנפקה על ערך ההשקעה של משקיע זה במניות הוותיקות של החברה. לפיכך, נבדק במקרה זה מהלך השערים של המניות הוותיקות ולא של המניות המונפקות. מדד ההצלחה עצמו מחושב על ידי השוואת שערי המניה הוותיקה בשלושה התאריכים שלאחר ההנפקה (היום הראשון למסחר במניה החדשה, תום החודש הראשון ותום הרבעון הראשון) לשערה של מניה זו ערב ההנפקה. בניכוי הערך התיאורטי של הזכות הצמודה למניה זו.

הואיל והצלחת הנפקת זכויות, מנקודת ראותו של בעל המניות הוותיק, עשויה להיות מושפעת מציפיות המשקיעים בשוק המניות לקראת מועד ההנפקה, מיינו המניות לפי כיוון השינוי בשער ועוצמתו בחודש שקדם להנפקה.

לוח 11 מצביע על שתי תופעות דומות לאלה שנתגלו בניחות מדד ההצלחה למשקיע החדש. ראשית, מסתבר, שגם אצל המשקיע הוותיק היה שיעור ההצלחות בתקופה של עליית שערים גבוה במידה ניכרת מהשיעור בתקופה של ירידת שערים. שנית, מתגלית שוב ההשפעה החזקה של מגמת השערים על שיעור ההצלחות. בתקופת עליית שערים עלה מספר ההצלחות מ-15 מתוך 19 הנפקות, שנבדקו ביום הראשון למסחר, ל-18 בתום הרבעון הראשון. בתקופת ירידת שערים, לעומת זאת, ירד מספר ההנפקות המוצלחות מ-13 ביום הראשון למסחר ל-5 בלבד בתום הרבעון הראשון.¹

לוח 11

ההנפקות על פי זכויות, לפי מדד ההצלחה של המניות הוותיקות ולפי מגמת השערים בכורסה בחודש שלפני ההנפקה

מדד סוף הרבעון		מדד סוף החודש הראשון		מדד היום הראשון		שינוי השער בחודש שלפני ההנפקה
מספר ההצלחות	מספר הכישלונות	מספר ההצלחות	מספר הכישלונות	מספר ההצלחות	מספר הכישלונות	
1	13	1	13	4	10	תקופה של עליית שערים עלייה של 2 אחוזים ומעלה שינוי בין 2 (-) אחוזים
—	4	1	3	—	4	ל-2 (+) אחוזים
—	1	1	—	—	1	ירידה של 2 אחוזים ומעלה
1	18	3	16	4	15	סך הכול
2	2	2	2	2	2	תקופה של ירידת שערים עלייה של 2 אחוזים ומעלה שינוי בין 2 (-) אחוזים
7	1	4	4	3	5	ל-2 (+) אחוזים
10	2	9	3	6	6	ירידה של 2 אחוזים ומעלה
19	5	15	9	11	13	סך הכול

¹ מבחן χ^2 מסייע לביסוס שתי התופעות שהוזכרו כאן. מבחן זה לא זו בלבד שהוא דוחה את השערת השוויון של שיעור ההצלחות בשלוש התקופות, אלא שלפיו גם רמת המובהקות הקריטית הולכת ויורדת מ-10 אחוזים במדדי ההצלחה ביום המסחר הראשון, דרך אחוז אחד בתום החודש הראשון, עד ל-0.1 אחוזים במדדים של תום הרבעון הראשון.

מיון הצלחת ההנפקות למשקיע הוותיק, לפי שיעור העלייה בשערי המניות הוותיקות בחודש שלפני ההנפקה, מגלה את התופעות הבאות: בתקופה של עליית שערים היו הכישלונות בהנפקות, על בסיס שערי המניות ביום הראשון למסחר ובתום הרבעון הראשון למסחר, מרוכזים בקבוצת המניות, ששערן עלה ביותר מ-2 אחוזים בחודש שלפני ההנפקה. בתקופה של ירידת שערים, התופעה היא הפוכה. מתוך המניות שהנפקתן נכשלה היה השיעור הנמוך ביותר בקבוצת המניות, ששערן עלה ביותר מ-2 אחוזים בחודש שלפני ההנפקה, והשיעור הגבוה ביותר — בקבוצת המניות, ששערן ירד בלמעלה מ-2 אחוזים בחודש זה. תופעה זו הולכת ומתחזקת ככל שמדד ההצלחה מבוסס על תקופה מאוחרת יותר. לעומת זאת, אין היא מתגלית בקרב המניות, שהנפקתן הצליחה בתקופה של ירידת שערים.

תופעות אלה מצביעות על כך, שבתקופת עליית שערים הספקולציה בשוק, הנובעת מן הציפיות לקראת הענקת זכויות, מביאה לעיתים לכישלונן של הנפקות אלו, בעיקר ביום הראשון למסחר. בתקופת ירידת שערים, מניה, אשר שעריה עולים לפני הנפקת הזכויות, אינה נוטה להיות מושפעת לרעה על ידי ההנפקה. לעומת זאת, מניה, ששעריה יורדים בחודש שלפני ההנפקה עם המגמה הכללית, ממשיכה במגמה זו גם לאחר ההנפקה.

(ב) שיעור התשואה הכולל¹

הרווחיות בשנה הראשונה שלאחר ההנפקה נמדדת על ידי שיעור התשואה הכולל למשקיע. מדד זה נועד להשלים את הניתוח באמצעות מדדי ההצלחה, המייצגים את רווחיות המניה בתקופה הראשונה שלאחר ההנפקה. מאחר ששיעור התשואה הכולל משמש להשוואה בין הנפקות שונות, שנערכו בתקופות שונות, עלולות המסקנות להיות מושפעות מעיתוי ההנפקה, כלומר ממגמת השערים בשוק המניות. כדי לבטל הטייה זו מוצגים גם שיעורי תשואה מתוקנים, המחושבים לאחר ניכוי השפעת השינוי ברמת המחירים בענף כולו בשנת ההנפקה.²

1. הנפקות לציבור והנפקות לבעלי המניות

לוח 12 מציג את הרווחיות של המניות המונפקות לציבור בהשוואה לאלה שהונפקו לבעלי המניות. שתי מסקנות עיקריות נובעות מן ההשוואה הזאת:

(א) רווחיות המניות המונפקות בשנת ההנפקה נוטה להיות גבוהה מן הרווחיות של המניות של חברות שלא הנפיקו. מסקנה זו נובעת מן העובדה, ששיעור התשואה המתוקן הממוצע, הן בהנפקות לציבור והן בהנפקות לבעלי המניות, נמוך מ-0.

(ב) רווחיות המניות המונפקות לציבור בשנת ההנפקה נוטה להיות גבוהה מן הרווחיות של המניות שהונפקו לבעלי המניות.³ מסקנה זו נובעת מן העובדה ששיעור התשואה המתוקן הממוצע לכל המניות שהונפקו לציבור גבוה מן השיעור המתאים למניות, שהונפקו לבעלי המניות.

¹ הניתוח להלן מקיף 81 מתוך 117 ההנפקות שבוצעו. 24 הנפקות שבוצעו אחרי 15.1.64 הושמטו עקב העדר שיעורי תשואה שנתיים. 8 הנפקות מעורבות שבוצעו ב-1963 הושמטו אף הן, כמו כן, לא נכללה מסיכות טכניות הנפקה אחת שבוצעה ב-1961.

² שיעור התשואה הכולל המתוקן של מניה מוגדר כדלקמן:

$$R^*_F = \frac{100 + R_F}{100 + R_B} \cdot 100 - 100$$

R_F = שיעור התשואה הכולל של המניה בשנת ההנפקה;

R_B = שיעור התשואה הכולל בענף באותה שנה;

R^*_F = שיעור התשואה הכולל המתוקן של המניה.

שיעור התשואה הכולל בענף, בשנה מסוימת, מוגדר כאן כממוצע האריתמטי של שיעורי התשואה הכוללים של כל המניות בענף באותה שנה (ראה סקר בנק ישראל, מס' 22, עמ' 65).

³ מכלל זה יש להוציא את ענף המקרקעין והפיתוח, אך מן הראוי לציין שבענף זה היו רק 2 הנפקות לציבור (על ידי חברת "רסקו" ומשקיעים אנגלו-ישראליים).

**שיעור התשואה הכולל המתוקן של מניות בחברות המנפיקות,
בשנת ההנפקה, לפי צורת ההנפקה ולפי הענף***

(אחוזים)

הנפקות לבעלי המניות	הנפקות לציבור	הענף
-8.6	7.0	בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים
0.8	-9.7	מקרקעין ופיתוח
-18.2	-10.4	תעשייה ומסחר
5.3	—	דלק ונפט
-1.7	1.4	חברות השקעה
-4.7	-2.4	כל הענפים

* שיעור התשואה הכולל של קבוצת מניות מוגדר כאן כממוצע האריתמטי של שיעורי התשואה הכוללים של כל המניות המשתייכות לקבוצה. הלוח מתייחס להנפקות שבוצעו עד ל-15 בינואר 1964.

2. עיתוי ההנפקות ורווחיותן

לוח 13 בודק את הקשר בין עיתוי ההנפקות לבין רווחיותן למשקיע. בדיקה זו נעשית על ידי השוואת שיעורי תשואה כוללים מתוקנים בתקופות של עלייה וירידה בשערים, ובתקופות של תכיפות הנפקות גדולה וקטנה.

א. מגמת השערים

שיעור התשואה של המניות אשר הונפקו בתקופת עליית שערים, בשנת הנפקתן, היה גבוה מהשיעור הממוצע של כל המניות באותה התקופה, ואילו בתקופת ירידת שערים היה שיעור התשואה בשנת ההנפקה של המניות שהונפקו נמוך מן הממוצע הכללי. דבר זה מסתבר מן העובדה, ששיעור התשואה הממוצע של המניות, שהונפקו בתקופת עליית שערים, היה חיובי, ואילו בתקופת ירידת שערים — היה שלילי. מכאן גם מתברר, שהנפקות בתקופת עליית שערים היו רווחיות, בהשוואה לתקופת ירידת שערים. יש לציין שתופעה זו אינה אחידה בענפים השונים, והיא מושפעת, בעיקרה, מן הענף "בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים", אשר משקלו בשוק ההנפקות גדול יחסית.

ב. תכיפות ההנפקות

לוח 13 מראה, כי אין הבדל ממשי בשיעורי התשואה בתקופה של תכיפות קטנה וגדולה. אף על פי כן השוואה ענפית מראה, שבכל הענפים, פרט לתעשייה ומסחר, גבוה שיעור התשואה המתוקן בתקופת תכיפות קטנה מן השיעור המתאים בתקופת תכיפות גדולה. אולם בענף התעשייה והמסחר היחס הינו הפוך וגורר אחריו את הממוצע הכללי.

שיעור התשואה הכולל המתוקן של מניות בחברות המנפיקות, בשנת ההנפקה, על פי מגמת השערים ותכיפות ההנפקות, על פי הענף

(אחוזים)

תכיפות ההנפקות		מגמת השערים		הענף
תכיפות גדולה	תכיפות קטנה	ירידת שערים	עליית שערים	
-3.6	2.3	-12.3	9.8	בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים
-2.8	15.6	16.7	6.5	מקרקעין ופיתוח
-8.3	-26.7	26.9	3.1	תעשייה ומסחר
-2.1	-0.8	0.8	-2.1	דלק ונפט
0.5	—	3.9	0.7	חברות השקעה
-3.0	-7.5	-6.7	1.0	כל הענפים

(ג) סיכום

ההנפקות שבוצעו בשנים 1959 עד 1964 נותחו בסעיף זה באמצעות שני מדדים, הן לזמן הקצר והן לזמן הארוך. מסקנות הניתוח באמצעות שני המדדים הן זהות. ולפיכך מקבלות המסקנות הללו משנה תוקף.

המסקנות העיקריות הן:

1. ההצלחה בטווח הקצר וגם הרווחיות בטווח הארוך בהנפקות לציבור היו גבוהות מאלה שבהנפקות לבעלי המניות. מסקנה זו כבר הוצגה ביחס לשנים 1959 עד 1962, אם כי בהסתייגויות מסוימות¹. ההתפתחות בשנים 1963-1964 מחזקת במידה ניכרת את המסקנה ומאפשרת לבטל את ההסתייגויות דגן. בהקשר לממצא זה ראוי לציין, כי מחיר הרכישה של מניות, המונפקות לבעלי המניות נקבע באמצעות המסחר בזכויות, כאשר מחיר הזכויות בשוק משקף את מחיר החתימה שנקבע על ידי החברה המנפיקה. פירוש הדבר, שרווחיות השקעה זו נקבעה על ידי שוק המניות. לעומת זאת, מחיר הרכישה של מניות, המונפקות לציבור, נקבע על ידי החברה המנפיקה. הנפקת מניות לציבור במחיר הרכישה, הנמוך ממה שהיה נקבע על ידי השוק, עשוייה להיות גורם, המסביר את רווחיותן הגבוהה יחסית של הנפקות אלה.

2. קיים קשר הדוק בין עיתוי ההנפקות לבין הצלחתן בטווח הקצר ורווחיותן בזמן הארוך. גם ממצא זה כבר הוסק ביחס לשנים 1959 עד 1962² אולם הפעם ניתן לנסחו ביתר פירוט:

א. הגורם העיקרי הקובע את הצלחה בטווח הקצר הוא מגמת השערים בבורסה. בתקופת עליית שערים הסתברות הצלחה של ההנפקה היא גבוהה ביותר בהשוואה לתקופת ירידת שערים.

ב. לא נתגלה קשר משמעותי בין הצלחתן ורווחיותן של ההנפקות לבין תכיפות ההנפקות. למרות זאת, ניתן לומר, כי להנפקות בתקופת תכיפות קטנה ישנה נטייה גבוהה יותר להצלחה, הן בטווח הקצר והן בזמן הארוך. הסיבה לחולשת קשר זה היא, שגורם התכיפות

¹ ראה: סקר בנק ישראל, מס' 22 עמ' 68. הצלחת ההנפקות בטווח הקצר לא היתה עקבית בכל תאריכי הבדיקה.

² ראה שם.

קשור עם מגמת השערים, וכזכור (סעיף 2 לעיל), תכיפות ההנפקות נמצאה בפיגור בהשוואה למגמת השערים.
 ג. רוחניות המניות המונפקות בשנה שלאחר ההנפקה נטתה, בממוצע, להיות נמוכה מרווחיות המניות הנותרות.

4. כדאיות ההשקעה במניות ותדירות ההנפקה בחברות

סעיף זה מנתח את הקשר בין כדאיות ההשקעה במניות, כשהיא נמדדת באמצעות שיעור התשואה הכולל, לבין מספר ההנפקות לחברה. קשר זה נבדק בשתי קבוצות של חברות:
 א. קבוצת החברות, שמניותיהן היו רשומות בבורסה בסוף 1957. בקבוצה זו נבדק הקשר ביחס להנפקות שבוצעו בתקופה 1959 עד 1964.¹
 ב. קבוצת החברות, שמניותיהן היו רשומות בבורסה בסוף שנת 1961. בקבוצה זו נבדק הקשר ביחס להנפקות שבוצעו בשנים 1962 עד 1964.
 יתרונה של הבדיקה הראשונה הוא באורך התקופה הנסקרת. יתרונה של הבדיקה השנייה הוא בגודל הקבוצה הנחקרת, דבר המגביר את עוצמת המבחן הסטטיסטי.

(א) מספר ההנפקות לחברה בתקופה 1959 עד 1964

12 מתוך 16 החברות, שמניותיהן היו רשומות בבורסה בסוף 1957, הנפיקו מניות בשנים 1959 עד 1964 וביצעו 31 הנפקות בסך הכול. כפי שניתן לראות בלוח 14, קיים קשר חיובי בין מספר ההנפקות שביצעה החברה לבין גובה שיעור התשואה השנתי הממוצע על מניותיה. כך איפוא עולה שיעור התשואה באופן עקבי מ-21 אחוזים בממוצע לשנה בקבוצת החברות שלא הנפיקו ל-40 אחוזים בממוצע לשנה בקבוצת החברות, שביצעו ארבע הנפקות בתקופה זו.
 בחינה סטטיסטית² של ההבדלים בשיעורי התשואה, לפי מספר ההנפקות לחברה, מגלה שלא קיים הבדל מובהק בין שיעור התשואה במניות של חברות שלא הנפיקו כלל לבין אלה שהנפיקו. לעומת זאת, נמצא הבדל מובהק ברמה של 5 אחוזים, בין קבוצת החברות שהנפיקה יותר

לוח 14

שיעור התשואה הכולל הממוצע בחברות הוותיקות*, לפי מספר ההנפקות לחברה, 1958 עד 1964

מספר ההנפקות לחברה	מספר החברות	שיעור התשואה הכולל הממוצע (אחוזים)
0	4	21.1
1	3	22.3
2	3	30.2
3	2	33.7
4	4	40.0

* שנרשמו בבורסה לפני סוף 1957.
 ** ממוצע ניאומטרי.

¹ לא היו הנפקות ב-1958.

² באמצעות המבחן הלא פרמטרי של Mann-Whitney.

מפעם אחת לבין החברות הנותרות (בעלות 0 או 1 הנפקות). הבדל מובהק ברמה של אחוז אחד מתקבל בין הקבוצה שהנפיקה 3 ו-4 פעמים לבין שאר החברות. יש לציין, שבמבחן, שנערך ביחס לאותן המניות לתקופה 1959 עד 1962 בלבד, נתקבלו הבדלים מובהקים גם בין חברות שלא הנפיקו כלל לחברות שהנפיקו¹. תוצאה אחרונה זו, וכמו כן הגברת המובהקות של ההבדלים בשיעורי התשואה במעבר מאפס הנפקות להנפקה אחת ולשתי הנפקות, מביאות למסקנה, שהמשתנה המכריע, בקשר לשיעור התשואה, אינו דווקא מספר ההנפקות לחברה, אלא תדירות ההנפקות לחברה. לכן, ככל שהמבחן נערך לתקופה ארוכה יותר, עולה מספר ההנפקות לחברה, המהווה את נקודת החיתוך המובהקת ביותר בין שתי קבוצות החברות.

(ב) מספר ההנפקות לחברה בתקופה 1962 עד 1964

בדיקת הקשר בין שיעור התשואה לבין מספר ההנפקות לחברה בשנים 1962 עד 1964 נערכה ביחס ל-41 חברות, אשר מניותיהן היו רשומות בבורסה בסוף 1961. כפי שניתן לראות מלוח 15, קיימת גם כאן המגמה של עליית התשואה עם עליית מספר ההנפקות לחברה, אם כי, לא ברציפות. הפעם כבר קיימים הבדלים מובהקים² (ברמת מובהקות של אחוז אחד) בין קבוצת חברות שלא הנפיקו כלל בשנים אלה לבין קבוצת החברות שהנפיקו³, והוא הדין בין קבוצת החברות, שהנפיקה יותר מפעם אחת לבין החברות הנותרות⁴.

לוח 15

שיעור התשואה הכולל, לפי מספר ההנפקות לחברה, 1962 עד 1964

שיעור התשואה הכולל (אחוזים) ^א			מספר החברות	מספר ההנפקות לחברה
מניות חודשות***	מניות ותיקות**	כל המניות		
7.2	6.3	6.9	21	0
21.9	23.5	22.3	8	1
18.9	21.9	21.0	10	2
25.2	—	25.2	1	3
46.0	—	46.0	1	4

^א ממוצע ניאומטרי לשנים 1962 עד 1964.

^ב שנרשמו בבורסה לפני סוף 1957.

^ג שנרשמו אהרי 1957 ולפני ה-15 בינואר 1964.

השוואה נוספת הנערכת בלוח 15 היא בין שיעורי התשואה הכוללים של המניות בחברות ותיקות לבין אלה בחברות חדשות בעלות מספר הנפקות שווה. השוואה זו אינה מגלה בשום מקרה הבדלים מובהקים. ניתן איפוא להסיק, שהקשר, שנתגלה בין שיעור התשואה הכולל לבין מספר ההנפקות לחברה בשנים 1962 עד 1964, אינו נובע מהבדלים שיטתיים בשיעורי התשואה של המניות בין החברות החדשות לוותיקות.

¹ ראה: סקר בנק ישראל, מס' 22, עמ' 69.

² לפי מבחן Mann-Whitney.

³ תוצאה זו תורמת גם היא לחיזוק המסקנה, שהמשתנה הקשור לשיעור התשואה אינו מספר ההנפקות לחברה אלא תדירות, מאחר שהתקופה הנסקרת כאן היא שלוש שנים בלבד.

⁴ קיימות רק שתי חברות, שהנפיקו בשנים אלו יותר מפעמיים. לכן, אין אפשרות לבחון את מובהקות ההבדלים בנקודות חיתוך נוספות.

מתוך הניתוח דלעיל מתבקשת המסקנה שהקשר בין מספר ההנפקות לחברה לבין שיעור התשואה על מניותיה, אשר נתגלה ביחס לשנים 1958 עד 1962¹, המשיך להתקיים גם בשנים 1963–1964. הסברתו של קשר זה טעונה מחקר נוסף².

5. כדאיות ההשקעה במניות ובאיגרות חוב

בסעיף זה נבדוק את הכדאיות היחסית של ההשקעה במניות רגילות ובאיגרות חוב בתקופה 1958 עד 1964, באמצעות שיעורי התשואה הכוללים. הואיל והאינפלציה היתה גורם בעל חשיבות בתקופה הנזכרת, חושוב גם שיעור תשואה ריאליים המתקנים את שיעורי התשואה הנומינאליים עבור שיעור הגידול במדד המחירים לצרכן³.

(א) מניות רגילות

השקעת סכומים שווים בכל אחת מן המניות הרגילות שהיו רשומות בבורסה בתקופה 1958 עד 1964 נשאה שיעור תשואה נומינלי בשיעור 31 אחוזים בממוצע לשנה⁴ (ראה לוח 16). שיעור התשואה הריאלי במניות רגילות באותה תקופה היה 25 אחוזים בממוצע לשנה. שיעורי תשואה גבוהים במיוחד שררו בשנים 1959 ו-1960 (94 אחוזים ו-131 אחוזים בהתאמה)⁵. הגיאות במשך 1962 ומחצית 1963, שהחלה בעקבות הפיחות בפברואר 1962, התבטאה אף היא בשיעורי תשואה גבוהים למדי (32 אחוזים ו-35 אחוזים התאמה). מן הראוי לציין, שרישומה של גיאות אחרונה זו היה ניכר יותר משל קודמתה, אף כי שיעורי התשואה הכוללים היו בה נמוכים יותר. הסיבה לכך נעוצה בעובדה, שהיקף ההון המושקע במניות הנסחרות בבורסה היה בשנים אלה, ובמיוחד ב-1963, גבוה במידה רבה מהסכום, שהיה מושקע במניות בשנים 1959 ו-1960.

בעוד שהגיאות בשנים 1959–1960 הקיפה את כל הענפים, הרי הגיאות בשנים 1962–1963 לא היתה בולטת במיוחד בענפי הדלק והנפט, התעשייה והמסחר והשירותים הציבוריים. בדיקה נוספת מגלה, כי בשתי שנות הגיאות, 1962–1963, היה שיעור התשואה הכולל הממוצע לשנה בדלק ונפט 16 אחוזים, בתעשייה ומסחר 19 אחוזים ובשירותים ציבוריים — 9 אחוזים. באותה תקופה הגיע שיעור התשואה הכולל הממוצע ל-59 אחוזים בענף בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים, ל-51 אחוזים בחברות ההשקעה ול-50 אחוז בענף המקרקעין והפיתוח.

השפל של 1961 ושל 1964 הקיף את כל הענפים (פרט לשירותים ציבוריים ב-1964), אם כי במידה שונה של אינטנסיביות. מעניין לציין, שדירוג הענפים לפי גובה ההפסדים בשנת 1964 זהה לדירוג של 1961. בשתי שנות השפל היו ההפסדים הגבוהים ביותר בענף הדלק והנפט ואחריו, לפי

¹ ראה סקר בנק ישראל, מס' 22 עמ' 63.

² הסבר אפשרי לתופעה זו הוא שהחברות שהרבו להנפיק, היו אותן חברות, שלפניהן עמדו אפשרויות ההשקעה "הרווחיות ביותר" — ראה שם.

³ שיעורי תשואה ריאליים חושובו כדלהלן:

$$R = \frac{1+r}{1+g} - 1$$

כאשר: R = שיעור תשואה ריאלי לשנה;

r = שיעור תשואה נומינאלי לשנה;

g = שיעור הגידול במדד המחירים לצרכן באותה שנה.

⁴ שיעור זה חושב לאחר ניכוי מס הכנסה בשיעור 25 אחוזים מן הדיווידנדה במזומן. חישובי שיעור התשואה אינם לוקחים בחשבון את מס רוחי ההון, שהיה קיים בתקופה יוני 1964 עד יולי 1965.

⁵ שיעורים בלתי רגילים אלה היו מושפעים, כנראה, משיעורי התשואה השליליים, שאיפיינו את הקיפאון, אשר שרר בבורסה במשך מרבית שנות החמישים.

מסדר גובה ההפסדים, ענפי המקרקעין והפיתוח, חברות ההשקעה, בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים, תעשייה ומסחר ושירותים ציבוריים. ראוי גם לציין, שמידת ההפסדים בענף התעשייה והמסחר היתה קטנה ביותר (2 אחוזים ב־1961 ו־5 אחוזים ב־1964). בענף השירותים הציבוריים לא היו למעשה הפסדים כלל, שכן בשנת 1964 היה שיעור התשואה הכולל חיובי (6 אחוזים) ¹.

בשפל של 1964 שררו שיעורי תשואה הנמוכים ביותר דווקא באותם ענפים, שבהם היו שיעורי תשואה הגבוהים ביותר בתקופת 1962–1963 (בנקאות, מקרקעין וחברות להשקעה). תוצאה הפוכה מתגלית בענפי התעשייה והשירותים הציבוריים. יוצא דופן הוא ענף הדלק והנפט, שהיה נתון במשבר חריף ב־1964, על אף שנשא שיעורי תשואה מתונים יחסית בשנים 1962–1963.

כתוצאה מכל ההתפתחויות הללו ניתן לגלות הבדלים ניכרים בשיעור התשואה הכולל הממוצע של השקעה לשבע השנים, 1958–1964, בענפים השונים. שיעור התשואה השנתי הממוצע הגבוה ביותר היה בענף הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים, והגיע ל־45 אחוזים. בענף חברות השקעה ובענף מקרקעין ופיתוח היה שיעור התשואה הממוצע לשבע השנים 34 אחוזים לשנה, שיעור גבוה מן הממוצע הכללי. שיעורי התשואה הממוצעים בענפי התעשייה והמסחר, הדלק והנפט והשירותים הציבוריים היו כולם מתחת לממוצע הכללי.

לוח 16

שיעור התשואה הכולל כמניית רגילות, לפי הענף, 1958 עד 1964

(אחוזים)

ממוצע מ־1958 עד 1964*	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	הענף
								בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים
45.0	-15.8	43.2	76.5	-8.2	139.0	158.3	11.9	
33.9	-20.9	38.2	64.4	-18.1	144.6	95.4	9.6	מקרקעין ופיתוח
27.4	-4.8	27.3	11.5	-2.1	144.6	59.8	4.7	תעשייה ומסחר
13.8	-24.0	36.9	-0.6	-27.5	59.8	93.8	6.8	דלק ונפט
34.1	-18.6	51.3	51.6	-9.6	113.7	100.5	7.6	חברות השקעה
6.0	5.9	17.3	2.2	-0.4	—	—	—	שירותים ציבוריים
31.4	-13.5	35.3	32.1	-9.5	130.8	94.3	7.6	כל המניות
								שיעור התשואה הריאלי של כל המניות
24.8	-17.3	27.9	20.3	-15.5	117.3	92.0	4.3	

* ממוצע ניאומטרי.

בעקבות המחזוריות של גיאיות ושפל, שפקדה את שוק המניות, היה שיעור התשואה הכולל למשקיע מותנה גם בעיתוי ההשקעה. לוח 17 בודק את הקשר בין עיתוי ההשקעה לבין שיעורי התשואה בתקופה 1958 עד 1964.

השקעת סכומים שווים מדי שנה במניות בכל ענף וענף במשך שבע השנים, בין 1958–1964,

¹ ענף השירותים הציבוריים כולל רק את חברת התשלום. שיעור התשואה החיובי ב־1964 משקף את ציפיות השוק, לקראת האפשרות להמיר את המניות באיגרות חוב בתנאים נוחים.

והחזקתן עד 1964¹ נשאה שיעורי תשואה בתחום הנע בין 34 אחוזים לשנה, בענף בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים, ל־6 אחוזים בענף הדלק והנפט. בכל הענפים בולטת הכדאיות היחסית של רכישות, אשר בוצעו בשנים 1958, 1959 ו־1960. גם לאחר הירידה בכדאיות ההשקעה החל ב־1961, נשא ענף הבנקאות את שיעור התשואה הגבוה ביותר לגבי רכישות, שנעשו בשנת 1961 ו־1962. מסדר הכדאיות מתהפך החל בשנת 1963, בהשפעת השפל ב־1964, משום שזה האחרון פגע פחות בענפים, שנשאו שיעורי תשואה נמוכים יחסית קודם לשפל.

לוח 17

שיעור התשואה הממוצע של מניות, שהוחזקו עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה ולפי הענף

(אחוזים)

שנת הרכישה	בנקים, חברות ביטוח ומוסדות כספיים	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ומסחר	דלק ונפט	חברות השקעה	שירותים ציבוריים
1958	45.0	33.9	27.4	13.8	34.1	—
1959	50.1	38.4	31.6	15.0	39.1	—
1960	36.1	29.2	26.6	3.3	29.3	—
1961	18.2	10.1	7.4	-7.0	14.0	6.0
1962	28.6	21.5	10.6	1.1	23.1	8.3
1963	9.8	4.5	10.1	2.0	11.0	11.4
1964	-15.8	-20.9	-4.8	-24.0	-18.6	5.9
ממוצע משוקלל *	34.2	25.0	21.1	5.7	26.7	7.8

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

לוח 18 מציג את שיעורי התשואה הנומינאליים והריאליים על ההשקעה של סכומים שווים בכל המניות בבורסה לתקופה עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה של המניות. יש לציין, שפרט להשקעות שנעשו ב־1964, ההשקעה במניות בכל אחת מן השנים 1958–1963 והחזקתן עד סוף 1964 נשאה שיעור תשואה ממוצע לשנה השווה או העולה על שער הריבית, נטו, של המילווה קצר המועד (8½ אחוזים). שיעור התשואה ברכישות, שנעשו בשנים 1958–1960 וכן ב־1962, עולה במידה ניכרת על שער הריבית במילווה קצר המועד. כתוצאה מכך, משקיע, אשר השקיע במניות מידי שנה והחזיקן עד סוף 1964, זכה במשך כל התקופה בשיעור תשואה ממוצע לשנה של 23 אחוזים, שהוא גבוה כמעט פי שלושה משער הריבית, נטו, על המילווה קצר המועד.

שיעורי התשואה הנומינאליים הגבוהים יחסית על ההשקעה במניות בתקופה 1958 עד 1964 אינם נובעים מהעלייה ברמת המחירים הכללית בלבד. גם לאחר ניכוי השפעת האינפלציה, נשאר שיעור התשואה הריאלי לתקופה זאת גבוה למדי — למעלה מ־16 אחוזים.

¹ הנחה זו של השקעת סכומים שווים מידי שנה והחזקתם עד סוף התקופה מהווה דגם מתאים לבדיקת כדאיות ההשקעה עבור ציבור המשקיעים המוסדי. למרות השרירותיות בבחירת מועדי ההשקעה, יש בדוגמה זו כדי לשקף את התוצאה המסתברת במרבית הצירופים האפשריים של השקעה מתמדת.

שיעור התשואה הממוצע לכל המניות, שהוחזקו עד 1964,
לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	שיעור התשואה הנומינאלי	שיעור העלייה במדד	שיעור התשואה הריאלי
1958	31.4	5.3	24.8
1959	35.9	5.7	28.6
1960	26.5	6.6	18.7
1961	8.9	6.8	2.0
1962	15.6	6.7	8.3
1963	8.2	5.1	2.9
1964	-13.5	4.9	-17.5
ממוצע *	23.3	5.9	16.4

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

(ב) איגרות חוב

על מנת לאפשר את בדיקת הכדאיות של האלטרנטיבות להשקעה במניות רגילות, חושבו שיעורי תשואה כוללים עבור איגרות חוב לסוגיהן: איגרות חוב צמודות לדולר, איגרות חוב צמודות למדד, איגרות חוב בהצמדה מעורבת ואיגרות חוב בלתי צמודות.

שיעור התשואה הכולל של ההשקעה באיגרות חוב בכללן היה בשנים 1958 עד 1964 11 אחוזים בממוצע לשנה (ראה לוח 19). שיעורי התשואה הכוללים של איגרות החוב הצמודות לדולר מצטיינים בתנודות חריפות ביותר. תנודות אלה הן, מצד אחד, פרי השינויים בציפיות לפיחות במשך התקופה הנסקרת, ומצד שני, תוצאה של רווח ההון החד פעמי, שנבע מן הפיחות עצמו. מעניין לציין את הירידה בשיעור התשואה על איגרות אלה בשנה שלאחר הפיחות (1963) ל-5 אחוזים ואת העלייה המחודשת של שיעור התשואה בשנת 1964 ליותר מ-14 אחוזים. באיגרות חוב הצמודות למדד התנודות בשיעורי התשואה השנתיים חריפות פחות והיו מושפעות בעיקר מעליית המדד. החשת קצב עליית המחירים בשנים 1960 עד 1962 הביאה באותן שנים לעלייה ניכרת בשיעורי התשואה של איגרות חוב אלה. לגבי התקופה כולה נשאו איגרות החוב הצמודות למדד שיעור תשואה ממוצע של 11.6 אחוזים. שיעור זה שווה בערך לשער הריבית של איגרות החוב, נטו, בצירוף עליית המדד.

השוני במהות איגרות החוב הצמודות לדולר והצמודות למדד מסביר את ההבדלים הניכרים בין שיעורי התשואה שלהן. איגרות החוב הצמודות לדולר היו מושפעות מן הציפיות לפיחות, ואילו איגרות החוב הצמודות למדד היו מושפעות בעיקר מקצב עליית המחירים. לפיכך, בשנים 1959 עד 1961 ושוב בשנת 1963 היו שיעורי התשואה של איגרות החוב הצמודות למדד גבוהים מאלה של הצמודות לדולר, ואילו בשנים 1958, 1962 ו-1964 היה הדירוג הפוך. לגבי התקופה כולה, 1958 עד 1964, היה שיעור התשואה השנתי הממוצע של איגרות החוב הצמודות לדולר גבוה מהשיעור המקביל של צמודות המדד (14.2 אחוזים לעומת 11.6 אחוזים). יש להדגיש כי שיעורי התשואה של שני סוגי איגרות החוב הצמודות עלו על שער הריבית של המילווה קצר המועד.

שיעור התשואה של איגרות החוב בהצמדה מעורבת משקף במידה מסויימת את התנודות באיגרות החוב בעלות ההצמדה האחידה. לגבי התקופה כולה היה שיעור התשואה הממוצע של

איגרות חוב בהצמדה מעורבת 13.2 אחוזים לשנה. שיעור התשואה הממוצע של איגרות החוב הבלתי צמודות היה במשך התקופה 3.3 אחוזים בלבד, שהוא נמוך בהרבה משער הריבית על המילווה קצר המועד. תוצאה זאת משקפת את העובדה, שמחירי איגרות החוב הבלתי צמודות לא נשאו למשקיעים שיעור תשואה המקובל במשק על הלוואות בלתי צמודות. ממצא זה הוא, בין היתר, תוצאה של חוסר התעניינות, העדר עסקות בכורסה ובעקבות אלה – חוסר שיכלול בשוק איגרות החוב הבלתי צמודות.

לוח 19

שיעור התשואה הכולל של איגרות חוב, 1958 עד 1964

(אחוזים)

ממוצע עד 1958 **1964	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	הסוג
14.2	14.3	5.0	60.4	9.2	0.2	3.4	16.7	צמודות דולר
11.6	9.9	11.7	18.2	15.8	10.7	4.5	10.5	צמודות מדד
13.2	8.7	13.7	36.8	14.5	7.2	2.4	11.8	בהצמדה מעורבת
3.3	1.3	2.0	2.4	6.8	8.4	2.6	0.2	בלתי צמודות
11.1	9.2	7.3	33.8	11.2	5.7	3.4	9.4	כל איגרות החוב

* הלוח מתייחס לעשר איגרות חוב: ארבע צמודות לדולר, שלוש למדד, אחת בהצמדה מעורבת ושתיים בלתי צמודות.
** ממוצע ניאומפרי.

כמו במניות כן גם באיגרות חוב תלוי שיעור התשואה בעיתוי ההשקעה. לוח 20 מראה את השפעת מועדי ההשקעה באיגרות חוב על שיעורי התשואה. תופעה בולטת היא הנטייה של שיעורי התשואה הממוצעים של איגרות החוב הצמודות למיניהן לעלות ככל שמתקרב מועד הרכישה לשנת הפיחות (1962). מעניין גם לציין, שפרט לרכישות בשנת 1963, היתה ההשקעה באיגרות חוב צמודות לדולר והחזקתן עד ל-1964 הכדאית ביותר בין איגרות החוב. כתוצאה מכך, משקיע,

לוח 20

שיעור התשואה הממוצע באיגרות חוב, שהחזקו עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	צמודות למדד	צמודות לדולר	בהצמדה מעורבת	בלתי צמודות
1958	14.2	11.6	13.2	3.3
1959	13.8	11.7	13.4	3.9
1960	16.1	13.3	15.7	4.1
1961	20.4	13.9	18.0	3.1
1962	24.4	13.2	19.1	1.9
1963	8.5	10.8	11.2	1.6
1964	14.3	9.9	8.7	1.3
ממוצע *	16.0	12.3	14.7	3.2

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

שרכש בהתמדה כל שנה איגרות חוב צמודות דולר במשך התקופה והחזיק בהן עד ל-1964, וכה בשיעור תשואה ממוצע של 16 אחוזים לשנה, בהשוואה ל-12.3 אחוזים באיגרות חוב צמודות למדד. לוח 21 מציג את שיעורי התשואה הנומינאליים והריאליים על ההשקעה של סכומים שווים בשלושת הסוגים של איגרות חוב צמודות (דולר, מדד, מעורב) לתקופה עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה של איגרות החוב. ההשקעה המתמדת ב"תיק" של איגרות החוב הללו נשאה שיעור תשואה נומינאלי ממוצע לשנה של 14.3 אחוזים. במונחים ריאליים היה שיעור התשואה 7-9 אחוזים לשנה. חישוב זה של שיעור התשואה הריאלי מאפשר להשוות, לאורך זמן, את התפתחות הרווחיות הממשית למשקיע באיגרות חוב, מבלי שתושפע השקעה זו משיעור האינפלציה.

לוח 21

שיעור התשואה הממוצע באיגרות חוב צמודות, שהוחזקו עד 1964, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	שיעור התשואה הנומינאלי	שיעור העלייה במדד	שיעור התשואה הריאלי
1958	13.0	5.3	7.3
1959	13.0	5.7	6.9
1960	15.0	6.6	7.9
1961	17.4	6.8	9.9
1962	18.9	6.7	11.4
1963	10.2	5.1	4.9
1964	11.0	4.9	5.8
ממוצע *	14.3	5.9	7.9

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

(ג) כדאיות ההשקעה במניות רגילות ובאיגרות חוב

הכדאיות היחסית של ההשקעה במניות, בהשוואה להשקעה באיגרות חוב צמודות מותנית במועד הרכישה ובאורך התקופה של החזקת הנכס, וזאת עקב התנודות החריפות בשיעורי התשואה השנתיים הן של המניות והן של איגרות החוב (לוח 22). הודות לגיאומטריה המסחררת בשוק המניות בשנים 1959 ו-1960, זיכתה רכישה של מניות בכל אחת מהשנים 1958, 1959 ו-1960 את המשקיע בשיעורי תשואה כוללים גבוהים, בהשוואה להשקעה מקבילה באיגרות חוב צמודות. לעומת זאת, לא הביאה ההשקעה במניות לאחר הגיאומטריה הזאת, דהיינו, בשנים 1961 עד 1964, תשואה המשתווה לזו של איגרות חוב צמודות לדולר. הוא הדין גם לגבי ההשוואה עם איגרות החוב הצמודות למדד, להוציא את 1962.

לגבי התקופה כולה, ההשקעה המתמדת מידי שנה במניות והחזקתן עד סוף 1964 נשאה שיעור תשואה ממוצע לשנה של 23.3 אחוזים, בהשוואה לממוצע שנתי של 16 אחוזים באיגרות חוב צמודות לדולר ו-12.3 אחוזים באיגרות חוב צמודות למדד. יש לציין, כי במניות ישנם הבדלים ניכרים בשיעורי התשואה של הענפים השונים, שלא כבאיגרות חוב בעלות אותו בסיס הצמדה, שבהן שיעורי התשואה בתקופה נתונה הם אחידים במידה רבה. למשל, ריכוז ההשקעה המתמדת במניות בענף בנקים וחברות ביטוח ומוסדות כספיים בלבד הביא שיעור תשואה של 34 אחוזים

(ראה לוח 17), וכמובן אפשר לציין מניות אינדיבידואליות, ששיעורי התשואה שלהן עולים גם על ממוצע זה. לעומת זאת, ריכוז ההשקעה במניות ענף הדלק והנפט הביא לשיעור תשואה של 5 עד 7 אחוזים בלבד. יש להודות יחד עם זאת, שבכל הענפים הנותרים (פרט לשירותים ציבוריים), עלה שיעור התשואה המתאים במידה ניכרת על שיעור התשואה של איגרות החוב הצמודות.

לוח 22

שיעור התשואה הכולל במניות רגילות ובאיגרות חוב צמודות, שהוחזקו עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	מניות	איגרות חוב צמודות לדולר	איגרות חוב צמודות למדד
1958	13.4	14.2	11.6
1959	35.9	13.8	11.7
1960	26.5	16.1	13.3
1961	8.9	20.4	13.9
1962	15.6	24.4	13.2
1963	8.2	8.5	10.8
1964	-13.5	14.3	9.9
ממוצע *	23.3	16.0	12.3

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

לוח 23

השוואת שיעור התשואה הכולל הריאלי במניות רגילות ובאיגרות חוב צמודות, שהוחזקו עד סוף 1964, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	מניות	איגרות חוב צמודות
1958	24.8	7.3
1959	28.6	6.9
1960	18.7	7.9
1961	2.0	9.9
1962	8.3	11.4
1963	2.9	4.9
1964	17.5	5.8
ממוצע *	16.4	7.9

* ממוצע משוקלל במספר השנים.

לוח 23 משווה את שיעורי התשואה הריאליים במניות רגילות עם אלה של איגרות חוב צמודות. אין, כמובן, בהשוואה זו לשנות את המסקנה, ששיעורי התשואה של המניות גבוהים מאלה של איגרות החוב הצמודות. שיעור התשואה הריאלי הממוצע במניות היה 16.4 אחוזים, בהשוואה ל-7.9 אחוזים באיגרות חוב צמודות.

את ההפרשים בכדאיות ההשקעה בין מניות רגילות לבין איגרות חוב ניתן לסכם על ידי השוואת הערך בסוף 1964 של כל 100 ל"י, אשר הושקעו בתחילת 1958 ב"תיקים" השונים. באשר למניות, השקעה של 100 ל"י בתחילת 1958 והחזקתן במשך 7 השנים הנסקרות היתה מזכה את המשקיע ב-676 ל"י, ששווין הריאלי, לאחר ניכוי השפעת עליית רמת המחירים הכללית, הוא 471 ל"י. לעומת זאת השקעה דומה באיגרות חוב צמודות היתה מזכה את המשקיע בסוף 1964 ב-235 ל"י, שערכן הריאלי הוא 163 ל"י.