

ההנפקות החדשות ורווחיות ההשקעה במניות, 1959 עד 1962¹

סקירה זו עוסקת בשוק ההנפקות של המניות הרגילות בשנים 1959 עד 1962. עיקר מטרתה לעמוד על רווחיותן היחסית של המניות החדשות בטווח הקצר ובטווח הארוך ועל השפעתן של ההנפקות על רווחיות ההשקעה במניות בכלל.

הניתוח מבוסס על שני מודדים כלליים שפותחו למטרה זו: "מדד ההצלחה", המודד את רווחיות ההשקעה בהנפקות החדשות בטווח הקצר, ו"שיעור התשואה הכולל", המודד את רווחיות ההשקעה בטווח הארוך.

המקורות והשיטות שעליהם מושתת הניתוח מובאים בסעיף 2. סעיף 3 מסכם את ההתפתחויות שהביאו למפנה בשוק המניות הרגילות ולהתאוששות ב-1959, ואילו סעיף 4 דן בהיקף שוק ההנפקות ובמבנהו לאחר המפנה. סעיף 5 מנתח את רווחיות המניות המונפקות מנקודת ראותם של המשקיעים מצד אחד, ושל בעלי המניות הוותיקים בחברות המנפיקות מצד שני, ואילו סעיף 6 בודק מספר השערות בנידון השפעת ההנפקות החדשות על כדאיות ההשקעה במניות החברות המנפיקות. סעיף 7 מביא השוואה של שיעורי התשואה הכוללים של מניות ואיגרות חוב לסוגיהן.

1. סיכום הממצאים

בשנים 1959 עד 1962 בוצעו 49 הנפקות של מניות רגילות ומניות רגילות מבוכרות, בסכום כולל של 103.5 מיליון ל"י במחירי ההנפקה. 23 הנפקות בסכום של 45.5 מיליון ל"י בוצעו על ידי חברות, שמניותיהן לא היו רשומות קודם לכן בבורסה; שאר ההנפקות היו הנפקות על-פי זכויות, כשהמנפיקות הן חברות שמניותיהן היו רשומות כבר בבורסה.

(א) הרווחיות היחסית של המניות מן ההנפקות החדשות, לסוגיהן

מבחינת שיעור התשואה הכולל של המניות בשנה שלאחר ההנפקה אין הבדל מובהק בין החברות המנפיקות לחברות שלא הנפיקו. אולם בחברות המנפיקות עצמן היה מיתאם חיובי בין מספר ההנפקות לבין שיעור התשואה הכולל, דהיינו, שיעור התשואה הכולל נטה לעלות עם גידול מספר ההנפקות לחברה. מיתאם חיובי זה אפשרי, אולי, להסבירו בכך שהחברות הרווחיות (בעיקר בענפי הבנקאות והמקרקעין) הן אלה שהרבו להנפיק מניות.

אחוז המניות, ששעריהן היו גבוהים ממחירי ההחממה בתקופה שמייד לאחר ההנפקה, היה קשור בצורה מובהקת בהיקף ההנפקות באותה תקופה, כשאחוז זה יורד ככל שגדול יותר מספר ההנפקות. מאחר שבתקופות של תכיפות הנפקה גדולה שררה מגמה של ירידת שערים בשוק המניות הקיימות, מגלה אחוז זה גם מיתאם חיובי עם מגמות השערים בשוק המניות. נמצא איפוא שרווחיות המניות החדשות בומן הקצר היתה קשורה בעיתוי ההנפקה.

ההשוואה השטחית בין רווחיות המניות שהונפקו לציבור במישרין לזו של המניות שהונפקו

¹ מחקר זה נערך על ידי חיים בן-שחר ומרשל סרנט מן האוניברסיטה העברית.

על-פי זכויות אינה מגלה הבדלים מובהקים. אולם מבחנים מדוקדקים יותר מלמדים שהראשונות היו רווחיות יותר הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך. רווחיותן של המניות הרגילות המבוכרות, שהונפקו לראשונה בתקופה הנסקרת, היתה פחותה מזו של המניות הרגילות שהונפקו באותה תקופה.

(ב) שיעור התשואה הכולל של מניות ושל איגרות חוב

בתקופה 1958 עד 1962 היתה ההשקעה במניות כדאית במידה בלתי רגילה. שיעור התשואה השנתי הכולל הממוצע של כלל המניות הגיע ל-42 אחוזים ובמספר ענפים (בנקאות, מקרקעין וחברות השקעה) היה אף גבוה יותר. על אף הפיחות של 1962, היתה התשואה של איגרות החוב הצמודות לדולר ושל איגרות החוב הצמודות למדד נמוכה מזו של המניות. יחד עם זאת היתה לעיתוי ההשקעה חשיבות מכרעת בקביעת הרווחיות היחסית של ההשקעה, שכן הפיחות של 1962 יחד עם השפל בשוק המניות בסוף 1961 עשו את ההשקעה באיגרות חוב באותה שנה לרווחית יותר מאשר השקעה בכלל המניות. משקיעים, שנכנסו לשוק ניירות הערך לראשונה בתחילת 1961, דחינו בשיא הגיאות בשוק המניות, והחזיקו בהשקעותיהם עד לסוף 1962. היו משיגים שיעור תשואה גבוה יותר אילו ריכזו את השקעותיהם באיגרות החוב צמודות הדולר (אך לא בצמודות המדד) ולא במניות בכלל. אבל אפילו משקיעים אלה היו יכולים להגדיל את התשואה על השקעתם, אילו היו משקיעים במניות נבחרות, בעיקר בענפי הבנקאות והמקרקעין.

2. מקורות ושיטות

(א) המקורות

הנתונים, שעליהם מבוססת סקירה זו, לקוחים ממקורות שונים, אשר העיקריים ביניהם הם:

1. הבורסה לניירות ערך בתל-אביב

נתוני היסוד על שערי ניירות הערך מצויים בגיליונות השערים היומיים של הבורסה. מגיליונות אלה נאספו הנתונים על מחירי המניות והמועדים בהם החלה כל מניה להיסחר "בלי דיבידנדה", "בלי מניות הטבה" ו"בלי זכויות", וכן מועדי התחלת המסחר במניות חדשות. רשימת החברות הרשומות בבורסה והשינויים שחלו בה לקוחים מתוך הדו"חות השנתיים של הבורסה, ושיעורי הדיבידנדות ותנאי הזכויות — מתוך תיקי החברות המרוכזים בבורסה.

2. לשכת ועדת האמיסיות במשרד האוצר

רשימת אישורי ההנפקות של לשכת ועדת האמיסיות שימשה מקור עיקרי לאיתור ההנפקות החדשות. מתוך רשימה זו נאספו לגבי כל הנפקה ציבורית של מניות הפרטים בדבר תאריך אישור ההנפקה, שם החברה המנפיקה, סוג המניות המונפקות, מספר המניות, ערכן הנומינלי ומחיר ההחתמה שלהן.

3. החברות הרשומות בבורסה

פרטי החומר שנאסף בבורסה ובלשכת ועדת האמיסיות הושו עם הנתונים המתאימים המופיעים בפרסומים הרשמיים של החברות עצמן, כגון: פרספקטים בדבר הנפקות חדשות ודו"חות שנתיים. בפרסומים אלה נבדק מחדש סוג המניות המונפקות, ערכן הנומינלי ומחיר ההחתמה. כן הושו הנתונים על מועדי ההטבות השונות וגודלן, שנאספו מתוך תיקי החברות המרוכזים בבורסה עם אינפורמציה שנתקבלה מהחברות עצמן.

¹ הגדרתו של מושג זה מובאת בסעיף 2 (ב).

² ראה נספח א' להלן.

- הנתונים על התקופה, שקדמה לייסודה הפורמלי של הבורסה לגיירות ערך בדצמבר 1953, לוקטו ממקורות אחדים שהעיקריים בהם היו:
- א. The Israel Economist Annual
 ב. The Palestine Economist
 ג. Companies & Stock Exchange Year Book
 ד. מדד גיירות הערך של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

(ב) שיטות עיבוד החומר

שני מודדים משמשים, כאמור, בסקירה זו לבדיקת הכדאיות היחסית של ההשקעה במניות: "שיעור התשואה הכולל" משמש לבדיקת הכדאיות לטווח הארוך, ו"מדד ההצלחה" — לבדיקת הכדאיות בטווח הקצר. מהותם של מודדים אלו ואופן חישובם מוסברים להלן.

1. שיעור התשואה הכולל

מודד של כדאיות ההשקעה חייב לבטא את סך ההכנסה שמקבלים המשקיעים על השקעתם בפרק זמן נתון. המודד המלא דרישה זו הוא שיעור התשואה המנוכה, כלומר אותו שיעור ניכיון המשווה את הערך הנוכחי של זרם התקבולים במזומן, הנובע מהחזקת הנכס, לערך הנוכחי של ההשקעה בנכס¹.

את כדאיות ההשקעה במניות אפשר לאמוד בעזרת מודד שהוא בגדר קירוב לשיעור התשואה המנוכה²: מודד זה מבוסס על התקבולים במזומן (לרבות רווחי הון והפסדי הון), הנובעים מן הבעלות על המניות ונוסחתו היא:

$$r' = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100 \quad \text{כאשר}$$

D = דיבידנדה ששולמה במשך השנה

P_0 = מחיר המניה בתחילת השנה

P_1 = מחיר המניה בסוף השנה

r' = אומדן שיעור התשואה השנתי המנוכה

אומדן זה נוח אומנם לחישוב אולם אין הוא מודד מושלם לכדאיות ההשקעה במניות, שכן אין הוא משקף את כל ההטבות האפשריות הניתנות לבעלי המניות, כגון מניות הטבה וזכויות. יתר על כן, שיטה זו אינה מביאה בחשבון את העובדה שבמקרה שהדיבידנדה מתקבלת במזומן במשך השנה, הרי ההפרש בין מחיר הקנייה למחיר המכירה מחושב לגבי סוף התקופה. היא עשויה איפוא להביא לאומדן מהימן של שיעור התשואה המנוכה בהעדר מניות הטבה וזכויות וכאשר משקל הדיבידנדה במזומן בסך התשואה הוא נמוך. אולם הואיל ובישראל משקלן של ההטבות

¹ מן הראוי לציין שעל אף העדיפות התיאורטית של שיטת שיעור התשואה המנוכה נהוג בדרך כלל למדוד את התשואה של ההשקעה בניירות ערך בשיטות אחרות. אחת מאלה היא שיטת שיעור התשואה השוטף (current yield) המודדת את היחס של הדיבידנדה השוטפת למחיר השוק של המניה ($\frac{D}{P}$). הליקוי העיקרי של שיטה זו נעוץ בכך שאין היא מביאה בחשבון את כל ההטבות למשקיע. נסיון להתגבר על מגבלה זו נעשה על-ידי שימוש בשיטת "שיעור הרווח השוטף", המודדת את היחס בין הרווח השוטף הממוצע למניה לבין מחיר המניה. יש כאן הנחה סמויה שהרווח השוטף של החברה הוא הגורם הקרוב בסיפוי של דבר את כדאיות ההשקעה במניות. ליקויה של שיטה זו נעוץ בכך שאין היא מבחינה בין חלק הרווח המועבר למשקיע כדיבידנדה במזומן לבין אותו חלק הנשאר בחברה כרווח מצטבר, דהיינו היא מניחה באופן שרירותי שהרווחים הצבורים בחברה ניתנים להמרה בהכנסה למשקיע ביחס של אחד לאחד.

² מודד זה זהה עם "תשואה לפדיון" (yield to maturity) של איגרות חוב.

הנוספות הוא רב, הוכנסו כאן שינויים בנוסחה כדי לתקן חסרונות אלה. שיעור התשואה המשמש בסקירה זו, שייקרא להלן שיעור התשואה הכולל, מביא בחשבון את כל ההטבות הנופלות בחלקו של בעל המניה (דיבידנדה במזומן, מניות הטבה וזכויות, ורווחי הון) והוא מעריך הטבות אלה בנקודת זמן אחת. יתר על כן, הוא נותן משקל שווה להכנסה השוטפת ולרווח ההון¹ ומדרג את המניות לפי סדר כדאיות הוזה עם זה המבוסס על הערך הנקי הנוכחי, ללא תלות בשער הניכיון. בכך הוא מאפשר השוואה בעלת משמעות של כדאיות ההשקעה במניות השונות. חישוב שיעור התשואה הכולל של כל מניה מבוסס על ההנחה שהמשקיע רוכש בתחילת השנה מאה מניות לפי שערן ומשקיע מחדש באותו סוג של מניות את תמורת ההטבות, כגון הדיבידנדה במזומן, מניות ההטבה והזכויות, שהוא מקבל במשך השנה, לפי העקרונות הבאים:

א. דיבידנדה במזומן

הדיבידנדה במזומן בניכוי מס הכנסה בשיעור של 25 אחוזים² משמשת לרכישת מניות חדשות. מניות אלה מצורפות לתיק המניות המקוריות.

ב. מניות הטבה

מניות ההטבה מצורפות לתיק ההשקעות של המשקיע ביום קבלתן. כאשר מניות ההטבה אינן מסוג המניה המקורית, הן נמכרות במחיר השוק שלהן, ובתמורה נרכשות מניות מהסוג המקורי ומצורפות לתיק המניות.

ג. זכויות

ביום הראשון למסחר בזכויות נמכרות כל הזכויות שנתקבלו לפי מחירן ביום זה, ובתמורה נרכשות בו ביום מניות נוספות מן הסוג המקורי בשער הראשון של המסחר ללא זכויות. כך איפוא מצורף ערך השוק של הזכויות לתיק המניות.

לאחר שבתמורת כל ההטבות, שהוענקו במשך השנה, נרכשו מניות נוספות מן הסוג המקורי, נמכרות כל המניות בתום שנה לרכישתן. היחס בין התמורה הנקייה ממכירת המניות להשקעה המקורית הוא שיעור התשואה הכולל לאותה שנה³:

שיעור התשואה הכולל =

$$= \frac{\text{ערך תיק המניות בסוף השנה פחות ערך ההשקעה במניות בתחילת השנה}}{\text{ערך ההשקעה במניות בתחילת השנה}} \times 100$$

בחישוב שיעור התשואה הכולל חולקה כל שנה לארבעה רבעים המתחילים ב־15 בינואר, באפריל, ביולי ובאוקטובר. בהתאם לכך חושבו שיעורי תשואה שנתיים לכל שנה, המתחילה מדי שלושה חודשים⁴.

שיעור התשואה הכולל, המביא בחשבון את כל ההטבות, משקף את כדאיות ההשקעה למשקיע ביתר מהימנות מאשר אומדן שיעור התשואה המנוכה (x), המחושב לפי היחס בין הדיבידנדה ועליית ערך המניה לבין מחיר הקניה של המניה. לוח 1 משווה את שיעור התשואה הכולל עם אומדן שיעור התשואה המנוכה.

בדרך כלל יש לצפות לכך ששיעור התשואה הכולל יהיה גבוה במידה ניכרת מאומדן שיעור התשואה המנוכה בגלל השפעת הזכויות ומניות הטבה. אף־על־פי־כן ייתכן שההפרש בין השניים יהיה קטן, ואפילו הפוך. אפשרות זו קיימת כאשר משקל ההטבות מזכויות וממניות הטבה

¹ ובכך הוא מתעלם אמנם מהבדלי מס ההכנסה על שני סוגי הכנסה אלה.

² חישוב זה אינו מביא בחשבון את דמי העמלה עבור קנייה ומכירה.

³ ראה דוגמא לחישוב שיעור התשואה הכולל בנספח א'.

⁴ בנספח א' מובא פירוט ההנחות לפישוט החישוב של שיעור התשואה הכולל.

הוא נמוך, ואילו התפתחות המחירים במשך התקופה היא כזו, הפוגעת בכדאיות השקעת הדיבידנדה במזומן במניות אלה. תופעה זו נתגלתה רק בחברות בודדות, כמו, למשל, חברת החשמל ב-1961. אולם במוצע היה שיעור התשואה הכולל בכל אחת מהשנים 1958 עד 1962 גבוה מאומדן שיעור התשואה המנוכה. בשנים 1958 ו-1959 היה ההפרש בין שני שיעורים אלה קטן יחסית ואילו בשנים 1960 עד 1962, שבהן רבו הנפקות הזכויות ועלה משקלן של מניות ההטבה, הוא הגיע לשיעור ניכר.

לוח 1

אומדן שיעור התשואה המנוכה ושיעור התשואה הכולל במניות רגילות,
1958 עד 1962
(אחוזים)

שנה	שיעור התשואה הכולל	אומדן שיעור התשואה המנוכה	ההפרש $\frac{(1)-(2)}{(2)} \times 100$
	(1)	(2)	(3)
1958	7.6	6.7	12.7
1959	94.3	84.3	11.8
1960	130.8	91.9	42.3
1961	-9.5	-18.0	46.9
1962	32.1	21.9	46.6

השוואה זו מלמדת שניסיון לאמוד את כדאיות ההשקעה במניות על יסוד השינוי במחירי המניות בלבד אין בו כדי להביא לתוצאות מהימנות. בשוק, שבו גדולה חשיבות הנפקות הזכויות ומניות ההטבה, מהווה איפוא שיעור התשואה הכולל כלי הכרחי לניתוח כדאיות ההשקעה במניות¹.

2. מדד הצלחה

מנקודת ראות המשקיע נבחנת הצלחתה של הנפקה במידת רווחיותה של ההשקעה במניה החדשה בטווח הקצר, וזו מותנית במתכונת התפתחות מחירי המניה לאחר הנפקתה.

¹ שימוש בשיעור התשואה הכולל יש בו כדי להבהיר תופעה החוזרת ונידונה בספרות הפינאנסית: הפרדוקס של "פער התשואה" ("yield gap"). זוהי התופעה של שיעור תשואה שוטף של מניות (דיבידנדה למניה / מחיר המניה) הנמוך משער הריבית על איגרות חוב — למרות העובדה שהסיכון בהשקעה במניות הוא, בדרך כלל, רב יותר. מן הדיון לעיל ברור שבעוד שבאיגרות חוב מהווה שיעור התשואה לפדיון (yield to maturity) מודד נאמן לכדאיות ההשקעה, אין שיעור התשואה השוטף אלא אחד המרכיבים, ולעיתים הפחות חשוב, בשיעור התשואה הכולל, ואין הוא מודד טוב לכדאיות ההשקעה במניות. יתר על כן, לעיתים מתלווה לעליית שיערי הריבית עלייה בשיערי המניות, וזו תבטא בירידת שיעור התשואה השוטף, בעוד ששיעור התשואה הכולל עולה במקרה זה.

קנה מידה להצלחתה של הנפקה במונח זה משמש כאן היחס בין שער המניה לאחר ההנפקה לבין מחיר ההנפקה. "מדד הצלחה" מוגדר כדלקמן:

$$S = \frac{P_t}{P_0}$$

כאשר

$$S = \text{מדד הצלחה}$$

$$P_0 = \text{מחיר ההחלטה}$$

$$P_t = \text{מחיר המניה ביום } t$$

כאשר מדד הצלחה גבוה מ-1 מוגדרת ההנפקה כ"מוצלחת", וכשהוא נמוך מ-1 הרי היא "בלתי מוצלחת". מדד הצלחה חושב כאן לגבי שלושה תאריכים:

(1) היום הראשון למסחר במניה;

(2) תום חודש להנפקה;

(3) תום שלושה חודשים להנפקה.

ניתוח הצלחת ההנפקות השונות לסוגיהן מבוסס על השוואת שיעור הצלחות בכל אחד מסוגי ההנפקות.

בבדיקת הצלחת הנפקות על-פי זכויות יש להבחין בין נקודת המבט של המשקיע החדש לבין זו של בעל המניות הוותיק. לגבי המשקיע החדש, הרוכש מניות אלה על-ידי קניית זכויות בשוק, מחיר ההנפקה הוא מחיר השוק של הזכויות בצירוף מחיר ההחלטה על המניה החדשה. מחיר זה מבטא את מלוא התשלום החל על המשקיע החדש ברכישת המניה החדשה, ומדד הצלחה יהיה לפיכך היחס בין שער המניה החדשה למחיר זה.

מבחינת בעל המניות הוותיק נמדדת הצלחתה של הנפקה על-פי זכויות על ידי מהלך שערי המניות הוותיקות שבידו לאחר הנפקה זו, ולא דווקא על-ידי שערי המניות המונפקות. במקרה זה יש להשוות את שער המניה הוותיקה לשערה לפני ההנפקה, בניכוי הערך התיאורטי של הזכות הצמודה למניה זו.¹

הואיל והצלחת הנפקת זכויות מנקודת ראות בעלי המניות הוותיקות עשויה להיות מושפעת מציפיות המשקיעים בשוק המניות לקראת מועד ההנפקה, נבדקת הצלחת ההנפקה בהשוואה לשיעורי השינוי במחירי המניות במשך החודש שלפני ההנפקה.

(ג) מבחנים סטטיסטיים

בעיבוד החומר על פי השיטות השונות נתגלו קשרים בין משתנים שונים. מובחנות הסטטיסטית של קשרים אלה נבדקה באמצעות מבחנים סטטיסטיים.

הואיל ואין באפשרותנו להניח מראש, כי מתקיימות ההנחות עליהן מבוססים המבחנים הפרמטריים, נבחרו מבחנים סטטיסטיים אי-פרמטריים. מבחנים אלה מתאימים לניתוח הקשרים הסטטיסטיים ללא כל הנחות בדבר צורת התפלגות המשתנים. בחירת המבחנים נעשתה תוך שימת

¹ הערך התיאורטי של הזכות הצמודה למניה וותיקה מוגדר כדלקמן: $R = \frac{P_0 - P_n}{N + 1}$

כאשר

$$R = \text{הערך התיאורטי של הזכות}$$

$$P_0 = \text{מחיר המניה עם זכויות}$$

$$P_n = \text{מחיר ההחלטה}$$

$$N = \text{מספר הזכויות הדרושות לשם רכישת מניה אחת במחיר ההחלטה.}$$

דגש על היותם בעלי עוצמה גבוהה גם כאשר מספר התצפיות קטן, הואיל ומספר התצפיות שעליהן נעשו הבדיקות השונות נצ בין שבע לשש-עשרה בלבד.¹

3. הרקע הכללי

(א) סקירה היסטורית

בארץ ישראל שלפני שנות השלושים לא היה קיים למעשה שוק מאורגן לניירות ערך. פרט למספר יוצאים מן הכלל, מומנו המפעלים על ידי השקעות ישירות של יחידים או מוסדות. אותן חברות, שהיו גדולות במידה מספקת כדי לגייס הון בסכומים גדולים יחסית ונזקקו משום כך לשוק השקעות מאורגן, יכלו תמיד להסתייע בשוק ההון הלונדוני. מאחר שארץ ישראל היתה חברה בגוש השטרלינג, בדומה לכך, יכלו משקיעים מקומיים, שרצו להחזיק חלק מחסכונותיהם בצורת ניירות ערך (והם היו, לפי משוער, מועטים במספר), לרכוש איגרות חוב או מניות בבורסה הלונדונית או בבורסות זרות אחרות.

את ההתחלות הצנועות של שוק ניירות הערך המקומי ניתן ליחס לעלייה גדולת הממדים של יהודי גרמניה בעקבות עליית הנאצים לשלטון. העלייה מגרמניה, שהיתה מורכבת ברובה מבני המעמד הבינוני, כללה רבים שהיו רגילים להשקיע חלק מחסכונותיהם בניירות ערך, והיא סיפקה גרעין של סוכנים ובנקאים מנוסים בעסקות בניירות ערך. גורם נוסף שפעל בכיוון זה היו ההגבלות של הממשלה הגרמנית על יצוא הון. כדי להקל על העברת נכסיהם, רכשו מהגרים רבים את ניירות הערך של חברות ומוסדות ארץ ישראלים (באמצעות חברת נאמנות מיוחדת למטרה זו בשם "העברה") על מנת למכור אותם בהגיעם לארץ.

הגידול בהיקף העסקות הביא ליצירת המסלקה לניירות ערך בתל-אביב ב-1935, ופגישות יומיומיות קבועות קוימו מאז כדי לקבוע את המחירים לרשימה קטנה, אך גדלה והולכת, של ניירות ערך מקומיים. ב-1953 אורגנה המסלקה רשמית ונוסדה הבורסה לניירות ערך. השוק התל-אביבי נשאר מצומצם ונפח העסקות נשאר קטן במשך כל תקופת המנדט, כשניירות ערך נושאי ריבית קבועה נהנים מעדיפות ברורה. רק מניות רגילות מעטות נרשמו, והבולטות שבהן היו אלה שנסחרו גם בבורסה הלונדונית. המחירים היו נתונים למידה רבה של התערבות מצד בנק אנגלו-פלשתינה², ולכן היה השוק הצעיר מוגן במידת-מה מפני התנודות החדות שאפיינו את הבורסות האירופיות בתקופה שלפני המלחמה. לקראת סוף מלחמת העולם השנייה הנפיקו שלטונות המנדט לראשונה איגרות חוב ממשלתיות. באותו זמן ניצלו כמה חברות מקומיות את הגיאות הכלכלית ששררה בארץ והנפיקו מניות או איגרות חוב.

אי היציבות הפוליטית, שקדמה להקמת המדינה, ומלחמת השחרור, שבאה מיד בעקבותיה, גרמו שפל כללי בשוק; שפל זה נמשך עד לאחר הנפקת המיליות הממשלתיים הראשונים בשנים 1948 עד 1950. ההתעניינות במניות התחדשה בשנים 1950 ו-1951, תקופה בה נקלטו בשוק עשר

¹ המבחנים הסטטיסטיים ששימשו לניתוח החומר הם: (א) מבחן Mann-Whitney: באמצעות מבחן זה נבדקה השאלה האם שיעורי התשואה הכוללים של שתי אוכלוסיות (המוגדרות לפי קריטריונים שונים) נבדלים זה מזה באופן מובהק. האינפורמציה על התצפיות איפשרה להציגם לפי סדר אורדינלי. בתנאים אלה מבחן זה הוא בעל עוצמה המגיעה ל-95 אחוזים מעוצמת המבחן הפרמטרי (שהוא בעל עוצמה גדולה ביותר), גם כאשר מספר התצפיות הוא קטן. (ב) מבחן Wilcoxon: באמצעות מבחן זה נבדקו ההבדלים בין תצפיות שונות על אותה אוכלוסיה. למבחן זה ניתנה עדיפות על "מבחן הסימן" ("sign test"), הואיל והוא ניתן משקל גם לגודל ההפרש בין התצפיות, ולא רק לכיוון ההפרש. עדיפותו של מבחן זה מתחזקת נוכח העובדה שעוצמתו מגיעה ל-95 אחוזים מעוצמת המבחן הפרמטרי t גם כאשר מספר התצפיות קטן.

² עוד ב-1945 תואר שוק ניירות הערך בתל-אביב כ"בן טיפוחים, פחות או יותר, של בנק אנגלו-פלשתינה", והבנק היה "קובע פחות או יותר את השערים". ראה Palestine Economist, ספטמבר 1945, עמ' 44.

הנפקות חדשות של מניות רגילות, בערך נומינלי של למעלה משנים וחצי מיליון ל"י¹ (ראה לוח 2). אולם גל זה של הנפקות לא האריך ימים, ולאחר מעשה יש לראות בו פרפורי גסיסה יותר מאשר חבלי לידה של שוק המניות. במשך ארבע השנים הבאות בוצעה הנפקה ציבורית אחת בלבד של מניות. לאחר מכן, ב-1956, הציעו שתי חברות נפט מניות בסך 700,000 ל"י לציבור. שתי הנפקות אלה נכשלו: האחת מחירה נפל במהירות מתחת למחיר ההנפקה בעוד שהשנייה לא זכתה מלכתחילה בהחתמה מלאה. שלוש שנים נוספות חלפו עד שהנפקה נוספת של מניות רגילות הוצעה לציבור המשקיעים.

לוח 2

סכום ההנפקות של מניות, לפי הענף, 1950-1951*

הענף	מספר ההנפקות	הערך הנומינלי של ההנפקות (ל"י)
שירותים ציבוריים	2	825,000
בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים	1	200,000
מקרקעין ופיתוח	3	700,000
תעשייה ומסחר	4	946,000
סך הכל	10	2,671,000

* להוציא הנפקות של חברות ישראליות בחוץ לארץ.
 המקורות: Chanan Herzberg: "Israel Securities, 1950", *The Israel Economist Annual* 1951, Jerusalem, 1951; "Israel Securities, 1951/52", *The Israel Economist Annual* 1952, Jerusalem, 1953.

ב-1953 חלה אומנם עלייה תלולה במדד המניות הרגילות (במידה מרובה בעקבות העלייה בשערי מניות חברת החשמל הישראלית וחברת החשמל הירושלמית, לקראת הצעת הרכישה המצופה מצד הממשלה), אולם בעקבות הוצאת מניות חברות החשמל מרשימת הבורסה ב-1954 החלה ירידה במחירי המניות הרגילות שנמשכה חמש שנים (ראה דיאגרמה 1).

את השפל והעדר ההתפתחות בשוק המניות דווקא על רקע התנאים האינפלציוניים, ששררו בישראל בראשית שנות החמישים, ניתן ליחס לכמה גורמים:

(א) מדיניות הדיבידנדה של החברות לא היה בה כדי לספק את המשקיעים לא במונחים נומינליים ועל אחת כמה וכמה לא במונחים ריאליים. כמה מהחברות הרשומות לא יכלו או לא רצו להעלות את שיעורי הדיבידנדה עם העלייה ברמת המחירים הכללית, ולא עוד אלא שאחדות מהן אף הורידום.

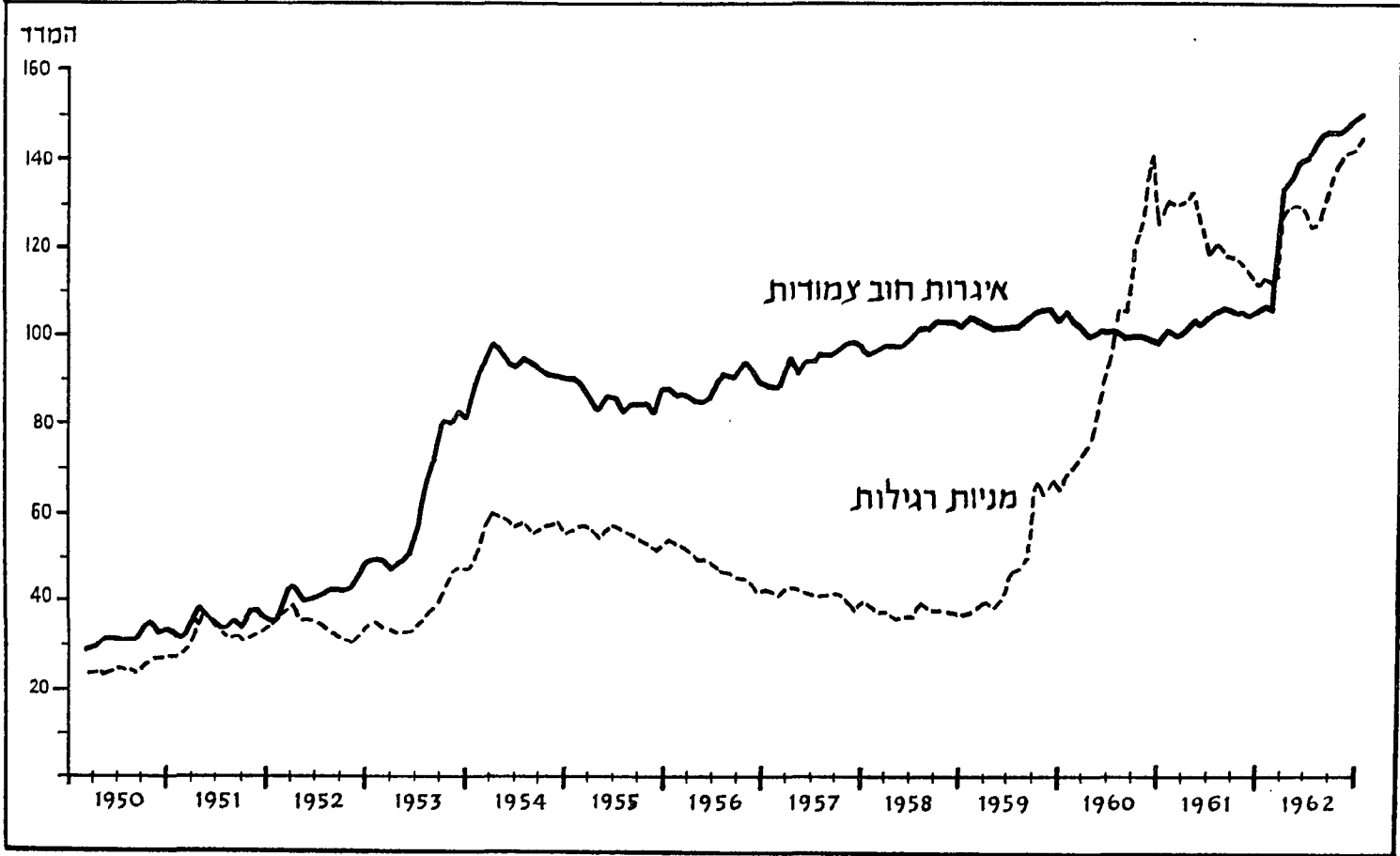
(ב) התשואה הנמוכה יחסית של המניות הרגילות לא יכלה להתחרות בשיעורי הריבית העולים של השוק השחור, וההון פנה במהרה לשווקים מבטיחים יותר.

(ג) הממשלה לא הציעה למשקיעים במניות רגילות כל הקלות, ולמעשה היתה למדיניות המסים השפעה בולמת בגלל המידה הרבה של המסוי הכפול.

(ד) לחברות עצמן היו תמריצים מועטים להשגת מקורות מימון בשוק המניות. המימון בעזרת

¹ מן הראוי לציין שזהו סכום נכבד ביותר. נוכח גידול ההכנסה הלאומית ועליית המחירים במשק שקול הוא כנגד סכום העולה על 50 מיליון ל"י ב-1963.

דיאגרמה 1
מדדי שערי המניות ואיגרות חוב הצמודות, 1950 עד 1962
(ממוצע 1960 = 100)



תקציב הפיתוח, שהציע הון הלוואות בתנאים נוחים וללא הסיכון המקובל, היווה תחליף טוב להון עצמי, והיה בו פיתרון הרבה יותר נוח לצורכי המימון לטווח הארוך.

מכת המוות לשוק המניות באה ב־1955 עם הופעתו הנרחבת של אמצעי השקעה חדש — איגרות החוב הצמודות לשער הדולר או למדד המחירים לצרכן. איגרות חוב צמודות דולר הונפקו אומנם כבר ב־1948 ושוב ב־1951, אולם הן נתקבלו בהיסוס על ידי המשקיעים. אחד הגורמים לכך היתה העובדה שהממשלה לא עמדה בהתחייבויות ההצמדה אלא לאחר פנייה לבית המשפט¹. אולם ב־1954 היה כבר ברור שאיגרות החוב צמודות הדולר, שהונפקו בתחילת שנות החמישים, הביאו למשקיע שיעור תשואה כולל גבוה בהרבה מזה שעשוי היה להתקבל ממניות רגילות. הנהגת ההצמדה, למדד ולדולר, שיעור הריבית הגבוה יחסית על איגרות חוב אלה וההקלות במס הכנסה שניתנו על ריבית זו הקפואו למעשה את שוק המניות, והוא חדל, עד לתחילתו ב־1959, מהיות גורם כלכלי במשק הישראלי.

(ב) המפנה ב־1959

המפנה בהתפתחות שוק המניות הרגילות חל במחצית הראשונה של 1959; בלטה במיוחד עליית השערים באוגוסט בשיעור של יותר מ־30 אחוזים. עליית השערים נמשכה גם ב־1960

לוח 3

מדד שערי המניות הרגילות, 1950 עד 1962

השנה	מדד שערי המניות הרגילות * (100=1960)	מדד המחירים לצרכן * (100=1950)	המדד הריאלי של שערי המניות הרגילות (3)=(1):(2)
	(1)	(2)	
1950	25.4	100.0	25.4
1951	33.2	114.1	29.1
1952	34.7	180.0	19.3
1953	39.3	230.6	17.0
1954	57.3	258.8	22.1
1955	55.0	274.1	20.1
1956	47.3	291.8	16.2
1957	41.0	310.6	13.2
1958	37.4	321.2	11.6
1959	51.4	325.9	15.8
1960	100.0	333.4	30.0
1961	121.2	355.6	34.0
1962	129.9	385.8	33.7

* ממוצעים שנתיים.

¹ ראה: Ch. Herzberg, "Israel Securities, 1952/53", *The Israel Economist Annual 1953*, Jerusalem 1954, p. 84

ומדד השערים הגיע לשיאו במארס 1961. לאחר ירידה במדד שערי המניות, שנמשכה כשנה (עד פברואר 1962 — מועד פירות המטבע), נתחדשה העלייה, והיא גברה במיוחד אחרי יולי 1962. לוח 3 מציג את הממוצעים השנתיים של מדד מחירי המניות הרגילות וכן את המדד כשהוא מנוכה במדד המחירים. בולטת העובדה שרק ב-1960, לאחר עליית המחירים המסחררת, הגיע המדד הריאלי של מחירי המניות הרגילות לרמתו ב-1951.¹

לוח 4

הנפקת מניות רגילות, לפי הענת, 1950 עד 1962

1959 עד 1962		1952 עד 1958		1951 עד 1950		הענף
סכום ההנפקות** (אלפי ל"י)	מספר ההנפקות	סכום ההנפקות* (אלפי ל"י)	מספר ההנפקות	סכום ההנפקות* (אלפי ל"י)	מספר ההנפקות	
—	—	—	—	825	2	שירותים ציבוריים
41,188	16	—	—	200	1	בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
13,989	6	—	—	700	3	מקרקעין ופיתוח
31,925	15	—	—	946	4	תעשייה ומסחר
3,189	3	700	2	—	—	דלק ונפט
13,287	9	500	1	—	—	חברות השקעה
103,578	49	1,200	3	2,671	10	סך הכל

* בערכים נקובים.
** במחירי ההנפקה.

השוק להנפקות חדשות לא איחר להגיב על המפנה בהתפתחות השערים. באוגוסט 1959 קלט השוק הנפקת מניות של מפעלי נייר חדרה, ובשני חודשי השנה האחרונים הונפקו מניות לבעלי המניות של חברת "דלק" ושל בנק לאומי לישראל. קצב ההנפקות של מניות גבר בשנים 1960 ו-1961, בעיקר במחצית הראשונה של 1961; בשנתיים אלו הגיע מספר ההנפקות ל-34. בסך הכל בוצעו בשנים 1959 עד 1962 49 הנפקות בסכום כולל, במחירי ההנפקה, של למעלה מ-103 מיליון ל"י (ראה לוח 4). התפתחות זו בולטת במיוחד לנוכח הקיפאון ששרר בשוק ההנפקות של מניות בשנים 1952 עד 1958, עת בוצעו שלוש הנפקות בלבד בערך נומינלי של 1.2 מיליון ל"י. ההתפתחות המזורזת של שוק המניות מ-1959 ואילך משתקפת גם בגידול מספר החברות שמניותיהן רשומות בבורסה ובהרחבת נפח העסקות במניות.

בסוף 1958 היו רשומות בבורסה מניות רגילות של 17 חברות בלבד², ואילו ב-1962 הגיע מספרן של החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה, ל-46. בעיקר בולטת העלייה בענפי התעשייה והכספים.

היקף העסקות במניות רגילות, בערכים נקובים, הסתכם בינואר 1959 ב-150,000 ל"י בלבד. מן הראוי להדגיש שבאותו חודש הגיע מחזור העסקות במניות בכורה לסכום האפסי של 2,400 ל"י. הואיל ומרבית המניות נסחרו במועד זה במחירי שוק הנופלים מערכן הנקוב, יש להניח

¹ מן הראוי להרגיש עם זאת, שמדד המחירים לצרכן ב-1951 היה מוטה כלפי מטה בשל האינפלציה הכבושה.

² כלולות כאן גם חברת "אתא" וגם חברת "כורדאנה", שמניותיה הוחלפו מאוחר יותר במניות "אתא".

מספר החברות שמניותיהן רשומות בבורסה, לפי הענף, 1951, 1958 ו-1962

1962	1958	1951	הענף
1	—	2	שירותים ציבוריים
11	3	3	בנקאות ומוסדות כספיים
4	3	2	מקרקעין ופיתוח
20	7	*5	תעשייה ומסחר
*5	2	—	דלק ונפט
5	2	1	חברות השקעה
46	17	13	סך הכל

* לרבות חברות שמניותיהן נסחרות בשוק החופשי.
 המקורות: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב; Israel Companies & Cooperative Societies Year Book, 1953, Jerusalem; Kolk & Son, n.d.

שנפת העסקות במחירי השוק היה נמוך עוד יותר. ארבע שנים לאחר מכן, בחודש ינואר 1963, הגיע היקף העסקות לסכום של 5.3 מיליון ל"י בערכים נקובים, וליותר מ-12 מיליון ל"י — במחירי השוק.¹

(ג) הרקע להתאוששות שוק המניות

התפתחויות מספר בשטחים שונים מצטרפות יחד בהסברת המפנה בשוק ההנפקות של מניות בסוף 1959.

1. ההתפתחות הכלכלית והמוניטארית

ההתפתחות הכלכלית והמוניטארית במשך שנות החמישים היה בה כדי ליצור תנאים מתאימים להתרחבותו של שוק ניירות הערך. הגורם העיקרי בהתפתחות זו הוא עליית ההכנסה הריאלית לנפש בשיעורים שבין 3 ל-8 אחוזים ומעלה לשנה.² יתר על כן, בד בבד עם עליית ההכנסה הממוצעת גדל אי השוויון בהתחלקות ההכנסות: ב-1954 הגיעה הכנסתן של המשפחות המשתייכות ל-20 האחוזים האמידים ביותר ל-38.0 אחוזים מסך ההכנסות, ואילו ב-1957/58 הגיעה הכנסתן של יחידות החקירה המשתייכות ל-20 האחוזים האמידים ביותר ל-41.7 אחוזים.³ על אף השוני בהגדרות יחידת החקירה בשני הסקרים, שעליהם מבוססים ממצאים אלה, יש בממצאים כדי להצביע על מגמה של עליית חלקן של שכבות ההכנסה העליונות בסך ההכנסה נטייתן של שכבות אלה להשקיע בשוק ההון היא בדרך כלל גבוהה.

גורם נוסף בעל חשיבות ניכרת בהסברת התפתחות שוק הנכסים הפינאנסיים הם הפיצויים האישיים מגרמניה המערבית. התשלומים הראשונים של פיצויים אלה הועברו לישראל כבר ב-1954

¹ לפי נתוני הבורסה לניירות ערך, יש להדגיש שנתונים אלה אינם משקפים את נפח העסקות במלואו, אלא את נפח העסקות בבורסה עצמה, לאחר קיזוז העסקות אצל הבנקים והסוכנים.

² על פי דו"חות בנק ישראל.

³ ג. חנוך, "הבדלי ההכנסות בישראל", דין וחשבון חמישי של מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל, ירושלים, יולי 1961, עמ' 41.

אולם סכומם היה מבוטל (6 מיליון דולר). משנה זו ועד 1962 נמצא זרם הפיצויים האישיים בעלייה. ב-1957 הם הסתכמו ב-45 מיליון דולר, ב-1959 ב-71 מיליון דולר וב-1962 ב-134 מיליון דולר.¹ סכומים ניכרים אלה הגיעו בעיקר לידי משפחות המשתייכות לשכבות הכנסה בינוניות וגבוהות, והם תרמו תרומה חשובה לעליית הנטייה להחזקת נכסים נזילים.² ההתפתחות הכלכלית והמוניטארית תרמה אומנם ליצירת התנאים המתאימים לקידום שוק ההון, אולם לא היה בה בהכרח כדי להבטיח את התאוששות שוק המניות. זו נעוצה בגורמים נוספים שפעלו במחצית השנייה של שנות החמישים, בעיקר בתחום מדיניות הממשלה ורווחיות החברות.

2. מדיניות הממשלה

שינוי מדיניות הממשלה ב-1958/59 כלפי שוק ההון היה אחד הגורמים החשובים ביותר למפנה הדרמטי בשוק המניות. בתקופה זו נוסחו חוקים ותקנות ונתקבלו החלטות אדמיניסטרטיביות שהניחו את היסוד להתאוששות שוק ההנפקות ולהתפתחות המסחר במניות. אומנם תשומת ליבה של הממשלה הופנתה לבעיות שוק ההון עקב התעוררות קשיים בשוק איגרות החוב, אולם בהדרגה הועבר מרכז הכובד של הטיפול הממשלתי לשוק המניות הירודים.

לוח 6

אומדן ההשקעה ברוטו באיגרות חוב צמודות, לפי סוג המשקיע, 1955 עד 1959

(מיליוני ל"י)

1959	1958	1957	1956	1955	
70.5	45.0	35.0	25.0	4.5	מוסדות
51.1	10.3	24.2	8.5	5.5	פרטיים
121.6	55.3	59.2	33.5	10.0	

ה מקור: דו"ח בנק ישראל 1959, עמ' 286.

בעקבות הנפקת מלווה הביטחון בדצמבר 1956, בסכום של 40 מיליון ל"י, החל שפל בשוק איגרות החוב, שנמשך עד לחודשים הראשונים של 1958 והכביד על ביצוע הנפקות נוספות.³ למרות ההתעוררות, שחלה בשוק איגרות החוב במחצית השנייה של 1958, הביאו ההתפתחויות של 1957 את הממשלה לידי בחינה מחדש של מדיניותה כלפי שוק ההון. בתחילה עמדו על הפרק בעיות שוק איגרות החוב והשפעת עיתוי ההנפקות החדשות. אולם עם התאוששות שוק איגרות החוב הועבר מרכז הכובד של התעניינות הממשלה לבעיות המימון באמצעות שוק המניות ולחיפוש דרכים לעידוד שוק זה.

שידוד המערכות במדיניות הממשלה ביחס לשוק ההון בשנים 1958 ו-1959 הביא לסדרה של החלטות, שיחד היה בהן כדי לתרום לדרבון שוק המניות. החלטות אלה היו מיועדות להגביר את התעניינותם של המשקיעים המקומיים והזרים בשוק המניות, מצד אחד, ולדרבן את החברות לפנות לשוק זה על מנת לגייס בו חלק מן ההון הדרוש להן, מצד שני.

¹ ראה דו"ח בנק ישראל 1959, עמ' 34, לוח ג'12, ודו"ח בנק ישראל 1962 עמ' 42, לוח ג'13.

² "סקר הסכונות המשפחה 1957/58", מרכז פאלק למחקר כלכלי בישראל, דצמבר 1959, עמ' 19.

³ ראה הבורסה לגיירות ערך בע"מ, 1957, עמ' 1.

ב-1958 תוקן חוק מס הכנסה ושיעור המס האפקטיבי על רווחי חברות (המורכב ממס רווחי חברות וממס הכנסה על חברות) הורד מ-53 ל-46 אחוזים. נוסף לכך הותר לחברות לנכות פחת חידוש בשיעורים מוגדלים על בניינים וציוד, בהתאם לשיעורי השינוי בשער החליפין. ב-1959 נחקק החוק המתוקן לעידוד השקעות הון, ובו נכללו סעיפים שהיו מיועדים לעידוד שוק המניות. בהתאם לחוק זה הוגבל מס הכנסה על דיבידנדות ממניות "מאושרות" לשיעור מקסימלי של 25 אחוזים, ובכך חוסלה ההפלייה במס לטובת הכנסה מריבית שהיתה קיימת מאז 1955. כן הותרה למעשה למשקיעי חוץ המרה מלאה של השקעותיהם במניות בישראל¹. הקמת הוועדה לניירות ערך בספטמבר 1959, שתפקידה להגן על המשקיע במניות על ידי בדיקה מוקדמת של הפרוספקטים, היוותה גם היא גורם מעודד.

הממשלה נתנה דעתה גם על צד ההיצע, דהיינו שוק ההנפקות החדשות של המניות. מדיניותה היתה מכוונת להניע את אותן חברות, שהיו מרוחקות משוק זה, להציע מניות חדשות לציבור. מדיניות זו נשאה אופי כפול: מחד גיסא, צמצום משקלו היחסי של תקציב הפיתוח במימון ההשקעות והרעת תנאי המימון בהלוואותיו, ומאידך גיסא, שיפור תנאי המימון באמצעות הנפקת מניות.

לוח 7

חלקו של תקציב הפיתוח במימון החיצוני של התעשייה, 1958 עד 1961

(מיליוני ל"י)

1961	1960	1959	1958	
79	61	46	45	תקציב הפיתוח לתעשייה (נטו)
89	75	33	22	מימון חיצוני אחר
168	136	79	67	סך המימון החיצוני
47	45	58	67	חלקו של תקציב הפיתוח במימון החיצוני (אחוזים)

ה מקור: ב. הורן, "השקעות בתעשייה ומימון ב-1957-1965", רבעון לכלכלה, כרך 15, חוברת 35, יולי 1962.

בין 1958 ל-1961 עלו ההלוואות נטו מתקציב הפיתוח לתעשייה מ-45 מיליון ל"י ל-79 מיליון ל"י, אולם משקלו היחסי של תקציב הפיתוח בסך המימון החיצוני של התעשייה ירד מ-67 ל-47 אחוזים. בולטת במיוחד הירידה במשקלו היחסי של תקציב הפיתוח בשנת 1959, שנה בה גדל המימון ממקורות חוץ אחרים ב-50 אחוזים בעוד שתקציב הפיתוח כמעט שלא גדל. כן עלה ב-1960 שער הריבית השכיח בהלוואות הממשלה לחברות התעשייה. יתר על כן, הממשלה ביטלה את זכותם של הלווים לבחור את בסיס ההצמדה (לדולר או למדד) וקבעה שהלוואות שנוצלו לשם רכישת ציוד בחוץ לארץ יוצמדו אוטומטית לדולר. כן הועלה בהלוואות מתקציבי הממשלה שיעור ההלוואה, החייב בהצמדה, מ-50 עד 70 אחוזים ל-100 אחוזים בהלוואות הצמודות לדולר ול-80 אחוזים בהלוואות הצמודות למדד. להחמרת תנאי ההצמדה של ההלוואות היתה השפעה מרחיקת לכת ב-1960 וב-1961, בעיקר נוכח התגברות הציפיות לפיחות.

מאידך, היה העידוד שנתנה הממשלה למשקיעים בשוק המניות, ועליית מחירי המניות

¹ ההמרה נעשתה בשער החליפין הרשמי או במסגרת הסדר ה"חשבונות החסומים". אולם גם במקרה השני ניתנה ההכנסה מדיבידנדה להמרה בשער הרשמי הנמוך, דבר שהיה בו משום מתן פרמיה בשיעור של 20 אחוזים למשקיע הזר (ראה שלום פ. דורון The Tel-Aviv Stock Exchange, Jerusalem, I. L. Feuchtwanger Bank Ltd., 1960, עמ' 17).

שנבעה מכך, גורם שהביא לירידה בפועל של מחיר ההון לחברות, שכן הובטחה אפשרות ההנפקה של מניות חדשות במחירים גבוהים יותר ותוך סיכויים ניכרים להחתמה מלאה. נוסף לכך ניצלה הממשלה בדרכים שונות את השפעתה כדי לדרבן את החברות להנפיק מניות¹. הצלחת ההנפקות הראשונות שימשה גם היא, ללא ספק, דוגמא מעודדת לחברות אחרות. גורם נוסף בעל חשיבות היה גל הפרסומת שקדם לשינוי במדיניות הממשלה. פרסומת זו העלה ציפיות מוקדמות, ואלה מצאו את ביטוין בשוק המניות עוד לפני שנשלמה ההגשמה בפועל של המדיניות החדשה.

3. התפתחות החברות

ההתפתחות שחלה בחברות עצמן תרמה אף היא תרומה חשובה למפנה בשוק המניות ב-1959. התפתחות זו מתבטאת הן בעליית רווחי החברות והן במפנה במדיניות חלוקת הדיבידנדות.

א. רווחיות החברות

לוח 8 מסכם את השינויים שחלו בתקופה שלפני המפנה של 1959 ברווחיהן הנקיים של החברות, שהיו רשומות בבורסה ב-1958, על יסוד הדו"חות השנתיים שלהן.

לוח 8

התפלגות החברות שמניותיהן רשומות בבורסה, לפי מגמת הרווח, 1956 עד 1959

1959	1958	1957	1956	מגמת הרווח
12	11	10	9	עלייה
2	2	2	4	ירידה
0	1	2	1	העדר רווחים
14	14	14	14	סך הכל

על יסוד הלוח מסתבר שמספר החברות שרווחיהן הנקיים עלו לעומת שנה קודמת נמצא בקו עלייה מאז 1956, וב-1959 הגיע ל-12 מתוך 14 החברות שהיו רשומות בבורסה. מחקרים על המבנה הפינננסי של חברות התעשייה ושל הבנקים המסחריים, שנערכו על ידי בנק ישראל והתבססו על דיווחי החברות לשלטונות מס ההכנסה ולמפקח על הבנקים, מצביעים גם הם על מגמה של עלייה ברווחיות בתקופה הנידונה (ראה לוח 9). השנים שלאחר 1956 היו ללא ספק שנות מפנה ברווחיות החברות. ההתעוררות שחלה ב-1959 בשוק המניות היתה בין השאר תגובה מאוחרת— בגלל הפיגור בפרסום הדו"חות השנתיים של החברות— למפנה זה.

ב. מדיניות הדיבידנדה

גם בתשלומי דיבידנדה במוזמן על-ידי החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה, ניכרת גטייה לעלייה. המפנה בתחום זה חל בשנים 1958 ו-1959 (ראה לוח 10). הנתונים המובאים כאן מתייחסים

¹ באופן זה ניתן להסביר את הנסקת המניות של שלוש חברות הנמצאות בבעלות ההסתדרות.

**הרווח הנקי על ההון העצמי בחברות התעשייה
ובנקים המסחריים, 1956 עד 1960***

(אחוזים)

חברות התעשייה	הבנקים המסחריים	
4.6	4.8	1956
9.4	3.6	1957
12.4	9.0	1958
13.2	13.6	1959
15.2	13.4	1960

* המבנה הפיננסי של חברות התעשייה בישראל, 1956 עד 1960, סקר בנק ישראל מפי 19, עמוד 31 (ירושלים, יולי 1963); "הבנקים המסחריים בישראל 1956 עד 1961", בנק ישראל, ירושלים 1963, לוח 18.

למועד בו בוצעו התשלומים בפועל, ולפיכך ברור כאן יותר הקשר בין המפנה במדיניות חלוקת הדיבידנדות לבין המפנה בשוק המניות.

מספר החברות שהגדילו את תשלום הדיבידנדה היה עד 1958 נמוך בדרך כלל. ב-1958 חל מפנה כאשר מספר החברות שהגדילו את תשלום הדיבידנדה עלה ל-7 מתוך 14. ב-1959 נשמרה מגמה זו — 8 חברות מתוך 14 הגדילו את תשלום הדיבידנדה.

מספר החברות שלא שילמו כל דיבידנדה היה גבוה יחסית בשנים שלפני 1958, ואילו בשנים 1958 ו-1959 נותרו רק חברות בודדות שלא שילמו כל דיבידנדה.

יש לציין שבשנים שקדמו ל-1958 היתה התופעה של אי תשלום דיבידנדה במרבית המקרים תוצאה של חוסר עקביות במדיניות הדיבידנדה. כך למשל הגדילו ב-1955 6 מתוך 11 חברות את תשלומי הדיבידנדה, אולם ביניהן היו לפחות שלוש חברות שבשנת 1954 לא שילמו כל דיבידנדה, ושתים מאלה ביטלו את תשלומי הדיבידנדה ב-1956. רק ארבע מבין החברות הרשומות

**התפלגות החברות שמוניותיהן רשומות בבורסה*, לפי מגמת השינוי בשיעור
הדיבידנדה במזומן, 1954 עד 1959****

מגמת השינוי בשיעור הדיבידנדה	1954	1955	1956	1957	1958	1959
העלאה	2	6	4	2	7	8
הורדה	0	0	1	1	0	2
אי שינוי	2	2	3	4	4	2
אי תשלום דיבידנדה	6	3	5	6	3	2
סך הכל	10	11	13	13	14	14

* להוציא את חברת "ירדן להקירות" וחברת "לפידות".
** הנתונים שעליהם מבוסס הלוח מתייחסים לתשלומי הדיבידנדה בפועל.

בבורסה גילו עקביות כל שהיא במדיניות חלוקת הדיבידנדה, ולא ביטלו ואף לא הורידו בשום שנה את שיעור הדיבידנדה.
מספר החברות שהקטינו את תשלום הדיבידנדה היה לכאורה נמוך גם בשנים שקדמו ל-1958. אולם יש לזכור שהחברות שהפסיקו לשלם דיבידנדה אינן נכללות בקבוצה זו אלא בין החברות שלא שילמו כל דיבידנדה.
מכל האמור לעיל, מסתבר שאכן החל ב-1958 להסתמן מפנה במדיניות הדיבידנדה של החברות. היתה זו השנה הראשונה בה שילמו מרבית החברות דיבידנדה ומבין חברות אלו שמרו מרביתן על גובה שיעור הדיבידנדה או אף הגדילוהו.
מבחינת ההשפעה, שהיתה למפנה במדיניות הדיבידנדה על שוק המניות, נראה שהגורם שהכריע כאן היה היעלמות התופעה, שהיתה רווחת בשנים שלפני 1958, של אי תשלום דיבידנדה על ידי החברות.¹

4. שוק ההנפקות החדשות

מטרת סעיף זה היא לסקור את מבנהו של שוק ההנפקות מבחינת מספר ההנפקות וסכומיהן, מועדי ההנפקות ותכיפותן, סוגי המניות המונפקות וצורות ההנפקה.

(א) מועדי ההנפקות

לאחר תקופה ארוכה של קיפאון בשוק ההנפקות התחדשה הנפקת המניות באוגוסט 1959. בתחילה היה קצב ההנפקות איטי: בין אוגוסט 1959 לאוגוסט 1960 בוצעו שמונה הנפקות בלבד. בחודשים שלאחר מכן גברה תכיפות ההנפקות ובין ספטמבר 1960 למאי 1961 הנפיקו 22 חברות מניות. בתקופה זו הגיעה גם הגיאות בשערי המניות לשיאה. חודש אפריל 1961, בו החל מדד המחירים לרדת, מסמן את סיומה של גיאות זו. היה זה גם החודש האחרון בו היה מספר ההנפקות גבוה (חמש).

במאי 1961 בוצעה הנפקה אחת בלבד וביוני אף לא אחת.² במשך שבעת החודשים שלאחר מאי 1961 הונפקו מניות על ידי שבע חברות בלבד. קצב ההנפקות עוד הלך ונחלש, ובשמונת החודשים הראשונים של 1962 בוצעו ארבע הנפקות בלבד. בספטמבר 1962 התחדשה הנפקת המניות בקצב אינטנסיבי יותר.

הגברת קצב ההנפקות בסוף 1962, כמוה כהאטת הקצב, קשורה גם היא בהתפתחות השערים והפעם בגיאות שחלה בשוק המניות. קשר זה בין רמת המחירים בבורסה לבין תכיפות ההנפקות והיקפן משתקף בדיאגרמות 2 ו-3. דיאגרמות אלה מדגישות גם את העובדה שקיים פיגור של מספר חודשים בין התנודות במחירי המניות לבין השינויים בתכיפות ההנפקות. ניתן לומר אם כן שהתנודות המחזוריות בשערי המניות משפיעות על קצב ההנפקות החדשות, אולם עד שהשפעה זו באה לידי ביטוי, בייחוד במקרה של עליית שערים, עובר זמן מסוים.

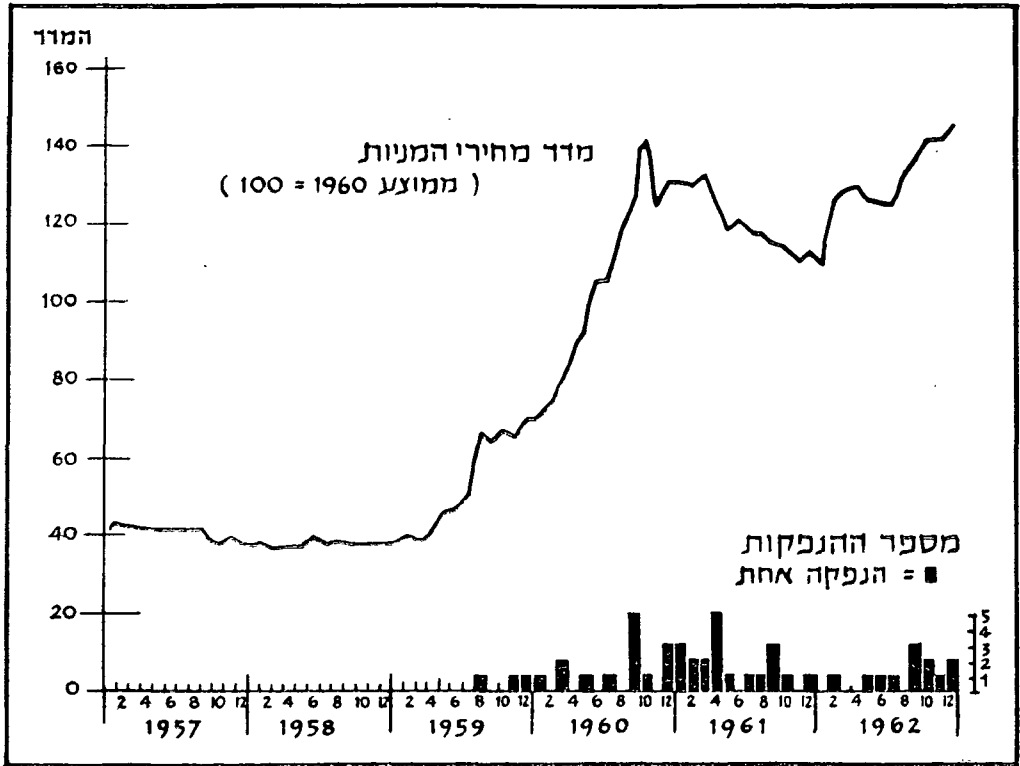
(ב) החברות המנפיקות ומועד הרשמתן בבורסה

בסוף 1958 היו רשומות בבורסה מניות רגילות של 16 חברות. מתוך 49 ההנפקות, בתקופה 1959 עד 1962 בוצעו 21 על ידי 11 מתוך 16 חברות ותיקות אלה. היו אלה הנפקות לבעלי

¹ אומנם גם ב-1959 נותרו עדיין שתי חברות שלא שילמו כל דיבידנדה, אולם היו אלה חברות שלא שילמו דיבידנדה בעקביות לפחות החל מ-1954, ומדיניותן היתה מבחינה זו קבועה וידועה מראש.

² הפסקת ההנפקות נבעה לא מהעדר תוכנית הנפקה של החברות, אלא מהחלטתן לזכות את מועד ההנפקות, שתוכננו כבר, בעקבות השפל (דוגמה לכך היא ההנפקה לציבור של החברה להשקעות של בנק דיסקונט).

מספר ההנפקות ומרד שיערי המניות*, 1957 עד 1962



* המדד ל-1961 ואילך הוא לפי שיטה חדשה.

המניות בלבד. בשנים 1959 עד 1962 נרשמו בבורסה מניות של 30 חברות נוספות¹ אולם רק 22 מהן הנפיקו מניות לציבור בישראל בעת הרשמתן². שש מבין 22 חברות אלה הנפיקו כל אחת אמיסיה נוספת לבעלי המניות לפני תום 1962³.

(ג) הנפקה לציבור והנפקה לבעלי המניות

23 מתוך 49 ההנפקות של מניות בתקופה הנסקרת היו הנפקות לציבור בסכום כולל של 45.5 מיליון ל"י, ואילו 26 ההנפקות הנוותרות היו לבעלי המניות על-פי זכויות, וסכומן הכולל הגיע ל-58.0 מיליון ל"י.

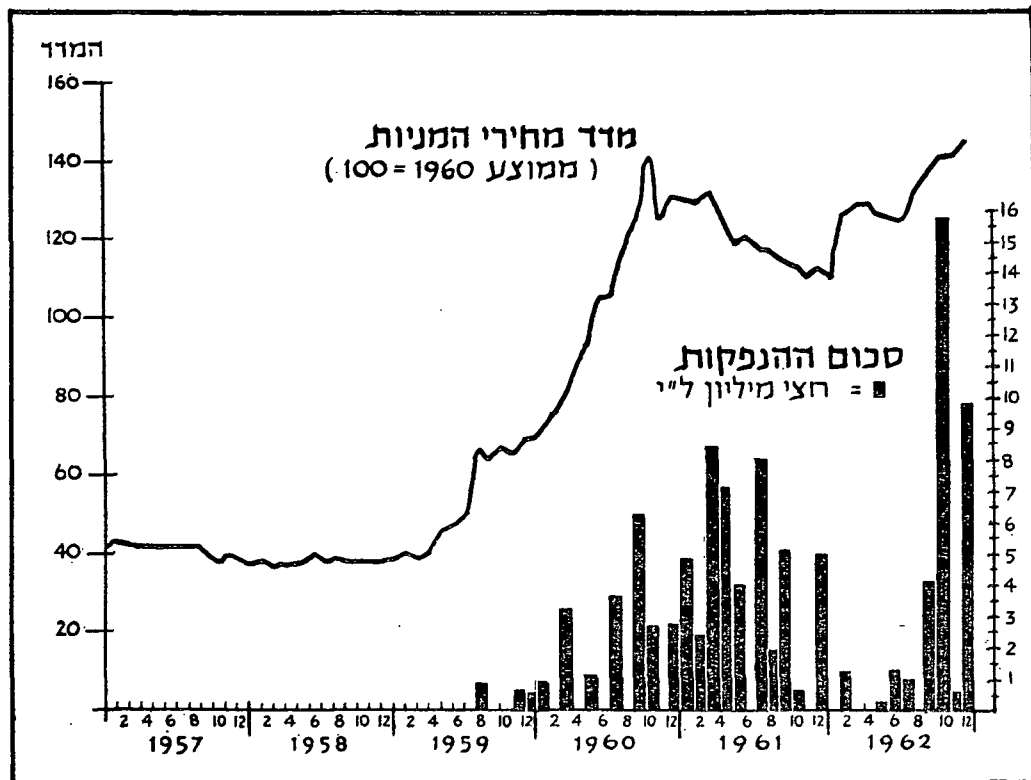
בעוד שב-1959 וב-1960 היתה התחלקות סכומי ההנפקות החדשות בין הנפקות לציבור לבין הנפקות לבעלים שווה להתחלקות הממוצעת. הרי בשנים 1961 ו-1962 חל שינוי ניכר במבנה

¹ רשימה זו כוללת גם את חברות הנפט שמניותיהן נסחרות בשוק התופשי.

² חלק מן החברות הנוותרות נרשמו בבורסה לאחר שהנפיקו מניות בחוץ לארץ בהתאם להוראות אגף מטבע חוץ במשרד האוצר.

³ כולל הנפקה אחת של מפעלי נייר חדרה, שהיתה אמנם הנפקה לציבור, אולם ניתנה בה עדיפות לבעלי המניות של החברה. בשאר סעיפי סקירה זו מוגדרת הנפקה זו כהנפקה לציבור.

מכוס ההנפקות ומדד שערי המניות*, 1957 עד 1962



* ראה הערה לדיאגרמה 2.

ההנפקות. בשנת 1961 נטלו ההנפקות לציבור 72 אחוזים מסכום ההנפקות הכולל. היו אלה הנפקות שבאמצעותן יצאו החברות לשוק המניות הציבורי לראשונה. החלטה של חברה "לצאת לציבור" הינה לעיתים קרובות בעלת חשיבות רבה יותר מאשר החלטה להנפיק מניות נוספות. לבעלי המניות הוותיקים, לאחר שכבר הנפיקה אי פעם מניות לציבור, מסיבה זו דורשות בדרך כלל ההחלטה על הנפקת מניות לציבור וביצועה זמן רב יותר מהנדרש להנפקת מניות לבעלי המניות. שיקול זה מסביר מדוע גדל מספר ההנפקות לציבור במידה ניכרת רק ב-1961, לקראת סוף הגיאומטריה בבורסה, בעוד שב-1960 רבו ההנפקות לבעלי המניות. ההנפקות לציבור נפגעו מהשפל של 1961, ודבר זה נתן את אותותיו לאחר מכן: ב-1962 שוב התמעט משקל ההנפקות לציבור ורק ב-1963, לאחר תקופה ממושכת של עליית מחירים בבורסה, חל שוב מפנה בקצב ההנפקות לציבור. בתקופה הנסקרת היו רק 10 מתוך 49 ההנפקות הנפקות של מניות רגילות מבוכרות, ואילו 39 ההנפקות הנותרות היו של מניות רגילות. בהנפקות לציבור היה משקלן של המניות הרגילות המבוכרות בולט יותר (9 מתוך 23).

בעוד שהמניות הרגילות הונפקו במשך התקופה כולה, הונפקו הרגילות המבוכרות רק בשנים 1960 ו-1961, וליתר דיוק רק במשך 14 חודשים, בין ספטמבר 1960 לאוקטובר 1961. תקופה בה

¹ ההנפקה לציבור היתה כרוכה במקרים רבים בשינוי מעמדה המשפטי של החברה, מחברה פרטית לחברה ציבורית.

ההנפקות לציבור ולבעלי המניות, 1959 עד 1962

השנה	מספר ההנפקות			סכום ההנפקות (אלפי ל"י)			סכום ההנפקות (אחוזים)		
	לציבור	לבעלי המניות	סך-הכל	לציבור	לבעלי המניות	סך-הכל	לציבור	לבעלי המניות	סך-הכל
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
סך הכל	23	26	49	45,567	58,011	103,578	44	56	100

המסור: נספח ב', לוחות ג' וד'.

בוצע מספר גדול יחסית של הנפקות לציבור. הנפקות אלה של מניות רגילות מבוכרות מבטאות את ניסיון הממשלה (באמצעות הוועדה לניירות ערך) להבטיח למשקיע רמה מינימלית של דיבידנדה ללא ויתור על יתר התכונות של מניה רגילה, כגון השתתפות ברווחים, זכות הצבעה וכדומה. רישומו של ניסיון זה מתבטא בכך שבשנים 1960 ו-1961 היו 9 מתוך 19 ההנפקות לציבור הנפקות של מניות רגילות מבוכרות.

הנפקת מניות רגילות ומניות רגילות מבוכרות, 1959 עד 1962

השנה	מספר ההנפקות		סכום ההנפקות במחיר ההנפקה (אלפי ל"י)	
	מניות רגילות מבוכרות	מניות רגילות	מניות רגילות מבוכרות	מניות רגילות
1959	3	—	2,043	2,043
1960	11	3	3,726	16,785
1961	13	7	15,546	31,606
1962	12	—	—	33,872

המסור: נספח ב', לוחות ג' וד'.

(ד) ההנפקות לפי הענף

מתוך 49 ההנפקות רוכזו 31 הנפקות בשני ענפים — הבנקאות, הביטוח והמוסדות הכספיים (16 הנפקות), והתעשייה והמסחר (15 הנפקות). סכום ההנפקות בשני ענפים אלה מהווה יותר מ-70 אחוזים מסכום ההנפקות הכולל. בענפי המקרקעין והנפט לא בוצעו כל הנפקות לציבור, אלא לבעלי המניות בלבד. מרבית ההנפקות לציבור (13 מתוך 23) היו בענף התעשייה והמסחר, שם היוו הנפקות אלה 91 אחוזים

מסכום ההנפקות הכולל של הענף. גם בענף הבנקאות, הביטוח והמוסדות הכספיים בולט משקלן של ההנפקות לציבור הן במספר והן בסכום.

כאמור, היו עשר מתוך 49 ההנפקות הנפקות של מניות רגילות מבוכרות, ושמונה מאלה הונפקו על ידי חברות בענף התעשייה והמסחר. הנפקה אחת נוספת של מניות רגילות מבוכרות לציבור היתה בענף הבנקאות, וההנפקה העשירית היתה לבעלי המניות בענף המקרקעין והפיתוח. ענף התעשייה והמסחר נטל כשני-שלישים מהסכום הכולל של ההנפקות לציבור וענף הבנקאות והמוסדות הכספיים נטל שלישי בקירוב. בהנפקות לבעלי המניות נטלו הבנקים והמוסדות הכספיים כמחצית מסכום ההנפקות וענף המקרקעין והפיתוח כרבע. הבנקים והמוסדות הכספיים נטלו גם קרוב למחצית מסכום ההנפקות של מניות רגילות.

לוח 13

ההנפקות, לפי הענף ולפי סוג המניה וצורת ההנפקה, 1958 עד 1962

סוג המניה וצורת ההנפקה							הענף
כל המניות		מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות			
לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור		
סך הכל							
מספר ההנפקות							
						בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים	
16	9	7	—	1	9	6	
6	6	—	1	—	5	—	
15	2	13	—	8	2	5	
3	3	—	—	—	3	—	
9	6	3	—	—	6	3	
49	26	23	1	9	25	14	
סכום ההנפקות במחירי ההנפקה (אלפי ל"י)							
						בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים	
41,188	27,038	14,150	—	1,100	27,038	13,050	
13,989	13,989	—	2,600	—	11,389	—	
31,925	2,960	28,965	—	15,572	2,960	13,393	
3,189	3,189	—	—	—	3,189	—	
13,287	10,835	2,452	—	—	10,835	2,452	
103,578	58,011	45,567	2,600	16,672	55,411	28,895	
סך הכל							

המספר: נספח ב', לוחות ה' וז'.

5. רווחיות ההנפקות החדשות

סעיף זה עוסק בניתוח רווחיות המניות החדשות. הניתוח נעשה בשני מישורים: התפתחות שערי המניות מיד לאחר הנפקתן ורווחיות המניות בשנה שלאחר ההנפקה. השינויים המצופים בשערי המניות החדשות בתקופה הראשונה למסחר בהן מהווים את אחד הגורמים המכריעים בהחלטות ההשקעה. מניה שהנפקתה הצליחה מנקודת מבט המשקיע היא זו

ששערה עלה במשך התקופה הראשונה שלאחר ההנפקה, שאם לא כן, הרי ניתן היה לרכוש את המניה לאחר מכן בשוק המניות במחיר נוח יותר במקום לרכשה במחיר ההנפקה. הצלחתה של הנפקה מבחינה זו תיבדק, כאמור, בעזרת מדדי ההצלחה.

בעוד שמדדי ההצלחה מתארים את השינויים בשער המניה החדשה בזמן הקצר, הרי שיעור התשואה הכולל בשנה הראשונה שלאחר ההנפקה משמש מודד להערכת התפתחות המניה בטווח הארוך יותר. על מנת לבטל את השפעתה המיידית של ההנפקה (הנמדדת על ידי מדד ההצלחה) חושבו שיעורי התשואה הכוללים לא מיום הנפקת המניות החדשות, אלא מן הרבעון הראשון שלאחר הנפקתן.

(א) מדד ההצלחה

חישוב מדדי ההצלחה מנקודת ראות המשקיע החדש מבוסס, כאמור, על השוואת שער המניה במועדים מסויימים שלאחר ההנפקה עם מחיר ההנפקה של המניה. בהנפקות לציבור מחיר ההנפקה הוא מחיר ההחלמה על המניות. בעוד שבהנפקות על-פי זכויות לבעלי המניות מחיר

לוח 14

ההנפקות, לפי גובה מדדי הצלחה ביום הראשון, בתום חודש וכתום רבעון להנפקה

מדד הצלחה	היום הראשון	סוף החודש	סוף הרבעון
כל ההנפקות			
גדול מ-1	31	32	31
קטן מ-1	10	14	13
1	5	—	2
אחוזי ההצלחות	67	69	67
ההנפקות לציבור			
גדול מ-1	14	16	13
קטן מ-1	5	5	6
1	2	—	2
אחוזי ההצלחות	67	76	62
ההנפקות לבעלי המניות			
גדול מ-1	17	16	18
קטן מ-1	5	9	7
1	3	—	—
אחוזי ההצלחות	68	64	72

ההנפקה הוא מחיר השוק של הזכות לרכישת מניה חדשה, בתוספת מחיר ההחתמה של המניה.¹

1. הנפקות לציבור והנפקות לבעלי המניות

מתוך 46 הנפקות, שלגביהן חושב מדד ההצלחה², היו 31 הנפקות (67 אחוזים) מוצלחות על בסיס היום הראשון למסחר, ואילו 10 הנפקות נכשלו. חמש ההנפקות הנותרות נסחרו ביום הראשון בשער השווה למחיר ההנפקה. פרופורציה זו של הנפקות מוצלחות היתה קיימת הן בהנפקות לציבור והן בהנפקות על-פי זכויות, ורק שינויים קלים חלו בה בתום החודש הראשון ובתום הרבעון הראשון להנפקה.

המשקיע מעוניין לא רק במדדי הצלחה גדולים מ-1, אלא גם בכך ששער המניה יימצא בתהליך של עלייה. לוח 15 בודק את ההנפקות מבחינת התפתחות שערי המניות חודש לאחר ההנפקה לעומת השער ביום הראשון למסחר.

לוח 15

התפלגות ההנפקות לפי מגמת השינוי במדד ההצלחה של המניות בחודש הראשון לאחר ההנפקה ולפי הצלחתן ביום הראשון למסחר

מגמת השינוי במדד ההצלחה						מדד ההצלחה ביום הראשון למסחר
ההנפקות לבעלי המניות			ההנפקות לציבור			
אי שנוי	ירידה	עלייה	אי שנוי	ירידה	עלייה	
—	8	9	—	1	13	גדול מ-1
1	1	3	1	3	1	קטן מ-1
—	1	2	—	1	1	1

בדיקת ההנפקות לפי השתנות שעריהן בתום החודש הראשון להנפקה מגלה, בניגוד למדדי ההצלחה, הבדלים בין ההנפקות לציבור להנפקות לבעלי המניות. בהנפקות לציבור עלו בחודש הראשון למסחר שערי 13 מתוך 14 מניות שמדד ההצלחה שלהן ביום הראשון למסחר היה גדול מ-1 ורק שערה של מניה אחת ירד. בהנפקות לבעלי המניות לעומת זאת עלו במשך החודש הראשון שעריהן של 9 מניות בלבד מתוך 17 הנפקות שהיו מוצלחות ביום הראשון, ואילו שערי שמונה מניות ירדו. הווה אומר, בעוד שהצלחה ראשונית של הנפקת מניות לציבור היתה מלווה בדרך כלל בעליית שערים נוספת במשך החודש שלאחר ההנפקה, הרי בהנפקת מניות על-פי זכויות אין קשר כזה קיים.

¹ ראה סעיף 2 לעיל.

² שלוש הנפקות (הנפקת הזכויות של לפידות, ההנפקה השנייה של מפעלי נייר חדרה וההנפקה לציבור של הבנק לפיתוח התעשייה) לא נכללו מסיבות טכניות.

ההנפקות לפי מידת התכיפות בתקופת ההנפקה
ולפי גובה מדרד ההצלחה

תכיפות גדולה			תכיפות קטנה			מדרד ההצלחה
סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	
כל ההנפקות						
18	19	18	13	13	13	גדול מ-1
13	14	10	—	—	—	קטן מ-1
2	—	5	—	—	—	1
55	58	55	100	100	100	אחוז ההצלחות
ההנפקות לציבור						
8	11	9	5	5	5	גדול מ-1
6	5	5	—	—	—	קטן מ-1
2	—	2	—	—	—	1
50	69	56	100	100	100	אחוז ההצלחות
ההנפקות לבעלי המניות						
10	8	9	8	8	8	גדול מ-1
7	9	5	—	—	—	קטן מ-1
—	—	3	—	—	—	1
59	47	53	100	100	100	אחוז ההצלחות

2. תכיפות ההנפקות

מאחר שקיימת סברה שעיתוי ההנפקות הינו גורם רב חשיבות בהסברת הצלחתן, בודק לוח 16 את הצלחת ההנפקות לפי תקופת ההנפקה, כשהקריטריון המשמש להבחנה הוא תכיפות הנפקות גדולה או קטנה. תכיפות הנפקות פירושה כאן מספר ההנפקות ליחידת זמן¹. התופעה הבולטת בלוח 16 היא הקשר ההדוק בין תכיפות ההנפקות להצלחתן. כל שלוש עשרה ההנפקות, שבוצעו בתקופה בעלת תכיפות קטנה (חמש לציבור ושמונה לבעלי המניות), היו מוצלחות למן היום הראשון למסחר ועד תום הרבעון הראשון. לעומת זאת היו כמחצית מ-33 ההנפקות, שחלו בתקופה בעלת תכיפות ההנפקות הגדולה, בעלות מדרד הצלחה שאינו עולה על 1. ההצלחה היחסית הגדולה יותר של ההנפקות שבוצעו בתקופת התכיפות הקטנה אינה יכולה להיות תופעה מקרית, שכן דוחה מבחן χ^2 הסטנדרטי ברמת מובהקות של 5 אחוזים את השערת האפס, ששיעור ההנפקות המוצלחות בתקופת תכיפות הנפקות קטנה שווה לשיעור ההנפקות המוצלחות בתקופת תכיפות גדולה.

¹ תכיפות הנפקות גדולה שררה בין 15- לאוקטובר 1960 לסוף 1961 וכן בשלושת הרבעונים האחרונים של 1962. תכיפות קטנה שררה מקיץ 1959 עד 15- באוקטובר 1960 וכן ברבעון הראשון של 1962.

הקשר בין ההצלחה הראשונית של ההנפקות החדשות לבין מגמת השערים בבורסה¹ ברור פחות מזה שבין ההצלחה לתכיפות ההנפקות. דבר זה אמור לגבי ההנפקות בכללן. אולם כאשר מפרידים בין ההנפקות לציבור לבין ההנפקות לבעלי המניות, מגלות הראשונות קשר הדוק בין הצלחה לבין מגמת המחירים בשוק, בעוד שבאחרונות אין קשר כזה קיים.

7 מתוך 8 ההנפקות לציבור שבוצעו בתקופת עליית השערים היו בעלות מדד הצלחה גדול מ-1 כבר ביום הראשון. יתר על כן חודש לאחר ההנפקה היו כל המניות בעלות מדד הצלחה גדול מ-1. לעומת זאת, היו רק 7 מתוך 13 ההנפקות שבוצעו בתקופת ירידת השערים מוצלחות ביום הראשון, ורק 5 מתוך ה-13 נשארו עם מדד הצלחה גדול מ-1 בתום הרבעון הראשון להנפקה. לעומת זאת, אין, כאמור, בין הצלחת ההנפקות על-פי זכויות לבין מגמת המחירים בעת

לוח 17

ההנפקות, לפי מגמת השערים בעת ההנפקה ולפי גובה מודד ההצלחה

מגמת השערים						מדד ההצלחה
ירידה			עלייה			
סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	סוף הרבעון	סוף החודש	היום הראשון	
כל ההנפקות						
8	11	13	23	21	18	גדול מ-1
11	10	6	2	4	4	קטן מ-1
2	—	2	—	—	3	1
38	52	62	92	84	72	אחוז ההצלחות
ההנפקות לציבור						
5	8	7	8	8	7	גדול מ-1
6	5	4	—	—	1	קטן מ-1
2	—	2	—	—	—	1
38	61	54	100	100	87	אחוז ההצלחות
ההנפקות לבעלי המניות						
3	3	6	15	13	11	גדול מ-1
5	5	2	2	4	3	קטן מ-1
—	—	—	—	—	3	1
38	38	75	88	76	65	אחוז ההצלחות

¹ עליית שערים חלה מקיץ 1959 עד אוקטובר 1960 וכן במשך שנת 1962 כולה. תקופת הביניים שבין אוקטובר 1960 לסוף 1961 מוגדרת כתקופה של ירידת שערים.

ההנפקה כל קשר ברור. יתר על כן, שיעור ההצלחות של הנפקות, שבוצעו בתקופה של ירידת שיערים, היה גבוה במקצת ביום הראשון למסחר מזה של ההנפקות שבוצעו בתקופת עליית שיערים. ממצא זה, הנראה פרדוקסלי במבט ראשון, ניתן להסבר: בתקופה של ירידת שיערים קורה לעתים קרובות שהשער בו נעשות עסקות בזכויות הוא גמוך יחסית. במקרים כאלה נוטה שער המניה החדשה ביום הראשון למסחר בה, להיות גבוה ממחיר ההנפקה, המשקף את מחיר הזכויות הגמוך. מכל מקום "הצלחות" מסוג זה לא האריכו ימים. ההשפעה הנמשכת של הירידה בשיערים גרמה כבר בתום החודש הראשון להנפקה ירידה ניכרת בשיעור ההנפקות המוצלחות.

4. מניות רגילות ומניות רגילות מבוכרות

הנפקת המניות הרגילות המבוכרות, שהחלה ב־1960 בעידודה של הממשלה, היתה צעד שנועד לעודד את ההשקעה במניות על ידי הבטחת דיבידנדה מינימאלית למשקיע, תוך שמירה על תכונות אחרות של מניה רגילה. יש איפוא ענין מיוחד בבדיקת הצלחתו של מכשיר זה.

שמונה מתוך תשע הנפקות של מניות רגילות מבוכרות לציבור בוצעו בתקופה של תכיפות הנפקות גדולה. השוואת מניות אלה למניות הרגילות, שהונפקו לציבור באותה תקופה של תכיפות גדולה, מגלה שיעור הצלחות גדול יותר במניות הרגילות.

לוח 18

הנפקת מניות רגילות ומניות מבוכרות, לפי גובה מדרג ההצלחה

מדרג הצלחה	מניות רגילות			מניות רגילות מבוכרות		
	היום הראשון	סוף החודש	סוף הרבעון	היום הראשון	סוף החודש	סוף הרבעון
גדול מ־1	7	9	7	3	3	2
קטן מ־1	1	—	—	4	5	6
1	1	—	2	1	—	—
אחוז הצלחות	78	100	78	37	37	25

בדיקת שמונה ההנפקות של מניות רגילות, שבוצעו בתקופה בה הונפקו המניות הרגילות המבוכרות (כלומר, בין ספטמבר 1960 לאוקטובר 1961), מגלה שכל שמונה ההנפקות היו בעלות מדרג הצלחה גדול מ־1, בעוד שרק שלוש מתוך שמונה ההנפקות של מניות רגילות מבוכרות היו מוצלחות. חמש ההנפקות הבלתי מוצלחות נעשו ב־1961, תקופה בה החל השפל בשוק המניות. ניתן, איפוא, לסכם, ששיעור הצלחות של הנפקות המניות הרגילות המבוכרות נופל מזה של המניות הרגילות.

5. הנפקת מניות על־פי זכויות מנקודת ראות בעל המניות החתיק

כפי שצויין לעיל¹, חייב ניתוח של הצלחת הנפקה על־פי זכויות מנקודת ראותו של בעל המניות הוותיק להתבסס על התפתחות שיערי המניות הוותיקות. לוח 19 מציג את מדדי הצלחה כשהם מחושבים לגבי המניות הוותיקות של החברות

¹ ראה סעיף 2.

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

מדד סוף הרבעון		מדד סוף החודש		מדד היום הראשון		שינוי השער בחודש שלפני ההנפקה
הצלחה	כישלון	הצלחה	כישלון	הצלחה	כישלון	
תקופה של עליית שערים						
1	9	1	9	4	6	עלייה של יותר מ-2%
—	4	1	3	—	4	שינוי בין -2% ל-2% (+)
—	—	—	—	—	—	ירידה של יותר מ-2%
תקופה של ירידת שערים						
—	—	—	—	—	—	עלייה של יותר מ-2%
2	1	3	—	2	1	שינוי בין -2% ל-2% (+)
3	1	4	—	2	2	ירידה של יותר מ-2%

המנפיקות¹ בשיטה שהוסברה בסעיף 2 לעיל. על מנת להביא בחשבון את השפעת הציפיות להנפקה החדשה על שער המניה, מוינו המניות לפי כיוון שינוי השער ועוצמתו בחודש קודם להנפקה.

לוח 19 מצביע על קיום קשר בין הצלחת ההנפקה, מנקודת ראות בעל המניות הוותיק, לבין מגמת השערים, בדומה לקשר בין ההצלחה למגמת השערים, מנקודת ראותו של המשקיע החדש. שיעור ההצלחות של ההנפקות, שבוצעו בתקופת עליית שערים, גבוה מזה של הנפקות שבוצעו בתקופת ירידת שערים. יתר על כן, עקב ההשפעה הנמשכת של שינויי השערים הולך הקשר ומתחזק עם הארכת התקופה שלגביה מחושב מדד ההצלחה.²

ממצא נוסף שיש בו עניין הוא, שבחודש שלפני ההנפקה אין למצוא, בתקופה של עליית שערים, מניות ששעריהן ירדו ביותר מ-2 אחוזים, ובתקופה של ירידת שערים — מניות ששעריהן עלו ביותר מ-2 אחוזים.

בקרב המניות, ששעריהן עלו בחודש שלפני ההנפקה ביותר מאשר 2 אחוזים, היה ביום הראשון למסחר מספר ניכר של אי-הצלחות. דבר זה יש בו כדי לאשר כביכול את הדעה הרווחת, שהספקולציה בשוק, הנובעת מן הציפיות לקראת ההנפקות, מביאה לעיתים לכישלונן של אלו, מה גם שכאשר נבדק מדד ההצלחה על בסיס שער המניות חודש לפני ההנפקה, מתבטלים כל הכישלונות. לעומת זאת נחלשת הטענה בדבר השפעת הספקולציה, לנוכח העובדה ששיעור העלייה בשערי המניות בחודש שלפני ההנפקה היה גבוה במיוחד דווקא בשש ההנפקות שהצליחו. הנתונים שבידינו אינם מאפשרים איפוא הוצאת מסקנות בדבר ההשפעה שיש לספקולציה על הצלחת

¹ רק 21 מתוך 25 ההנפקות לבעלי המניות שנותחו בלוח 14 נכללות כאן. הסיבה להשמטת ארבע הנפקות נובעת מן העובדה שסמוך להנפקות אלה חילקו החברות המנפיקות מניות הטבה בשיעור ניכר, דבר המקשה על בידוד השפעת הזכויות.

² גם כשמציגים את ההנפקות לפי התכיפות, מתאימות המסקנות לאלה הנובעות מהניתוח המבוסס על נקודת ראות המשקיע החדש. מבחן χ^2 דוחה אף כאן ברמת מובהקות של 5 אחוזים את השערת השוויון של שיעור ההצלחות בשתי התקופות.

ההנפקות, בפרט שמספר התצפיות הוא קטן. יתר על כן, אפילו קיימת השפעה כוון, הרי היא בעלת תוקף זמני בלבד, שכן בתום חודש להנפקה נותרה רק הנפקה אחת בלתי מוצלחת.¹

(ב) שיעור התשואה הכולל²

1. ההנפקות לציבור וההנפקות לבעלי המניות

הקשר בין צורת ההנפקה ורווחיות המניה נבדק באמצעות שיעורי התשואה הכוללים של סוגי המניות השונים בשנה שלאחר ההנפקה. על מנת לבודד את השפעת מחזורי הגיאות והשפל בשוק המניות חושבו גם שיעורי תשואה כוללים מתוקנים. שיעורים מתוקנים אלה מייצגים שיעורי תשואה נקיים מהשפעת גורמי התפתחות שונים האופייניים לענף המסויים.³

בעוד שבענף התעשייה ובחברות ההשקעה גבוה יותר שיעור התשואה הכולל בהנפקות לציבור מאשר בהנפקות לבעלי מניות, המצב הוא הפוך בכלל המניות. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שבענף התעשייה והמסחר נמוכים שיעורי התשואה יחסית לשאר הענפים, ומאחר שענף זה נטל

לוח 20

שיעור התשואה הכולל של מניות בחברות מנפיקות בשנת ההנפקה, לפי צורת ההנפקה ולפי הענף* (אחוזים)

שיעור התשואה הכולל המתוקן		שיעור התשואה הכולל		הענף
הנפקות לבעלי המניות	הנפקות לציבור	הנפקות לבעלי המניות	הנפקות לציבור	
-1.3	14.0	66.5	50.9	בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
0.4	—	24.8	—	מקרקעין ופיתוח
-28.8	-9.7	-27.5	0.5	תעשייה ומסחר
6.1	—	37.0	—	דלק וגז
-4.3	10.1	7.2	34.1	חברות השקעה
-4.8	-0.9	23.5	18.0	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 15 בינואר 1982.

¹ הנפקה זו היתה בלתי מוצלחת גם בתום שלושה חודשים. ירידת שער המניה בתקופת עליית שערם כללית בכורסה משקפת גורמים שאינם קשורים דווקא לעצם ההנפקה.

² הניתוח להלן מקיף 36 מתוך 49 ההנפקות שבוצעו. 12 הנפקות של 1962 הושמטו עקב העדר שיעורי תשואה שנתיים. הנפקה נוספת, שבוצעה ב-1961, לא נכללה מסיבות טכניות.

³ שיעור התשואה הכולל המתוקן של מניה מוגדר כדלקמן:

$$R_{F^*} = \frac{100 + R_F}{100 + R_B} \times 100 - 100$$

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.

חלק ניכר מכלל ההנפקות לציבור (13 מתוך 23 הנפקות לציבור לעומת 2 מתוך 26 הנפקות לבעלי המניות), הוא גרר ממילא את הממוצע הכללי של שיעור התשואה של ההנפקות לציבור כלפי מטה.

בהשוואת שיעורי התשואה הכוללים המתוקנים המצב הוא הפוך — שיעור התשואה הממוצע בהנפקות לציבור גבוה מזה שבהנפקות לבעלי המניות. שינוי זה מקורו בענף הבנקאות. שיעור התשואה הכולל של מניות בחברות המנפיקות בשנת ההנפקה היה נמוך בממוצע משיעור התשואה של כלל המניות. מסקנה זו מתבקשת מן העובדה שהשיעור המתוקן היגו בממוצע נמוך מאפס. בהנפקות לציבור מקורה של תופעה זו הוא בענף התעשייה בלבד ואילו בהנפקות לבעלי המניות התופעה היא כללית יותר.

2. מניות רגילות ומניות רגילות מבוכרות

שיעור התשואה הכולל של מניות רגילות בשנת הנפקתן גבוה במידה ניכרת מזה של מניות רגילות מבוכרות. ניתן להצביע על שתי סיבות לכך:

(א) מרבית המניות הרגילות המבוכרות הונפקו לקראת סוף הגיאואות בשערי המניות בשנת 1961, בעוד שהמניות הרגילות הונפקו במשך כל התקופה, ואלה שהונפקו בשלבים הראשונים של הגיאואות היו בעלות שיעורי תשואה גבוהים.

(ב) 8 מתוך 10 המניות הרגילות המבוכרות הונפקו בענף התעשייה והמסחר, שבו היה שיעור התשואה הכולל הממוצע במשך התקופה נמוך מזה של כלל המניות.

המניות הרגילות המבוכרות מהוות קבוצה הומוגנית למדי הן מבחינת צורת ההנפקה — 90 אחוזים מהן הונפקו לציבור — והן מבחינת הענף לו הן משתייכות — 80 אחוזים מהן הונפקו על ידי חברות בענף התעשייה והמסחר. מכיוון ששיעור התשואה הכולל של מניות אלה נמוך יחסית, עשויה הכללתן בהשוואת שיעורי התשואה של קבוצות המניות השונות להטעות. בדיקת המניות הרגילות בלבד (לוח 22) מגלה הבדלים עקביים ומובהקים יותר בין שיעורי התשואה של מניות רגילות, שהונפקו לציבור, לאלה של מניות רגילות, שהונפקו על-פי זכויות.

לוח 21

שיעור התשואה הכולל של מניות רגילות ומניות רגילות מבוכרות בחברות המנפיקות, בשנת ההנפקה

(אחוזים)

שיעור התשואה הכולל המתוקן		שיעור התשואה הכולל		הענף
מניות רגילות מבוכרות	מניות רגילות	מניות רגילות מבוכרות	מניות רגילות	
7.7	7.1	50.0	58.8	בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
-11.8	4.5	-11.8	36.9	מקרקעין ופיתוח
-4.2	-26.5	-3.7	-8.7	תעשייה ומסחר
—	6.1	—	37.0	דלק ונפט
—	0.5	—	16.2	חברות השקעה
-3.8	-2.7	0.9	28.3	כל הענפים

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

(אחוזים)

שיעור התשואה הכולל המתוקן		שיעור התשואה הכולל		הענף
הנפקות לבעלי המניות	הנפקות לציבור	הנפקות לבעלי המניות	הנפקות לציבור	
-1.3	15.6	66.5	51.1	בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
4.5	—	36.9	—	מקרקעין ופיתוח
-28.6	-24.3	-27.5	10.1	תעשייה ומסחר
6.1	—	37.0	—	דלק ונפט
4.3	10.1	7.2	34.1	חברות השקעה
-4.5	1.1	25.5	33.6	כל הענפים

לוח 22 מלמד שבשנת ההנפקה היה שיעור התשואה הכולל של המניות הרגילות שהונפקו לציבור גבוה במידה ניכרת מזה של המניות הרגילות שהונפקו לבעלי המניות. תופעה זו מסתמנת גם בכל אחד מן הענפים בנפרד, להוציא בנקים ומוסדות כספיים. שיעור התשואה הכולל המתוקן של המניות שהונפקו לציבור גבוה בכל ענף וענף, ללא יוצא מן הכלל, מאשר זה של המניות שהונפקו על-פי זכויות.

שיעור התשואה הכולל של מניות בחברות המנפיקות, בשנת ההנפקה, לפי תכיפות ההנפקות ולפי הענף

(אחוזים)

שיעור התשואה הכולל המתוקן		שיעור התשואה הכולל		הענף
תכיפות גדולה	תכיפות קטנה	תכיפות גדולה	תכיפות קטנה	
—	16.2	18.7	106.7	בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
-4.6	15.6	-7.8	122.3	מקרקעין ופיתוח
-8.5	-45.1	-8.3	5.5	תעשייה ומסחר
-6.8	12.6	19.4	65.1	דלק ונפט
0.5	—	16.2	—	חברות השקעה
-4.5	1.7	1.8	76.7	סך הכל

לוח 23 ממיין את שיעורי התשואה הכוללים לפי תכיפות ההנפקות¹. שיעור התשואה הכולל המתוקן מחליש את השפעת המגמה של מחירי המניות; שיעור זה נמוך מאד אפילו במניות שהונפקו בתקופת תכיפות קטנה, אולם הוא עדיין גבוה משיעור התשואה המתוקן של מניות שהונפקו בתקופת תכיפות גדולה (להוציא את ענף התעשייה והמסחר).

(ג) סיכום

ההנפקות שבוצעו בשנים 1959 עד 1962 נותחו בסעיף זה באמצעות שני מדדים. יש לציין שאם כי תוצאות הניתוח המתבסס על המדד של הזמן הקצר הן חד-משמעיות יותר מאלה המתבססות על הניתוח לזמן הארוך, הרי עיקרי המסקנות דומים. ההנפקות לציבור אינן נבדלות לכאורה מן ההנפקות על-פי זכויות, אולם ניתוח מעמיק יותר מצביע על עדיפותן של ההנפקות לציבור הן בזמן הקצר והן בזמן הארוך. בזמן הקצר מתגלית עדיפות זו בהתפתחות שחלה בשערי המניות במשך החודש הראשון לאחר ההנפקה. בטווח הארוך מתגלית עדיפות דומה לאחר השמטת המניות הרגילות המבוכרות מן ההשוואה. לעיתוי היתה השפעה על ההנפקות גם בזמן הקצר וגם בזמן הארוך. שני המדדים מצביעים על עדיפותן הניכרת של ההנפקות שבוצעו בתקופה של תכיפות הנפקות קטנה. כמו כן היתה הצלחתן של ההנפקות לציבור, שבוצעו בתקופה של עליית שערים בבורסה, רבה מזו של אלה, שבוצעו בתקופה של ירידת שערים. רכישת מניות חדשות בעת הנפקתן על-יסוד עיתוי ההנפקה מבחינת תכיפות ההנפקות ומגמת השערים בשוק המניות הבטיחה איפוא למשקיע הצלחה ודאית בטווח הקצר. מסקנה נוספת המשתמעת מן הניתוח היא שבזמן הארוך נפלה רווחיותן של המניות הרגילות המבוכרות מזו של המניות הרגילות. ממצא זה מקבל אישור גם בניתוח הזמן הקצר.

6. ההנפקות החדשות וכדאיות ההשקעה במניות

(א) שיעור התשואה הכולל ומספר ההנפקות לחברה

11 מתוך 16 החברות, שהיו רשומות בבורסה לפני 1958, הנפיקו בשנים 1958 עד 1962 מניות. הן ביצעו 21 מתוך 49 ההנפקות שנעשו באותה תקופה. הנפקות אלה היו כולן הנפקות על-פי זכויות. לוח 24 מציג את שיעור התשואה הכולל הממוצע של מניות החברות הוותיקות בשנים 1958 עד 1962², לפי מספר ההנפקות לחברה בתקופה זו. הלוח מצביע על עלייה עקבית של שיעור התשואה הכולל עם הגידול במספר ההנפקות לחברה. אולם נוכח מיעוט מספר החברות הוותיקות יש לבדוק את ההשערה בדבר קשר מעין זה ביתר זהירות. בדיקה זו נערכה באמצעות מבחן Mann-Witney. ההשערה, ששיעור התשואה הכולל במניות של חברות שהנפיקו גבוה מהשיעור המקביל בחברות שלא הנפיקו, נתקבלה ברמת מובהקות של 5 אחוזים. יתר על כן, ההשערה, ששיעור התשואה הכולל של מניות בחברות, שהנפיקו יותר מהנפקה אחת, גבוה משיעור התשואה בחברות, שהנפיקו לכל היותר הנפקה אחת, נתקבלה אף היא ברמת מובהקות זו. יוצא איפוא שגידול מספר ההנפקות לחברה לא הביא לירידת הרווחיות של מניותיה. להיפך,

¹ התקופות בעלות תכיפות הנפקות גדולה וקטנה הוגדרו לעיל, בדיון על מדדי ההצלחה.
² שיעור התשואה הכולל הממוצע של מניה בתקופה מסוימת הוא הממוצע הגיאומטרי של שיעורי התשואה השנתיים. שיעור התשואה הכולל הממוצע לקבוצת מניות כל שהיא הינו הממוצע האריתמטי של הממוצעים הגיאומטריים.

שיעור התשואה הכולל הממוצע בחברות הוותיקות,
לפי מספר ההנפקות לחברה, 1958 עד 1962

שיעור התשואה הכולל הממוצע* (אחוזים)	מספר החברות	מספר ההנפקות לחברה
24.4	5	0
35.5	5	1
54.5	2	2
57.0	4	3

* ממוצע ניאומטרי.

בין החברות הוותיקות היתה רווחיות המניות גדולה יותר דווקא אצל אלה שהרבו להנפיק. הסבר אפשרי לתופעה זו הוא שהחברות, שהרבו להנפיק, היו אותן חברות, שלפניהן עמדו אפשרויות ההשקעה הרווחיות ביותר.

הניתוח לעיל מתייחס לקבוצה קטנה של מניות שהיו רשומות בבורסה במשך כל חמש השנים. בסוף 1961 היו רשומות בבורסה מניות של 39 חברות. שיעור התשואה הכולל של מניות חברות אלה מגלה גם הוא מיתאם חיובי עם מספר ההנפקות לחברה (ראה לוח 25).

לוח 25 מקיף מספר גדול יותר של מניות, ולכן מבחן המובהקות הסטטיסטית בדבר הבדלי שיעורי התשואה הינו בעל עצמה גבוהה יותר. מבחן Mann-Whitney מצביע על הבדלים מובהקים בשיעור התשואה הכולל בין קבוצת החברות, שלא הנפיקו כל מניות במשך התקופה (לרבות חברות שמניותיהן נרשמו בבורסה ללא הנפקה לציבור), לבין כל אחת משלוש הקבוצות, שהנפיקו פעם אחת, פעמיים ושלוש פעמים. הבדלים מובהקים קיימים גם בין קבוצת החברות שהנפיקו פעם אחת לבין קבוצת החברות שהנפיקו שלוש פעמים וכן בין הקבוצה הכוללת את החברות שהנפיקו פחות משתי הנפקות לבין הקבוצה של אלה שהנפיקו שתי הנפקות ויותר. רק בין קבוצות המניות של החברות בעלות הנפקה אחת לבין אלה של בעלות שתי הנפקות אין הבדל מובהק. תוצאות אלה מחזקות את המסקנה, שקיים קשר בין מספר ההנפקות לחברה לבין שיעור התשואה הכולל של מניותיה.

שיעור התשואה הכולל, לפי מספר ההנפקות לחברה, 1962

שיעור התשואה הכולל (אחוזים)			מספר החברות	מספר ההנפקות לחברה
מניות חדשות**	מניות ותיקות*	כל המניות		
4.8	7.2	6.0	10	0
26.4	25.3	26.2	18	1
72.1	63.9	69.8	7	2
—	66.6	66.6	4	3

* שהיו רשומות בסוף 1957.
** שנרשמו אהרי 1957 ולפני ה-15 בינואר 1962.

השוואת שיעורי התשואה הכוללים של המניות בחברות בעלות מספר הנפקות שווה, אינה מגלה בשום מקרה הבדלים מובהקים בין חברות חדשות לוותיקות. יוצא איפוא שהקשר, שנתגלה בין שיעור התשואה הכולל לבין מספר ההנפקות לחברה, אינו נובע מהבדלים שיטתיים בשיעורי התשואה של המניות בין החברות החדשות לוותיקות.

(ב) שיעורי התשואה הכוללים בשנת ההנפקה ובשנה שלפניה

אם כי ריבוי מספר ההנפקות לחברה מלווה בשיעורי תשואה כוללים גבוהים יחסית של מניותיה, עדיין מתעוררת השאלה, האם אין עצם ביצוע ההנפקה גורם לירידת רווחיות מניותיה בשנת ההנפקה עצמה. על מנת לענות על שאלה זו, הושוו שיעורי התשואה בשנת ההנפקה בחברות, שהנפיקו מניות על-פי זכויות, לשיעורי התשואה של אותן מניות בשנה שקדמה להנפקה. התקופות שנבחרו לצורך ההשוואה הן השנה המתחילה ברבעון הראשון לאחר ההנפקה והשנה המסתיימת לפני התחלת רבעון ההנפקה.¹ על מנת להחליש את השפעת מגמת השערים על שיעורי התשואה נערכה ההשוואה לגבי שיעורי התשואה המתוקנים. שיעורים מתוקנים אלה מבוססים על שיעורי התשואה הממוצעים בענפים, למעט את המניה הנבדקת.

השערת האפס, שאין שוני בין שיעור התשואה הכולל של המניה בשנת ההנפקה לבין שיעור התשואה שלה שנה אחת קודם להנפקה, אינה נדחית על-ידי מבחן Wilcoxon (ברמת מובהקות של 5 אחוזים). המסקנה היא, איפוא, ששיעורי התשואה של מניות, המונפקות על-פי זכויות, אינם נוטים להיות גבוהים בשנת ההנפקה משיעוריהן קודם להנפקה.²

אי הכללת הרבעון, בו בוצעה ההנפקה, בחישובים מחלישה את השפעת ההנפקה בטווח הקצר על שיעורי התשואה, והתוצאות המתקבלות מייצגות השפעה ארוכת טווח בלבד. יחד עם זאת יש לציין שהכללת רבעון ההנפקה בחישובים לא שינתה את המסקנות. הוא הדין בהשוואת שיעור התשואה המתוקן ברבעון ההנפקה עצמו עם השיעור המתאים באותו רבעון בשנה שלפני ההנפקה. העדר קשר מובהק בין שיעור התשואה הכולל בשנה שלפני ההנפקה לזה שבשנה שלאחריה מצביע על השערה, ששיעור תשואה גבוה של מניות של חברות בעלות מספר הנפקות גדול אינו קשור לעצם ההנפקה.

(ג) שיעור התשואה הכולל בשנת ההנפקה: חברות שהנפיקו וחברות שלא הנפיקו

שאלה אחרת שנבדקה היא האם קיים בשנת ההנפקה הבדל בין שיעורי התשואה של מניות החברות שהנפיקו, לבין אלה של החברות באותו ענף שלא הנפיקו. הבדיקה מבוססת על רבעי שנה. שיעורי התשואה של חברות שהנפיקו ברבעון מסוים הושוו לאלה של חברות שלא הנפיקו במשך שלושה רבעונים רצופים, החל בזה שקדם לאותו רבעון וכלה בזה שלאחריו. שיעורי התשואה חושבו לשנה המתחילה ברבעון שלאחר הרבעון שלגביו נערכה הבדיקה, גם כאן אין הבדל מובהק בין שיעורי התשואה, ורק בענף התעשייה והמסחר מסתמנת נטייה ברורה לשיעורי תשואה גבוהים יותר בשנת ההנפקה במניות החברות שהנפיקו. יחד עם זאת נבדקו גם שיעורי התשואה לפי הרבעונים. השוואת שיעורים אלה בין מניות של חברות שהנפיקו לבין שאר החברות בענף

¹ למשל, אם חלה ההנפקה ב־10.2.60 יושווה שיעור התשואה הכולל של המניה בשנה שבין 15.4.60 ל־15.4.61 לזה שבשנה שבין 15.1.59 ל־15.1.60.

² חישוב אחר נוקט בשיטה שונה מזו שהוסברה לעיל (ראה הערה 3, עמ' 28) לניכוי גורם ההתפתחות בענף. לדוגמה: אם שיעור התשואה הכולל של המניה הוא 15 אחוזים ושיעור התשואה הכולל בענף הוא 10 אחוזים, יהיה השיעור המתוקן $100 - 100 \times \frac{15}{10}$ (במקום $100 - 100 \times \frac{115}{110}$ לפי השיטה הקודמת). לפי שיטה זו היו ההבדלים בין שיעורי התשואה של המניות, ברמת מובהקות של 5 אחוזים, על גבול המובהקות.

לא גילתה אף היא כל הבדלים מובהקים. פירוש הדבר שעצם ביצוע ההנפקה אינו משפיע באופן שיטתי על שיעור התשואה באותה שנה. שוב מחזק הממצא את המסקנה ששיעור התשואה הגבוה במניות של החברות בעלות מספר ההנפקות הגבוה אינו נובע מעצם ביצוע ההנפקות.

7. כדאיות ההשקעה במניות ובאיגרות חוב

סעיף זה בודק באמצעות שיעורי התשואה הכוללים את כדאיות ההשקעה במניות רגילות בענפים השונים בתקופה שבין 1958 ל-1962. כן נעשית כאן השוואה בין כדאיות ההשקעה במניות רגילות לזו של ההשקעה באיגרות חוב למיניהן.

(א) מניות רגילות

השקעת סכומים שווים בכל אחת מן המניות הרגילות, שהיו רשומות בבורסה בתקופה 1958 עד 1962, נשאה שיעור תשואה כולל של 42 אחוזים בממוצע לשנה (ראה לוח 26). שיעור זה הוא לאחר ניכוי מס הכנסה של 25 אחוזים מן הדיבידנדה במזומן¹. אחד הממצאים הבולטים בלוח 26 הוא שיעורי התשואה, הגבוהים ללא תקדים, ששררו בשוק בתקופת הגיאואות של 1959 ו-1960. שיעורים אלה הגיעו לרמה של 94 אחוזים ב-1959 ולשיא של 131 אחוזים ב-1960. אם כי השפל של 1961 בא לידי ביטוי בהפסד של קרוב ל-10 אחוזים על ההשקעה במניות בשנה זו, הרי ההתאוששות ב-1962 פיצתה על הפסד זה, שכן שיעור התשואה הכולל הגיע בשנה זו ל-32 אחוזים. הגיאואות של 1959 ו-1960 הקיפה את כל הענפים. ב-1959 בלט שיעור התשואה הכולל הגבוה בענף הבנקאות בהשוואה לשאר הענפים ואילו בתעשייה היה השיעור הנמוך ביותר (אם כי מן

לוח 26

שיעור התשואה הכולל במניות רגילות, לפי הענף, 1958 עד 1962

(אחוזים)

ממוצע 1958 עד *1962	1962	1961	1960	1959	1958	הענף
						בנקאות, ביטוח ומוסדות כספיים
62.1	76.5	-8.2	139.0	158.3	11.9	מקרקעין
47.9	64.4	-18.1	144.6	95.4	9.6	תעשייה ומסחר
35.1	11.5	-2.1	144.6	59.8	4.7	דלק ונפט
19.0	-0.6	-27.5	59.8	93.8	6.8	חברות השקעה
44.6	51.6	-9.6	113.7	100.5	7.6	שירותים ציבוריים
0.9	2.2	-0.4	—	—	—	
42.1	32.1	-9.5	130.8	94.3	7.6	כל המניות

* ממוצע ניאומטרי.

¹ הואיל והדיבידנדה במזומן היא מרכיב קטן בסך התשואה, הרי שגם אם יובא בחשבון השיעור האישי המקסימלי של מס ההכנסה, תהיה השפעתו על שיעור התשואה הכולל הממוצע קטנה למדי.

שיעור התשואה הממוצע של מניות שהוחזקו עד סוף 1962, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	בנקאות, ביטוח ומסדות כספיים	מקרקעין	תעשייה ומסחר	דלק ונפט	חברות השקעה	שירותים ציבוריים	כל הענפים
1958	62.1	47.9	35.1	19.0	44.6	—	42.1
1959	77.8	59.3	43.8	22.2	55.9	—	52.1
1960	57.1	48.8	38.7	4.8	43.1	—	40.2
1961	27.3	16.1	4.5	-15.2	17.1	0.9	9.2
1962	76.5	64.4	11.5	-0.6	51.6	2.2	32.1
ממוצע	60.2	43.3	26.7	6.0	42.5	1.5	35.1

הראוי לזכור ששיעור "נמוך" זה הגיע אף הוא ל-60 אחוזים). ב-1960 היו השיעורים הגבוהים ביותר בענפי התעשייה והמקרקעין ואליהם נלווה בהפרש קטן ענף הבנקאות. השיעור הנמוך ביותר בשנה זו היה בענף הדלק והנפט (שוב — 60 אחוזים).

הפסדי השפל של 1961 לא היו אחידים. בענפי השירותים הציבוריים ובתעשייה היו ההפסדים אפסיים, ואילו בענף הדלק והנפט ובענף המקרקעין היו ההפסדים גבוהים ביותר — 27 ו-18 אחוזים. הגיאות שהתחדשה ב-1962 לא היתה כללית בעצמתה, שכן היא הקיפה למעשה רק שלושה מתוך ששת הענפים: בנקים, מקרקעין וחברות השקעה.

כתוצאה מהתפתחויות אלה ניתן לגלות הבדלים ניכרים בשיעור התשואה הכולל של השקעה לחמש השנים בענפים השונים. שיעור התשואה השנתי הממוצע בתקופה זו היה גבוה ביותר בענף הבנקאות והביטוח והסתכם ב-62 אחוזים. בענף הדלק והנפט לעומת זאת הגיע השיעור הממוצע ל-19 אחוזים. בענף התעשייה והמסחר היה שיעור התשואה השנתי הממוצע 35 אחוזים.

אפשר להציג ממצאים אלה גם בדרך אחרת. שיעור תשואה שנתי כולל של 42 אחוזים על השקעה במניות פירושו, שהשקעת סכום של 100 ל"י המחולק בין כל המניות בשווה, בתחילת 1958 עלתה בערכה והגיעה בסוף 1962 לשווי של 580 ל"י. ערכן של 100 ל"י, שהושקעו בתחילת 1958 במניות ענף הבנקאות, הגיע בתום חמש שנים ל-1,120 ל"י. הסכומים המקבילים בענפים האחרים הם: מקרקעין — 708 ל"י, חברות להשקעה — 632 ל"י, מסחר — 450 ל"י, דלק ונפט — 239 ל"י. שיעור התשואה של ההשקעה במניות תלוי בין היתר בעיתוי ההשקעה. לוח 27 בודק את השפעת עיתוי ההשקעה על שיעור התשואה.

השקעת סכומים שווים מדי שנה בתיק כולל של המניות נשאה שיעור תשואה שנתי כולל של 35 אחוזים בממוצע. ההשקעה במניות בשנים 1958 עד 1960 היתה כדאית יותר במידה ניכרת מאשר השקעה בשנים 1961 ו-1962. בולטת במיוחד התשואה הנמוכה — 9 אחוזים — על השקעות שנעשו בתחילת 1961.

השפעת עיתוי ההשקעה בולטת ביותר בענפי הדלק ונפט, התעשייה והמסחר. השקעה במניות הדלק והנפט הן בתחילת 1961 והן בתחילת 1962 הביאה להפסדים, והשקעה במניות התעשייה בשנים אלה היתה לה תשואה נמוכה בהשוואה לתשואה של ההשקעות בשנים קודמות.

על מנת לבדוק את הכדאיות האלטרנטיבית של השקעה במניות רגילות חושבו שיעורי התשואה הכוללים של איגרות חוב לסוגיהן¹: איגרות חוב צמודות דולר, איגרות חוב צמודות מדד, איגרות בהצמדה מעורבת ואיגרות בלתי צמודות. שיעור התשואה הכולל של השקעה באיגרות החוב בכללן היה בשנים 1958 עד 1962 12.1 אחוזים בממוצע לשנה.

לוח 28

שיעור התשואה הכולל של איגרות החוב, 1958 עד 1962*

ממוצע 1958 עד **1962	1962	1961	1960	1959	1958	הסוג
15.9	59.2	8.8	-0.1	3.4	16.7	צמודות דולר
11.6	18.2	15.8	10.7	4.5	10.5	צמודות מדד
14.0	36.8	14.5	7.2	2.4	11.8	בהצמדה מעורבת
4.1	2.4	6.8	8.4	2.6	0.2	בלתי צמודות
12.1	33.3	11.1	5.6	3.4	9.4	כל איגרות החוב

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

שיעורי התשואה הכוללים של איגרות החוב צמודות הדולר מצטיינים בתנודות חריפות ביותר. תנודות אלה הינן, מצד אחד, פרי השינויים בציפיות לפיחות במשך התקופה הנסקרת, ומצד שני, תוצאה של רווח ההון החד פעמי שנבע מן הפיחות עצמו. באיגרות החוב הצמודות למדד התנודות בשיעורי התשואה השנתיים חריפות פחות והן מושפעות בעיקר מעליית המדד; החשת קצב עליית המדד בשנים 1961 ו-1962 הביאה באותן שנים לעלייה ניכרת בשיעורי התשואה של איגרות חוב אלו. שוני זה במגמות ההתפתחות הביא ליצירת הבדלים בלתי עקביים בין שיעורי התשואה של איגרות החוב הצמודות לדולר לאלו של הצמודות למדד. בשנים 1959 עד 1961 היו שיעורי התשואה של איגרות החוב הצמודות למדד גבוהים מאלו של הצמודות לדולר, ואילו בשנים 1958 ו-1962 היה היחס הפוך. מן הראוי לציין שכתוצאה מן הפיחות של 1962, שהביא באותה שנה שיעור תשואה של 60 אחוזים של איגרות החוב צמודות הדולר, היה שיעור התשואה השנתי הממוצע של איגרות החוב הצמודות לדולר גבוה מהשיעור המקביל של צמודות המדד (15.9 לעומת 11.6 אחוזים).

שיעור התשואה של איגרות החוב בהצמדה מעורבת משקף במידה מסוימת את התנודות באיגרות החוב בעלות ההצמדה האחידה. שיעור התשואה של איגרות החוב שאינן צמודות נמוך ביותר בהשוואה לשיערי הריבית המקובלים במשק בהלוואות בלתי צמודות. ממצא זה הוא בין היתר תוצאה של העובדה שהשוק לאיגרות חוב אלה הינו בלתי מפותח ובעל היקף עסקות מצומצם ביותר.

כמו במניות כן גם באיגרות חוב תלוי שיעור התשואה בעיתוי ההשקעה. לוח 29 בודק את השפעת מועדי ההשקעה באיגרות חוב על שיעורי התשואה שלהן.

¹ שיעור התשואה הכולל של איגרות החוב חושב באותו אופן כמו לגבי המניות.

השקעת סכומים שווים מדי שנה בסל כולל של איגרות החוב שנבדקו¹ נשאה תשואה שנתית כוללת של 19 אחוזים בממוצע. שיעור התשואה הממוצע של כל איגרות החוב הלך ועלה בהתמדה ובקצב גובר, ככל שמועד ההשקעה היה מאוחר יותר. תופעה זו בולטת בייחוד באיגרות חוב צמודות דולר עם ההתקרבות למועד הפיחות. כן קיימת מגמה זו, אם כי בעוצמה חלשה יותר, גם באיגרות החוב צמודות המדד.

לוח 29

שיעור התשואה הממוצע של איגרות חוב שהוחזקו עד סוף 1962, לפי שנת הרכישה

(אחוזים)

שנת הרכישה	צמודות דולר	צמודות מדד	בהצמדה מעורבת	בלתי צמודות	כל איגרות החוב
1958	15.9	11.6	14.0	4.1	12.1
1959	15.7	12.2	14.5	5.1	12.8
1960	20.1	14.9	18.9	5.9	16.1
1961	31.6	17.0	25.2	4.6	21.7
1962	59.2	18.2	36.8	2.4	33.3
ממוצע	28.5	14.8	21.9	4.4	19.2

התופעה הבולטת ביותר בלוח 29 היא היות שיעור התשואה של איגרות החוב צמודות הדולר גבוה תמיד מזה של צמודות המדד. פירוש הדבר שלמרות שמועד ההשקעה השפיע על כדאיות ההשקעה באיגרות חוב, לא היה בו כדי לשנות את העדיפות היחסית של איגרות החוב צמודות הדולר. יתר על כן, עדיפות זו של צמודות הדולר הולכת וגוברת בהתמדה ככל שההשקעה נעשית בתקופה מאוחרת יותר, וזאת עקב התקרבות מועד הפיחות. שיעור התשואה של איגרות החוב בהצמדה מעורבת נמצא בין השיעורים של צמודות הדולר וצמודות המדד.

(ג) כדאיות ההשקעה במניות רגילות ובאיגרות חוב

הכדאיות היחסית של השקעה במניות בהשוואה להשקעה באיגרות חוב מותנית במועד הרכישה ובאורך התקופה של החזקת הנכס, וזאת עקב התנודות החריפות בשיעורי התשואה השנתיים הן של המניות והן של איגרות החוב. בהשפעת הגיאות המסחררת בשוק המניות בשנים 1959 ו-1960 זיכתה רכישה של מניות בכל אחת מהשנים 1958, 1959 ו-1960, והחזקתן עד סוף 1962, את המשקיע בשיעורי תשואה כוללים גבוהים ביותר (מעל ל-40 אחוזים) בהשוואה להשקעה מקבילה באיגרות חוב צמודות דולר וצמודות מדד. לעומת זאת, לא הביאה השקעה במניות לאחר הגיאות, הווה אומר, בשנים 1961 ו-1962, תשואה המשתווה לזו של איגרות חוב צמודות דולר. השקעה באיגרות חוב צמודות מדד ב-1961 והחזקתן עד סוף 1962 נשאה אף היא שיעור תשואה גבוה מהשקעה מקבילה במניות, אם כי ב-1962 שוב התהפך סדר הדברים.

¹ ראה הערה * ללוח 28.

השוואת שיעור התשואה הכולל במניות רגילות ובאיגרות חוב צמודות,
לפי שנת הרכישה, 1958 עד 1962

(אחוזים)

שנת הרכישה	מניות	איגרות חוב צמודות דולר	איגרות חוב צמודות מדד
1958	42.1	15.9	11.6
1959	52.1	15.7	12.2
1960	40.2	20.1	14.9
1961	9.2	31.6	17.0
1962	32.1	59.2	18.2
הערך ב־1962 של 100 ל"י			
שהושקעו בתחילת 1958 (ל"י)			
	579	209	173

שלא כבאיגרות חוב בעלות אותו בסיס הצמדה, שבהן שיעורי התשואה בתקופה נתונה הם אחידים במידה רבה, הרי במניות ניתן להשפיע באופן מכריע על הכדאיות היחסית של ההשקעה. כך, למשל, היתה כדאיות ההשקעה בענפי הבנקאות והמקרקעין גבוהה יותר, אפילו בשנים 1961 ו־1962, מזו של השקעה באיגרות חוב, ויש לפחות חברה אחת אשר השקעה במניותיה בכל אחת מחמש השנים והחזקתן עד סוף 1962 היתה כדאית יותר מאשר השקעה מקבילה באיגרות חוב צמודות דולר למרות רווחי הפיחות של איגרות החוב ב־1962.

לאור הממצאים המובאים בפרק זה מסתבר, שלמרות התכונות הספקולטיביות של שוק המניות הרי משקיע לטווח ארוך, אשר התמיד להשקיע מדי שנה סכומים נוספים בתיק מניות ממוצע, זכה בשיעורי תשואה גבוהים במידה מכרעת מאלה שהיה זוכה בהם באיגרות החוב הצמודות למיניהן. יתר על כן, משקיע במניות, שריכז את מרבית השקעותיו בענפי הבנקאות, המקרקעין ובחברות ההשקעה זכה בשיעורי תשואה גדולים עוד יותר.

נספח א'

א. דוגמא לחישוב שיעור התשואה הכולל
נתונים:

	הערך הנקוב של המניה:
	0.50 ל"י
	מחיר המניה בתחילת השנה (1 בינואר): 1.20 ל"י
	ביום ה-15 במאָרס הוכרזה דיבידנדה במוזמן של 9¼ אגורות למניה.
	ביום ה-15 בספטמבר הוכרו על חלוקת מניות הטבה כדלקמן:
	5 אחוזים במניות החברה;
	10 אחוזים במניות בכורה של החברה.
	ביום ה-20 ביולי הונפקו מניות על-פי זכויות ביחס 2:1 במחיר 0.60 ל"י המניה.
	מחיר המניה לאחר שנה (31 לדצמבר): 1.10 ל"י
	מחירים נוספים הדרושים לחישוב שיעור התשואה הכולל:
	1. מחיר המניה "בלי דיבידנדה" ב-15 במאָרס: 1.40 ל"י
	2. מחיר המניה "בלי זכויות" ב-20 ביולי: 1.00 ל"י
	3. מחיר הזכות לרכישת מניה חדשה ב-20 ביולי: 0.285 ל"י
	4. מחיר המניה "בלי מניות הטבה" ב-15 בספטמבר: 1.20 ל"י
	5. מחיר מנית הבכורה ב-15 בספטמבר: 1.10 ל"י
	6. הערך הנקוב של מניות הבכורה: 1.00 ל"י

ה חי ש ו ב

המשקיע קונה 100 מניות של החברה ב-1 בינואר במחיר 1.20 ל"י למניה. ב-15 במאָרס מקבל המשקיע דיבידנדה של 9¼ אגורות למניה. לאחר ניכוי מס הכנסה במקור בשיעור של 25 אחוזים נותרות בידי המשקיע 7 אגורות למניה, דהיינו סך של 7 ל"י. בו ביום, ב-15 במאָרס מושקעות 7 הל"י דנן במניות נוספות של החברה במחיר של 1.40 ל"י למניה. המשקיע רוכש, איפוא, חמש מניות. בסך הכל מחזיק המשקיע 105 מניות. ביום ה-20 ביולי מוכר המשקיע את זכויותיו. לרשותו 52¼ זכויות. מחיר הזכות 0.285 ל"י. התמורה המתקבלת היא 15 ל"י. בו ביום רוכש המשקיע מניות נוספות (בלי זכויות) של החברה בסך של 15 ל"י. מחיר השוק של המניות הללו הוא 1.00 ל"י למניה. המשקיע רוכש איפוא 15 מניות ומגדיל את סך המניות שברשותו ל-120. ביום ה-15 בספטמבר מקבל המשקיע מניות הטבה בשיעור של 5 אחוזים, דהיינו 6 מניות, ומספר המניות שברשותו גדל מ-120 ל-126. באותו יום מקבל המשקיע 10 אחוזים דיבידנדה בצורת מניות בכורה של החברה. מאחר שהערך הנקוב של המניה הינו 0.50 ל"י, מקבל המשקיע מניות בכורה בערך נקוב של 6 ל"י, דהיינו 6 מניות בכורה. מחירן של מניות הבכורה הוא 1.10 ל"י. המשקיע מוכר את מניות הבכורה ביום ה-15 בספטמבר ומקבל תמורתן 6.60 ל"י, אותן הוא משקיע בו ביום במניות החברה שמחירן 1.20 ל"י. הוא מקבל איפוא 5½ מניות. סך המניות שברשותו מגיע ל-131¼.

בתום השנה, ביום ה-31 בדצמבר, מוכר המשקיע את כל המניות שברשותו. מחיר השוק של המניות הוא 1.10 ל"י. המשקיע מקבל סך של 144.65 ל"י. בתחילת השנה השקיע המשקיע סך של 120 ל"י. שיעור התשואה הכולל יהיה איפוא:

$$\frac{144.65 - 120.00}{120.00} \times 100 = 20.54\%$$

גם אם לא ימכור המשקיע את מניותיו בתום השנה יהיה שיעור התשואה הכולל על השקעתו 20.54 אחוזים, שכן ערך השוק של ההשקעה עלה בתקופה זו בשיעור זה וזאת ללא שום שינוי בהשקעה המקורית.

ב. פישוט החישוב של שיעור התשואה הכולל

החישוב בפועל של שיעור התשואה הכולל לכל מניה נעשה כאן אגב פישוט התהליך. כתחילת השנה נקבע יום ה-15 בינואר, ולא ה-1 בינואר, על מנת להימנע מהטיות העלולות להיגרם על ידי התנאים המיוחדים בשוק הכספים בתאריך זה. שערי כל המניות הם ל-15 בחודש. בהעדר מסחר בבורסה ביום זה נבחר התאריך הקרוב ביותר שלפניו. ביחס לדיבידנדה במזומן הונח שרכישת המניות הנוספות מתבצעת ב-15 בחודש שאחרי החודש בו נרשמה המניה בלי דיבידנדה. באופן זה הובא בחשבון הזמן העובר בין היום בו נרשמה המניה בלי דיבידנדה לבין יום תשלום הדיבידנדה בפועל. במקרים בהם נרשמה המניה "בלי דיבידנדה" בחודש האחרון של השנה הנידונה, צורפו סכומי הדיבידנדה במזומן לתמורת המניות שנמכרו בסוף השנה.

כלל דומה חל גם על חישוב התוספת לתיק המניות הנובעת מחלוקת מניות הטבה מסוג השונה מן המניות המקוריות. במקרים אלה הונח שהמניות נמכרו ב-15 בחודש הקרוב ביותר ליום בו נרשמו המניות "בלי מניות הטבה", ובו ביום נרכשו בתמורה מניות מן הסוג המקורי.

השיטה המשמשת כאן לצורך חישוב התוספת לתיק המניות הנובעת מהנפקת זכויות, מניחה שכל הזכויות הצמודות לתיק המניות נמכרות ביום הראשון למסחר בזכויות, ובתמורה נרכשות מניות נוספות ביום הראשון למסחר במניות "בלי זכויות".

אלטרנטיבה אחרת העומדת בפני המשקיע היא למכור מספר זכויות כזה, שתמורתו תאפשר לרכוש במחיר ההתממה מניות נוספות בדיוק בהתאם למספר הזכויות שנותרו בתיק. שיטה זו לא נבחרה, ראשית משום שהיא מוגבלת רק להנפקות של מניות השוות בתכונותיהן לזכויות, ושנית, מכיוון שבתנאי שוק משוכלל היא מביאה לאותן התוצאות כשיטת החישוב שנקטה כאן¹. בתנאי

¹ יהיו: K : מספר הזכויות הצמודות למניות שמחזיק המשקיע לפני ההנפקה
 P_0 : מחיר המניה עם זכות
 P_n : מחיר ההתממה על מניה חדשה
N : מספר הזכויות הדרושות לרכישת מניה חדשה
R : הערך התיאורטי של הזכות הצמודה למניה קיימת בשוק משוכלל
 $P_0 - R$: הערך התיאורטי של מניה בלי זכות.
הערך התיאורטי של הזכות יהיה:

$$R = \frac{P_0 - P_n}{N + 1} \quad (1)$$

שיטה א'

מכור את K הזכויות במחיר R; התמורה = KR. בתמורה זו קנה Q_k מניות בלי זכויות במחיר $P_0 - R$

$$Q_k = \frac{KR}{P_0 - R} \quad (2)$$

$$P_0 - P_n = R(N + 1) \quad (1)$$

$$Q_k = \frac{KR}{P_n + NR} \quad \text{נציב ב-(2) ונקבל}$$

שיטה ב'

מכור X זכויות במחיר R; התמורה = XR. בזכויות שנותרו (K-X) רכוש מניות חדשות במחיר ההתממה.

מספר המניות יהיה $\frac{K-X}{N}$ ומחיר המניה P_n . ערך הרכישה

$$P_n \frac{K-X}{N} \quad \text{הינו}$$

שוק בלתי משוכלל אין לדעת מראש איזו שיטה תביא למשקיע תמורה גבוהה יותר, אולם כל העדפה מראש של שיטה אחת על זולתה תהיה שרירותית באותה מידה.

ערך הרכישה חייב להיות שווה, לפי ההנחה, לתמורה שנתקבלה ממכירת הזכויות :

$$XR = \frac{P_n}{N}(K-X)$$

מספר הזכויות שנמכרו :

$$X = \frac{K \frac{P_n}{N}}{R + \frac{P_n}{N}}$$

מספר המניות שנקנו :

$$Q_x = \frac{K-X}{N} = \frac{K R}{P_n + NR}$$

נספח ב'

לוח א'

החברות, שמניותיהן הרגילות רשומות בבורסה לניירות ערך, 31 בדצמבר 1962

שנת הרישום בבורסה						החברה
1962	1961	1960	1959	1958	לפני 1958	
						שירותים ציבוריים
		X				חברת החשמל
						כספים וביטוח
X						אוניקו
					X	אוצר ההתיישבות
					X	בנק אפתיקאי
	X					בנק א"י-בריטניה
					X	בנק לאומי
X						בנק למשכנתאות ולהשקעות בבניין
	X					הבנק לפיתוח התעשייה
	X					הבנק לפיתוח ולמשכנתאות לישראל
	X					ג.א.ס. — רסקו
	X					וולפסון-קלור-מאיר
		X				סהר
						מקרקעין ופיתוח
					X	אפריקה א"י
					X	הכשרת הישוב
	X					ישרם
					X	רסקו
						תעשייה ומסחר
		X				אליאנס
X						אסקר
	X					ארגמן
					X	אתא
	X					דובק
		X				דשנים

לוח א'

החברות, שמניותיהן הרגילות רשומות בבורסה לניירות ערך, 31 בדצמבר 1962 (המשך)

שנת הרישום בבורסה						החברה
1962	1961	1960	1959	1958	לפני 1958	
					X	קירור והספקה
					X	חברת האשלג
	X					חברה לבניין — סולל בונה
X						ספנות והספקה
X						סרן פלסטיקה
	X					ליון אפשטיין
					X	מולר
		X				נחושתן
					X	טבע
		X				פיניציה
	*X					ים המלח
			X			מפעלי נייר חדרה
					X	עסיס
	X					שמן
						דלק ונפט
		X				לפידות
		X				נפט לאומית
		X				נפטא
					X	דלק
					X	ירדן לחקירות
						חברות להשקעה
X						אלגר
					X	אלרן להשקעות
	X					דיסקונט להשקעות
					X	בנק לאומי להשקעות
		X				פויכטונגר להשקעות

* לפני מאי 1961 נכחרו מניות המיסדים של החברה בשוק ההפשי.

לוח ב'

רשימת ההנפקות, לפי תאריך ההנפקה, צורת ההנפקה וסוג המניה,
1959 עד 1962

מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה המנפיקה	תאריך ההנפקה
לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור		
			×	מפעלי נייר חדרה	2.8.59
		×		דלק	10.11.59
		×		בנק לאומי	14.12.59
		×		דלק	21.1.60
		×		הכשרת היישוב	22.3.60
			×	אליאנס	30.3.60
		×		בנק אפותיקאי כללי	19.5.60
		×		בנק לאומי	12.7.60
	×			פיניציה	12.9.60
			×	סהר	12.9.60
			×	בנק פויכטוונגר להשקעות	12.9.60
		×		בנק לאומי להשקעות	27.9.60
			×	מפעלי נייר חדרה	9.60
		×		אתא	18.10.60
	×			נחשתן	5.12.60
		×		אפריקה א"י להשקעות	13.12.60
	×			דובק	14.12.60
	×			שמן	15.1.61
		×		פויכטוונגר להשקעות	15.1.61
×				רסקו	24.1.61
		×		לפידות	19.2.61
			×	בנק לפיתוח ולמשכנתאות	23.2.61
	×			חברה לבניין — סולל בונה	5.3.61
		×		אלרן להשקעות	26.3.61
			×	ג.א.ס. — רסקו	3.4.61

לוח ב'

רשימת ההנפקות, לפי תאריך ההנפקה, צורת ההנפקה ופוג המניה,
1959 עד 1962 (המשך)

מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה המנפיקה	תאריך ההנפקה
לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור		
		×		טבע	9.4.61
	×			ארגמן	23.4.61
		×		הכשרת היישוב	24.4.61
	×			לזין אפשטיין	27.4.61
			×	בנק לפיתוח התעשייה	25.5.61
			×	מפעלי ים המלח	7.61
			×	דיסקונט להשקעות	2.8.61
		×		בנק לאומי להשקעות	3.9.61
	×			בנק א"י בריטניה	3.9.61
		×		בנק אפתיקאי כללי	27.9.61
	×			סרן פלסטיקה	2.10.61
			×	וולפסון-קלור-מאיר	5.12.61
		×		אוצר התיישבות היהודים	12.2.62
			×	ספנות והספקה	20.5.62
		×		בנק אפתיקאי כללי	10.6.62
			×	בנק משכנתאות להשקעות בבניין	26.7.62
		×		סהר	4.9.62
		×		אפריקה א"י להשקעות	11.9.62
		×		בנק לאומי להשקעות	23.9.62
		×		וולפסון-קלור-מאיר	10.10.62
		×		בנק לאומי	22.10.62
			×	אלגר	22.11.62
		×		הכשרת היישוב	3.12.62
		×		דיסקונט להשקעות	23.12.62

לוח ג'

מספר ההנפקות, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה, ינואר 1959 עד דצמבר 1962

כל המניות			מניות רגילות מבוכרות			מניות רגילות			החודש
סך הכל	לבעלי המניות	לציבור	סך הכל	לבעלי המניות	לציבור	סך הכל	לבעלי המניות	לציבור	
—	—	—	—	—	—	—	—	—	1959 ינואר עד יולי
1	—	1	—	—	—	1	—	1	אוגוסט
—	—	—	—	—	—	—	—	—	ספטמבר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אוקטובר
1	1	—	—	—	—	1	1	—	נובמבר
1	1	—	—	—	—	1	1	—	דצמבר
3	2	1	—	—	—	3	2	1	סך הכל
1	1	—	—	—	—	1	1	—	1960 ינואר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	פברואר
2	1	1	—	—	—	2	1	1	מארס
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אפריל
1	1	—	—	—	—	1	1	—	מאי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	יוני
1	1	—	—	—	—	1	1	—	יולי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אוגוסט
5	1	4	1	—	1	4	1	3	ספטמבר
1	1	—	—	—	—	1	1	—	אוקטובר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	נובמבר
3	1	2	2	—	2	1	1	—	דצמבר
14	7	7	3	—	3	11	7	4	סך הכל

מספר ההנפקות, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה, ינואר 1959 עד דצמבר 1962 (המשך)

החודש	מניות רגילות			מניות רגילות מבוכרות			כל המניות		
	לציבור	לבעלי המניות	סך הכל	לציבור	לבעלי המניות	סך הכל	לציבור	לבעלי המניות	סך הכל
ינואר 1961	—	1	1	1	1	2	1	2	3
פברואר	1	1	2	—	—	—	1	1	2
מארס	—	1	1	1	—	1	1	2	2
אפריל	1	2	3	—	2	2	3	2	5
מאי	1	—	1	—	—	—	1	—	1
יוני	—	—	—	—	—	—	—	—	—
יולי	1	—	1	—	—	—	1	—	1
אוגוסט	1	—	1	—	—	—	1	—	1
ספטמבר	—	2	2	1	—	1	2	2	3
אוקטובר	—	—	—	1	—	1	—	—	1
נובמבר	—	—	—	—	—	—	—	—	—
דצמבר	1	—	1	—	—	—	1	—	1
סך הכל	6	7	13	6	1	7	12	8	20
ינואר 1962	—	—	—	—	—	—	—	—	—
פברואר	—	1	1	—	—	—	1	1	1
מארס	—	—	—	—	—	—	—	—	—
אפריל	—	—	—	—	—	—	—	—	—
מאי	1	—	1	—	—	—	1	—	1
יוני	—	1	1	—	—	—	1	1	1
יולי	1	—	1	—	—	—	1	—	1
אוגוסט	—	—	—	—	—	—	—	—	—
ספטמבר	—	3	3	—	—	—	3	3	3
אוקטובר	—	2	2	—	—	—	2	2	2
נובמבר	1	—	1	—	—	—	1	—	1
דצמבר	—	2	2	—	—	—	2	2	2
סך הכל	3	9	12	—	—	—	9	3	12
סך הכל	14	25	39	9	1	10	23	26	49
1962 עד 1968									

לות ד'

סכום ההנפקות, במחירי ההנפקה, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה, ינואר 1959 עד דצמבר 1962

(אלפי ל"י)

סך הכל	כל המניות		מניות רגילות מבוכרות			מניות רגילות			החודש
	לבעלי המניות	לציבור	סך הכל	לבעלי המניות	לציבור	סך הכל	לבעלי המניות	לציבור	
—	—	—	—	—	—	—	—	—	1959 ינואר עד יולי
900	—	900	—	—	—	900	—	900	אוגוסט
—	—	—	—	—	—	—	—	—	ספטמבר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אוקטובר
592	592	—	—	—	—	592	592	—	נובמבר
551	551	—	—	—	—	551	551	—	דצמבר
2,043	1,143	900	—	—	—	2,043	1,143	900	סך הכל
977	977	—	—	—	—	977	977	—	1960 ינואר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	פברואר
3,203	935	2,268	—	—	—	3,203	935	2,268	מארס
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אפריל
1,012	1,012	—	—	—	—	1,012	1,012	—	מאי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	יוני
3,675	3,675	—	—	—	—	3,675	3,675	—	יולי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אוגוסט
6,293	990	5,303	2,411	—	2,411	3,882	990	2,892	ספטמבר
2,600	2,600	—	—	—	—	2,600	2,600	—	אוקטובר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	נובמבר
2,751	1,436	1,315	1,315	—	1,315	1,436	1,436	—	דצמבר
20,511	11,625	8,886	3,726	—	3,726	16,785	11,625	5,160	סך הכל

4,825	2,725	2,100	4,700	2,600	2,100	125	125	—	ינואר 1961
2,390	1,620	770	—	—	—	2,390	1,620	770	פברואר
8,415	840	7,575	7,575	—	7,575	840	840	—	מארס
7,033	3,913	3,120	1,620	—	1,620	5,413	3,913	1,500	אפריל
4,000	—	4,000	—	—	—	4,000	—	4,000	מאי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	יוני
8,025	—	8,025	—	—	—	8,025	—	8,025	יולי
1,800	—	1,800	—	—	—	1,800	—	1,800	אוגוסט
5,113	4,013	1,100	1,100	—	1,100	4,013	4,013	—	ספטמבר
551	—	551	551	—	551	—	—	—	אוקטובר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	נובמבר
5,000	—	5,000	—	—	—	5,000	—	5,000	דצמבר
47,152	13,111	34,041	15,546	2,600	12,946	31,606	10,511	21,095	סך הכל
—	—	—	—	—	—	—	—	—	ינואר 1962
1,200	1,200	—	—	—	—	1,200	1,200	—	פברואר
—	—	—	—	—	—	—	—	—	מארס
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אפריל
200	—	200	—	—	—	200	—	200	מאי
1,194	1,194	—	—	—	—	1,194	1,194	—	יוני
1,000	—	1,000	—	—	—	1,000	—	1,000	יולי
—	—	—	—	—	—	—	—	—	אוגוסט
4,065	4,065	—	—	—	—	4,065	4,065	—	ספטמבר
15,868	15,868	—	—	—	—	15,868	15,868	—	אוקטובר
540	—	540	—	—	—	540	—	540	נובמבר
9,805	9,805	—	—	—	—	9,805	9,805	—	דצמבר
33,872	32,132	1,740	—	—	—	33,872	32,132	1,740	סך הכל
103,578	58,011	45,567	19,272	2,600	16,672	84,306	55,411	28,895	סך הכל, 1958 עד 1962

מספר ההנפקות לחברה, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה, 1959 עד 1962

סך הכל	כל המניות		מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה
	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	
—	—	—	—	—	—	—	שירותים ציבוריים חברת החשמל
—	—	—	—	—	—	—	כספים וביטוח אוניקו
1	1	—	—	—	1	—	אוצר התיישבות היהודים
3	3	—	—	—	3	—	בנק אפותיקאי
1	—	1	—	1	—	—	בנק א"י בריטניה
3	3	—	—	—	3	—	בנק לאומי
1	—	1	—	—	—	1	בנק למשכנתאות ולהשקעות בבניין
1	—	1	—	—	—	1	בנק לפיתוח התעשייה
1	—	1	—	—	—	1	בנק לפיתוח ולמשכנתאות לישראל
1	—	1	—	—	—	1	ג.א.ס. — רסקו
2	1	1	—	—	1	1	וולפסון-קלור-מאיר
2	1	1	—	—	1	1	סהר
2	2	—	—	—	2	—	מקרקעין ופיתוח אפריקה א"י
3	3	—	—	—	3	—	הכשרת היישוב
—	—	—	—	—	—	—	ישרם
1	1	—	1	—	—	—	רסקו
1	—	1	—	—	—	1	תעשייה ומסחר אליאנס
—	—	—	—	—	—	—	אסקר
1	—	1	—	1	—	—	ארגמן
1	1	—	—	—	1	—	אתא
1	—	1	—	1	—	—	דובק
—	—	—	—	—	—	—	דשנים

מספר ההנפקות לחברה, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה, 1959 עד 1962 (המשך)

סך הכל	כל המניות		מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה
	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	לבעלי המניות	לציבור	
—	—	—	—	—	—	—	קירור והספקה
—	—	—	—	—	—	—	חברת האשלג
1	—	1	—	1	—	—	חברה לבנין — סולל בונה
1	—	1	—	—	—	1	ספנות והספקה
1	—	1	—	1	—	—	סרן פלסטיקה
1	—	1	—	1	—	—	לויך אפשטיין
—	—	—	—	—	—	—	מולר
1	—	1	—	1	—	—	נחושתן
1	1	—	—	—	1	—	טבע
1	—	1	—	1	—	—	פיניציה
1	—	1	—	—	—	1	ים המלח
2	—	2	—	—	—	2	מפעלי נייר חדרה
—	—	—	—	—	—	—	עסיס
1	—	1	—	1	—	—	שמן
ד ל ק ו נ פ ט							
—	—	—	—	—	—	—	חברת הנפט הלאומית
1	1	—	—	—	1	—	לפידות
2	2	—	—	—	2	—	דלק
—	—	—	—	—	—	—	נפטא
—	—	—	—	—	—	—	ירדן לחקירות
ח ב ר ו ת ל ה ש ק ע ה							
1	—	1	—	—	—	1	אלגר
1	1	—	—	—	1	—	אלרן להשקעות
2	1	1	—	—	1	1	דיסקונט להשקעות
3	3	—	—	—	3	—	בנק לאומי להשקעות
2	1	1	—	—	1	1	פויכטונגר להשקעות
49	26	23	1	9	25	14	סך הכל

סכום ההנפקה לחברה במחירי ההנפקה, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה,
1959 עד 1962

כל המניות		מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה
סך הכל	לבעלי מניות	לציבור	לבעלי מניות	לציבור	לבעלי מניות	
שירותים ציבוריים						
חברת החשמל						
—	—	—	—	—	—	—
כספים וביטוח						
אוניקו						
—	—	—	—	—	—	—
1,200	1,200	—	—	—	1,200	—
4,629	4,629	—	—	—	4,629	—
1,100	—	1,100	—	1,100	—	—
17,594	17,594	—	—	—	17,594	—
בנק למשכנתאות						
1,000	—	1,000	—	—	—	1,000
4,000	—	4,000	—	—	—	4,000
בנק לפיתוח התעשייה						
בנק לפיתוח						
770	—	770	—	—	—	770
1,500	—	1,500	—	—	—	1,500
7,500	2,500	5,000	—	—	2,500	5,000
1,895	1,115	780	—	—	1,115	780
מקרקעין ופיתוח						
3,386	3,386	—	—	—	3,386	—
8,003	8,003	—	—	—	8,003	—
ישרס						
2,600	2,600	—	2,600	—	—	—
תעשייה ומסחר						
2,268	—	2,268	—	—	—	2,268
אליאנס						
אסקר						
900	—	900	—	900	—	—
2,600	2,600	—	—	—	2,600	—
1,050	—	1,050	—	1,050	—	—
דשנים						

סכום ההנפקה לחברה במחירי ההנפקה, לפי סוג המניה וצורת ההנפקה,
1959 עד 1962 (המשך)

סך הכל	כל המניות		מניות רגילות מבוכרות		מניות רגילות		החברה
	לבעלי מניות	לציבור	לבעלי מניות	לציבור	לבעלי מניות	לציבור	
—	—	—	—	—	—	—	קירור והספקה
—	—	—	—	—	—	—	חברת האשלג
7,575	—	7,575	—	7,575	—	—	חברה לבנין — סולל בונה
200	—	200	—	—	—	200	ספנות והספקה
551	—	551	—	551	—	—	סרן פלסטיקה
720	—	720	—	720	—	—	לויזן אפשטין
—	—	—	—	—	—	—	מולר
265	—	265	—	265	—	—	נחושטן
360	360	—	—	—	360	—	טבע
2,411	—	2,411	—	2,411	—	—	פיניציה
8,025	—	8,025	—	—	—	8,025	ימ"המלח
2,900	—	2,900	—	—	—	2,900	מפעלי נייר חדרה
—	—	—	—	—	—	—	עסיס
2,100	—	2,100	—	2,100	—	—	שמן
דלק ונפט							
—	—	—	—	—	—	—	חברת הנפט הלאומית
—	—	—	—	—	—	—	נפטא
1,569	1,569	—	—	—	1,569	—	דלק
1,620	1,620	—	—	—	1,620	—	לפידות
—	—	—	—	—	—	—	ירדן לחקירות
חברות להשקעה							
540	—	540	—	—	—	540	אלגר
840	840	—	—	—	840	—	אלרן להשקעות
8,090	6,290	1,800	—	—	6,290	1,800	דיסקונט להשקעות
3,580	3,580	—	—	—	3,580	—	בנק לאומי להשקעות
237	125	112	—	—	125	112	פויכטונגר להשקעות
103,578	58,011	45,567	2,600	16,672	55,411	28,895	סך הכל

החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה, לפי המספר והסכום של ההנפקות
ולפי מועד הרישום בבורסה, 1962

סכום ההנפקות במחירי ההנפקה (אלפי ל"י)	מספר ההנפקות	החברה
חברות שנרשמו לפני 1958 :		
כ ס פ י ם ו ב י ט ו ח		
1,200	1	אוצר ההתיישבות
4,629	3	בנק אפתיקאי
17,594	3	בנק לאומי
23,423	7	סך הכל
מ ק ר ק ע י ן ו פ י ת ו ח		
3,386	2	אפריקה ארץ ישראל
8,003	3	הכשרת היישוב
2,600	1	רסקו
13,989	6	סך הכל
ת ע ש י י ה ז מ ס ח ר		
2,600	1	אתא
—	—	קירור ולספקה
—	—	חברת האשלג
—	—	מולר
360	1	טבע
—	—	עסיס
2,960	2	סך הכל
ד ל ק ו נ פ ט		
1,569	2	דלק
—	—	ירדן לחקירות
1,569	2	סך הכל
ח ב ר ו ת ל ה ש ק ע ה		
840	1	אלרן להשקעות
3,580	3	בנק לאומי להשקעות
4,420	4	סך הכל
46,361	21	סך כל החברות הוותיקות

לוח ז'
 החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה, לפי המספר והמכום של ההנפקות
 ולפי מועד הרישום בבורסה, 1962 (המשך)

סכום ההנפקות במחירי ההנפקה (אלפי ל"י)	מספר ההנפקות	החברה
		חברות שנרשמו מ-1958 ואילך:
—	—	שירותים ציבוריים
		חברת החשמל
—	—	כספים וביטוח
		אוניקו
1,100	1	בנק א"י בריטניה
1,000	1	בנק למשכנתאות ולהשקעות בבניין
4,000	1	בנק לפיתוח התעשייה
770	1	בנק לפיתוח ולמשכנתאות לישראל
1,500	1	ג.א.ס. — רסקו
7,500	2	וולפסון-קלור-מאיר
1,895	2	סהר
17,765	9	סך הכל
		מקרקעין ופיתוח
2,268	—	ישרם
		תעשייה ומסחר
2,268	1	אליאנס
—	—	אסקר
900	1	ארגמן
1,050	1	דובק
—	—	דשנים
7,575	1	חברה לבנין — סולל בונה
200	1	ספנות והספקה
551	1	סרן פלסטיקה
720	1	לויין אפשטיין
265	1	נחושתין
2,411	1	פיניציה
8,025	1	ים המלה
2,900	2	מפעלי נייר חדרה
2,100	1	שמן
28,965	13	סך הכל
		דלק ונפט
1,620	1	לפידות
—	—	נפטא
—	—	חברת הנפט הלאומית
		חברות להשקעה
540	1	אלגר
8,090	2	דיסקונט להשקעות
237	2	פויכטונגר להשקעות
8,867	5	סך הכל
57,217	28	סך כל החברות החדשות

לוח ח'
מדדי ההצלחה של ההנפקות לציבור

מדד סוף הרבעון הראשון	מדד סוף החודש הראשון	מדד היום הראשון	החברה המנפיקה	שנת ההנפקה
1.32	1.35	1.05	מפעלי נייר חדרה	1959
1.09	1.07	1.06	אליאנס	1960
1.32	1.34	1.25	פיניציה	
1.40	1.38	1.32	חברה להשקעות של בנק פויכטונגר	
1.10	1.06	1.02	סהר	
1.38	1.36	1.19	נחשתן	
1.22	1.28	1.24	דובק	
0.99	1.08	1.18	שמן	1961
1.31	1.52	1.31	בנק לפיתוח ולמשכנתאות	
0.88	0.95	1.00	חברה לבניין ולעבודות ציבוריות	
1.00	1.23	1.04	ג.א.ס. — רסקו	
0.98	0.97	0.98	ארגמן	
0.89	0.92	0.97	לויז אפשטיין	
1.00	1.00	1.00	הבנק לפיתוח התעשייה	
1.00	1.02	1.01	מפעלי ים המלח	
1.29	1.12	1.08	חברה להשקעות של בנק לדיסקונט	
0.84	0.93	0.97	בנק א"י בריטניה	
0.91	0.90	0.90	חברה לסרן ופלסטיקה	
1.46	1.18	1.00	וולפסון-קלור-מאיר	
1.05	1.07	1.06	חברה ישראלית לספנות והספקה	1962
1.04	1.05	0.99	בנק משכנתאות ולהשקעות בבניין	
1.20	1.20	1.05	אסקר	
1.00	1.00	1.00	אוניקו בנק למשכנתאות	
1.41	1.12	1.05	אלגר להשקעות	

מדדי ההצלחה של המניות החדשות בחברות שהנפיקו לבעלי המניות

שנת ההנפקה	החברה המנפיקה	מדד היום הראשון	מדד סוף החודש הראשון	מדד סוף הרבעון הראשון	
1959	דלק	1.04	1.03	1.01	
	בנק לאומי	1.05	1.11	1.22	
1960	דלק	1.06	1.01	1.25	
	הכשרת היישוב	1.05	1.11	1.27	
	בנק אפותיקאי כללי	1.02	1.09	1.44	
	בנק לאומי	1.14	1.12	1.25	
	חברה להשקעות של בנק לאומי	1.01	1.02	1.01	
	אתא	0.95	0.86	0.81	
1961	אפריקה א"י	1.06	1.01	1.02	
	פויכטונגר להשקעות	1.01	0.99	1.01	
	רסקו	1.02	0.97	0.95	
	אלרן להשקעות	1.01	1.02	0.96	
	טבע	0.96	0.86	0.84	
	הכשרת היישוב	1.15	1.22	1.34	
	חברה להשקעות של בנק לאומי	1.03	0.99	0.92	
	בנק אפותיקאי כללי	0.99	0.94	0.93	
	1962	אוצר התיישבות היהודים	1.01	1.26	1.20
		בנק אפותיקאי כללי	1.01	0.96	1.31
חברת אפריקה א"י להשקעות		1.01	1.12	1.12	
וולפסון-קלור-מאיר		1.00	0.98	1.23	
סהר		1.01	1.06	1.01	
חברה להשקעות של בנק לאומי		1.00	1.02	1.11	
בנק לאומי		0.90	0.90	0.97	
הכשרת היישוב		0.96	1.04	1.21	
חברה להשקעות של בנק דיסקונט		1.00	1.13	1.43	

מדדי הצלחה של המניות הישנות בחברות שהנפיקו לבעלי המניות

ממד סוף הרבעון הראשון	ממד סוף החודש הראשון	ממד היום הראשון	החברה המנפיקה	שנת ההנפקה
1.04	1.05	1.06	דלק	1959
1.18	1.08	1.01	בנק לאומי	
1.17	0.98	1.02	דלק	1960
1.30	1.10	0.99	הכשרת היישוב	
1.50	1.10	1.02	בנק אפתיקאי כללי	
1.19	1.06	1.07	בנק לאומי	
1.06	1.05	1.02	חברה להשקעות של בנק לאומי	
0.84	0.87	0.97	אתא	
1.01	0.96	1.03	אפריקה א"י	
0.99	0.97	0.99	פויכטונגר להשקעות	1961
0.96	0.96	1.01	רסקו	
0.93	0.99	0.99	אלרן להשקעות	
0.84	0.89	0.95	טבע	
1.04	0.93	0.93	הכשרת היישוב	
0.98	0.98	1.04	חברה להשקעות של בנק לאומי	
1.14	1.22	0.97	אוצר התיישבות היהודים	1962
1.16	1.16	1.07	אפריקה א"י להשקעות	
1.04	1.10	1.03	סהר	
1.11	1.03	0.99	חברה להשקעות של בנק לאומי	
1.27	1.07	1.04	הכשרת היישוב	
1.46	1.17	1.01	חברה להשקעות של בנק דיסקונט	

שיעור התשואה הכולל בשנת ההנפקה : ההנפקות לציבור

שיעור התשואה הכולל המתוקן	שיעור התשואה הכולל	החברה המנפיקה	שנת ההנפקה
-42.9	14.1	מפעלי נייר חדרה	1959
-47.2	3.1	אליאנס	1960
-26.2	-15.1	פניציה	
-1.2	-1.1	חברה להשקעות של בנק פויכטונגר	
-0.5	12.3	סהר	
-9.7	-11.6	נחושטן	
-6.8	-8.7	דובק	
-5.6	-8.7	שמן	1961
-2.2	-2.6	בנק לפיתוח ומשכנתאות	
-2.6	-0.7	חברה לבניין ולעבודות ציבוריות	
-5.0	-5.4	ג.א.ס. — רסקו	
10.0	6.0	ארגמן	
-1.1	-4.7	ליון אפשטיין	
17.2	13.0	מפעלי ים המלח	
21.4	69.3	חברה להשקעות של בנק דיסקונט	
7.7	50.0	בנק ארץ-ישראל בריטניה	
3.1	13.9	חברה לסרן ופלסטיקה	
70.1	200.3	וולפסון-קלור-מאיר	

שיעור התשואה הכולל בשנת ההנפקה: ההנפקות לבעלי המניות

שיעור התשואה הכולל המתוקן	שיעור התשואה הכולל	החברה המנפיקה	שנת ההנפקה
5.3	68.2	דלק	1959
-22.4	85.6	בנק לאומי	
-6.8	62.1	דלק	1960
-48.1	-40.3	מפעלי נייר חדרה	
15.6	122.3	הכשרת היישוב	
41.6	122.4	בנק אפתיקאי	
-24.5	18.6	בנק לאומי	
-16.9	-16.8	חברה להשקעות של בנק לאומי	
-23.7	-25.3	אתא	
3.8	-14.9	אפריקה א"י	
5.9	10.0	פויכטונגר להשקעות	1961
-3.7	0.1	אלרן להשקעות	
-11.8	-11.8	רסקו	
-14.2	-17.0	טבע	
-6.0	3.6	הכשרת היישוב	
-2.7	35.8	חברה להשקעות של בנק לאומי	
0.1	39.3	בנק אפתיקאי	
-6.8	-19.1	לפידות	