

שוק ניירות הערך

1. קווי ההתפתחות הכלליים

בשנת 1961 שוב גדלו ההשקעות בניירות ערך חדשים, לאחר ירידה קלה ב־1960. ההנפקות המקומיות של ניירות ערך חדשים, הנסחרים בבורסה, הסתכמו ב־233 מיליון ל"י¹ לעומת 138 מיליון ל"י בשנת השיא הקודמת, 1959, ולעומת 105 מיליון ל"י ב־1960. בתוספת המניות החדשות, שהונפקו בארץ ב־1961 ושאינן רשומות בבורסה², ובניכוי המלוות שניפדו במשך השנה, מגיע סכום ההנפקות המקומיות, נטו, ל־190 מיליון ל"י, בקירוב (ראה לוח כ"2), והוא שווה ל־14 אחוזים מכלל מקורות המימון של ההשקעה הגולמית בארץ באותה שנה — לעומת 6 אחוזים ב־1960 ו־10 אחוזים ב־1959.

מלבד אלה, נמכרו בחוץ־לארץ מניות ישראליות חדשות בסך 28 מיליון ל"י ואיגרות־חוב בסך 49 מיליון ל"י, בקירוב.

סך כל ההון, שגויס מן הציבור בארץ ובחוץ־לארץ תמורת ניירות ערך ישראלים חדשים, ב־1961, הסתכם, איפוא, לפני ניכוי סכומי המלוות שהגיעו לפדיון, ב־320 מיליון ל"י, בקירוב — מלבד המלוות קצר המועד של הממשלה, ומלבד איגרות הפיתוח, אף הן של הממשלה, שהופצו בחוץ־לארץ בלבד ושאינן נסחרות בארץ.

חלקן של המניות הנסחרות בבורסה בתוך כלל ההנפקות החדשות, נטו, הגיע ב־1961 ל־36 אחוזים לעומת 40 אחוזים, בקירוב, ב־1960. חלקן של המניות כולן בתוך ההנפקות, נטו, היה 46 אחוזים.

התחדשות האינפלציה ב־1961 הביאה לרכישות פרטיות רבות־היקף של איגרות־חוב צמודות־ערך. מחמת הציפיות לפיחות גדלה בייחוד ההשקעה באיגרות־החוב הצמודות לדולר. קופות הגמל השקיעו אף הן במלוות צמודים ב־1961 סכומים גדולים יותר מאשר בשנה הקודמת — בעקבות השינויים בתקנות הקובעות את הרכב נכסיהן. מכאן הגידול הרב בהנפקת מלוות צמודים ב־1961 והעלייה ברמת שעריהם.

¹ מלוות — בערכם הנקוב, מניות — במחירי ההנפקה. להוציא (א) "מלוות קצר מועד" של הממשלה; (ב) מניות הטבה ומניות שהונפקו שלא על־פי פרוספקט; (ג) ניירות ערך שאינם מיועדים להירשם בבורסה (ראה להלן, בגוף הפרק); (ד) מניות שנוצרו כתוצאה מהמרת איגרות־חוב; (ה) ניירות ערך חדשים שנועדו למשקיעים בחוץ־לארץ. לצורך השוואה על בסיס שווה עם הנתונים שנתפרסמו בשנים קודמות, נכללות כאן סדרות מסוימות של איגרות־חוב, שהונפקו על־ידי מוסדות כספיים ונרכשו על־ידי קופות גמל, אף על פי שאינן רשומות בבורסה; שכן בשנים הקודמות נהגו הגופים המנפיקים לרשום בבורסה איגרות־חוב מאותו סוג, אולם משנתברר שהמסחר בהן הוא מצומצם, הופסקה בשנת 1961 הרשמתן של האיגרות החדשות, והמסחר בהן, אם יש כזה, מתנהל מחוץ לבורסה.

² מניות המוחזקות על ידי בעלים קבועים; מניות נפט, ועוד. אינו כולל הנפקות פרטיות.

אינדיקאטורים לשוק ניירות הערך, 1958 עד 1961

1961	1960	1959	1958	היחידה	
233	105	138	79	מיליוני ל"י	ההנפקות המקומיות ברוטו *
27	25	13	7	מספר	המנפיקים **
					ההנפקות המקומיות נטו ***
183	61	99	44	מיליוני ל"י	הסכום
14	6	10	5	אחוזים	באחוז מההשקעה הגלמית במשק
					סכום ניירות הערך הרשומים בבורסה
627	444	362	255	מיליוני ל"י	הערך הנקוב (סוף השנה)
701	494	371	..	מיליוני ל"י	הערך במחירי השוק (סוף השנה)
					מדדי ניירות ערך (ממוצע 1950=100)
326	312	322	312	ממוצע שנתי	מלוות צמודים
490	*** 412	202	147	ממוצע שנתי	מניות רגילות
454	*** 518	272	147	סוף השנה	מניות רגילות

* אגרות-יחוב בערכן הנקוב; מניות — במחירי ההנפקה. להוציא את ניירות הערך שאינם רשומים בבורסה ואת ניירות הערך שהונפקו למשקיעים בחוץ-לארץ.
 ** של ההנפקות המקומיות של ניירות הערך הרשומים בבורסה ושל הנפקת אגרות-יחוב שנרכשו על-ידי קופות נמל בארץ.
 *** ההנפקות ברוטו, כנ"ל, בניכוי סכום אגרות-יחוב שניפדו.
 **** מספרים מתוקנים.

בשוק המניות נמשכה בתחילת השנה הגיאואת ששררה בשנתיים הקודמות, אולם באביב 1961 החלה רמת השערים לרדת, והירידה נמשכה כמעט ברציפות עד סוף השנה. בין הגורמים השונים להתפתחויות אלה בולטים שלושה: (א) גידול היצע המניות בכללותו כתוצאה מריבוי האמיסיות של מניות חדשות; והלחץ על נזילות השוק, שהיה כרוך בהפצת המניות החדשות. (ב) פנייה מחדש של המשקיעים הפרטיים למלוות הצמודים ולנכסים אחרים, שנחשבו כמוגנים מפני הפסדי האינפלציה ופיחות המטבע, כגון נכסי-דלא-נייד. (ג) העובדה שרמת השערים הגיעה סמוך לסוף הגיאואת, למה שנחשב על-ידי משקיעים לא מעטים כגבול עליון; ושהמניות החדשות שהונפקו במשך השנה נראו זולות לעומת המניות הישנות. אולם על אף ירידת השערים הוסיף שוק המניות לגדול בממדיה ובחשיבותו כמקור מימון השקעות לגבי החברות הישראליות. ההשקעות מחוץ-לארץ במניות היוו ב-1961 לראשונה גורם חשוב בין מקורות ההון שמהם שואב שוק זה.

2. ניירות הערך הנסחרים בבורסה

התוספת לניירות הערך, הרשומים בבורסה של תל-אביב, הסתכמה ב-1961 ב-183 מיליון ל"י¹, לפי ערכם הנקוב — כמעט כסכום התוספת בשתי השנים הקודמות יחד. במשך השנה גדלה,

¹ סכום זה אינו שווה לסך כל ההנפקות, נטו, של ניירות ערך חדשים במשך השנה. הסבר לכך הובא בדו"ח בנק ישראל 1960, עמוד 324, הערה 1.

הנפקת ניירות ערך ישראליים לציבור, 1961

(מיליוני ל"י)

		(א) למשקיעים מקומיים
		(1) מלוות ממשלתיים*
33.9		(א) מלוות צמודים
16.4		(ב) איגרות-חיסכון
50.4	0.1	(ג) מלוות לא צמודים
131.6		(2) מלוות של מוסדות כספיים
50.7		(3) מניות הרשומות בבורסה
59.7	9.0	(4) מניות שאינן רשומות בבורסה**
241.7		(5) סך הכל ברוטו — (1) עד (4)
50.0		(6) בניכוי: סכומי המלוות שניפדו (אומדן)
191.7		(7) סך הכל נטו — (5) פחות (6)
		(ב) למשקיעים בחוץ לארץ
48.6		(10) איגרות-חוב***
18.4		(11) מניות הרשומות בבורסה
27.9	9.5	(12) מניות שאינן רשומות בבורסה**
76.5		(13) סך הכל — (10) עד (12)
		(ג) סיכומים
230.6		(14) סך כל איגרות-חוב — (1) + (2) + (10)
69.1		(15) סך כל המניות הרשומות בבורסה — (3) + (11)
87.6	18.5	(16) סך כל המניות שאינן רשומות בבורסה — (4) + (12)
318.2		(17) סך הכל ברוטו (5) + (13)
268.2		(18) סך הכל נטו (7) + (13)

* להוציא "מלוות קצר-מועד".

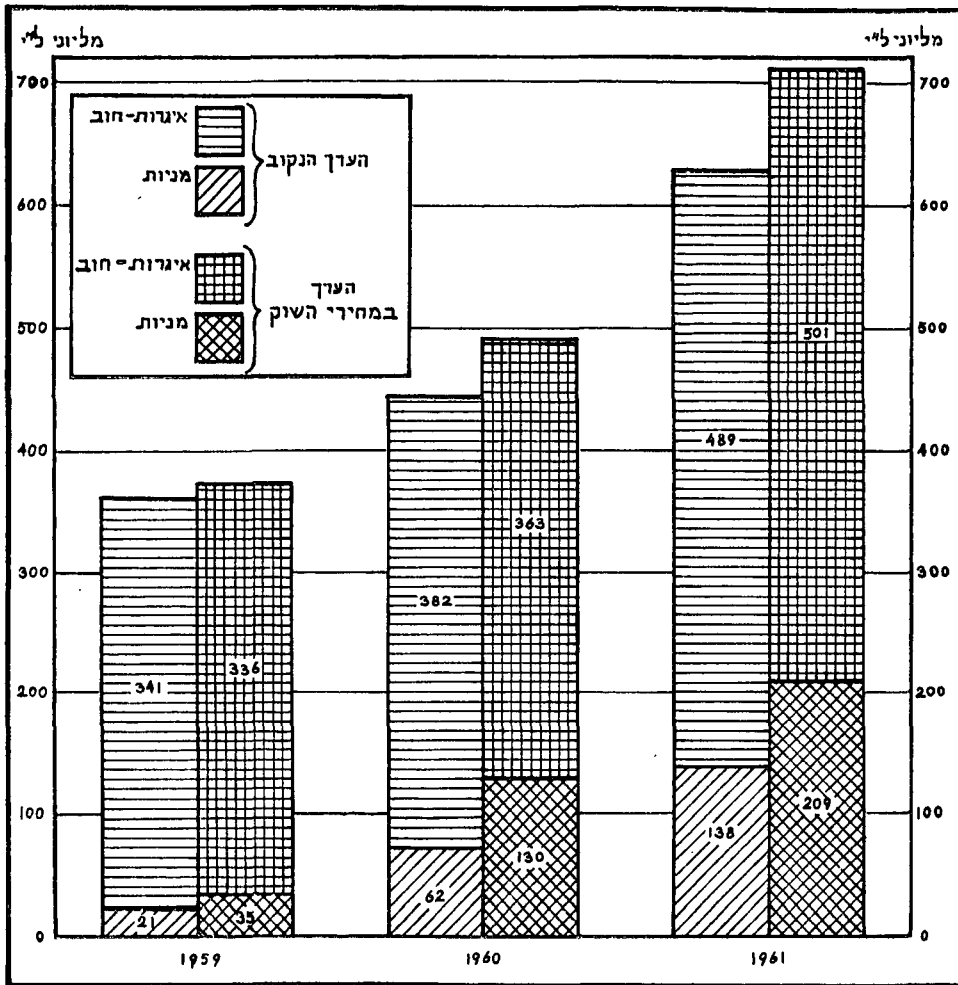
** ראה הערה 2 עמוד 215.

*** להוציא את איגרות הפיתוח של הממשלה.

איפוא, רשימת ניירות הערך הנסחרים בבורסה בשתי חמישיות, בערך, והסתכמה ב־627 מיליון ל"י (ראה לוח כ"ב-3).

חלקם של המלוות למיניהם הוסיף לקטון, וירד מ־86 אחוזים מכלל ניירות הערך הרשומים בבורסה, בסוף 1960, ל־78 אחוזים בסוף 1961. המלוות צמודי-הערך היוו אז שני שלישים מן הרשימה לעומת 71 אחוזים שנה אחת קודם לכן. חלקם של מלוות המדינה ירד מ־72 אחוזים בסוף 1958 ל־39 אחוזים בסוף 1961, ואילו חלקם של מלוות המדינה בצירוף המלוות שבערבות הממשלה ירד מ־86 אחוזים בסוף 1958 ל־64 אחוזים בסוף 1960 ול־50 אחוזים בסוף 1961.

ניירות הערך הנסחרים בבורסה, בערכים נקובים ובמחירי השוק, עד 1959 עד 1961



הפרופורציה בין המלוות הציבוריים ובין שאר ניירות הערך נשתנתה איפוא לחלוטין, בעיקר כתוצאה מהתפשטות ניהול מימון חדשים. תקציב הפיתוח הממשלתי מומן בשנים האחרונות במידה גדלה והולכת באמצעות כספים, שגויסו על-ידי מוסדות כספיים כנגד איגרות-חוב שהונפקו על-ידיהם לצורך זה. תמורת ההנפקות הופקדה במקרים אלה על ידי המוסדות המנפיקים בידי הממשלה, שחזרה והשתמשה בה למתן הלוואות באמצעות מוסדות אלה. קופות הגמל, אשר קודם לכן היו נוהגות להפקיד חלק גדול מתוספת נכסיהן ב"פקדונות מיוחדים"¹, השקיעו ב-1961 סכומים גדולים באיגרות-חוב כאלה. להקטנת משקלם של המלוות הציבוריים ברשימת הבורסה תרמה ב-1961 גם העובדה, שיבוא ההון מחוץ-לארץ בוצע, במידה לא מבוטלת, באמצעות השקעות בניירות ערך לא-ממשלתיים הנסחרים בבורסה.

¹ פקדונות צמודים לחקופה של שנתיים ומעלה, במוסדות כספיים, שהורשו לקבל פקדונות כאלה.

הערך הנקוב של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, 1958 עד 1961
(סוף השנה)

מיליוני ל"י				אחוזים			
1958	1959	1960	1961	1958	1959	1960	1961
מלוות ממשלתיים							
85	118	110	120	33.4	32.6	24.8	19.1
25	27	38	43	9.8	7.5	8.6	6.9
איגרות-חוב צמודות-דולר							
—	—	4	10	—	—	0.9	1.6
73	70	65	71	28.6	19.3	14.6	11.3
איגרות-חוב צמודות-מדד							
183	215	217	244	71.8	59.4	48.9	38.9
סך הכל							
מלוות בערבות הממשלה							
14	40	47	54	5.5	11.1	10.6	8.6
22	21	19	15	8.6	5.8	4.2	2.4
איגרות-חוב צמודות-דולר							
36	61	66	69	14.1	16.9	14.8	11.0
איגרות-חוב צמודות-מדד							
סך הכל							
ניירות ערך אחרים							
16	18	44	114	6.3	5.0	9.9	18.2
3	3	18	24	1.2	0.8	4.0	3.8
מניות רגילות							
10	62	96	8	3.9	17.1	21.6	1.3
מניות בכורה							
איגרות-חוב צמודות-דולר							
איגרות-חוב צמודות-מדד							
איגרות-חוב							
בהצמדה מעורבת							
7	3	3	2	2.7	0.8	0.7	0.3
איגרות-חוב לא-צמודות							
36	86	161	314	14.1	23.7	36.2	50.0
סך הכל							
255	362	444	627	100.0	100.0	100.0	100.0
סך הכל כללי							

ההפרשים בסיכום נובעים מעיגול המספרים.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

קווים משלימים להתפתחות זו יש לראות בעובדה, שמשקלן של המניות ברשימת הבורסה הוסיף לגדול. ערכן הנקוב הסתכם ב־138 מיליון ל"י בסוף 1961 לעומת 62 מיליון ל"י שנה אחת קודם לכן, ולעומת 21 מיליון ל"י בסוף 1959. משקלן בתוך כלל ניירות הערך הרשומים בבורסה עלה מ־6 אחוזים בסוף 1959 ל־22 אחוזים בסוף 1961.

הערך במחירי השוק, של כלל ניירות הערך הרשומים בבורסה, גדל ב־1961 מ־493 ל־710 מיליון ל"י (ראה לוח כ"4). גידול זה של 217 מיליון ל"י מורכב משלושה חלקים: (א) גידול בהון הנומינלי, הרשום בבורסה, ב־183 מיליון ל"י; (ב) רווחי הון נטו, של 24 מיליון ל"י כתוצאה מהשינויים בשערי ניירות הערך; ו־(ג) הפרמיה¹ בסך 10 מיליון ל"י, שנכללה במחיריהן

¹ יתרת מחיר ההנפקה על הערך הנקוב.

**ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב,
בערכים נקובים ובמחירי השוק, 1959 עד 1961**

(מיליוני ל"י)

הסוג	השנה	הערך הנקוב		הערך במחירי השוק		ההפרש הנובע מפרמיות ומתנודות בשערים טור (4) פחות טור (2)
		סוף השנה	העלייה במשך השנה	סוף השנה	העלייה במשך השנה	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
מלוות	(1) 1959	341	105	336	..	..
	(2) 1960	382	41	363	27	-14
	(3) 1961	489	107	501	138	+31
מניות	(4) 1959	21	2	35	..	..
	(5) 1960	62	41	130	95	+54
	(6) 1961	138	76	209	79	+ 3
כל ניירות הערך						
הרשומים בבורסה	(7) 1959	362	107	371	..	..
	(8) 1960	444	82	493	122	+40
	(9) 1961	627	183	710	217	+34

של המניות החדשות שהונפקו ונרשמו בבורסה במשך השנה. לעומת הגידול בהון הנומינלי, הרשום בבורסה, גדל ב-1961 ערכם של ניירות הערך הרשומים, במחירי השוק, במידה מעטה יותר מאשר ב-1960. שכן בעוד שברמת השערים של המלוות חלה עלייה במשך השנה, ירדה, כאמור, רמת השערים של המניות¹.

3. המסחר בניירות ערך

נפח העסקות בבורסה הסתכם ב-1961 ב-88 מיליון ל"י, בקירוב² — ב-18 מיליון ל"י יותר מאשר ב-1960. אולם בעוד שבשנת 1960 גדל נפח העסקות כמעט בהתמדה, חלו בו ב-1961

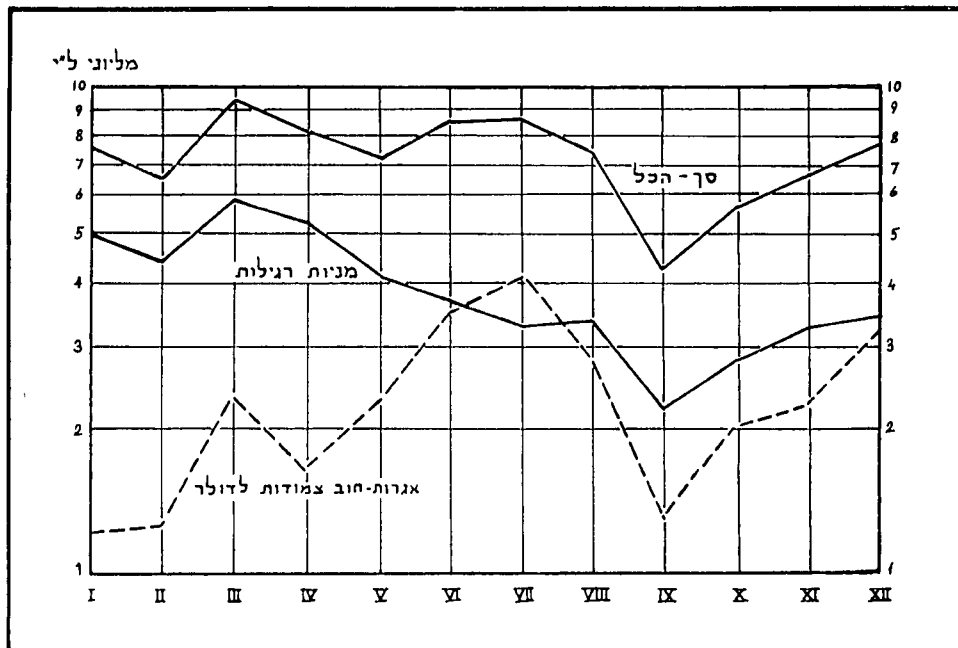
¹ ירידה זו אינה באה לידי ביטוי מלא בלוח כ"ד, שכן הפרמיות, שנכללו במחירי המניות החדשות, אינן כלולות, כמובן, בסכומים המופיעים בטורים (1) ו-(2). לגבי המניות שהונפקו ב-1961 הסתכמו הפרמיות הללו בקצת יותר מ-10 מיליון ל"י. לו הובאה עובדה זו בחשבון, היה מתקבל בשורה (6), טור (5), הפרש בסך 7- מיליון ל"י (במקום 3 + מיליון ל"י), ובשורה (9) באותו טור — הפרש בסך 24 + מיליון ל"י (במקום 34 + מיליון ל"י).

² במחיר השוק. אינו כולל את תמורת ההנפקות החדשות, את הקיזוז של פקודות הקנייה והמכירה, שנתקבלו על-ידי הבנקים והסוכנים לניירות-ערך, ואת המסחר שלהם על חשבונם הם, מחוץ לכותלי הבורסה. לפי אומדנים לא רשמיים מהוה נפח העסקות בבורסה עצמה כשלושה רבעים מכלל המסחר בניירות הערך הרשומים בבורסה.

העסקות בבורסה של תל-אביב, לפי סוג ניירות הערך, 1961

סך הכל	מניות	מלוות				סך הכל	מניות	מלוות				החודש
		סך הכל מלוות	בלתי צמודים	צמודים למדד ובהצמדה "מעורבת"	צמודים לדולר			סך הכל מלוות	בלתי צמודים	צמודים למדד ובהצמדה "מעורבת"	צמודים לדולר	
א ח ו ז י ם						א ל פ י ל"י, ב מ ח י ר י ה ש ו ק						
100	68.3	31.7	9.2	5.6	16.9	7,187	4,906	2,281	663	403	1,215	ינואר
100	68.5	31.5	7.1	5.0	19.4	6,601	4,521	2,080	470	330	1,280	פברואר
100	62.9	37.1	9.0	3.3	24.8	9,463	5,947	3,516	855	313	2,348	מארס
100	64.1	35.9	10.8	4.9	20.2	8,162	5,225	2,937	885	402	1,650	אפריל
100	55.1	44.9	9.1	5.6	30.2	7,369	4,063	3,306	670	412	2,224	מאי
100	44.1	55.9	7.9	5.9	42.1	8,575	3,779	4,796	679	511	3,606	יוני
100	37.4	62.6	8.9	4.9	48.8	8,640	3,227	5,413	774	425	4,214	יולי
100	44.6	55.4	7.7	7.0	40.7	7,312	3,261	4,051	561	511	2,979	אוגוסט
100	51.3	48.7	10.4	6.6	31.7	4,246	2,171	2,075	443	283	1,349	ספטמבר
100	48.6	51.4	9.8	5.8	35.8	5,860	2,849	3,011	575	339	2,097	אוקטובר
100	47.0	53.0	11.7	6.7	34.6	6,735	3,168	3,567	791	448	2,328	נובמבר
100	43.9	56.1	9.8	5.4	40.9	7,720	3,388	4,332	757	417	3,158	דצמבר
100	52.9	47.1	9.2	5.5	32.4	87,870	46,505	41,365	8,123	4,794	28,448	סך הכל
						7,322	3,875	3,447	677	399	2,371	ממוצע חדשי

העסקות בבורסה של תל-אביב, לפי חודשים, 1961



תגודות חריפות (ראה לוח כ"ז 5 ודיאגרמה כ"ז 2). נפח העסקות נע בחודשים השונים בין 9.5 מיליון ל"י בחודש השיא, מארס, ל-4.2 מיליון ל"י בחודש השפל, ספטמבר.

הגידול בהיקף המסחר בבורסה היה קשור קשר הדוק בהנפקתם של ניירות ערך חדשים וברישומם בבורסה. מצד אחד, גדלו אפשרויות המסחר בניירות ערך עם גידול כמותם; ומצד שני, היתה הנפקתן של מניות חדשות מלווה, לפחות בחודשים הראשונים של השנה, במסחר ספקולטיבי, נוסף על המסחר הרגיל. שבע מבין עשר ההנפקות-הציבוריות-על-פרוספקט, שנעשו במשך השנה, היו בהיקף של פחות משני מיליון ל"י כל אחת. הביקוש הרב למרבית המניות החדשות, והכרת הציבור שאמנם יש ביקוש רב, יצרו אפשרויות לרכישת המניות החדשות לשם מכירתן ברווח-יהון לאחר תקופת המתנה קצרה. עסקות מסוג זה לא זו בלבד שהביאו לידי חתימות-יתר גדולות — פי 52, במקרה השיא, מסכום המניות שהונפקו — אלא הגדילו את נפח העסקות במניות החדשות לאחר הנפקתן ואת המסחר במניות בכללו. יתר על כן, חתימות-היתר הגדולות גררו אחריהן הקצאת מניות בכמויות קטנות למבקשים האמתיים, ולא מעטים מהם — תחת להחזיק כמות מבוטלת של מניות מסוימות, מכרו מיד את המניות המעטות שהוקצו להם. אחרים, לעומת זאת, השלימו את הסכום, שהוקצה להם, על-ידי רכישות נוספות בשוק. בדרך זו נוצר מסחר התחלתי גדול במניות אלה. ההנפקות מסוג זה התרכזו בעיקר בשליש הראשון של השנה, ותופעת-הלוואי שלהן, המסחר הרב במניות החדשות, היא המסבירה, לפחות באופן חלקי, את ההבדל בנפח העסקות בין ארבעת החודשים הראשונים לבין יתר חדשי השנה. גם ב-1961 נקבע נפח העסקות בבורסה במידה רבה על-ידי המסחר במניות. החל באביב

¹ בחודש השפל היה, אמנם, מספר ימי המסחר מועט מאשר בשאר החודשים בגלל החגים, אולם גם הממוצע של נפח העסקות ליום-מסחר היה נמוך מאשר בחודשים האחרים.

1959 ועד לאביב 1961 הלך הביקוש למניות וגדל יותר מאשר מלאי המניות הנסחרות בבורסה. כתוצאה מכך עלו שערי המניות, תוך התרחבות מתמדת של נפח העסקות, שכן הגיאות יצרה ביקוש מוגבר, שחיק את מגמת העלייה של שערי המניות והגדיל את נפח המסחר. באביב 1961 בא תהליך זה לקיצו. כתוצאה מהנפקות בממדים שלא היה להם תקדים, ובהשפעת גורמים אחרים, הגידונים להלך, לא הורגש עוד עודף ביקוש למניות. שעריהן ירדו, והמסחר בהן התנהל בממדים קטנים יותר: הממוצע החודשי של העסקות במניות הגיע ל-5.1 מיליון ל"י ברביע הראשון של השנה, ל-4.3 מיליון ל"י — ברביע השני, ול-3 מיליון ל"י — במחצית השנייה של השנה. נפח כלל העסקות בבורסה הלך וקטן במקביל לכך, פחות או יותר (ראה דיאגרמה כ"2).

מן הראוי לציין שבארץ נעשות העסקות בניירות ערך כמעט בשלמותן — במזומן, ובדרך כלל אין אשראי למימון עסקות בורסה. כיוצא בכך, לא קיים בארץ מנגנון של מכירות-בחסרי, של קניות ומכירות דחיות, של מסחר באופציות וכדומה, המצוי בבורסות הגדולות. מנגנון השוק מאפשר, אמנם, ספקולציה לגבי עליית שערים, אך מגביל את אפשרויות הספקולציה לגבי ירידת שערים. יתכן שיש בכך סיבה נוספת לצמצום נפח העסקות בשוק המניות במחצית השנייה של השנה, כשמגמת השערים היתה בירידה. לו היתה אפשרות לכך, יתכן שבחודש מאי, למשל, היו נעשות מכירות-בחסר, שהיו מגדילות את נפח העסקות, ובתקופה מאוחרת יותר — קניות לצורך כיסוי המכירות הללו.

בחמשת החודשים הראשונים של 1961 התנהלו העסקות באגרות-חוב באותם הממדים, בערך, כב-1960, כלומר בגבולות שבין 2 מיליון ל"י ומעלה ל-3 מיליון ל"י ומעלה, לחודש. בחודשים יוני עד אוגוסט, וכן בשני החודשים האחרונים של השנה, גדל לעומת זאת נפח העסקות כתוצאה מהגדלת הרכישות של איגרות-חוב צמודות, בייחוד של אלה הצמודות לשער המטבע, על רקע הציפיות לפיחות.

בחמשת החודשים הראשונים של השנה היה נפח העסקות במניות גדול מזה של המלוות (ראה לוח כ"5 ודיאגרמה כ"2). לאחר עשרה חודשים של מסחר במניות בממדים גדולים ירד שוב החל ביוני 1961 חלקן של המניות בתוך כלל העסקות, לעומת המלוות.

4. שוק המלוות

(א) הערות כלליות

שוק המלוות הצמודים, שהם חוט השדרה של שוק המלוות בכללו, נכנס בשנת 1961 לשלב של התרחבות מחודשת. בשנים 1959 עד 1961 השתנה קצב התפתחותו של שוק זה לסירוגין, ורמת השערים בו היתה נתונה לתנודות — בהתאם לתמורות בחקיקה, באקלים הכלכלי בכלל, ובמצב שוק ניירות הערך על כל חלקיו.

ב-1959 הגיעו לשיאן רכישות המלוות הצמודים מצד המשקיעים המוסדיים למיניהם, ובראש וראשונה מצד קופות הגמל. מוסדות אלה נמצאו אז בתהליך של סיגול הרכב נכסיהם לדרישות התקנות שנכנסו לתוקפן ב-1957, ותהליך זה חייב השקעת סכומים גדולים במלוות צמודים. שנת 1959 היתה שנת בחירות, והציפיות לפיחות, שיחול לאחר הבחירות, יצרו ביקוש רב גם מצד משקיעים פרטיים לאיגרות-חוב צמודות-דולר. כתוצאה מכך גדל אז היקף ההנפקות של מלוות צמודים, ורמת השערים של אלה הצמודים לדולר היתה בקו עלייה. מגמה זו נתחזקה בעקבות החלטת הממשלה בספטמבר 1959 שלא לאשר להבא הנפקת איגרות-חוב צמודות-ערך אלא בהצמדה מעורבת².

¹ Short sales

² הצמדה לדולר ולמדד המחירים לצרכן, בשיעור של מחצה על מחצה.

בשנה שלאחר מכן הלך וקטן הביקוש לאיגרות-חוב צמודות, הן מצד המשקיעים המוסדיים והן מצד המשקיעים הפרטיים. האחרונים הרבו להשקיע במניות, בעוד שמבין סוגי ההשקעה המותרים להן על-פי התקנות, הגדילו קופות הגמל בייחוד את ה"פקדונות המיוחדים". סכום ההנפקות של איגרות-החוב צמודות-הערך היה קטן ב־65 מיליון ל"י או ב־53 אחוזים מאשר ב־1959, ורמת שעריהן ירדה (ראה לוח כ"ו).

לוח כ"ו

סכומי ההנפקה ורמת השערים של איגרות-החוב צמודות-הערך, 1958 עד 1961

השנה	סכום ההנפקה ברוטו (מיליוני ל"י)	מדדי השערים של איגרות-החוב צמודות-הערך (הערך הנקוב בתוספת הפרשי הצמדה = 100)	
		איגרות-החוב הצמודות לדולר	איגרות-החוב הצמודות למדד המחירים (הממוצע השנתי)
		הממוצע השנתי	סוף השנה
1958	55	100.4	106.7
1959	122	102.9	105.1
* 1960	57	99.3	99.2
1961	157	102.2	104.4

* מספרים מתוקנים.

ב־1961 גבר שוב הביקוש לאיגרות-חוב צמודות בגלל שלוש סיבות עיקריות. ראשית, בוטלה סמוך לסוף 1960 האפשרות שניתנה לקופות הגמל להפקיד כספים ב"פקדונות המיוחדים", וחלקן של ההשקעות ה"מוכרות", הכוללות מאז ניירות ערך מאושרים בלבד, הוגדל מ־65 ל־75 אחוזים מכלל נכסיהן. כפי שניתן היה לצפות, גדלו משום כך ב־1961 הרכישות של מלוות צמודי-ערך על-ידי קופות הגמל.¹ שנית, התחדשות האינפלציה והציפיות לפיחות שיחול לאחר הבחירות של אוגוסט 1961 גרמו להגדלה מחודשת של הביקוש לאיגרות-חוב צמודות-ערך, מצד משקיעים פרטיים, שביקשו להבטיח את הערך הריאלי של נכסיהם או לזכות בהפרשי הצמדה במקרה של פיחות. שלישית, הביקוש הרב לאיגרות-חוב צמודות-ערך היה קשור קשר גומלין עם קץ הגיאות בשערי המניות. ברמת שעריהן והציפיה להמשכה גם בעתיד היו מושקעים, מן הסתם, במלוות וגיאאות בשוק המניות, ורמו, כנראה, מקורות משוק המלוות לשוק המניות, ובמניות הושקעו כספים, שאלמלא העלייה ברמת שעריהן והציפיה להמשכה גם בעתיד היו מושקעים, מן הסתם, במלוות צמודים. ב־1961 נתהפך מהלך הדברים, ואיגרות החוב שוב משכו את המשקיעים הפרטיים, כאלטרנטיבה להשקעה במניות.

(ב) התפתחות השערים

שערי איגרות החוב הצמודות נעו ב־1961 בגבולות רחבים יותר מאשר בשנה הקודמת. בין תחילת השנה לסופה עלה מדד השערים של כלל איגרות החוב הצמודות ב־8 אחוזים (לוח כ"ז, טור 2) לעומת ירידה של אחוז וחצי במשך השנה הקודמת (טור 1). בייחוד עלו שערי איגרות-החוב

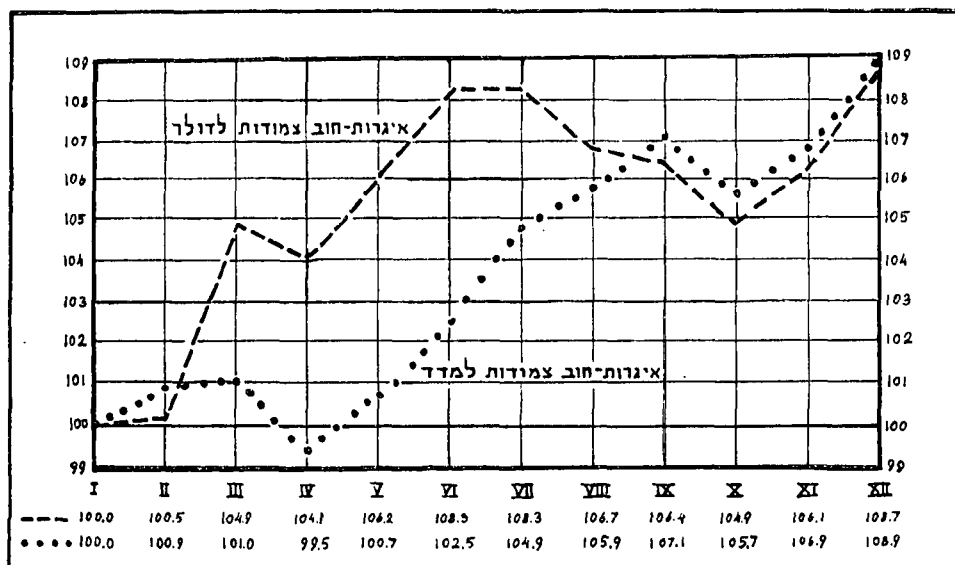
¹ ראה פרק י"ח, "מוסדות הגמל והביטוח".

הצמודות לדולר (טור 4). שערי איגרות-החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן עלו אף הם ; אולם במשך כל השנים פיגרה עלייתם אחרי עליית המדד. גם ב-1960 וב-1961 עמדו איגרות אלה, על-פי רוב, מתחת לערכיהן הנקובים, בתוספת הפרשי ההצמדה הנובעים מעליית המחירים (טורים 5 ו-6 ודיאגרמה כ"4). לעומת זאת במונחים נומינליים (כלומר ללא הפרשי ההצמדה) היתה העלייה בשעריהן ב-1961 רבה יותר ורצופה יותר. במונחים אלה עלו שערי איגרות-החוב הצמודות למדד בשיעור דומה לזה של איגרות-החוב הצמודות לדולר, והתנודות כלפי מטה היו חלשות ביותר (ראה דיאגרמה כ"3).

דיאגרמה כ"3

שערי איגרות-החוב הצמודות, לפי חודשים, 1961

(ינואר 1961 = 100)



עיקר המסחר התרכז באיגרות-החוב הצמודות לדולר. על אף העלייה ההדרגתית ברמת השערים, מתחילת השנה ועד סופה, לא היתה המגמה אחידה במשך השנה כולה. גם נפח העסקות התרחב ונצטמצם לסירוגין. כבשנים קודמות נגרמו התנודות בעיקר על-ידי הלך הרוחות בקרב המשקיעים הפרטיים, שכן קופות הגמל, אשר להן משקל מכריע בקרב המשקיעים המוסדיים, היו חייבות כמקודם לבצע את השקעותיהן בדרך של רכישה מהמנפיק או המפיץ בלבד, ולא באמצעות הבורסה, ומשום כך היו פעולותיהן בשוק מוגבלות בעיקר להמרה של נייר ערך אחד במשנהו. יתר המשקיעים המוסדיים נוהגים מטבעם לקבוע את מדיניות ההשקעות שלהם לטווח ארוך יותר, והם מגיבים על תנודות רגעיות ועל שמועות במידה פחותה מאשר המשקיעים הפרטיים. התנודות בביקוש לאיגרות-החוב הצמודות ובשעריהן חפפו על-פירוב את התגברותן והחלשתן של הציפיות לפיחות. בחודשים יוני ויולי, וכן סמוך לסוף השנה, הגיעו שערי איגרות-החוב הצמודות לדולר לנקודות שיא. בחודשים אוגוסט עד נובמבר חלה, לעומת זאת, ארעאה יחסית. אלה היו חודשי הבחירות לכנסת והמשא ומתן על הרכבת ממשלה, והציבור היה סבור, שממשלת המעבר לא תבצע את הפיחות המצופה. סמוך לסוף השנה גברו שוב הציפיות, ובשבועיים האחרונים של השנה נתחדשה העלייה בשערי המילואות הצמודים לדולר.

איגרות-החוב הצמודות למדד לא היו נושא לספקולציה, והמסחר בהן התנהל בממדים מצומצמים יותר.

לוח כ"ז

מדדי המחירים של איגרות-החוב הצמודות, הרשומות בכורסה, 1960 ו-1961

החודש	כל איגרות-החוב הצמודות		איגרות-החוב הצמודות לדולר		איגרות-החוב הצמודות למדד	
	1961 (ינואר 100 = 1961)	1960 (ינואר 100 = 1960)	(הערך הגקוב בתוספת הפרשי ההצמדה = 100)			
	(1)	(2)	(3) *	(4)	(5) *	(6)
ינואר	100.0	100.0	101.7	97.8	94.8	95.5
פברואר	98.8	100.5	100.0	98.1	94.7	93.6
מארס	97.5	103.3	98.9	102.3	93.9	94.7
אפריל	98.4	102.4	100.7	101.1	93.3	92.6
מאי	98.2	104.0	100.2	103.1	94.5	94.5
יוני	98.1	105.7	99.9	104.3	92.4	90.1
יולי	97.1	106.5	99.1	104.8	95.0	95.8
אוגוסט	96.5	105.8	98.6	103.2	94.1	98.5
ספטמבר	97.1	106.0	98.5	103.6	94.5	100.3
אוקטובר	96.6	104.7	97.7	101.8	92.2	95.5
נובמבר	96.0	105.7	97.3	102.1	92.8	95.6
דצמבר	98.5	108.1	99.2	104.4	94.4	97.2

* מספרים מתוקנים.

(ג) ההנפקות החדשות

1. מלוות הממשלה

ב-1961 מכרה הממשלה לציבור איגרות-חוב בסך 50 מיליון ל"י, בקירוב¹, לעומת 42 מיליון ל"י ב-1960 ו-38 מיליון ל"י ב-1959. הגידול, נטו, ביתרת מלוות הפנים, לאחר ניכוי סכומי הקרן שניפדו, הגיע ל-14 מיליון ל"י — כ-6 מיליון יותר מאשר בשנה הקודמת, וכחצי מיליון יותר מאשר ב-1959. משקלה של הממשלה בין הלווים הוסיף לקטון². כשני שלישים, 34 מיליון ל"י, מהסכומים שלווה הממשלה מהציבור במשך השנה היו כנגד איגרות-חוב צמודות-ערך (הרכבם לפי סוגי ההצמדה והבעלות מובא בלוח כ"ז).

ב-1961 נתחדשה ההנפקה של איגרות-חוב, הצמודות במלואן לשער הדולר או למדד המחירים לצרכן, בעוד שב-1960 הונפקו מלוות בהצמדה מעורבת בלבד. יותר ממחצית הסכום הוצמדה לשער הדולר, אולם כבעבר נתגלו מבחינה זו הבדלים בהתאם לצורת הבעלות; איגרות החוב למוכ"ז הוצמדו ברובן — ב-85 אחוזים, בקירוב — לדולר, בעוד שמבין איגרות-החוב הרשומות על-שם

¹ לרבות איגרות חיסכון, ולהוציא את ה"מילווה קצרי-המועד".

² לגבי משמעותה הכלכלית של האבחנה בין המלוות הממשלתיים למלוות האחרים — ראה דו"ח בנק ישראל 1960, ע"ע 328 ו-329.

הוצמד חלק לא מבוטל למדד המחירים לצרכן — כמחצית, אם נוסיף לאלה שהוצמדו במלואן גם את מחצית הסכום שבהצמדה מעורבת. אם נקבל את ההנחה, שמרבית המלוות הרשומים על-שם מוחזקים על-ידי משקיעים מוסדיים, בעוד שמרבית המלוות למוכ"ז מוחזקים על-ידי פרטים, נגיע לידי מסקנה, שכבעבר העדיפו הפרטים את ההצמדה לדולר, בעוד שהמשקיעים המוסדיים חילקו ב-1961 את קניותיהם שווה בשווה כמעט בין ההצמדה לדולר להצמדה למדד. על סמך אותה הנחה מסתבר, ששני שלישים, בערך, מסכום המלוות הצמודים, שהונפקו על-ידי הממשלה בשנת 1961, נרכשו על-ידי מוסדות, ושליש — על-ידי משקיעים פרטיים.

לוח כ' 8

מלוות המדינה הצמודים, ההנפקה ברוטו, לפי הצמדה ובעלות, 1961

צורת הבעלות	בהצמדה לדולר	בהצמדה למדד	בהצמדה מעורבת	סך הכל
אלפי ל"י				
איגרות-חוב למוכ"ז	10,978	751	1,314	13,043
איגרות-חוב על-שם	8,632	7,488	4,787	20,907
סך הכל	19,610	8,239	6,101	33,950
אחוזים				
איגרות-חוב למוכ"ז	84.2	5.7	10.1	100.0
איגרות-חוב על-שם	41.3	35.8	22.9	100.0
סך הכל	57.7	24.3	18.0	100.0

בין המלוות הממשלתיים, שהונפקו במשך השנה, נכללו שוב איגרות-חיסכון שבמסגרת המילוה לשיכון עולים¹. ב-1961 הסתכמה הנפקת איגרות אלה ב-16.4 מיליון ל"י, כלומר ב-5 מיליון ל"י פחות מאשר ב-1960 וב-1.5 מיליון ל"י יותר מאשר ב-1959. בגלל פדיון בסכום שעלה על סכום ההנפקה ירדה יתרת סכום האגרות שבמחזור במשך שנת 1961 ב-3.5 מיליון ל"י, והסתכמה בסוף השנה ב-7.3 מיליון ל"י. כבשנים הקודמות הוקצו למעשה כל איגרות-החיסכון החדשות למקבלי פיצויים אישיים והעברות דומות מחוץ-לארץ, כפרמיה על מכירת מטבע חוץ. על-אף הגידול המתמיד בזרם ההעברות הללו ועל אף הצטברות רורבה גדלה והולכת של מטבע חוץ בידי מקבלי ההעברות היה היקף ההמרה ב-1961 קטן מאשר ב-1960. מסתבר, שמתוך ציפיות לפיחות, שיביא להגדלת התמורה למטבע חוץ שברשותם, העדיפו מקבלי הפיצויים להשהות את ההמרה, והפקידו חלק גדול ככל האפשר מסכומי ההעברה בפקדונות פו"ק ותמ"מ, ואילו מקבלי ההעברות מהשנים הקודמות, אשר טרם המירו את הסכומים שקיבלו, נמנעו ככל האפשר מהמרת היתרות שעמדו לזכותם באותם הפקדונות. ואמנם ב-1961 גדלו פקדונות פו"ק ותמ"מ בסכומים גדולים יותר מאשר אי-פעם בעבר². ב-1961 היוו סכומי ההמרה של מטבע חוץ אחוז קטן הרבה

¹ איגרות חוב למוכ"ז נושאות ריבית מצטברת, המודרגת לפי תקופת החזקתן. הרשות בידי מחזיקי האיגרות לפדותן החל בחודש השביעי להוצאתן.

² הגידול הבולט חל בפו"ק; הסכום שאפשר להפקיד בפקדונות התמ"מ היה מוגבל ב-1961 לשליש מכלל סכום ההעברה (ראה טרק י"ד לעיל).

לוח כ"9

הפיצויים האישיים והמרתם במטבע ישראלי, 1959 עד 1961

(מיליוני ל"י)

יתרת פקדונות פז"ק ותמ"מ בתחילת השנה	סכום הפיצויים שנתקבלו במשך השנה	סך כל המקורות שעמדו לרשות מקבלי הפיצויים (1)+(2)	סכום ההמרה	סכום ההמרה כאחוז מהמקורות $(\frac{(3)}{(4)} \times 100)$
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1959	31.2	158.5	69.6	44
1960	73.9	255.0	98.7	39
1961	124.5	324.7	77.8	24

יותר מכלל היתרות, שעמדו לרשותם של מקבלי הפיצויים, מאשר בשנים קודמות (ראה לוח כ"9). בעוד שב-1959 המירו מקבלי הפיצויים 44 אחוזים מהיתרות שעמדו לרשותם, לא המירו ב-1961 אלא 24 אחוזים.

כבשנים קודמות, נסחר בשוק חלק גדול מאיגרות-החיסכון שהונפקו במשך השנה¹. מי שקנה אותן בשוק, הפיק מהן הכנסה שנתית נקייה בשיעור של 8 עד 11 אחוזים, בערך — לפי תנאי ההיצע והביקוש. מכירת איגרות-החיסכון, שניתנו כאמור למקבלי ההעברות האישיות מחוץ-

לוח כ"10

התשואה נטו מאיגרות-החיסכון

התאריך (1961)	הסדרה	התשואה השנתית נטו * (אחוזים)
8 ביוני	ס"ה	8.6
29 ביוני	ס"ט	10.0
17 באוגוסט	ע"א	7.6
5 באוקטובר	ע"ב	8.1
2 בנובמבר	ע"ב	10.0
23 בנובמבר	ע"ד	11.0
14 בדצמבר	ע"ד	7.4
28 בדצמבר	ע"ו	11.4

* התשואה לפדיון, בהנחה שהאיגרות נסדרות בתחילת החודש השביעי מתאריך ההוצאה.

¹ ראה לוח כ"5. הטור "מלוות בלתי צמודים" מתייחס בעיקר לעסקים באיגרות-החיסכון. נפח העסקות במלוות בלתי צמודים הסתכם ב-1961 ב-8 מיליון ל"י, סכום השווה בערך למחצית סכום איגרות-החיסכון שהונפקו באותה שנה.

לארץ תמורת מטבע חוץ שהמירה, מוסברת בכך, שמבחינתם עדיף היה למכור את איגרות-החיסכון ולו גם בהפסד, שכן על-ידי כך הקטינו את סכום מטבע החוץ שנאלצו להמיר מסיבה זו או אחרת במטבע ישראלי. נסיבות אלה הן המסבירות את התנודות החריפות בשיעורי התשואה של איגרות-החיסכון ביחס לשיערי הקנייה שלהן בבורסה (ראה לוח כ'10).

הפצת ה"מלווה קצר המועד", שהממשלה החלה בה באמצע 1960, נמשכה גם ב-1961¹. יתרת המלווה גדלה במשך שנה מ-12 ל-22.5 מיליון ל"י. כב-1960 נרכש מלווה זה והוחזק, בחלקו הגדול, על ידי מוסדות כספיים. העסקות במלווה זה בבורסה היו ספורות. בשל אופיו אין הוא כלול במספרים הכוללים שבפרק זה, המתייחסים לתנועות הון לזמן ארוך. השינויים ביתר המלוות הממשלתיים (מלוות עממיים וכו') היו קטנים. מכלל הסכום שעמד לפדיון במשך השנה — 4 מיליון ל"י, בקירוב — נפדתה, למעשה, מחצית בלבד. סכום ההנפקה היה פחות מ-50 אלף ל"י.

2. מלוות לא-ממשלתיים

ב-1961 גדל היקף ההנפקות של איגרות-החוב הלא-ממשלתיות בשיעור ניכר לעומת כל השנים הקודמות. המלוות שהונפקו בארץ הסתכמו ב-132 מיליון ל"י, בקירוב, לעומת 37 מיליון ל"י ב-1960 ו-99 מיליון ב-1959². מלבד אלה הונפקו ב-1961 איגרות-חוב בסך 49 מיליון ל"י, בקירוב, למלווים בחוץ-לארץ.

זהו הון שגויס כולו על-ידי מוסדות כספיים מהציבור ומקופות גמל בארץ וממשקיעים שונים בחוץ לארץ. המלוות המקומיים הם ברובם לתקופה של 12 שנה, והם עומדים להיפרע בתשלומים שנתיים החל בשנים 1963 ו-1964. הם צמודי-ערך, וכמו לגבי המלוות הממשלתיים ניתנה למלווים הברירה בין שלושת סוגי ההצמדה: לדולר, למדד המחירים לצרכן או לשניהם בשיעור של מחצה על מחצה. איגרות-החוב שהונפקו למשקיעים הזרים הן לתקופה של 8 עד 10 שנים והן נקובות בחלקן במטבע חוץ ובחלקן במטבע ישראלי. במקרה האחרון הן צמודות לדולר.

הגידול הרב בסכומי ההנפקה קשור בשינויים טכניים בשיטות מימון ההשקעה בארץ, שינויים אשר ניכרו לראשונה ב-1960 וביתר שאת — ב-1961: (א) תמורת המלוות הצמודים נכללה, בחלקה, בתקציב הפיתוח של הממשלה, אף על פי שההון גויס לא על-ידי הממשלה במישרין, אלא על-ידי מוסדות כספיים. חלק מהסכומים שגויסו באמצעות מלוות אלה הופקדו בידי הממשלה, והיא השתמשה בהם למימון השקעות באמצעות המנפיקים; (ב) בסוף 1960 נשללה, כאמור, מקופות הגמל המאושרות האפשרות לכלול "פקדונות מיוחדים" במסגרת ההשקעות המוכרות, והסוג היחיד שנותר במסגרת זו הוא, למעשה, איגרות-חוב. אחדות מהסדרות של איגרות-החוב שהונפקו ב-1961, בסכום של 71 מיליון ל"י, בקירוב, הן התחייבויות של מוסדות כספיים, המסונפים ל"חברת העובדים"³, ולמעשה הן נועדו מראש למכירה לקופות הגמל. התמורה מהנפקתן נועדה, בראש וראשונה, למימון השקעותיהם של מפעלים הסתדרותיים.

מרבית איגרות-החוב שהונפקו למשקיעים זרים — כ-40 מתוך 49 מיליון ל"י — הן של בנקים למשכנתאות. השאר הן של שני מוסדות כספיים שעיסוקם במימון פיתוח. יתר המלוות, בסך 60 מיליון ל"י, אף הם מלוות של מוסדות כספיים. בחלקם נרכשו אלה

¹ תיאור המלווה הובא בדו"ח בנק ישראל 1960, עמ' 329. פרטים נוספים מובאים בפרק "פעולות בנק ישראל", להלן.

² לרבות מלוות בערבות הממשלה, בסך 44 מיליון ל"י.

³ לדוגמה: שתי סדרות של איגרות-חוב, בסכום כולל של 20 מיליון ל"י, שהונפקו על-ידי "ביצור"; שתי סדרות בסכום כולל של 20 מיליון ל"י שהונפקו על ידי "גמול"; וכן סדרה בסך 8.2 מיליון ל"י (שאריית מהנפקה שהופצה החל ב-1960) וסדרה אחת, בסך 10 מיליון ל"י, שהונפקו על ידי "איגרות".

על-ידי משקיעים פרטיים, ובחלקם — גם על-ידי משקיעים מוסדיים. כפי שצוין לעיל, גדל ב-1961 הביקוש למלוות צמודים לדולר, ובכמה מקרים עלו הבקשות להקצאת איגרות-החוב החדשות על סכומי ההנפקה.

5. שוק המניות

א. קץ הגאות

באביב 1961 באה לקיצה הגאות בשוק המניות, אשר הלכה וגברה בשנתיים הקודמות. המפנה בא תוך כדי התרחבות מהירה של השוק, שהתבטאה בראש וראשונה בפעילות מוגברת בשטח ההנפקות החדשות, ומתוך כך — בהגדלת מלאי המניות הנסחרות בבורסה ובגידול נפח העסקות. ההתרחבות נמשכה עד סוף השנה, אולם רמת השערים ירדה במקצת.

עד לנקודת המפנה גדלו ממדי השוק במהירות. מדד שערי המניות הרגילות עלה תוך שנתיים כמעט פי ארבעה, והון המניות הנסחרות בבורסה הוגדל תוך 16 חודשים כמעט פי שלושה וחצי.¹ הביקוש הרב, שהביא לידי התפתחות זו, היה נעוץ בשלביה הראשונים של הגאות בהערכה מחדש של מחירי המניות על רקע מצבן וסיכוייהן של החברות המנפיקות. העלייה התלולה בשערי המניות יצרה ביקוש נוסף מצד קונים חדשים, שרכשו מניות מתוך ציפיה לרווחי הון מהירים, בלי שימת לב יתירה לתשואה² ולהתפתחויות בתוך החברות עצמן. מימון הרכישות, שבוצעו ברובן על ידי משקיעים פרטיים, נתאפשר בראש וראשונה הודות לעלייה המתמדת ברמת ההכנסות האישיות, לשיפור מצב הנזילות של הציבור, ולגידול בממדי החיסכון האישי בשנות הגאות. ייתכן גם שחלק מסכומי הפיצויים האישיים שהומרו במטבע ישראלי הושקעו במניות. יש לזכור גם שהגאות הגדולה בשוק המניות חלה בתקופה של יציבות יחסית במחירים, ובנסיבות אלה תפסה ההשקעה במניות, במידת-מה, את מקום ההשקעה באיגרות-חוב צמודות-ערך. הממשלה עודדה תהליך זה בעקיפין, הן באמצעים פסקאליים³ והן על-ידי הפניית חברות לשוק המניות לשם סיפוק דרישותיהן לתוספת הון. זאת ועוד, בשנתיים, שנסתיימו באביב 1961, הפכה ההשקעה במניות לעניין של אופנה, כביכול, שהתפשטה בקרב ציבור, אשר קודם לכן לא נהג כלל להשקיע בניירות-ערך.

התפתחות זו נפסקה באורח פתאומי כמעט באפריל 1961. מראשית השנה ועד אז הגיע סכום ההנפקות של מניות חדשות כמעט לסכום ההנפקות במשך שנת 1960 כולה. ההנפקות החדשות הגדילו את היצע המניות בכללותו, והביאו לירידת רמת השערים של המניות הישנות, שכן בשערי ההנפקה שלהן נראו המניות החדשות זולות יותר במקרים מסוימים מהישנות. דברים אלה אמורים בייחוד במניות החדשות, שהופצו בדרך של הנפקה-על-פי-פרוספקט. אולם גם הגדלת ההון של מספר חברות, בדרך של הנפקות-על-פי-זכויות, הורגשה ב-1961 יותר מאשר בשנה הקודמת. בדרך זו גייסו חברות אחדות בראשית 1961 הון חדש בסכומים גדולים לעומת ההון הקיים שלהן. במקרה קיצוני אחד הגדילה חברה מסוימת את הון המניות שלה בדרך זו פי שלושה בבת אחת. מצבם הכספי של רבים מבעלי המניות הוותיקים לא איפשר להם לנצל את הזכויות לרכישת המניות החדשות בסכום המוצע במלואו, ולפחות בשלושה מקרים נמכר בשוק חלק לא מבוטל מהזכויות שנוצרו. ההיצע הרב של הזכויות הוריד את מחיריהן עד למטה מערכן המתמטי⁴, ושינה את היחס בין ההיצע לביקוש לגבי המניות הישנות ופגע בשעריהן.

¹ בין סוף 1959 לסוף אפריל 1961 עלה ההון הנומינלי מ-18 ל-61 מיליון ל"י.

² היחס בין ההכנסה מהמניות לשעריהן.

³ מתן הרשות לשערך את הנכסים הקבועים לצורך חישוב הפחת, וקביעת "תקרה" למס על הכנסות מדיבידנדה לגבי מניות שאושרו לצורך זה על ידי הממשלה.

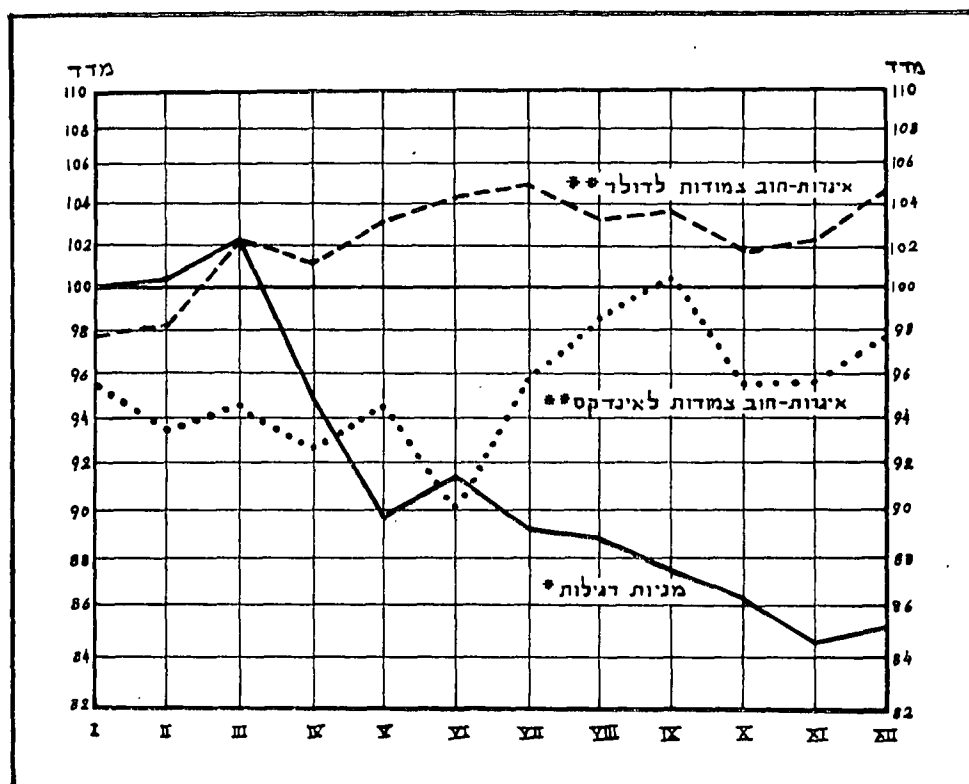
⁴ ערכה המתמטי של "זכות", להבדיל ממחירה בשוק, הוא המחיר שבו כדאית קנייתה יחד עם המניות החדשות הניתנות לרכישה כנגדה, בדיוק באותה מידה כקניית מספר שווה של מניות ישנות בלי "זכות".

בעת ובעונה אחת עם זאת, פעלו גורמים נוספים במגמה של הגדלת ההיצע, הקטנת הביקוש, והורדת שעריהן של המניות.

(א) כפי שצויין לעיל, נתחדש ב־1961 גם הביקוש מצד המשקיעים הפרטים, למלוות צמודים, ובייחוד לאלה הצמודים לדולר. נוכח התחדשות האינפלציה ובגלל הציפיות לפיחות נעשו איגרות־החוב הצמודות שוב צורת השקעה מקובלת ומשכנ, כנראה, מלבד חסכוניות חדשים, גם הון שהיה מושקע בנכסים אחרים, לרבות מניות. יש להניח שגם בנכס־דלא־ניידי הושקעו ב־1961 מקורות אשר בתנאים אחרים, היו מושקעים במניות, שכן הביקוש לבנייה למגורים גדל מאד באותה שנה ומחיריהם של נכס־דלא־ניידי עלו במידה ניכרת. מקובלת היתה הדעה, שמחירי איגרות־החוב הצמודות והמקרקעין יעלו או, לפחות, ישארו יציבים, במקרה של התגברות האינפלציה או של פיחות — בעוד שלגבי השפעתן של התפתחויות אלה על מחירי המניות לא נתגבשה דעה כללית.

דיאגרמה כ"ד

שערי ניירות הערך, לפי חודשים, 1961



* ינואר 1961 = 100.

** הערך הנקוב בתוספת הפרשי ההצמדה = 100.

(ב) לדעת רבים מבין המשקיעים היתה רמת השערים בשלביה האחרונים של הגיאות מוגזמת מכדי שתוכל להתמיד. גם הידיעות, שנתקבלו ב־1961, על מצבן ורווחיהן של כמה חברות לא היו עשויות לעודד השקעה במניותיהן בשערים הקיימים; חברות אחדות הקטינו ב־1961 את שיעורי הדיבידנדות; כן נודע על תקלות טכניות בייצור ועל קשיי נזילות בחברה אחת; ואילו

במפעליהן של חברות אחדות נתגלעו סכסוכי עבודה, שאיימו לזייק את הייצור ולפגוע ברווחים. לגבי כמה מניות לא נתגשמו התקוות לדיבידנדה מוגדלת או להטבות אחרות. התפתחויות אלה פעלו אף הן להורדת שעריהן של המניות הנידונות, ובסופו של דבר — להורדת רמת השערים בכלל.

(ג) עצם המפנה בהתפתחות שערי המניות הביא למכירות לשם מימוש רווחים ומניעת הפסדים, והרתיע משקיעים בכוח. הנתונים על נפח העסקות (ראה לוח כ"5) ועל הירידה בשערי המניות (ראה לוח כ"11 ודיאגרמה כ"4) אינם מצביעים, אמנם, על מכירות בהלה בקנה מידה גדול. אולם כשם שעליית השערים בימי הגאות נודעה לה השפעה מדרבנת, כך פעלה ירידת השערים במגמה הפוכה. באפריל ירדו שערי המניות ב־7 אחוזים, בממוצע — בערך כשיעור העלייה החודשית הממוצעת ב־1960. אם כי ברמת שערים שונה — והיה חשש שהירידה תלך ותחריף. בסוף אותו חודש החליטו השלטונות על דחיית ההנפקות המתוכננות של מניות חדשות, הן על־מנת להבטיח את הצלחתן של הנפקות אלה בעתיד והן על־מנת לבלום את הירידה בשערי המניות. בחודשים שלאחר מכן נמשכה, אמנם, מגמת הירידה תוך סטיות קלות בלבד כלפי מעלה, אך קצב הירידה נחלש. ביולי נתחדשו בהצלחה ההנפקות החדשות, אף כי נמשכה, כאמור, מגמת הירידה של שערי המניות.

מחודש השיא ועד סוף השנה ירדה רמת השערים של המניות הרשומות בבורסה ב־17 אחוזים. הירידה הקיפה את כל המניות, אם כי לא במידה שווה. בעיקר נפגעו אותן המניות אשר בעבר היתה עליית שעריהן גבוהה מהממוצע, וכן מניותיהן של חברות שלא הצדיקו את הציפיות לגביהן. אחדות מהמניות החדשות יותר נסחרו בשערים נמוכים משערי ההנפקה. בדרך כלל ניכרה בררנות רבה יותר מצד המשקיעים. קשה לקבוע, אם אמנם חל שינוי בכושר השיפוט של כלל המשקיעים במניות. הדיווח הפומבי של החברות על מהלך העסקים שלהן נשאר לקוי, ולבעלי המניות לא

לוח כ"11

מודד שערי המניות הרגילות, 1960 ו־1961

1961		* 1960		
ינואר 1961 100 =	ממוצע 1950 100 =	ינואר 1960 100 =	ממוצע 1950 100 =	
100.0	534.2	100.0	278.8	ינואר
100.2	535.3	103.6	288.9	פברואר
102.2	546.2	121.7	312.7	מרס
94.8	506.6	123.6	344.7	אפריל
89.8	479.9	131.9	367.7	מאי
91.4	488.0	149.5	416.7	יוני
89.3	477.2	149.5	416.4	יולי
88.9	474.7	167.7	467.5	אוגוסט
87.5	467.6	177.4	494.6	ספטמבר
86.3	461.1	198.2	552.6	אוקטובר
84.5	451.3	176.5	492.1	נובמבר
85.1	454.5	185.7	517.8	דצמבר

* מספרים מתוקנים.
ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ניתנה האפשרות לנתח את טיב המניות לפי אמות המידה המקובלות במקומות אחרים. עם זאת יש לציין, שהנוהג של תשלום דיבידנדות ביניים, אשר התפשט ב־1961¹ נתן לבעלי המניות לפחות מידה מסוימת של אוריינטציה.

מכלל ההתפתחויות המתוארות כאן מצטיירת התפתחותו הנמרצת של שוק המניות. הגיאות שקדמה למיפנה הביאה לגידול רב במספר בעלי המניות והגדילה את חשיבותו של שוק המניות כמקור לגיוס הון. מבחינות אלה לא נשתנו פני הדברים ב־1961. בשנה זו מימנו חברות תעשייה לראשונה תכניות השקעה גדולות באמצעות הנפקה ציבורית של מניות בשוק המקומי, ומכירת מניות של חברות מקומיות, למשקיעים מחוץ-לארץ, הגיעה לממדים גדולים לאין ערוך מאשר בעבר. רמת השערים ירדה, אמנם, במשך השנה, אך ירידה זו כשלעצמה אין בה כדי ללמד על אופן התפתחותו של השוק.

ב: ההנפקות החדשות

ב־1961 הונפקו מניות חדשות בסך 60 מיליון ל"י, בקירוב, למשקיעים ישראלים, ואילו משקיעים בחוץ לארץ רכשו מניות ישראליות חדשות בסך 28 מיליון ל"י². (החלוקה למניות הרשומות בבורסה ולכאלה שאינן רשומות מובאת בלוח כ"י 12³).

לוח כ"י 12

המניות החדשות, הרשומות בבורסה ושאין רשומות בה, 1961

(מיליוני ל"י)

מניות הרשומות בבורסה		מניות שאינן רשומות (מחירי ההנפקה)	סך הכל (מחירי ההנפקה)	
הערך הנקוב	מחירי ההנפקה			
41.4	51.0	9.0	60.0	למשקיעים בארץ
18.0	18.4	9.5	27.9	למשקיעים בחוץ-לארץ
59.4	69.4	18.5	87.9	סך כל כל המניות החדשות

קרוב ל־60 אחוזים — 41 מתוך קרוב ל־70 מיליון ל"י — מההון, שגויס ב־1961 באמצעות מניות הרשומות בבורסה, הונפקו על־ידי חברות תעשייתיות; פחות משליש — 22 מיליון ל"י — על־ידי מוסדות כספיים; והיתר — 6 מיליון ל"י — על־ידי חברות מקרקעין ופיתוח (ראה לוח כ"י 13⁴).

מרבית הסכום — 54.5 מיליון ל"י — גויס על־ידי 13 חברות, שמניותיהן לא היו רשומות קודם לכן בבורסה. מבחינה זו חל ב־1961 שינוי לעומת 1960, שבה תפסו 7 חברות, שמניותיהן לא היו רשומות בבורסה קודם לכן, רבע בלבד מסכום ההנפקות החדשות. ובעוד שב־1960 היו המניות המבוקרות⁴ הרגילות כשלושה רבעים מהון המניות שגויס על־ידי החברות החדשות בבורסה, ורק רבע ממנו — מניות רגילות סתם; חל ב־1961 מפנה מכריע, והמניות הרגילות היוו שלושה

¹ רוב החברות, שהכריזו על דיבידנדות ב־1961, הכריזו גם על דיבידנדות ביניים.

² פרט למניות שנוצרו מתוך המרת איגרות־חוב, ופרט למניות שהופצו בלי פרוספקט — הכל במחירי ההנפקה.

³ ראה הערה בעמוד 215.

⁴ ראה דו"ח בנק ישראל, 1960; עמוד 333.

רבעים — 41 מיליון ל"י — מכלל הון המניות החדשות והמניות המבוכרות והרגילות המבוכרות — רבע בלבד, 13.4 מיליון ל"י.

הגודל הממוצע של ההנפקות עלה מ-1.5 מיליון ל"י ב-1960 ל-3.1 מיליון ל"י ב-1961. אולם ב-1961, שלא כבשנה הקודמת, היה ריכוז רב במספר הנפקות גדולות. חמש מתוך 21 ההנפקות הציבוריות וההנפקות-על-פי-זכויות הקיפו קצת למעלה מ-60 אחוזים — 47.2 מיליון ל"י — מכלל ההון שגויס. ושתי אמיסיות — המניות הרגילות המבוכרות של "החברה לבניין ולעבודות ציבוריות מיסודו של סולל בונה בע"מ" והמניות הרגילות של "מפעלי ים המלח בע"מ" הקיפו למעלה ממחצית הסכום — 36.4 מיליון ל"י. שתי ההנפקות הללו היוו מיבצעי שיא בשוק המניות הישראלי. האחת מהן קדמה למיפנה בהתפתחות שערי המניות, ועל-ידי עצם גודלה היתה, כנראה, בין הגורמים לו. במניות של מפעלי ים המלח הושקעו סכומים גדולים על-ידי מוסדות, בעוד שהמניות האחרות נרכשו ברובן המכריע על-ידי משקיעים פרטיים.

מחיר ההנפקה הממוצע של המניות הרגילות המבוכרות, שהונפקו באמצעות הנפקה ציבורית, עמד על 130 אחוזים מן הערך הנקוב, והתשוואה ההתחלתית שלהן¹ נעה בין 6.7 ל-7.6 אחוזים. מחיר ההנפקה הממוצע של המניות הרגילות עמד על 106 אחוזים מן הערך הנקוב. מבין המניות, שנמכרו למשקיעים בחוץ-לארץ, שייכות מניות בסך 13 מיליון ל"י לארבע אמיסיות, שהוצאו בעת ובעונה אחת גם למשקיעים ישראלים. מאמיסיות אלה, בסכום כולל של 35.9 מיליון ל"י², רכשו משקיעים בארץ 22.9 מיליון ל"י, שהן 64 אחוזים. האמיסיות הללו נועדו למשקיעים בארץ ובחוץ-לארץ בחלקים קבועים מראש. שאר המניות החדשות שנמכרו בחוץ-לארץ — שלוש אמיסיות בסך 5.4 מיליון ל"י — נועדו למשקיעים בחוץ-לארץ בלבד. מלבד אלה

לוח כ"י

מניות חדשות * במחירי ההנפקה, לפי הענף וצורת ההנפקה, 1961

(אלפי ל"י)

מספר החברות המנפיקות	סך הכל	מקרקעין	כספים	תעשייה ובנייה	
10	36,201	—	5,170	31,031	הנפקה ציבורית
8	14,478	6,340	7,778	360	הנפקה על-פי זכויות
—	350	—	350	—	מכירה בבורסה**
18	51,029	6,340	13,298	31,391	סך הכל בארץ
*** (7)	18,412	—	8,657	9,755	לחוץ-לארץ**
—	69,441	6,340	21,955	41,146	סך הכל כללי
21	—	2	12	7	מספר החברות המנפיקות

* הרשומות בבורסה של תל-אביב.

** Stock Exchange Introduction (גרשם לעיל בערך הנקוב)

*** ארבע מהחברות שהנפיקו מניות למשקיעים בהו"ל, הנפיקו מניות גם למשקיעים מקומיים.

¹ יחס הדיבידנדה המבוכרת למחיר ההנפקה.

² לרבות הנפקת המניות של מפעלי ים המלח בע"מ, בסך 28.9 מיליון ל"י.

לוח כ"ד 14

נכסים במטבע חוץ ונכסים הנקובים במטבע חוץ, שמקורם בקבלת פיצויים, 1960 ו-1961

המטבע	סוף יוני 1960					סוף אוקטובר 1961				
	פז"ק	תמ"מ	ניירות ערך	נת"ד	סך הכל	פז"ק	תמ"מ	ניירות ערך	נת"ד	סך הכל
מיליוני ל"י										
מרקים גרמנים	13.7	14.3	0.5	—	28.5	30.1	32.0	2.9	0.3	65.2
דולרים של ארצות הברית	7.6	16.6	5.0	—	29.3	11.5	20.2	8.9	1.0	41.6
פרנקים שווייצריים	0.9	0.7	1.8	—	3.4	2.4	2.8	3.4	*	8.7
לירות שטרלינג	1.5	0.8	1.1	—	3.3	2.4	1.2	2.6	0.2	6.3
אחר	0.2	0.1	0.1	—	0.3	0.4	0.2	0.3	*	0.9
סך הכל	23.9	32.5	8.4	—	64.8	46.8	56.3	18.0	1.6	122.7
אחוזים										
מרקים גרמנים	57.3	44.0	5.8	—	44.0	64.3	56.7	16.1	16.9	53.2
דולרים של ארצות הברית	31.8	51.3	59.5	—	45.2	24.7	35.8	49.0	64.8	33.9
פרנקים שווייצריים	3.8	2.2	20.8	—	5.2	5.1	5.0	18.9	4.4	7.1
לירות שטרלינג	6.4	2.3	12.7	—	5.2	5.0	2.1	14.3	13.5	5.1
אחר	0.7	0.2	1.2	—	0.4	0.9	0.4	1.7	0.4	0.7
סך הכל	100.0	100.0	100.0	—	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* פחות מ-100 אלף דולר.

אי התאמות אפשריות נובעות מעיגול המספרים.

נמכרו למשקיעים בחוץ-לארץ מניות חדשות של 5 חברות, בסך 9.5 מיליון ל"י, שאינן נסחרות בבורסה.

יתכן שגם בשאר ההנפקות החדשות, 15 במספר, בסך 28.1 מיליון ל"י, הושקע הון זר, אולם בנידון זה אין נתונים. השקעות מחוץ-לארץ במניות ישראליות, בקנה מידה כה גדול, הן בבחינת חידוש בהתפתחותו של שוק המניות. השקעות אלה, הנעשות בחלקן באמצעות חברות מחוץ-לארץ, שנוסדו מלכתחילה לתכלית זו, מהוות צורה חדשה ומקור חדש למימון הפיתוח בארץ. במרוצת הזמן הן עשויות להוות גורם בעל משקל בקביעת שערי המניות בארץ. לפי שעה תופסים המשקיעים המוסדיים מקום צנוע, יחסית, במסחר בניירות ערך ישראלים בכלל ובמניות בפרט. כל עוד לא ישתנה מבנה השוק מבחינה זו עלולים עודפי ביקוש או היצע קטנים להביא לתנודות החורגות מהמגמה הכללית של שערי המניות השונות.

ב-1961 קיבלה חברה אחת היתר למכור בבורסה חלק ממניותיה, במחירים שנקבעו בשוק.¹ כאן אין, אפוא, משום גיוס הון חדש על-ידי הנפקת מניות חדשות, אלא החלפת בעלות של מניות קיימות בלבד. אולם אף על פי כן נכללו מניות אלה, בסך 350 אלף ל"י בערך הנקוב, בנתונים שבלוחות כ"11 וכ"12, שכן הן מהוות חלק מכלל ההשקעה הכספית של הציבור במניות שנוספו למסחר ב-1961.

6. ניירות ערך זרים

ההשקעה של תושבי הארץ בניירות ערך זרים ובפקדונות נת"ד² הסתכמה ב-1961 ב"17 מיליון ל"י, בקירוב, לעומת 12 מיליון ל"י ב-1960.³ יתרת ההחזקות במחירי הרכישה הסתכמה בסוף 1961 ב"39.8 מיליון ל"י.

כבשנה הקודמת היו אלה, בחלקם, ניירות ערך של חברות זרות, המסונפות לגופים ישראלים (מוסדות לאומיים ומוסדות בנקאיים).

השקעות אלה ממומנות כולן, בסופו של דבר, מפקדונות תמ"מ⁴ ומפקדונות נת"ד. בעליהם הראשונים של פקדונות אלה הם מקבלי הפיצויים האישיים ושאר העברות אישיות מחוץ-לארץ, ובעוד שתקנות המטבע אוסרות את העברתם של הפקדונות בתורת שכאלה לידי צד שלישי, מותר המסחר בניירות הערך הזרים, שנרכשו באמצעותם, לכל תושבי הארץ, בין שהיו בעלי פקדונות תמ"מ ובין שלא היו.⁵ ב-1961, כבשנים קודמות, התנהל המסחר בניירות הערך הללו בארץ בשער החליפין הרשמי, בתוספת אג"י, שהשתנה בהתאם למצב ההיצע והביקוש. ב-1961 היה ביקוש רב לניירות ערך זרים, אשר בדומה לאיגרות-החוב הישראליות הצמודות לדולר נחשבו כתריס בפני הפסדים או כמקור לרווחים במקרה של פיחות. שער האג"י עלה משום כך מ"23.5 אחוזים באמצע ינואר ל"33.9 אחוזים בסוף השנה.⁶

ההרכב מבחינת סוגי המטבע שונה בכל אחד מסוגי הנכסים במטבע חוץ, המוחזקים על-ידי

¹ Stock Exchange Introduction

² לוחות פקדונות נת"ד נוקטת ההכנסה מן ההשקעה בניירות ערך זרים. היתרות בפקדונות נת"ד יכולות לשמש למימון השקעות נוספות בניירות ערך זרים.

³ הכל לפי שער של 1.80 ל"י לדולר.

⁴ ראה פרק י"ד לעיל.

⁵ מבחינתם של בעלי ניירות הערך הזרים, המוכרים אותם לצד שלישי תמורת מטבע ישראלי, מהווה העסקה המרה של מטבע חוץ במטבע ישראלי; אולם מבחינתם הם בלבד — שכן להבדיל ממכירת מטבע חוץ לאוצר, אין כאן מכירה תמורת אמצעי תשלום חדשים.

⁶ שערי מכירה, לפי אינפורמציה בלתי רשמית. במשך השנה חלו תנודות חריפות למדי בתוך הגבולות הללו.

תושבי הארץ, והוא היה נתון לשינויים גם במרוצת הזמן. אחוז הנכסים הנקובים במרקים גרמניים¹, למשל, גדל למן יוני 1960 ועד אוקטובר 1961 מ-44 ל-53 אחוזים מכלל הנכסים; אך בסוף אוקטובר 1961 היוו ניירות הערך הזרים, שנרכשו במטבע גרמני, 16 אחוזים בלבד מכלל ניירות הערך, בעוד שבין הפקדונות היוו הפקדונות, הנקובים במטבע זה, 60 אחוזים. בראשית מארס 1961, ערב הריוואלואציה של המרק הגרמני, נמצאו בידי תושבי הארץ נכסים במרקים גרמניים בשווי של 42.3 מיליון דולר, ובעקבות הריוואלואציה גדל ערכם ב-2 מיליון דולר. אחוז הנכסים הנקובים בדולרים¹ ירד בין סוף יוני 1960 לסוף אוקטובר 1961 מ-45 ל-34 אחוזים מכלל הנכסים במטבע חוץ שבידי תושבי הארץ. הירידה היתה תלולה במיוחד בפקדונות תמ"מ — מ-51 ל-36 אחוזים מכלל פקדונות אלה, ובפקדונות פז"ק — מ-32 ל-25 אחוזים. אולם גם בין ניירות הערך הזרים ירד חלקם של הניירות שנרכשו בדולרים — מ-60 ל-49 אחוזים.

¹ לרבות פקדונות פז"ק, הנקובים, אמנם, במטבע חוץ, אך אינם ניתנים למשיכה אלא במטבע ישראלי.