

שוק ניירות הערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

שוק ניירות הערך עמד ב־1967 בסימן התרחבות רבה בתחום ההנפקות החדשות של איגרות חוב. כן ראויה לציון בלימת הנסיגה במחזור המסחר במניות ובשעריהן, נסיגה שנמשכה מאז מחצית 1964.

ההנפקה נטו של איגרות חוב עלתה על 1,150 מיליון ל"י, בשני שלישים יותר מאשר ב־1966. מגמה זו של התרחבות, בשנה בה חלה התכווצות חריפה בהיקף ההשקעה במשק, אין בה כדי להפתיע, לנוכח מבנה שוק ניירות הערך בישראל ואופיו (גם בשנים קודמות היה קשר רופף בין רמת ההשקעות לפעילות בתחום ההנפקות החדשות) ועל רקע נסיבותיה המיוחדות של שנת 1967.

היקף מכירת איגרות־החוב מושפע בראש ובראשונה משליטתה המלאה של הממשלה בשוק זה. החלטתה של הממשלה אם להנפיק איגרות חוב — או להתיר למוסדות כספיים לעשות זאת — היא הקובעת במידה מכרעת את היקף ההנפקות החדשות במשק הישראלי. צורכי המימון של 1967, אשר הושפעו מן המיתון ומן המלחמה, מהווים הסבר חלקי לגידול הרב במכירת איגרות חוב ממשלתיות. יש לזכור, עם זאת, כי בין ההנפקות אנו מונים גם את מילווה הקליטה, שהוא מילווה חובה, ואת מילווה הביטחון, שרכישתו על־ידי הציבור לא הונעה על־ידי שיקולים כלכליים גרידא. בניכוי שני אלה — 440 מיליון ל"י בערך ב־1967 — תתקבל התמונה הבאה: ההנפקות נטו, של הממשלה גדלו מ־110 מיליון ל"י ב־1966 ל־250 מיליון ל"י בשנה האחרונה, ואילו הנפקות אחרות (רובן ככולן על־ידי מוסדות כספיים¹ ומוסדות לאומיים) גדלו מ־390 מיליון ל"י ל־460 מיליון ל"י.

רק חלק לא גדול מהנפקות חדשות אלה רכש במישרין הציבור. אחד ממרכיבי השפעת הממשלה על שוק איגרות־החוב מתבטא בחובה המוטלת על מספר משקיעים מוסדיים חשובים לרכוש במקור במרבית הסכומים הנצברים בהם איגרות־חוב, שאישרה הממשלה למטרה זו. מוסדות הגמל והביטוח, המוסדות הבנקאיים (בעיקר לצורך תכניות החיסכון המאושרות) והמוסדות הכספיים רכשו למעלה מ־550 מיליון ל"י מתוך כ־700 מיליון ל"י של איגרות־חוב אשר הונפקו ב־1967. רכישות הציבור הסתכמו איפוא ב־150 מיליון ל"י בקירוב. גם סכום זה עולה במידה ניכרת על הרכישה בשתי השנים הקודמות, ויש לראותו על רקע הגידול שחל השנה בנטיית הציבור להחזיק בנכסים פינאנסיים. ההשקעה המוגברת במילווה קצר־המועד קשורה בחלקה בהפחתת האימון בעסקות תיווך שטרות, ואילו הפנייה אל מילווה הברירה משקפת את השיפור שחל במעמד, יחסית להשקעות אחרות, בשל אי־הפחתת הריבית ששולמה עליהם.

עובדה זו הבליטה תחום נוסף בו רבה השפעת הממשלה על שוק ניירות הערך. הגבלות חוק הריבית, מתן הקלות מס־הכנסה לניירות־ערך מאושרים וההסדרים לפיהם ניתנה אפשרות

¹ בפרק זה אנו מכנים "מוסדות כספיים", גם מספר מוסדות שאינם מתאימים להגדרה המופיעה בפרק י"ז. סכומי ההנפקות, המופיעים כאן אינם זהים משום כך לאלה המפורטים בפרק י"ז.

למוסדות כספיים ללוות בתנאי הצמדה ולהלוות ללקוחות ללא-הצמדה, מנעו אפשרות של התחרות באיגרות-חוב ממשלתיות, או מאושרות. על-ידי הסדרים אלה נתנה הממשלה סובסידיה לחוסכים, מחד גיסא, וללווים הסופיים, מאידך גיסא, וכך השתבש לחלוטין תפקידו של שער הריבית כמכשיר של ויסות והקצאה בשוק ההון.

הנכונות להשקיע במילווה קצר-המועד, הבלתי צמוד, הושפעה — כך יש להניח — מיציבות המחירים ששררה ב-1967, שכן התשואה המוצעת על מילווה זה הופחתה מספר פעמים על-ידי בנק ישראל. מילווה הברירה, שהם מילווה לזמן בינוני (5 שנים), המקנים לרוכש ריבית גבוהה יחסית ללא הצמדה, או ריבית נמוכה יותר בצירוף הצמדה למדד המחירים לצרכן, לפי בחירתו במועד פדיון האיגרות (בלשון אחרת — התשואה הגבוהה בין השתיים), זכו בהגברת כוח משיכתם, שכן הריבית עליהם נשארה ללא שינוי. פחת במידה ניכרת כושר ההתחרות של מילווה צמודים ארוכי מועד — חלקם בין המילווה שהונפקו במטבע ישראלי (להוציא מילווה קליטה וביטחון והמילווה קצר-המועד) פחת מ-70 אחוזים בערך (נטו) ב-1966 ל-30 אחוזים ב-1967.

שנת 1967 היתה שנה נוספת של קיפאון בהנפקת מניות, קיפאון הנמשך מאז המחצית השנייה של 1964; לעומת זאת, נבלמה השנה הנסיגה במסחר במניות בבורסה לניירות ערך. היקף העסקות הגיע ל-55 מיליון ל"י בלבד — כרבע מן המחזור בשנים 1963-64 — אך הוא ירד רק מעט יחסית ל-1966, לאחר שחלו בו ירידות חדות בשתי השנים הקודמות (הירידה ב-1967 כ-9 אחוזים לעומת ירידה של 37 אחוזים ב-1966 ושל 58 אחוזים ב-1965). כמו כן חלה עלייה מתונה במדד הכללי של שערי המניות (9 אחוזים בערך) ובמרבית המדדים הקבוצתיים (יצאה דופן קבוצת מניות המקרקעין שהמשיכה להידרדר).

היקף המסחר באיגרות חוב, הנמצא בסימן עלייה בשנים האחרונות, המשיך לגדול גם ב-1967, ומחזור העסקות היה גדול כמעט פי שלושה מן המחזור בשוק המניות. ב-1964, לעומת זאת, היה היחס הפוך. מילווה הקליטה, שהוצע בכמויות גדולות והביא תשואה גבוהה יחסית, היה מן הנסחרים ביותר. במדד מחירי האיגרות הצמודות למדד המחירים לצרכן נמשכה היציבות, כתוצאה מיציבות המחירים במשק. מדד האיגרות הצמודות לשער החליפין "קפץ" בעקבות הפיחות בחדש נובמבר, לאחר שגילה מגמת ירידה בשלושת החודשים שקדמו למאורע זה.

סכום ניירות הערך הנקובים במטבע חוץ שברשות הציבור גדל ב-1967 ב-25 מיליוני דולר, בדומה ל-1966. חלק ניכר מסכום זה מהוות איגרות חוב שהנפיקו גופים ומוסדות ישראליים (קרן היסוד ומספר מוסדות כספיים¹). הפרמיה על שער דולר נת"ד, המשמש לרכישת ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ, הגיעה בשלושת הרבעים האחרונים של השנה ל-8-10 אחוזים, שיעור גבוה במידה ניכרת מאשר ב-1966.

2. היקפו של שוק ניירות הערך

שוק ניירות הערך, כמשמעותו בפרק זה, מחולק לשניים: חלקו האחד הוא שוק ההנפקות החדשות (new issues market) — בו מתבצעת מכירתם של ניירות ערך לציבור עם הנפקתם על ידי הגופים, או החברות, המבקשים לגייס כספים. חלקו האחר הינו השוק המשני (secondary market) בו מתנהל מסחר במלאי הקיים של ניירות ערך.

תחומו של השוק המשני הינו ברור — הוא מזוהה כאן עם הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, שהיא השוק המאורגן היחיד לניירות ערך הקיים בארץ. רישומם של ניירות ערך בבורסה והאפשרות לקיים מסחר בהם במסגרת זו תוחמים בצורה ברורה את היקפו של השוק המשני. לעומת זאת, קשה יותר לקבוע בצורה חד-משמעית אלו הן ההנפקות החדשות אותן מוצדק

¹ המדובר באיגרות-חוב הנקובות בדולרים אשר נמכרו בארץ. הנפקות דוגמת זו של הבנק לפיתוח התעשייה בחוץ לארץ, לא הובאו במנין.

לראות כחלק משוק ניירות הערך. מצד אחד ברור שאין לנו עניין בכל עסקת מכירה של מניות או איגרות חוב, הנעשית בין חברה למשקיע פרטי, אם אין בה כל תפקיד למסגרת המוסדית של שוק¹. במקרה מעין זה אין משמעות רבה לכך שנמכרו ניירות-ערך דווקא: איגרת החוב או המניה מגדירה אמנם את היחסים המשפטיים שבין הצדדים לעסקה, אך אין הן למעשה מסמכים סחירים. לעומת זאת, ספק אם יש הצדקה להגביל את התעניינותנו רק לניירות ערך, שעם הנפקתם נרשמו בבורסה. הגבלה זו אינה רצויה משני טעמים, האחד — כללי, ואילו השני קשור במבנהו המיוחד של שוק ניירות-הערך בארץ:

(1) הרישום בבורסה אינו נעשה דווקא בהקשר להנפקה. הרישום מכוון לאפשר מסחר בניירות-ערך, קיימים או חדשים, בלי קשר לזמן או מקום ההנפקה. קיימת אפשרות שמטעמים טכניים, או בכוונה תחילה, יידחה רישומו של נייר-ערך בבורסה תקופה ממושכת לאחר שהונפק.

(2) בשל משקלם הרב של משקיעים מוסדיים בין רוכשי ניירות-הערך בישראל (במיוחד קופות התגמולין והפנסיה) מתבצעות הנפקות ניירות-ערך המכוונות בעיקר אליהם. סדרות לא מעטות של ניירות ערך כאלה אינן נרשמות בבורסה, אם כי קיימת, כמובן, האפשרות שרישום כזה ייעשה בעת שיתגלה צורך בכך². ההבחנה בין ניירות ערך הנמכרים למשקיעים מוסדיים ונרשמים בבורסה, לבין כאלה הנמכרים להם ואינם נרשמים אינה תמיד בעלת משמעות.

ניתן לאמר, כי ההבחנה היסודית הנדרשת הינה בין ניירות ערך הנמכרים לציבור לבין ניירות ערך המונפקים לרוכש מסוים, ואין מכירתם מצריכה קיומו של שוק מאורגן. חשיבותם של מוסדות הגמל, והעובדה שהנפקות מסוימות מיועדות להם בלבד, מכבידות על מתיחת הגבול בשוק ניירות הערך הישראלי: האם יש הבדל מהותי בין אמיסיה המיועדת מראש לרכישה על-ידי קופות גמל בלבד לבין אמיסיה המיועדת, לכאורה, למכירה לציבור, אך נרכשת למעשה על-ידי הקופות בלבד?

גם ההבחנה בין ניירות ערך המונפקים באמצעות פרוספקט (והם מכוונים כאילו לציבור הרחב) לבין אלה שניתן היתר להוציאם ללא פרוספקט, אינה מספקת את הקריטריון הדרוש כיוון שהנפקות המיועדות למוסדות גמל בלבד מבוצעות חלקן באמצעות פרוספקט וחלקן בלעדיו.

בדיון בפרק זה החלטנו לכלול במסגרת ההנפקות החדשות את כל איגרות החוב הממשלתיות, את ניירות-הערך הלא-ממשלתיים המוצעים לציבור על-ידי פרוספקט וכן את המכירות ללא פרוספקט למשקיעים מוסדיים. לצד הסכומים המונפקים נביא את סכומי אומדן המכירות לציבור הרחב, להוציא משקיעים אלה (רכישת ניירות-ערך מצד המשקיעים המוסדיים נעשית בחלקה הגדול על-פי תקנות המגדירות את ניירות-הערך המותרים ברכישה).

בהקשר להיקפו של השוק מן הראוי להזכיר, כי גם גביית מילווה הקליטה נכללה כאן במסגרת מכירת איגרות החוב הממשלתיות. השיקולים שעל פיהם הוחלט, שלא לראות במילווה הקליטה מס נדונו בהרחבה בדין-וחשבון לשנת 1966³. יש לזכור, עם זאת, כי אין מילווה הקליטה בגדר מילווה רגיל: הוא מילווה חובה, ואין החזקתו מעידה על העדפה לנכס מסוג זה דווקא. (הוא נגבה גם מאנשים שאינם נוטים, בדרך כלל, להחזיק בניירות-ערך). נוסף לכך — חלוקת תעודות המילווה נעשית באיחור של מספר שנים — רק בשנת 1967 הוחל במסחר בהן בבורסה.

¹ דוגמה מובהקת לעסקה מסוג זה — הקמת חברה פרטית על-ידי יחיד, או קבוצה של משקיעים. לעסקה כזו אין כל קשר עם המסגרת המוסדית של שוק ניירות-הערך. (בנקודה זו קיים הבדל בין ניתוח זרמי הכספים במשק, החותר להקיף את כל העסקות הכספיות, לבין ניתוח המבקש להצטמצם בתחומו של שוק ניירות הערך).

² הרישום בבורסה קשור בהוצאות. כל עוד אין יסוד להנחה, כי יתקיים מסחר, הרישום אינו דרוש, לכאורה. עם זאת, יש לזכור, כי במקרים רבים תלויה אפשרות המכירה לציבור בהבטחה לרשום את נייר-הערך בבורסה. לא מעטים ניירות-הערך בבורסה של תל-אביב, שנרשמו בגלל שיקול זה, אף שהמסחר בהם אפסי.

³ בנק ישראל, דין וחשבון 1966, עמ' 152, 410.

היקף המסחר ב-1967 עמד בסימן היצע גדול, שלחץ להורדת השערים, תופעה המעידה שמילווה הקליטה — אשר אינו נגבה עוד מאפריל 1968 — יהיה בשנים הקרובות גורם בעל השפעה לא מבוטלת בשוק המילווה.

3. ההנפקות החדשות

א. איגרות חוב

בשנת 1967 הגיעו סכומי איגרות החוב שהונפקו לשיא חדש, אך שוב לא נמכרו כמעט כל מניות לציבור. נפריד את הדיון בשני סוגי ניירות הערך ונפתח באיגרות החוב.

1. מנפיקי איגרות החוב

בלוח כ"1 מוצגת ההתפתחות הכמותית שחלה במכירת מילווה חדשים בשתי השנים האחרונות. נוסף על הגידול הרב בסכומים שהונפקו ב-1967 בולטת לעין גם העובדה שעלה במידה ניכרת חלקן של איגרות החוב הממשלתיות. סכום ההנפקות נטו גדל מ-677.0 מיליון ל"י ב-1966 ל-1,153.1 מיליון ל"י ב-1967 — כ-70 אחוזים; ואילו מילווה הממשלה שהונפקו ב-1967 הסתכמו ב-692.4 מיליון ל"י נטו — כמעט 146 אחוזים יותר מאשר בשנה שקדמה לה. תופעה זו קשורה בחלקה בנסיבות שעת החירום: מילווה הביטחון החדש, שנמכר בסכום של 282.5 מיליון ל"י, היה יותר מארבעים אחוזים מן הסך הכולל. גודלו של הגירעון החזוי בתקציב המדינה, אשר הושפע גם ממדיניות מרחיבה המכוונת לבלימת המיתון, היה גורם נוסף, שהמריץ את הממשלה להרבות במכירת איגרות-חוב.¹ עם זאת, גדלה ללא ספק הנטייה לרכוש נכסים פינאנסיים, שביניהם היו מילווה הברירה אחד ממוקדי המשיכה העיקריים (הטעמים לכך יוסברו בהמשך הדברים): בשנת 1966 הונפקו 9 סדרות של מילווה הפיתוח (44.4 מיליון ל"י), ואילו בשנה האחרונה נמכרו 37 סדרות (181.0 מיליון ל"י ברוטו, שמהן יש לנכות פדיון בסך 12.4 מיליון ל"י²). גם יתרת המילווה קצר המועד שבמחזור גדלה ב-1967 יותר מאשר ב-1966 — 117.5 מיליון ל"י, לעומת כ-86 מיליון ל"י, וזאת למרות מספר הורדות בתשואה המוצעת על מילווה זה.³ (יש לזכור, כי בעקבות ההסכם בין הממשלה לבנק ישראל משנת 1966 לא שימשו הכספים שנתקבלו ממקור זה למימון הוצאות הממשלה אלא לפירעון חובות ארוכי מועד שחבה הממשלה לבנק⁴). לעומת ההצלחה במכירת מילווה לזמן קצר ובינוני — מילווה הברירה הינם ל-5 שנים, ועד ספטמבר 1967 ניתנה לרוכשים זכות פדיון מוקדם כעבור שנתיים — נשאר בעינו הקיפאון במכירת איגרות חוב למועד ארוך. מילווה פיתוח לזמן ארוך (17 שנה) הונפק בסכום של 15 מיליון ל"י, שהיה נמוך במידה רבה מסכומי איגרות החוב שהגיעו לפדיון⁵. הביקוש המצומצם למילווה זה, מקורו בכך שהוא מבטיח רק יתרון תשואה זעום (0.66 אחוזים)

¹ יש הטוענים כי במחציתה הראשונה של 1967, בה טרם ניכרה התאוששות בפעילות המשקית, לא היה טעם במימון גירעון הממשלה על-ידי מכירת איגרות-חוב לציבור. נגד טענה זו עמד השיקול לפיו היה הגירעון החזוי בתקציב מספיק לצורך עידוד הפעילות. נוסף לכך — מכירת מילווה ממשלתיים (להוציא מילווה קליטה ומילווה ביטחון) הגיעה ב-5 החדשים הראשונים של השנה רק ל-50 מיליון ל"י בערך, כחמישית מסך המכירות (נטו) במשך השנה.

² היו אלה סכומי פדיון מוקדם של מילווה אשר נמכרו ב-1965. בחרו בפדיון מוקדם מחזיקי כ-25 אחוזים מן המילווה שהיו ניתנים לפדיון מוקדם בשנת 1967.

³ מתוך סכום זה כ-14 מיליוני ל"י (נטו) נמכרו למוסדות בנקאיים וסכום קטן נוסף לתיק ניירות הערך של בנק ישראל כתוצאה מרכישות בשוק הפתוח.

⁴ ראה בענין זה דין וחשבון 1966, עמודים 331-332.

⁵ מלבד מילווה הפיתוח נמכרו גם מילווה ארוכי מועד בסך 17.5 מיליון ל"י לחברות ביטוח, במסגרת הסכם מיוחד עם האוצר. נוסף על מילווה פיתוח ארוך מועד בסך 23.4 מיליון ל"י עמדו השנה לפדיון כ-48 מיליון ל"י של איגרות חוב אחרות (כולל מילווה קליטה וחסכון חובה).

לוח כ' 1

הנפקות מקומיות * של ניירות-ערך לציבור, 1966 ו-1967
(מיליוני ל"י)

1967			1966			
הנפקה נטו	פדיון	מכירה ברוטו	הנפקה נטו	פדיון	מכירה ברוטו	
317.9	193.3	511.2	436.4	99.3	535.7	מילווה ארוכי מועד
160.6	10.2	170.8	170.8	6.4	177.2	מילווה קליטה
-36.8	71.0	34.2	-19.2	36.7	17.5	מילווה ממשלה אחרים
194.1	112.1	306.2	284.8	56.2	341.0	מילווה לא-ממשלתיים
665.5	12.5	678.0	107.9	—	107.9	מילווה ברירה **
282.5	—	282.5	—	—	—	מילווה ביטחון
168.6	12.4	181.0	44.4	—	44.4	מילווה ממשלה אחרים
214.4	0.1	214.5	63.5	—	63.5	מילווה לא ממשלתיים
117.5	—	117.5	85.8	—	85.8	מילווה קצר-מועד ***
20.5	—	20.5	11.6	—	11.6	מניות
52.2	11.2	63.4	46.9	15.2	62.1	ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ
1,173.6	217.0	1,390.6	688.6	114.5	803.1	סך הכול
רכישה, נטו			רכישה, נטו			
334.0			323.0			השקעות מוסדות הגמל
50.0			38.3			השקעות חברות ביטוח
117.0			38.1			תכניות חיסכון מאושרות
52.0			15.5			מוסדות בנקאיים וכספיים ****
553.0			414.9			סך הכול, משקיעים מוסדיים
620.6			273.7			"שארית" *****
443.1			170.8			בניכוי מילווה קליטה וביטחון
177.5			102.9			"שארית מנוכה" *****

* אינו כולל מכירה בחוץ-לארץ עלידי חברות ישראליות.

** כולל ב-1966 גם מילווה ל-5 שנים, בהצמדה, ללא זכות ברירה.

*** לא מובאים נתונים על המכירות ברוטו, שיש בהם כדי ליצור רושם מוטעה על ההיקף הכולל של ההנפקות במשך השנה.

**** להוציא השקעות מוסדות בנקאיים באמצעות תכניות החיסכון המאושרות. האומדן תוקן עלימנת להביא בחשבון השפעת שינוי בערכן של השקעות ושערוכים על היתרות המופיעות במאזנים.

***** רכישות של משקי-בית ועסקים.

ה מקור : מעובד לפי נתוני מינהל מילווה המדינה.

על-פני מילווה הברירה, במקרה שעליית מחירים תצדיק בחירה בסעיף ההצמדה של האחרונים. לעומת זאת, מקנים מילווה הברירה סיכוי הפרש תשואה ניכר (עד 5.26 אחוזים) במקרה של יציבות מחירים, אפשרות שנראתה סבירה לאור הנסיון בשנים 1966 ו-1967.

לגידול במכירת מילווה הממשלה היתה משמעות כלכלית חשובה (הגברת הספיגה מן הציבור) משום שלא באה על חשבון הנפקות לא-ממשלתיות. כפי שניתן לראות בלוח כ"1 גדלו גם מכירות של איגרות-חוב אחרות, אם כי בשיעור הרבה פחות בולט. יש להדגיש, עם זאת, כי בשנים האחרונות נטשטשה ההבחנה בין מילווה ממשלתיים לאחרים, משום שהמוסדות המנפיקים תלויים באישור הממשלה באשר לביצוע ההנפקות, ופועלים על-פי הנחיותיה באשר לשימוש בכספים שהם מגייסים. שליטת הממשלה בשוק המילווה מתבטאת בעניינים הבאים:

(1) האישור הפורמלי להנפקה, הנדרש על-פי תקנות ההגנה (כספים).
(2) הלקוחות המוסדיים העיקריים לאיגרות-חוב—מוסדות הגמל והמוסדות הבנקאיים (תכניות חיסכון מאושרות)—חייבים להשקיע את מרבית הכספים הנצברים בהם בניירות ערך שמאשר משרד האוצר. האישור מבטיח במידה רבה את מכירת האיגרות.

(3) קבלת אישור להקלות מס-הכנסה (הגבלת המס ל-25 אחוזים) היא תנאי לכושר ההתחרות של איגרת החוב הנמכרת בשוק. איגרות החוב הממשלתיות נושאות ריבית הקרובה כל-כך לתקרת חוק הריבית שאין אפשרות להתחרות בהן ללא קבלת הקלות-מס.

על גורמים אלה, הקיימים שנים רבות, נוסף לאחרונה עוד אחד: בעקבות הלחץ לביטול הצמדת מילווה, שערור פיתוח ה"ל"י ב-1962, החלה הממשלה מפחיתה בהדרגה את היקפו של האשראי הצמוד. בתחילה בוטלה ההצמדה לשער-החליפין, בלבד, ולאחר מכן אפשרה הממשלה למוסדות כספיים לתת הלוואות בלתי צמודות, בהתאם להנחיות האוצר.¹ היתר זה יצר סיבוכים משום שהמוסדות הכספיים לא יכלו לגייס כספים מן הציבור ומן המשקיעים המוסדיים ללא-הצמדה והמשיכו להנפיק איגרות חוב שערכן צמוד למדד המחירים לצרכן; ללא הצמדה נמכר רק המילווה קצר-המועד של הממשלה. כדי לכסות את ההפרשים העלולים להתהוות בין ההכנסות מן הריבית הבלתי צמודה לבין הריבית וההפרשים הנובעים מהצמדת איגרות החוב ננקטו שתי שיטות:

(1) חברת הביטוח הממשלתית "יובל" ביטחה את החברות המנפיקות מפני ההפסדים שעלולים להפרשים הנוזכרים לגרום (הדבר נעשה בעיקר לגבי איגרות חוב דולריות שהותר למוסדות כספיים ישראלים להנפיק בארץ ובחוץ-לארץ).

(2) המוסדות הכספיים המנפיקים הפקידו את הסכומים שגייסו אצל החשב הכללי בתנאי ההנפקה (כלומר—בהצמדה); החשב הכללי חזר והפקיד את הסכומים הללו, או חלקם, במוסדות הכספיים בתנאים המתאימים לאלה של הלוואות הניתנות על-פי הנחיות האוצר. הסדר זה של הפקדת כספי ההנפקות אצל החשב והפקדתם החוזרת במוסדות הכספיים פותר לא רק את בעיית ההבדל בין תנאי ההנפקות לתנאי הלוואות הניתנות מתוכן, אלא גם מאפשר לחשב לווסת את קצב השימוש בכספי ההנפקות. בשנת 1967 עלו ההנפקות החדשות של מוסדות כספיים (והפקדותיהם אצל החשב) במידה ניכרת על סכום הלוואות שנתנו.

מכיון שחברות בענפי השירותים הציבוריים, התעשייה, החקלאות והתיירות יכולות ללוות ממוסדות כספיים ללא הצמדה, בעוד שאין כמעט כל אפשרות להנפיק איגרות חוב בלתי צמודות, מובן מדוע לא היו בשנים האחרונות הנפקות של חברות כאלה. מלבד הממשלה והמוסדות הלאומיים מכרו איגרות חוב בשוק כמעט רק מוסדות כספיים.² אלה האחרונים היו תלויים, כמוסבר לעיל,

¹ על ההתפתחויות בתחום הצמדת הלוואות המוסדות הכספיים ראה בפרק על המוסדות הכספיים בדינים וחשבונות משנת 1962 ואילך.

² יצאה מכלל זה חברת החשמל, המנפיקה על-פי הסכם מיוחד, איגרות חוב צמודות ערך למועד ארוך, אותן רוכשות חברות ביטוח המקיימות תכניות של ביטוח חיים צמוד. כן הנפיקה החברה איגרות-חוב שנמכרו למוסדות הגמל. (כאמור לעיל, הגדרת "מוסדות כספיים" בפרק זה היא רחבה יותר מזו של פרק י"ז).

הנפקות ברוטו של מילווות לא-ממשלתיים לפי קבוצות מנפיקים, 1966 ו-1967
(מיליוני ל"י)

1967	1966	
124.9	199.0	(1) קבוצת חברת העובדים *
168.2	68.9	(2) קבוצת בנק לאומי לישראל **
78.3	44.0	(3) קבוצת בנק דיסקונט לישראל ***
83.8	65.5	(4) טפחות, בנק משכנתאות
74.6	22.4	(5) המוסדות הלאומיים ****
54.3	66.8	(6) מנפיקים אחרים *****
584.1	466.6	סך הכול

* גמול, ביצור, בנק משכנתאות לשיכון, בנק ישראל אמריקה לפיתוח התעשייה, חברה להשקעות של בנק הפועלים, קרן ההשקעות של חברת העובדים, אמות השקעות, ניר.
** בנק אפוזיטאי כללי, חברה להשקעות של בנק לאומי, אוצר לתעשייה, יעד - בנק לפיתוח חקלאי.
*** חברה להשקעות של בנק דיסקונט, בנק לפיתוח ומשכנתאות.
**** קרן היסוד, הסוכנות היהודית, הוליס.
***** חברת חשמל, גאס-רסקו, בנק ירושלים, אדנים, בנק למשכנתאות והשקעות בבניין, חברה להשקעות של בנק המזרחי, כלל, הכשרת הישוב, כרמל, בנק למשכנתאות.

באישור הממשלה לביצוע ההנפקות, בהנחיותיה באשר לשימוש בכספים שגוייסו ובסיועה לכיסוי הפרשים העלולים להתהוות בין ההוצאות להכנסות הקשורות בביצוע הפעולה. מבחינה זו ניתן לראות במוסדות הכספיים מעין סוכנים לאוצר לשם הנפקת איגרות-חוב (הנרכשות רובן על ידי משקיעים מוסדיים - מוסדות הגמל ומוסדות בנקאיים לצורך תכניות החיסכון המאושרות). התחלקות הנפקות איגרות החוב בין הממשלה למוסדות הכספיים מסורה להחלטת האוצר ולכן אין לה משמעות רבה מבחינת המשק הלאומי; אם כי לעובדה שהממשלה הגדילה במידה רבה את מכירת איגרות-החוב שלה בשנת 1967, בלי שחלה הפחתה בהנפקות המוסדות הכספיים, היתה, כמובן, משמעות, כנזכר לעיל.

זהותם של מנפיקי איגרות-החוב לא היתה חשובה אמנם מבחינת המשק, אך היתה לה חשיבות מבחינתם של המוסדות הכספיים שגייסו כספים, ומבחינתם של המוסדות (רובם בנקים) שטיפלו בהפצת איגרות החוב. הרכב המוסדות הכספיים המנפיקים הינו מאלף. (ראה לוח כ'-2). השליטה בשוק ההנפקות מצויה בידי שלוש קבוצות של מוסדות כספיים, הקשורות בשלושת הבנקים הגדולים, ועליהם נוסף הבנק הממשלתי למשכנתאות "טפחות". כולם פועלים, כאמור, על פי הנחיות הממשלה. על המשתמע מכאן באשר למבנהו ויעילותו של שוק ההנפקות החדשות נעמוד לאחר דיון בתנאי ההנפקות ובהרכב רוכשי המילווות.

2. תנאי ההנפקות

בשנת 1967 בלטו שתי התפתחויות חשובות בתנאי ההנפקות:

(א) גדל המשקל היחסי של המילווות המונפקים לזמן בינוני וקצר;

(ב) לא היתה אחידות בשינויי שער הריבית - הורדה התשואה על מילווה קצר-מועד, אך לא חל שינוי בתנאי המילווות לזמן בינוני וארוך; נוסף על כך ראויה לציון העובדה, שתנאי המילווות,

מבחינת מועדי פירעון ושער-ריבית, נעשו כמעט אחדים ביחס לשלושה סוגי המילווה המונפקים (מילווה ברירה, מילווה ארוכי מועד ומילווה הנקובים במטבע חוץ). תופעה בלתי רגילה זו קשורה בשליטת הממשלה בשוק המילווה — המנפיקים הפועלים על-פי הנחיות האוצר מתאימים את תנאי איגרות-החוב שלהם לאלה של הממשלה.

ניתן לראות בלוח כ-1 כי בשנת 1966 הגיעה ההנפקה נטו של איגרות חוב ארוכות-מועד במטבע ישראלי ליותר מכפליים מן הסכום המונפק של איגרות חוב לזמן קצר ובינוני. בשנת 1967 היה היחס הפוך, ואפילו אם ננכה את מילווה הביטחון, שהונפק בנסיבות בלתי-רגילות, עדיין שונה במידה בולטת הרכב ההנפקות מבחינת מועדי הפירעון.

תופעה זו של קיצור "חיי" איגרות החוב הנמכרות ראויה לציון. העלייה ביתרת המילווה קצר-המועד היתה אמנם מתונה יחסית, אך היא בולטת יותר על רקע ההורדות הניכרות בתשואה המוצעת. בשנת 1967 הגיעו ההפחתות ל-1.5 עד 1.75 אחוז, לאחר שגם בסוף 1966 הורדה התשואה בחצי אחוז בערך. יש לזכור עם זאת, כי היציבות ברמת המחירים בשנת 1967 הוסיפה לתשואה הריאלית של מילווה בלתי צמוד זה יותר משגרעו ממנה הפחתות התשואה הנומינלית. למרות יציבות המחירים לא שונתה במשך השנה הריבית ששולמה על מילווה הברירה, ורמתה עשתה איגרות חוב אלה להשקעה מושכת במיוחד — הריבית הבלתי צמודה מגיעה ל-10.76 אחוזים, ואילו במקרה שהמחזיק יבחר בהצמדה תגיע הריבית ל-4.84 אחוזים לשנה¹. הריבית במקרה של אי-הצמדה גבוהה במידה ניכרת מן התשואה על המילווה קצר המועד (בעיקר מאז אוגוסט 1967 ואילך), בעוד הריבית במקרה של הצמדה נמוכה רק במקצת מזו המשתלמת על איגרות-חוב ל-17 שנה (5.5 אחוזים).

לוח כ-3

תשואות על מילווה לזמן קצר, בינוני וארוך (קנייה במקור), 1967

(אחוזים)

17 שנים בהצמדה	מילווה ברירה		מילווה קצר מועד						
	5 שנים	פדיון מוקדם***	12 חודש		6 חודשים		3 חודשים		
			ינואר	מאוקטובר	ינואר	מאוקטובר	**	ינואר * מאוקטובר	
ברוטו	5.50	10.76	10.45	8.98	10.97	8.31	10.25	7.65	9.975
נטו	4.125	8.45	7.94	6.75	8.25	6.25	7.71	5.75	7.5

* תשואות שהיו בתוקף עד 31.1.67.

** תשואות שהיו בתוקף מ-18.10.67.

*** עד ספטמבר 1967 הוצאו סדרות עם זכות פדיון מוקדם כעבור 24 חודש. התשואה מחושבת לפדיון כעבור 24 חודשים.

בתנאי יציבות, כאלה ששררו ב-1967, מובנת לחלוטין העדפת מילווה ברירה לזמן בינוני, שתשואתם הבלתי צמודה גבוהה, אך יש בהם גם "ביטוח" מפני אפשרות של עלייה ברמת המחירים בשיעור העולה על 5 אחוזים לשנה, על פני מילווה צמודים, ארוכי מועד. עד ספטמבר 1967 הונפקו מילווה הברירה עם זכות לפדיון מוקדם כעבור 24 חודש, זכות שעשתה אותם קרובים

¹ החישוב מבוסס על ריבית דריבית, משום שתשלום הריבית (או הריבית בצירוף הפרשי הצמדה) נעשה במועד פירעון האיגרות, כאשר מתברר על-פי איזו משתי האפשרויות תשלום הריבית למחזיק האיגרת. תשואה של 4.84 אחוזים ברוטו היא בחישוב מצטבר תשואה של 3.7 אחוזים לשנה נטו.

מאד למילווה קצר-המועד מבחינת הנזילות, נוסף לעדיפות שהיתה להם על-פני מילווה אחרים מבחינת התשואה. יש לציין, כי היתה בשוק הכספים ציפיה להרעה בתנאי מילווה הברירה הממשלתיים, אך זו לא התבטאה בהורדת התשואה אלא בביטול הזכות לפדיון מוקדם על מילווה שהונפקו מאז ספטמבר ואילך.¹ פעולה זו הפחיתה במידה מסויימת את נזילות מילווה הברירה יחסית למילווה קצר-המועד.

משמעות הגידול במשקל ניירות הערך לזמן קצר ובינוני היא כפולה:

(1) יהיה צורך לשמור בשנים הקרובות על רמה גבוהה של מכירת מילווה חדשים כדי לעמוד בפדיון תכופ של סדרות שמגיע מועד פירעון. השיבושים העלולים לנבוע ממקור זה בתחזית תקבולי הממשלה הודגמו בשנת 1965 ובראשית 1966 ביחס למילווה קצר-המועד, שיתרתו פחתה בכ-145 מיליון ל"י, בעוד שתקציב המדינה לשנת 1965/66 חוזה הכנסה לא מבוטלת ממקור זה. (2) המילווה קצר-המועד, ובמידה פחותה גם מילווה הברירה, הינם נכסים פינאנסיים נזילים למדי. ריבויים של נכסים פינאנסיים נזילים, שיתרתם במשק הישראלי גדלה בשיעור רב בשנתיים האחרונות, מהווה מקור אפשרי ללחצים אינפלציוניים, שכן קל לממש ביצוע תכניות הוצאה על-ידי הימנעות מחידוש ההשקעה בנכסים כאלה במועד פירעונם.

ההיסוס להפחית את הריבית על מילווה הברירה הממשלתי היה קשור, כנראה, באי-רצון להסתכן בפגיעה אפשרית במכירות — במחצית השנייה של השנה החלו להופיע סימני התאוששות במשק, וההתרחבות המוניטארית שהתרחשה במחציתה הראשונה נתנה מקום לדאגה.² ללא שינוי בתנאי הריבית הוכפל קצב מכירות מילווה הפיתוח (ואף למעלה מזה) במחציתה השנייה של 1967, בהשוואה למחצית הראשונה של השנה. העובדה שמילווה הברירה משכו יותר באה לידי ביטוי בולט בכך שמוסדות הגמל הגדילו בהרבה רכישת מילווה אלה על חשבון איגרות חוב לזמן ארוך (בינואר 1968 הוצאה תקנה המגבילה את השקעות הקופות בניירות ערך המונפקים לתקופה שאינה עולה על 10 שנים ל-10 אחוזים מסך ההשקעות המוכרות שלהן. תקנה זו תשפיע, ללא ספק, על הרכב ההנפקות ב-1968).

התנאים, שקובעת הממשלה למילווה שהיא מוכרת הינם גבול תחתון לתנאים שחייבים להציע מנפיקים אחרים. מכיוון שהמוסדות הכספיים פועלים, כאמור, לפי הנחיות הממשלה באשר להקצאת האשראי שהם נותנים וקביעת תנאיו, נוצרה למעשה אחידות גמורה בתנאים שמציעים הממשלה ומנפיקים אחרים. כל המילווה מסוג ברירה מוצעים באותם שערי ריבית ומועדי פירעון (5 שנים — 10.76 אחוזים ללא הצמדה; 4.84 אחוזים עם הצמדה). גם המילווה ארוכי המועד נמכרים בתנאים כמעט אחידים: תקופת פירעון של 17 שנה וריבית בשיעור של 5.5 אחוזים. הוא הדין במילווה המונפקים כנגד דולרים לתושבי ישראל — הם נושאים ריבית בשיעור 7 אחוזים ורובם עומדים לפירעון סופי כתום 14 שנה.³

בשנים האחרונות צומצם במידה רבה תפקידו של שער הריבית כמכשיר של ויסות החיסכון

¹ ראה למשל "חדשות השוק לניירות ערך" (31.7.1967) שמוציא בנק לאומי לישראל: "המסקנה ההגיונית שעשוי להגיע אליה בנק ישראל תהיה הפחתה הדרגתית של ריבית על אג"ח מילווה "הברירה" ל-5 שנים מאחר ואג"ח אלה מציעות למחזיקיהן את הזכות לפדיון מוקדם לאחר שנתיים עם ריבית נטו של למעלה מ-8%". (בניגוד לנאמר במובאה זו, את תנאי מילווה הפיתוח קובע האוצר ולא בנק ישראל).

² באפריל נרשמו בבורסה הסדרות הראשונות של מילווה הקליטה, אשר הביאו תשואה נטו של 7 עד 9 אחוזים (בתנאי הצמדה) כתוצאה מהיצע גדול, שהוריד את שעריהן ל-80 אחוזים מערכן הנקוב המותאם, ואף למטה מזה. היה, כנראה, חשש שכושר ההתחרות של ההנפקות החדשות יפחת, אם יורעו תנאי הריבית.

³ מילווה אלה ניתן לרכוש בכספי פיקדונות נת"ד (ראה סעיף 5 להלן). ב-1967 הונפקה סדרה אחת של איגרות-חוב בתנאים שחרגו מן הדפוסים הנזכרים. הכוונה לאיגרות בלתי צמודות נושאות 8 אחוזים ריבית וניתנות להמרה במניות שהנפיקה החברה להשקעות של בנק לאומי. הסיכוי לשימוש רב יותר באיגרות-חוב ניתנות להמרה תלוי במצב בשוק המניות, ובו נעסוק להלן.

וההשקעה והקצאתם. על השפעתו המעוותת של חוק הריבית נוספה לאחרונה ההפרדה המלאה כמעט בין התנאים המוצעים לחוסכים הרוכשים איגרות-חוב לבין תנאי ההלוואות שנותנים מנפיקי איגרות החוב מתוך הכספים שהם מגייסים. ניתוק זה התאפשר, על-ידי ההבטחה שהממשלה תכסה הפרשים העלולים להתהוות בין התקבולים מהלוואות בלתי צמודות לתשלומים בקשר לאיגרות-חוב צמודות. נוסף על כך מתבטאת ההפרדה בשוני בין מועדי פירעון איגרות החוב למועדי פירעון פיקדונות הממשלה המוחזרים למוסדות הכספיים. בדרך זו יכולים מוסדות המנפיקים איגרות-חוב העומדות לפירעון כעבור חמש שנים לתת מילווה לתקופות של עשר שנים ואף יותר. כל עוד לא יחול שינוי בהסדרים הקיימים ישאר שוק המילווה בחזקתה הבלעדית של הממשלה, והשפעת משתנים כלכליים על פעולתו תמשיך להיות מועטת.¹

3. רוכשי איגרות החוב

לשם הערכת מבנהו ודרכי פעולתו של שוק המילווה בתחום ההנפקות החדשות חשוב לבחון את צד הביקוש לאיגרות חוב – הן מרכיבי הקבועים והן הגורמים המיוחדים שהשפיעו עליו ב-1967.

רכישת איגרות חוב מצד קופות הגמל הינה המרכיב הגדול ביותר של הביקוש. הדבר ניכר בלוח כ-1 לעיל, בעיקר לאחר שמפחיתים מסך כל ההנפקות את גביית מילווה הקליטה (שבהיותו דמוי מס אין לראותו כמרכיב של הביקוש לאיגרות חוב) ואת מכירות מילווה הביטחון בשנת 1967 – מכירות אשר הושפעו רק במידה מועטת על-ידי שיקולים כלכליים.² בניכוי שני אלה היו קניות מוסדות הגמל כ-60 אחוזים מסך ההנפקות ב-1966 וכ-45 אחוזים מהן ב-1967. מוסדות הגמל משקיעים באיגרות חוב מוכרות כי הם חייבים בכך, אם רצונם בשחרור הכנסותיהם ממס-הכנסה. מתן מעמד של השקעה מוכרת למילווה שמנפיק גוף או מוסד כלשהו מבטיח, בדרך כלל, את מכירתם כי הוא פותח בפניהם את שוק מוסדות הגמל. משרד האוצר, שבתחומו נמצא הטיפול בעניין זה, מעניק מעמד מוכר לאיגרות חוב של מוסדות המשתמשים בכספים שהם מגייסים על-פי הנחיותיו.³

חברות הביטוח נמנות על רוכשי איגרות-חוב, אך מרבית רכישותיהן מתרכזות במילווה מיוחדים, שמנפיקות הממשלה וחברת החשמל, במקביל להתפתחות תכניות ביטוח החיים הצמוד. תנאי ההצמדה ומועדי הפירעון של איגרות החוב נקבעים בהתאם לצורכי חווי הביטוח; אין לראות בהן חלק מן ההיצע הרגיל בשוק המילווה (גם אין הן נסחרות בבורסה).

משקיע מוסדי נוסף, שחשיבותו גדלה ב-1967, הם המוסדות הבנקאיים. תכניות החיסכון

¹ במספר מדינות מקובלת שיטת מכרזים במכירת איגרות חוב ממשלתיות (competitive bidding). הממשלה מוכרת את איגרות-החוב למבטחים (underwriters) המרבים במחיר. מחיר איגרות-החוב (ולכן גם התשואה עליהן) נקבע בשים לב לתנאי השוק. התנאים הקיימים בשוק איגרות-החוב אינם מאפשרים הנהגת שיטה זו ביחס למילווה לזמן בינוני וארוך בישראל. אשר למילווה קצרה-מועד, נשקלה אפשרות מכירתו בתנאי מיכרז, אך הוחלט להימנע מכך משני טעמים עיקריים:

(א) ריכוז ההפצה בידי בנקים מסחריים, והריכוזיות הרבה הקיימת בבנקאות הישראלית, מפחיתים את הסיכוי להתחרות ממשית במכרזים;

(ב) ציבור רוכשי האיגרות, המורכב רובו ממשקי-בית, רוחש אימון לקביעת התשואה על האיגרות על-ידי בנק ישראל דווקא.

² לרכישת מילווה הביטחון היתה השפעה כלכלית מסויימת בכך שהפחית רכישות אפשריות של מילווה אחרים, אך אין להניח, כי היה לגורם זה משקל רב משום שמרבית המפרנסים רכשו מילווה ביטחון, בעוד שרק מיעוט מבין משקי הבית נוהגים להשקיע בניירות-ערך.

³ מוסדות כספיים הנמנים על חברת-העובדים מנפיקים איגרות חוב, שתמורתן מושקעת במפעלי חברת העובדים, בהתאם להסכם הקיים בין האוצר להסתדרות בדבר חלוקת כספי הצבירה במוסדות הגמל.

המאפשרות — המזכות גם הן את החוסכים בהקלות מס מסויימות — מחייבות השקעת 60 אחוזים מן הכספים הנצברים באגרות-חוב מוכרות. בשנים האחרונות מציעות תכניות החיסכון לחוסכים תנאי "ברירה" הדומים לאלה שנזכרו לעיל בקשר למילווה הברירה. בהתאם לכך מושקע חלק ניכר מן החיסכון הנצבר בתכניות באגרות חוב מסוג זה — הגידול בהנפקת מילווה ברירה ב-1967 נבע בחלקו מהתרחבות רבה בתכניות החיסכון המאפשרות. המוסדות הבנקאיים גם הגדילו את ההשקעות בניירות-ערך מתוך אמצעייהם החופשיים — תופעה שיש בה כדי להצביע הן על כוח המשיכה של התשואות הגבוהות על אגרות חוב והן על החלשת הביקוש לאשראי בנקאי רגיל. גם המוסדות הכספיים עצמם — שהיו מנפיקי אגרות החוב העיקריים בסקטור הלא-ממשלתי — רכשו סכומים מסויימים של ניירות-ערך, אך לא היו גורם ביקוש בעל משקל. את מרבית הסכום שנותר, לאחר ניכוי רכישות המשקיעים המוסדיים, ניתן לייחס למשקי הבית ולעסקים. ישנם כמה סימנים לכך שב-1967 גדל החיסכון העסקי, ולנוכח הירידה הרבה בהשקעות בשנה זו, יהיה זה סביר להניח, כי גדלה נזילותם של העסקים. חלק מתוספת המילווה קצר-המועד שברשות הציבור מוחק קרוב לוודאי בידי עסקים, אך אין נתונים על גודלו.

בהיעדר נתונים מהימנים ניתן לאמוד את השקעות משקי הבית בניירות-ערך רק בדרך עקיפין, הרחוקה מדיוק. מכיוון שידוע, כי כמעט כל המילווה לזמן ארוך נרכשים בידי מוסדות גמל וחברות ביטוח, ואילו משקי-בית הם הרוכשים העיקריים של אגרות-חוב המונפקות כנגד מטבע-חוץ, נותרים ל"חלוקה" המילווה קצר-המועד ומילווה הברירה. לפי האומדן שהובא בלוח כ-1, רכישת ניירות ערך מצד הציבור — להוציא משקיעים מוסדיים — גדלה מ-100 מיליון ל"י בערך ב-1966 ליותר מ-175 מיליון ל"י ב-1967.

לאחר שננכה רכישות של אגרות חוב המונפקות כנגד מטבע חוץ (קרוב ל-50 מיליון ל"י), ונביא בחשבון את העובדה שב-1966, כנראה, רכשו משקי-בית את מרבית תוספת המילווה קצר-המועד (כ-80 מיליון ל"י)¹, נגיע למסקנה, כי באותה שנה לא רכשו משקי-הבית מילווה ברירה, או מילווה ארוכי מועד במטבע ישראלי בסכומים ניכרים.

ב-1967 ניכר שינוי. לא גדל סכום הרכישות של אגרות חוב המונפקות כנגד מטבע-חוץ, ונראה, שגם במילווה קצר-מועד לא השקיעו משקי הבית יותר מאשר ב-1966 (גדלו רכישות מוסדות בנקאיים וכספיים, ולפי הסברה שהבענו לעיל גם אלה של עסקים לא-פינאנסיים). אם אמנם הגיעו השקעות משקי-הבית באגרות החוב שנזכרו ל-100 עד 120 מיליון ל"י, כי אז נותרים כ-50 עד 75 מיליון ל"י, שהושקעו במילווה ברירה — קרוב לשישית ההנפקות של מילווה אלה. לאומדן זה יש להעיר:

(א) על אף הגידול ברכישת ניירות-ערך ב-1967, עדיין אין הם חלק גדול מן הנכסים הפינאנסיים שנוספו למשקי-הבית (ראה לוח כ-4). המרכיבים החשובים נשארו זכויות במוסדות גמל וביטוח, מחד גיסא, ופיקדונות מסוגים שונים במוסדות בנקאיים, מאידך גיסא. בולט גם משקלם הגדול של הנכסים הנזילים יחסית².

(ב) ההפקדה בתכניות חיסכון מאפשרות, שהגיעה ב-1967 לסכום-שיא של כ-160 מיליון ל"י, נעשית רובה בתנאים דומים לאלה של מילווה הברירה. מאחר שהמוסדות הבנקאיים רוכשים בחלק ניכר מן הכספים הנצברים במסגרת התכניות מילווה ברירה, ניתן לראות בהפקדה בהן השקעה עקיפה במילווה מסוג זה.

¹ בשנת 1966 פחתו השקעות מוסדות בנקאיים וכספיים במילווה קצר-מועד בסך 6.2 מיליון ל"י. אין ברשותנו נתונים מלאים על השקעות נטו של מוסדות גמל במילווה קצר-מועד, אך לפי נתונים חלקיים לא היה בהן כדי לקזז את הירידה בהשקעות מוסדות בנקאיים וכספיים. ההערכות הקיימות בדבר רווחיות העסקים ומצב נזילותם בשנת 1966 אינן מניחות מקום לסברה שהיו רכישות גדולות של מילווה קצר-מועד ממקור זה. מסתבר איפוא, שהגידול ביתרת המילווה הופנתה בעיקרה למשקי-בית.

² אין הנתונים בלוח כוללים שינויים בהשקעות במניות. בשנת 1967 כמעט שלא היו הנפקות חדשות של מניות לציבור, ואין הנתונים שברשותנו מאפשרים לעמוד על שינוי חלקם של משקי-הבית במלאי הקיים.

אומדן חלקי * של השינוי בנכסים הפיננסיים של משקי-בית **, 1966 ו-1967

1967		1966		
(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	
21.2	***276	6.2	70	אמצעי תשלום
				פיקדונות לזמן קצוב
28.6	371	10.4	118	(מטבע ישראלי)
12.4	161	3.7	42	תכניות חיסכון מאושרות
15.7	***204	13.9	157	פיקדונות מקבלי הפיצויים
-21.4	-279	21.8	247	שטרות בתיווך בנקים
5.8	75	7.1	80	מילווה קצר-מועד
				ניירות ערך אחרים
3.8	50	—	—	במטבע ישראלי *****
6.0	***78	6.7	76	ניירות ערך נקובים במטבע חוץ
27.9	363	30.2	341	זכויות תגמולין וביטוח
100.0	1,299	100.0	1,131	

* אינו כולל השקעות ישירות במפעלים ועסקות פיננסיות אחרות שאינן נעשות כאמצעות השווקים המאורגנים.
 ** אין ברשותנו אומדן ישיר של ההחזקה בידי משקי בית. חלק מן הנכסים המיוחסים למשקי-בית מוחזקים, כנראה, בידי עסקים לא-פיננסיים.
 *** כולל תוספת מזומנים לשטחים המוחזקים (בסדר גודל של עד 100 מיליון ל"י), שאותה יש לנכות לצורך השוואה עם שנת 1966.
 **** אינו כולל הפרשי ערך הנובעים מן הפיחות של נובמבר 1967. ניירות הערך כוללים גם ניירות ערך זרים (מכאן ההבדל בין לוח זה ללוח כ"א).
 ***** אינו כולל שינויים בערכם של ניירות ערך שהיו מוחזקים בידי משקי-הבית בראשית התקופה. כן לא נכללו בלוח מילווה קליטה ומילווה ביטחון (ראה לוח כ"א).

4. הנפקות חדשות של איגרות-חוב — סיכום

ישראל דומה למדינות אחרות בכך שמשקיעים מוסדיים, ולא משקי בית, הינם גורמי הביקוש העיקריים לאיגרות חוב, אולם מכמה בחינות אחרות יש לשוק ההנפקות החדשות מבנה ואופי בלתי רגילים:

- מנפיקי איגרות-החוב אינם חייבים להתחרות זה בזה (או במנפיקי ניירות-ערך אחרים) על מנת להבטיח מכירת המילווה המונפקים. מוסדות הגמל חייבים לרכוש איגרות-חוב המאושרות כהשקעה מוכרת — קבלת האישור מבטיחה למעשה את המכירה.
- אפילו רצו להתחרות, אין מנפיקי איגרות-חוב יכולים לעשות זאת כיוון שאין להם שליטה ממשית בתנאי המילווה המונפקים. הם כפופים להנחיות הממשלה באשר לשימוש בכספים המגויסים ותלוים בה במקרים רבים לכיסוי הפרשים העלולים להיווצר בין תנאי ההנפקה לתנאי

השימוש בכספים, כפי שהוסבר לעיל. (בתנאים אלה — קבלת אישור להקלות מס־הכנסה לגבי ניירות ערך מונפקים הינה תנאי הכרחי, אך לא מספיק, לכשר ההתחרות שלהם).
(ג) מלבד הממשלה מגפיקים איגרות־חוב כמעט רק מוסדות כספיים. מאחר שהציבור ממעט לרכוש איגרות־חוב לזמן ארוך ובינוני, משמשים המוסדות הכספיים במקרים רבים רק מתווכים בין המשקיעים המוסדיים הרוכשים את האיגרות לבין הממשלה, או חברת העובדים הקובעים את דרך השימוש בכספים¹

המסקנה המתבקשת מכל אלה היא, כי חלק גדול משוק ההנפקות החדשות של איגרות־חוב הינו הסדר מלאכותי, הנעדר תכונות של שוק. אין בו מפגש של קונים מרצון עם מוכרים מרצון, ואין בו קביעת מחיר חפשי על־ידי כוחות הביקוש וההיצע. (הכללה זו אינה מתיחסת למילווה קצר־המועד, העומד בהתחרות בשוק הכספים, ורכישתו מבוססת רובה ככולה על שיקולים כלכליים). יתר על־כן — חלק ניכר מן הכספים ניתן היה להעביר ממקורם (המשקיעים המוסדיים) לייעודם (החשב הכללי, או מוסדות חברת העובדים) ללא שימוש באיגרות־חוב. בהיותן מסמכים סחירים יש אמנם לאיגרות החוב יתרונות על־פני פיקדונות, למשל, וגם מבחינת הביטחונות למשקיע יש להן עדיפות, אולם כנגד יתרונות אלה יש להעמיד את ההוצאות הקשורות בשימוש באיגרות־חוב. עמלות ההפצה המקובלות מגיעות ל־2 אחוזים מסכום ההנפקה, והוצאות משפטיות ואחרות עולות לכדי 1–1.5 אחוז נוספים. הנפקת למעלה מ־500 מיליון ל"י של איגרות־חוב מצד מוסדות כספיים ב־1967 היתה קשורה בהוצאות של למעלה מ־15 מיליון ל"י².

המוצא הרצוי מן הסבך שנוצר בשוק איגרות החוב הוא להחזיר לו תכונות של שוק: להניח למשקיעים המוסדיים יתר חופש בבחירת השקעותיהם, ולאפשר למגפיקים שונים להתחרות על כספי המשקיעים על־ידי הצעת תנאים שאינם כפופים להגבלות³. צורכי המדינה, המשתקפים בתקציב הממשלה וקשורים במידה רבה בנטל הוצאות הביטחון, מחייבים גיוס כספים בהיקף ניכר גם בשוק ההון. השפעה ניכרת של הממשלה בשוק היא לכן בלתי נמנעת, אך רצוי היה להפחית את מידת ההתערבות ביחס לאותו חלק מהיצע ההון שהממשלה מקצה לצורך מימון ענפי המשק.

ב. הנפקות חדשות של מניות

בשנת 1967 נמשך הקיפאון בהנפקות חדשות של מניות, קפאון אשר החל בסוף 1964. בשוק המשני, בבורסה, נבלמה אמנם הנסיגה במעמדן של המניות, אך לא היה די בכך כדי להניע את גלגלי ההנפקות החדשות. מספר טעמים לדבר — מהם הנוגעים לשנת 1967, ואחרים כלליים יותר:

(א) הנפקת מניות קשורה, בדרך כלל, בתכנון השקעות ובהערכה אופטימית של סיכויי העסק המגפיק. שנת 1967 עמדה בחלקיה הראשונים בסימן של נסיגה כלכלית ואי־ודאות, אשר לא הצדיקו תכנון מימון השקעות חדשות בתנאים מסחריים.

(ב) הכנת הנפקת מניות הוא עניין ממושך, במיוחד לחברות שמניותיהן טרם רשומות בבורסה.

¹ על פי הסדר בין הממשלה להסתדרות, מופנית כמחצית ההשקעה המוכרת למפעלי חברת העובדים, בעיקר באמצעות "גמול" ובנק הפועלים.

² במקרים מסויימים נעשים הסדרים שלא החברה המגפיקה היא שתשא בהוצאות ההנפקה, אולם בסופו של דבר נושא בהן מקבל האשראי.

³ לשם כך יהיה צורך, בין היתר, להנפיק איגרות־חוב ממשלתיות בתנאים הנותנים מקום להתחרות. הצבענו לעיל על התנאים הנוחים במיוחד בהם הוצעו מילווה הברייה. כשתקרת חוק הריבית היא 11 אחוזים, ומילווה ממשלתי מוצע בתשואה של 10.76 אחוזים, ברור כי אין מגפיק פרטי יכול להתחרות באיגרות החוב הללו, אפילו יזכה בהקלות מס־הכנסה דומות לאלה המוענקות לרוכשי איגרות־חוב ממשלתיות.

(ג) חברות שמניותיהן רשומות בבורסה היססו להנפיק מניות חדשות בשל רמת השערים הנמוכה, על אף העלייה שחלה בהם במשך השנה. (ראה דיאגרמה כ"1).

נוסף על שלושה גורמים אלה, תורם למיעוט הנפקות מניות גורם בסיסי יותר, שאינו קשור בנסיבות 1967 דווקא. עסקים אינם נוטים לגייס הון מניות כל עוד יש ביכולתם להשיג הון מילווה בתנאים מתקבלים על הדעת. שליטת הבעלים בעסק ורווחיות השקעתם נותנים עדיפות להגדלת ה"מגוף הפיננאסי" במידה שדבר זה אפשרי. מבחינה זו לא עודדו ההתפתחויות ב־1967 פנייה לשוק המניות: לעסקים במרבית ענפי המשק ניתנה אפשרות ללוות ממוסדות כספיים בתנאים נוחים יחסית. הסדרי ההצמדה, ששימשו גורם מרתיע מפני נטל גדול מדי של מילווה עד לפני מספר שנים, בוטלו כמעט לחלוטין. הנתונים מראים כי מוסדות כספיים המלווים לתעשייה הרחיבו את האשראי ב־1967, יותר מאשר בשתי השנים שקדמו לה, על-אף השפל בהשקעות. מסתבר איפוא, כי אפילו לא היו פועלים שלושה הגורמים שנזכרו לעיל, ספק אם ניתן היה לצפות לריבוי הנפקות של מניות.

עד כאן הסברנו את היעדרן של הנפקות מניות בגורמי היצע — קיומם של מקורות מימון אלטרנטיביים ותנאי שוק בלתי מתאימים. אין להתעלם גם מגורמי ביקוש, שלא עודדו אף הם הנפקות חדשות. רמת התשואה שהוצעה למשקיעים באגירות חוב היתה גבוהה, כך שנכונותם להשקיע בניירות־ערך שיש בהם סיכון היתה מותנית בסיכויים לתשואה שהחברות המנפיקות לא יכלו להציע להם. בלשון אחרת: לא היו סיכויים למכור מניות חדשות בתנאים שיכלו להיות סבירים מבחינת החברות המנפיקות. דבר זה קשור, כמובן, ברמת השערים בבורסה, שאותה הזכרנו לעיל. המצב בשוק המשני קובע הן את כדאיות ההנפקות מבחינת החברות והן את הסיכויים לזכות ברווחי הון, שהשפעתם על הנכונות להשקיע במניות גדולה מזו של רמת תשואת הדיבידנד.

4. ההתפתחויות בשוק המשני — הבורסה לניירות הערך

א. ניירות הערך הרשומים בבורסה

רישומם של ניירות־ערך בבורסה מאפשר מסחר בהם במסגרת מוסדית קבועה. לכן ערכם של ניירות־הערך הרשומים בבורסה הינו מודד לגודלו של המלאי הסחיר של ניירות ערך במשק. בשנת 1967 גדל ערכם של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב ב־630 מיליון ל"י בערך — שהם כ־28 אחוזים — והגיע בסוף השנה ל־3,000 מיליון ל"י (לוח כ"5).

מתוך גידול זה ניתן ליחס כ־200 מיליון ל"י לשינויים בערכם של ניירות־ערך שהיו רשומים בראשית השנה, ו־430 מיליון ל"י, בקירוב, לרישומם של ניירות ערך חדשים¹. השינויים בערכם של ניירות שהיו רשומים בראשית השנה קשורים במספר תהליכים:

(א) עליית מדד מחירי המניות שהוסיפה לערכן של המניות הרשומות כ־80 מיליון ל"י. (ערך המניות החדשות שנרשמו הגיע ל־45 מיליון ל"י בלבד).

(ב) פיתוח ערך ה"ל"י ב־1967 הגדיל בשיטת בערך את ערכם הנקוב של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, או שערכם צמוד לשער־החליפין של המטבע². (מדד מחירי איגרות החוב הצמודות עלה בהתאמה לשיעור הפיחות). הפיחות הוסיף כ־75 מיליון ל"י לערכן של המניות ואיגרות החוב הנסחרות במטבע־חוץ ו־30 מיליון ל"י לערכן של איגרות החוב הצמודות.

(ג) איגרות־החוב שערכן צמוד למדד המחירים לצרכן לא הוסיפו השנה הרבה לערכן כתוצאה

¹ כנגד רישומם של ניירות ערך חדשים בסכום של כ־635 מיליון ל"י (ברוטו) יש להעמיד את מחיקתם מן הרישימה של ניירות־ערך קיימים, בעיקר איגרות־חוב שעמדו לפדיון.

² איגרות חוב בהצמדה מעורבת, למדד המחירים ולשער־החליפין, ערכן עלה כתוצאה ישירה מן הפיחות ב־8 אחוזים בערך.

לוח כ' - 5

ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, במחירי השוק, 1966 ו-1967

1967		1966		
(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	
א. ניירות ערך הנסחרים במטבע ישראלי				
				(1) מילוות ממשלתיים
16.4	490.6	15.7	372.2	צמודים *
0.8	25.3	1.2	28.6	בלתי צמודים
17.2	515.9	16.9	400.8	סך הכול
				(2) מילוות אחרים
33.4	1,000.4	31.9	757.9	צמודים *
0.1	3.2	. .	0.5	בלתי צמודים
33.5	1,003.6	31.9	758.4	סך הכול
50.7	1,519.5	48.8	1,159.2	(3) סך כל המילוות (1) + (2)
				(4) מניות רגילות
12.2	365.3	12.7	300.4	כספים וביטוח
3.5	105.2	4.8	114.3	מקרקעין
4.1	122.7	2.8	67.6	תעשייה ומסחר **
0.4	12.7	0.4	10.4	דלק ונפט
4.7	142.3	5.4	127.2	חברות להשקעה
24.9	748.2	26.1	619.9	סך הכול
0.4	13.1	0.8	17.5	(5) מניות בבורה
25.3	761.3	26.9	637.4	(6) סך כל המניות (4) + (5)
				(7) סך כל ניירות הערך הנסחרים
76.0	2,280.8	75.7	1,796.6	במטבע ישראלי (3) + (6)
ב. ניירות ערך הנסחרים				
				במטבע חוץ
4.3	590.0	19.3	458.8	(1) מילוות
19.7	128.6	5.0	118.3	(2) מניות
24.0	718.6	24.3	577.1	סך הכול
100.0	2,999.4	100.0	2,373.7	ג. סך הכול כללי (א) + (ב)

* כולל מילוות "ברירה".

** כולל שירותים ציבוריים.

ה מקור : הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב.

מיציבות המדד. גידול הערך אותו ניתן ליחס לעלייה קלה שחלה בשערי איגרות החוב צמודות המדד מגיע ל-20 מיליון ל"י בקירוב.

רישומם של ניירות-ערך בבורסה מאפשר את המסחר בהם, אך אינו מבטיח קיומו של מסחר. מתוך נתוני לוח כ"ו, שהינם לגבי ניירות-ערך הנקובים במטבע ישראלי בלבד — ניתן לראות, כי בשנים האחרונות ירד שיעור המחזור השנתי של המסחר במניות ובאיגרות חוב צמודות. לגבי מניות ניתן להסביר את מגמת הירידה בצמצום רב במחזור העסקות (ערך ההון הסחיר ירד גם הוא, אך בשיעור נמוך יותר). ביחס לאיגרות חוב שונה הסיבה — מחזור המסחר עלה, אך ערך האיגרות הרשומות גדל בשיעור רב הרבה יותר. הירידה בשיעור המחזור השנתי של איגרות החוב קשורה בהחזקת חלק גדול והולך של המלאי הקיים בידי משקיעים, דוגמת מוסדות הגמל, שאינם מרבים לסחור בניירות הערך שהם רוכשים. מגמת הירידה בשיעור המחזור של ניירות הערך הרשומים בבורסה נראית ברורה למדי, אך יש להיוהר מהסקת מסקנות בדבר מידת הירידה, שכן נתוני המסחר עליהם מבוסס החישוב אינם שלמים; אין הם כוללים פעולות עימות של סוכנים, ששיעורן עשוי להתנוודד במידה ניכרת מתקופה לתקופה.

לוח כ"ו-6

הון סחיר (במחירי השוק) ומחזור עסקות של ניירות-ערך הנקובים במטבעי-ישראל
בבורסה של תל-אביב*, 1961 עד 1967

איגרות-חוב צמודות			מניות			
שיעור מחזור שנתי**	מחזור שנתי	הון סחיר ממוצע	שיעור מחזור שנתי**	מחזור שנתי	הון סחיר ממוצע	
(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	
9.5	33.2	347.7	26.1	45.6	173.0	1961
8.5	46.8	540.6	26.9	67.6	246.1	1962
6.1	37.8	617.5	40.0	231.9	579.7	1963
5.8	41.2	702.4	26.6	216.9	806.6	1964
5.5	44.9	814.0	11.3	89.4	789.5	1965
4.9	47.7	984.3	8.1	56.9	701.0	1966
4.7	55.2	1,178.9	7.6	43.3	694.1	1967

* הנתונים שונים מאלה המופיעים בלוחות כ"ד וכ"ו-11 שכן האחרונים כוללים גם מחזורי עסקות בניירות ערך הנקובים במטבע חוץ.

** מותאם לפי מספר ימי העסקים בכל חודש.
ה מ ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ב. המסחר בבורסה

בשנת 1967 נבלמה הנסיגה בשוק המניות, נסיגה שנמשכה כמעט ללא הפוגה מאז הרביע השני של שנת 1964. גם בשנים 1964 עד 1966 חלה התעוררות זמנית בהיקף המסחר בחודש זה או אחר, אך לאחר מכן התחדשה מגמת הירידה. בשנת 1967 לא נמשכה מגמת העלייה במחזורים במשך השנה כולה, אולם לאחר השיא שהושג ברביע השני נשמרה יציבות יחסית בהיקף המסחר ברמה גבוהה יותר מאשר ברביע הראשון של השנה.

מחזור העסקות במניות ברביע הראשון של 1967 ירד לרמתו הנמוכה ביותר מאז הרביע השני של 1960, אולם כבר במחצית חודש מארס החלה פעילות ערה יותר. המחזורים בחודשים אפריל

נפח העסקות במניות בבורסה, 1966 ו-1967

1967			1966			
השינוי במדד המחרים *	נפח מסחר (אלפי ל"י)	מיליוני ל"י	השינוי במדד המחרים *	נפח מסחר (אלפי ל"י)	מיליוני ל"י	
-2.8	124	2.7	-3.7	225	4.7	ינואר
-1.9	125	2.5	-3.5	272	5.4	פברואר
+4.5	138	2.9	-2.9	224	4.9	מארס
-0.5	129	8.1	-9.7	239	15.0	רביע ראשון
+15.9	389	7.0	+0.4	217	3.0	אפריל
-10.6	421	8.4	+5.2	506	10.6	מאי
+7.2	378	7.2	+1.6	394	8.7	יוני
+11.1	397	22.6	+7.2	392	22.3	רביע שני
+1.1	205	4.5	-7.1	258	5.2	יולי
-1.6	168	3.7	-2.2	163	3.7	אוגוסט
+2.1	209	4.2	-0.9	175	3.0	ספטמבר
+1.5	194	12.4	-10.0	198	11.9	רביע שלישי
-1.2	162	3.1	-3.7	132	2.7	אוקטובר
+0.3	198	4.4	-6.3	160	3.5	נובמבר
-0.7	201	4.2	-2.6	185	3.9	דצמבר
-1.6	188	11.7	-12.1	160	10.1	רביע רביעי
+10.5	223	54.8	-23.4	244	59.3	כל השנה

* השינוי באחוזים של המדד התודשי לשערי המניות הרגילות (הלשכה המרכזית הסטטיסטית).
זמקור: הכורסה לניירות ערך בתל-אביב.

עד יוני גדלו כמעט פי שלושה, יחסית לראשית השנה. הגידול במחזור הוסבר בחלקו בכך ששערי מספר ניכר של מניות מבוססות ירדו לרמה בה הבטיחו לא רק סיכוי של רווחי הון לאורך זמן אלא גם תשואת דיבידנד בלתי מבוטלת (ראה להלן). נוסף על כך מסתבר כי בשל היקפו המצומצם של השוק יש בכוחו של ביקוש מצומצם למדי להביא עליית שערים ניכרת. בשנים 1964 עד 1966 לא גרמו עליות שערים זמניות להחזרת ציבור רחב יותר של משקיעים-קונים לשוק. להיפך — הן נוצלו למכירת מניות שנרכשו בעבר, והביאו לאחר זמן קצר להתחדשות מגמת הירידה. ב-1967 כבר נמצאו השערים ברמה כה נמוכה שעלייתם החדה בחודשים מארס-אפריל (ב-23 אחוזים בערך) לא גרמה לגל חדש של מכירות. במחצית השנייה של מאי חזרו אמנם השערים וירדו ב-10 אחוזים, כתוצאה מממשושי רווחים והשפעת המתיחות שקדמה למלחמת ששת הימים, אך ביוני נמשך מחזור ער, שהיה קשור בהגברת הביקוש ובעליית השערים מחדש. במחצית השנייה של השנה היו מחזורי המסחר במניות נמוכים במידה ניכרת מאשר ברביע השני, אך מגמת הירידה לא התחדשה.

נפח המסחר במניות בבורסה של תל-אביב הוא עדיין מצומצם מאד — את המחזור השנתי של 55 מיליון ל"י ב-1967 ניתן להעריך על-ידי השוואתו להיקף ההנפקות החדשות של איגרות חוב שהגיע באותה שנה ליותר מ-700 מיליון ל"י, נטו (להוציא מלוות קליטה וביטחון). מסתבר כי

התפלגות המניות הרגילות ברשומות בבורסה לפי מחזור העסקות השנתי בהן, 1967 *

קבוצה	בנקים ומוסדות כספיים	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ומסחר **	שירותים ציבוריים דלק ונפט ***	חברות להשקעות	סך-הכול	מחזור העסקות הכולל	אחוז מערך השוק של המניות **
עד 100	4	2	8	1	5	20	1.8	5.8
100-250	4	1	9	2	4	20	7.3	11.6
250-500	5	6	5	—	2	18	14.2	17.9
500-1,000	6	—	3	—	2	11	17.2	9.9
1,000-2,500	3	3	1	1	3	11	37.6	35.6
2,500 ומעלה	3	—	—	—	—	3	21.9	19.2
סך הכול	25	12	26	4	16	83	100.0	100.0

* מובאת התפלגות החברות, שכן במקום שרשום יתום מסוג אחד של מניה רגילה, צורפו יחד מחזורי כל הסוגים לצורך החישוב.
 ** בשתי מניות המופיעות בהיקף מסחר של עד 100 אלף לא היה מסחר כלל.

*** שתי הקבוצות צורפו יחד כיוון שבקבוצת שירותים ציבוריים רשומות מניות חברה אחת בלבד. במניה אחת מקבוצת דלק ונפט היה מסחר כלל.

**** מחושב לגבי ערך השוק ב-31.12.67.

ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

ציבור המשקיעים במניות הינו עדיין קטן יחסית—ודבר זה עלול לגרום לתופעות שאינן מגבירות את אימונו של הציבור הרחב בבורסה.

הכוונה לתנודות שערים חריפות הנגרמות בשל שינויים לא גדולים בביקוש או בהיצע. המסחר בבורסה הינו מרוכז למדי מבחינה זו, שחלק ניכר מן המחזור קשור במספר מצומצם של מניות. כפי שניתן לראות בלוח כ' - 8, מחזור העסקות השנתי של מניות 14 חברות בלבד עלה ב-1967 על מיליון ל"י, ומחזור העסקות של מניות 3 חברות עלה על 2.5 מיליון ל"י. בסך הכול היה מחזור המסחר במניותיהן של 14 חברות אלה כמעט 60 אחוזים מנפח העסקות הכולל במניות¹. ערך השוק של מניות אלה היה כ-55 אחוז מערכן של כל המניות שהיו רשומות בבורסה בסוף 1967. לגבי המניות הפחות נסחרות ניתן היה לצפות ששינויים לא גדולים בהיקף העסקות יגרמו תנודות חריפות בשערים; אך גם המניות הנסחרות ביותר מתנודדות במחיר בשיעור לא מבוטל בעקבות ביקוש או היצע שמימדיהם אינם גדולים במיוחד (את "גודל" הביקוש וההיצע, מבחינת השפעתם האפשרית על המחירים, יש למדוד יחסית למלאי הסחיר של נייר הערך בו עוסקים². מאחר שנתונים כאלה אינם ברשותנו, הערכנו את היקף העסקות יחסית לסכומים המופעלים היום בשוק הכספים). לדוגמה, הבאנו בלוח כ' - 9 את השינויים שחלו בשערי מספר מניות

¹ הנתונים על היקף המסחר אינם מקיפים פעולות עימות שמבצעים הסוכנים בין לקוחותיהם. סביר להניח — אם כי הדבר טעון בדיקה — שהיקף פעולות העימות גדול יותר לגבי המניות הנסחרות יותר.

² תיאורטית קיימת אפשרות לסחור בכל הסכום הרשום בבורסה של מניה זו או אחרת, אולם למעשה מוחזקות, בדרך כלל, "חבילות" גדולות של מניות בידי קבוצות, או יחידים שלהם השליטה בחברה שמניותיה רשומות בבורסה. להוציא מקרים מיוחדים של העברת שליטה, או פטירה, אין מניות אלה עומדות למכירה, כך שהמלאי הסחיר קטן יותר מן הסכום הרשום בבורסה.

תנודות שערים ונפח מסחר ממוצע של מספר מניות, מארס עד מאי 1967

מחזור עסקות חודשי ממוצע מארס-מאי	עליית שערים במארס-אפריל	ירידת שערים במאי	
(אלפי ל"י)	(אחוזים)		
מניה א' *	378	36.6	-17.2
מניה ב' *	372	38.3	-15.7
מניה ג' *	207	50.2	-28.5
מניה ד' **	217	32.3	-14.1
מניה ה' ***	64	25.6	-18.7
מניה ו' ****	105	39.1	-18.4
מניה ז' ****	192	24.0	-12.9

* קבוצת בנקים ומוסדות כספיים.

** קבוצת מקרקעין ופיתוח.

*** קבוצת תעשייה ומסחר.

**** חברות השקעה.

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

שהמסחר בהן היה ניכר (יחסית) בתודשים מארס-מאי 1967, ולצידם את המחזור החודשי הממוצע של המסחר באותן מניות. היקף המסחר הוא כה מצומצם שפעולת ספקולנטים בודדים היתה יכולה לגרום לתנודות השערים. כאשר התנודות הן כה גדולות — לשני הכיוונים — מובן היחס הזהיר של ציבור המשקיעים לאפשרות ההשקעה במניות.

היקף מחזור העסקות באיגרות חוב המשיך לגדול גם ב-1967, בהמשך למגמה הניכרת מזה שנים אחדות. המסחר במילווה היה קרוב לשלושה רבעים מערכן הכולל של העסקות בבורסה (להוציא עימות פנימי שמבצעים הסוכנים) — יחס הפוך לזה שהיה קיים עוד ב-1964. (לוח כ' 11). ארבעה סוגים עיקריים של איגרות-חוב נסחרים בבורסה: המילווה קצר-המועד, מילווה ברירה, מילווה צמודים למדד יוקר המחיה ומילווה הנסחרים במטבע חוץ או צמודים לשער-החליפין של המטבע.

בלוח כ' 11 ניתן לראות, כי בשתי השנים היה מחזור המסחר במילווה קצר-המועד גדול גם מן המחזור בקבוצת המילווה צמודי המדד, (כולל מילווה ברירה) וגם מן המחזור בקבוצת איגרות החוב הדולריות. עם זאת, ראוי לציון, כי בניגוד ל-1966, גדל בשנה האחרונה יותר נפח המסחר באיגרות-חוב לזמן בינוני וארוך, יחסית למלווה קצר המועד. בשנת 1966 גדל המסחר במילווה קצר מועד ב-74 אחוזים יחסית ל-1965, בעוד שהמסחר באיגרות חוב אחרות גדל רק ב-5 אחוזים. ב-1967 היו שיעורי הגידול כדלקמן: איגרות-חוב — 31 אחוזים; מילווה קצר מועד — 9 אחוזים. במיוחד גדל ב-1967 היקף המסחר באיגרות-חוב צמודות מדד ובמילווה ברירה. תרמו לכך הרחבת המסחר במילווה קליטה (שנרשם בבורסה רק ב-1967 ונסחר קודם לכן בשוק החופשי) וגידול משקלם של מילווה הברירה בשוק — הן מבחינת הנפקות והן מבחינת היקף המסחר.

לוח כ' - 10

היקף המסחר באיגרות חוב בבורסה של תל-אביב, 1966 ו-1967

1967				1966			
סך הכול	ממוצע שבועי *			סך הכול	ממוצע שבועי *		
	קצרי מועד	איגרות חוב דולריות ***	צמודי מדד **		קצרי מועד	איגרות חוב דולריות ***	צמודי מדד **
(מיליוני ל"י)		(אלפי ל"י)		(מיליוני ל"י)		(אלפי ל"י)	
14.9	1,328	1,152	955	10.6	1,093	1,036	338
14.3	1,730	1,081	583	10.9	1,033	1,330	397
12.7	1,179	1,158	788	11.7	1,070	1,058	395
41.9	1,412	1,130	775	33.2	1,065	1,141	377
14.4	1,653	1,238	1,282	8.4	1,611	893	384
14.9	1,734	1,314	715	8.2	798	956	280
9.2	1,071	848	434	10.5	1,073	854	312
38.5	1,486	1,133	810	27.1	1,161	901	325
12.9	1,417	1,055	733	11.1	1,771	844	274
10.8	959	840	643	9.1	1,114	738	255
8.0	509	707	761	7.3	1,317	667	230
31.7	962	867	712	27.5	1,401	750	253
10.5	1,035	722	1,113	11.9	1,931	729	252
15.6	1,267	1,135	1,430	14.8	1,093	867	1,399
20.4	2,007	1,729	1,170	17.5	1,146	1,344	1,674
46.5	1,436	1,195	1,238	44.2	1,390	980	1,108
158.5	1,324	1,081	886	132.0	1,254	943	516

* מותאם לפי מספר ימי מסחר בשבוע.

** כולל מילוחת קליטה ומילוחת ברירה.

*** כולל איגרות חוב הנקובות במטבע חוץ.

ה מקור: סך כל העסקות - הבורסה לניירות ערך; ממוצע שבועי - מינהל מילוחת המדינה לפי הבורסה לניירות ערך.

לוח כ' - 11

נפח העסקות בבורסה, 1964 עד 1967

מניות	מילואות	סך הכול	מניות	מילואות	סך הכול
(מיליוני ל"י)			(אחוזים)		
1964	222.2	72.8	295.0	75.3	24.7
1965	91.3	103.8	195.1	46.8	53.2
1966	59.3	131.9	191.2	31.0	69.0
1967	54.8	158.5	213.3	25.7	74.3

ה ס ק ו ר : המורסה לניירות ערך בתל-אביב.

כפי שניתן לראות בלוח כ' - 10 לא היה גידול רצוף בנפח המסחר באיגרות-חוב ב-1967: לאחר רמה גבוהה של עסקות ברביע הראשון חלה ירידה ברביעים השני והשלישי, והתאוששות ברביע האחרון. מעניין לציין היעדר הקבלה בהתפתחות נפח המסחר בין שוקי המניות ואיגרות-החוב: הרביע האחרון של 1966 והראשון של 1967, שהיו תקופת שפל במסחר המניות, הצטיינו בפעילות ערה בשוק איגרות-החוב. ברביע השני של 1967, עת התרחב המסחר בשוק המניות, חל צמצום מה בשוק איגרות-החוב. ייתכן כי הדבר מעיד על העברת כספי משקיעים משוק אחד למשנהו.

עמדנו לעיל על הריכוז הקיים במסחר בשוק המניות. גם בשוק המילואות התרכזו חלקו הגדול של המסחר במילואות בודדים. בבורסה רשומות מאות סדרות של מילואות, אשר הנפיקו המדינה ועשרות חברות ומוסדות, אך בחלק ניכר מהן נפח המסחר הוא אפסי. מצב זה נובע מכך, שמרבית המילואות הנרכשים במקור בידי משקיעים מוסדיים מוחזקים אצלם, והם אינם חלק פעיל מהון המילואות

לוח כ' - 12

התפלגות איגרות-חוב * הרשומות בבורסה לפי מחזורי-המסחר, 1967

סוג אג"ח	צמודות למדד המחירים לצרכן	צמודות לשער החליפין	הצמדה מעורבת ובלתי צמודות	מילואות ברירה	נסחרות במטבע- חוץ	סך-הכל	אחוזים מסך-הכל המסחר	אחוזים מערך השוק של אגרות החוב
עד 100	15	4	15	7	9	50	1.2	23.0
100-250	2	5	4	2	4	17	3.0	18.0
1,000-250	3	6	1	—	6	16	9.9	16.4
2,500-1,000	2	5	—	—	4	11	16.7	11.5
2,500 ומעלה	2	3	—	1	1	7	69.2	31.1
סך הכול	24	23	20	10	24	101	100.0	100.0
אחוזים מסך כל-המסחר	17.4	20.7	1.4	27.1	33.4	100.0		
אחוזים מערך השוק של אגה"ח	27.6	14.0	4.4	26.3	27.7	100.0		

* מוצגת התפלגות המנפיקים (לגבי כל סוג אג"ח) — לא התפלגות סדרות בודדות של איגרות חוב.
ה ס ק ו ר : עיבור לפי נתוני המורסה לניירות-ערך בתל-אביב.

הסחיר בבורסה. בין מילווות הברירה התרכזו עיקר המסחר במילווה הפיתוח הממשלתי; מילווה הקליטה היווה מרכיב עיקרי במסחר במילווות צמודי-מדד. בין איגרות-החוב הנסחרות במטבע-חוץ יש מקום דומיננטי לאלה של "הוליס" (חברה-בת של הסוכנות היהודית), ורק בין איגרות-החוב הצמודות לשער החליפין קיימת מידה רבה יותר של פיזור במסחר: מלבד בטבי דולר ומספר מילווות ממשלתיים אחרים, היה ב-1967 נפח מסחר לא מבוטל גם באיגרות-חוב של חברת החשמל, מפעלי ים-המלח ומספר חברות אחרות. (ראה לוח כ"12).

ג. התפתחות השערים

בשנת 1967 פסקה מגמת הירידה בשערי המניות, אשר נמשכה ברציפות מאז ראשית 1964 (ראה דיאגרמה כ"1). המדד החדושי של שערי המניות הרגילות היה נמוך אמנם יותר בסוף השנה משהיה בסוף אפריל ובמרבית חדשי המחצית השניה שלה, אך בסך הכל עלה ב-11 אחוזים בקירוב, בהשוואה לירידות של 23 אחוזים ב-1966, 18 אחוזים ב-1965 ו-14 אחוזים ב-1964.

השינוי במגמה ניכר במחצית חודש מארס, שעד סופו עלו השערים בלמעלה מ-6 אחוזים. עליית שערים זו, שלא היתה קשורה בהרחבה יוצאת דופן בנפח העסקות, משכה, כנראה, אל השוק משקיעים שרצו לנצל את ההזדמנות לקנות ניירות-ערך במחיר זול יחסית. כשם שב-1964 היו הציפיות לסיומה של תקופת גיאות ארוכה אחד הגורמים שהביאו לירידות השערים, כך נראה, שבראשית 1967 נוצרה ההרגשה שאין אפשרות, כי מחירי המניות יוסיפו לרדת עוד הרבה (להוציא מניותיהן של מספר חברות, אשר הסתבכו בקשיים עסקיים). ההשקעה במניות אינה מבוססת, בדרך כלל, על שיקולים של הכנסה שוטפת, אך אין להתעלם מכך שתשואת הדיבידנד של מספר חברות מבוססות לא נפלה במידה ניכרת מן התשואה לנכסים פינאנסיים אחרים. (עוד ב-1966 הושווה מעמדם של המשקיעים במניות הרשומות בבורסה לזה של רוכשי איגרות חוב, מבחינת הגבלת ניכוי מס ההכנסה ל-25 אחוזים). נוצר, איפוא סיכוי טוב לרווחי הון, שלא היה כרוך בוותור רב על הכנסה שוטפת. בלוח כ"13 מובאים שערי כמה מניות שמחזורי המסחר בהן ניכרים ולצידם תשואת הדיבידנד שלהן בשנים 1964 ו-1967 וכן התשואה הכוללת לשנת 1967¹. השוואת השערים קרוב לשיא הגיאות בשוק המניות לרמתם בראשית 1967 ממחישה בצורה בולטת מאד את ממדי הירידה, שבה עמד שוק המניות בשלוש השנים 1964 עד 1966. תשואת הדיבידנד של מרבית המניות היתה נמוכה בשנת 1964 במידה ניכרת משערי הריבית בשוק החופשי. בראשית 1967 היה הפער מצומצם בהרבה, והמשקיעים אשר "נכנסו" אז לשוק זכו לתשואה כוללת גבוהה, שהגיעה ל-17 אחוזים בממוצע לגבי כל המניות הרגילות. התשואה לכמה מן המניות, בכללן מן הנסחרות ביותר, היתה גבוהה בהרבה, כפי שניתן לראות בלוח.

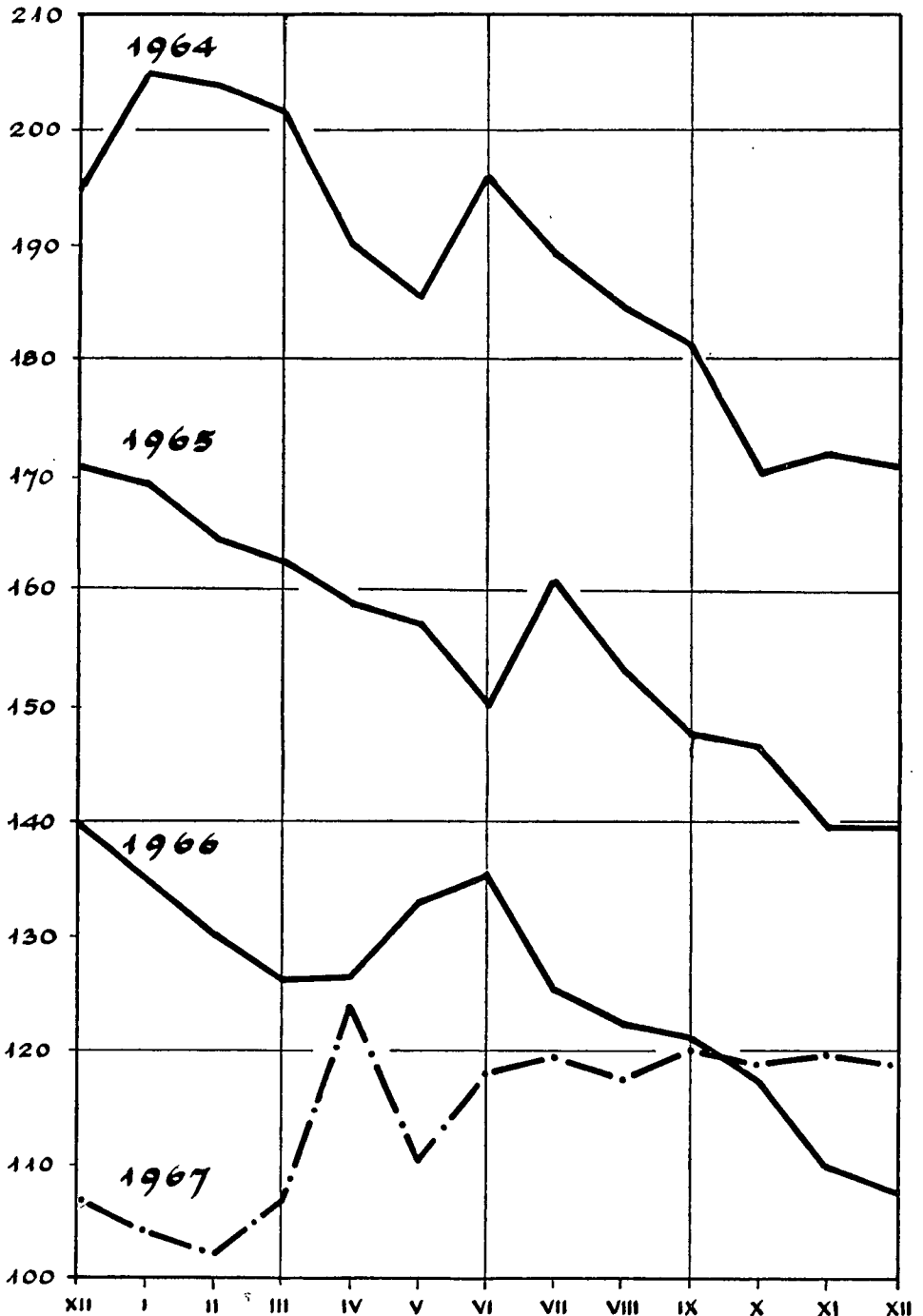
קשה לקבוע עדיין אם התייצבות שערי המניות בשנת 1967 מבשרת ראשיתה של גיאות חדשה בשוק המניות. (בחודשים הראשונים של 1968 נמשכה מגמת העלייה בשערים וחלה התרחבות רבה בנפח המסחר). הסברנו לעיל מדוע היה סביר להניח, שאמנם יחול מפנה בשוק ב-1967, אולם יש לזכור, כי בשנים 1964 עד 1966 עמד השוק מדי פעם בסימן גיאות זמנית, שאחריה נמשכה הירידה. הציפיות שנגלתה במחצית השנייה של 1967 והתחדשות העלייה בשערים ובמחזורים בראשית 1968 נותנים יסוד לתקווה, שהמפנה ב-1967 היה שונה באופיו מזה של 3 השנים הקודמות. עם זאת, נשאר השוק עדיין צר למדי, ופעילות ספקולנטית עלולה לגרום לתנודות שערים חריפות. יציבותו של שוק המניות לאורך זמן תלויה בגידול מספר המשקיעים (בכלל זה — משקיעים מוסדיים), תחום שבו לא חל, כנראה, שינוי גדול ב-1967. (היא תלויה, כמובן, גם בהתייאת שוק ההנפקות החדשות, בו מותנית הגדלת ההון הסחיר במסגרת הבורסה).

¹ התשואה הכוללת היא צירוף הדיבידנד ששולם במשך השנה לשינוי בשער המניה מראשית השנה ועד סופה.

דיאגרמה כ"י

המדד החודשי לשערי מניות רגילות, 1964 עד 1967

(סופי חודשים ; 100 = 1960)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

שערים ותשואות של מכפר מניות, 1964 ו-1967

(אחוזים)

1967			1964		
תשואה כוללת	תשואת דיבידנד ⁶	שער 26.2	תשואת דיבידנד ⁶	שער 26.2	
47.9	7.4	188	2.9	430	מניה א' ¹
41.6	7.8	170	2.1	389	מניה ב' ¹
41.2	11.1	144	5.4	147	מניה ג' ¹
22.4	10.0	101	3.1	321	מניה ד' ¹
57.4	12.5	80	1.6	383	מניה ה' ¹
10.4	12.1	140	1.7	419	מניה ו' ²
-3.7	14.5	103	4.5	223	מניה ז' ³
40.7	7.1	99	—	149	מניה ח' ³
42.1	9.1	110	5.1	276	מניה ט' ⁴
24.8	8.3	121	—	326	מניה י' ⁵
36.9	8.1	149	2.5	393	מניה י"א ⁵

1 קבוצת כספים וביטוח.

2 קבוצת מקרקעין ופיתוח.

3 קבוצת תעשייה ומסחר.

4 קבוצת דלק ונפט.

5 קבוצת חברות-השקעה.

6 תשואת הדיבידנד מחושבת ליום 26.2 בכל שנה לפי הדיבידנד במומן ששולם בשנה שקדמה לאוחז יום. ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך (עיתוני בנק ישראל).

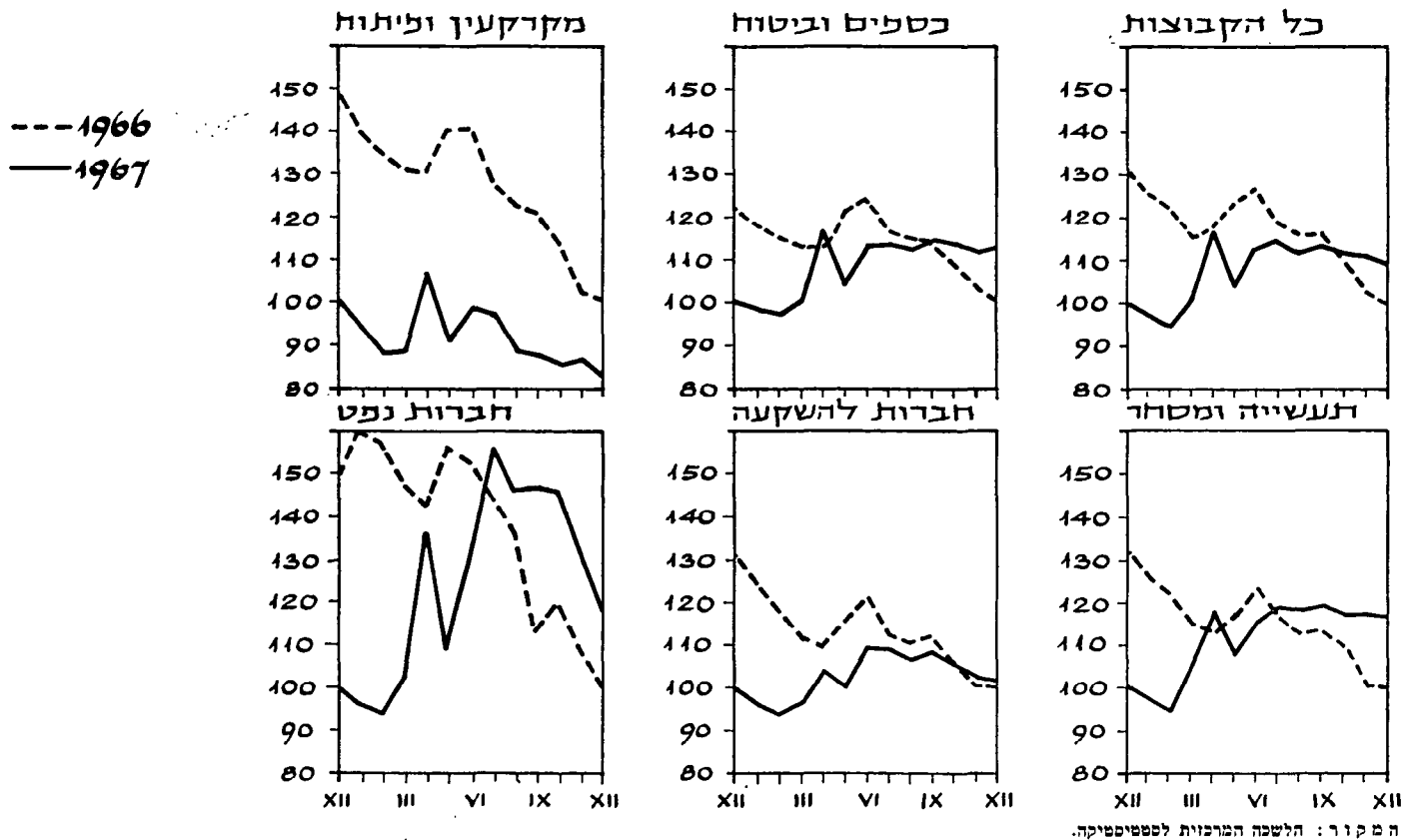
התפתחות השערים בקבוצות המניות היתה דומה במגמותיה לזו של המדד הכללי, אולם היו הבדלים ניכרים בעוצמת השינויים. (ראה לוח כ' 14 ודיאגרמה כ' 2). מדד שערי קבוצת כספים וביטוח, שהיא הגדולה והפעילה מקבוצות המניות הרשומות בבורסה, השתנה במקביל למדד הכללי, והיה גבוה ממנו במקצת כמעט כל חודשי השנה. מדד שערי מניות חברות מקרקעין ופיתוח עלה בחודש אפריל, במקביל למדדי השערים בקבוצות אחרות, אך בניגוד להן המשיך במגמת הירידה במחצית השנייה של השנה. הירידה בקבוצה זו הגיעה בסיכום שנתי ל-18 אחוזים — פחות מאשר ב-1966, אך בניגוד בולט למגמה הכללית. מדד שערי מניות תעשייה ומסחר עלה בסיכום שנתי יותר ממרבית המדדים הקבוצתיים האחרים (להוציא חברות נפט) — רמת המחירים בסוף 1967 היתה גבוהה ב-16 אחוזים משהיתה בסוף 1966. יש לזכור, עם זאת, כי מדד שערי מניות תעשייה ומסחר ירד במידה רבה יותר מן המדד הכללי בשנות השפל. על בסיס 100=1960 היה מדד שערי קבוצה זו בסוף 1966 72.8, לעומת רמה של 125.5 במדד הכללי ושל 199.1 במדד שערי חברות כספים וביטוח. שערי מניות חברות ההשקעה, שעלו בשיעור דומה לזה של יתר השערים בחודש אפריל, איבדו בהמשכה של 1967 את מרבית התוספת ועמדו בסוף השנה רק 1.5 אחוז מעל לרמתם בראשיתה. (שיפור ניכר חל בשערי הקרנות להשקעות משותפות בנאמנות, שעלו יותר מן המדד הכללי של שערי המניות).

קבוצת חברות הנפט, עליה נמנה מספר קטן של חברות, משמשת מוקד לפעילות ספקולטיבית, וברמת השערים שלה חלו תנודות חריפות יותר מאשר בקבוצות אחרות: העלייה במדד השערים של הקבוצה בחודש אפריל היתה כפולה מזו שהיתה בקבוצות אחרות, וגם בחודשים יולי עד אוקטובר

דיאגרמה כ"2

מדדים של שיערי מניות, 1966 ו-1967

(סופי חודשים ; דצמבר 1966 = 100)



מדדים יומיים לשערי ניירות הערך, 1967

(100.0=29.12.1966)

התאריך	המדד הכללי לשערי המניות	מניות						איגרות חוב	
		כספים וביטוח	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ומסחר	חברות להשקעה	חברות נפט	צמודות לשער החליפין	צמודות למדד המחרים	
31.1	97.2	98.1	95.0	97.8	96.2	95.6	99.6	100.4	
28.2	94.7	97.2	89.5	94.1	94.0	93.6	98.9	100.2	
30.3	100.2	100.7	89.4	105.5	96.0	102.1	100.8	99.3	
27.4	116.3	117.0	106.5	117.1	114.0	136.4	100.9	99.0	
31.5	103.5	104.8	90.9	107.4	100.5	109.2	100.9	99.3	
29.6	112.5	113.1	98.5	115.0	109.7	131.8	99.8	100.2	
31.7	114.2	113.8	97.0	118.6	109.2	155.9	100.3	100.3	
31.8	111.9	112.5	88.9	118.0	106.7	145.9	99.2	101.0	
28.9	113.2	114.3	87.8	118.7	108.8	146.5	98.1	100.4	
31.10	111.5	113.5	85.8	116.6	105.5	145.4	97.1	100.0	
30.11	110.1	111.7	86.6	116.7	102.4	131.7	112.2	101.0	
31.12	108.8	112.1	82.2	116.2	101.5	118.1	115.4	101.3	

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

היה מדד שערי קבוצה זו גבוה במידה ניכרת מאשר מדדי הקבוצות האחרות (בין יולי לאוקטובר היה גבוה ב-45 עד 55 אחוזים משהיה בסוף 1966). לקראת סוף השנה ניכרה נסיגה, אך גם כך היו שערי הסיום של 1967 גבוהים ב-18 אחוזים משערי הפתיחה.

כדאי להוסיף, כי התפתחות שערי המניות בקבוצות השונות הושפעה בכמה מקרים מאירועים מיוחדים. כך למשל, תרמה ההחלטה בדבר המרת מניות מפעלי ים-המלח באיגרות חוב, שנתקבלה בחודש מארס, להכפלת שער מניה זו שהתנווד בחודשים קודמים בין 32 ל-42. כתוצאה מכך עלה מדד שערי מניות תעשייה ומסחר במידה ניכרת באותו חודש, וגם שערי מניותיהן של חברות השקעה שהחזיקו בתיקיהן סכומים ניכרים של מניה זו הושפעו לטובה.

בחודש אוגוסט פורסם הדין-וחשבון השנתי של חברת רסקו למארס 1966, והערכת המשקיעים למצב שנתגלה בו הורידה את שער מניות החברה (וכמה חברות בנות שלה) וגרמה לירידה חריפה במדד שערי מניות חברות מקרקעין ופיתוח.

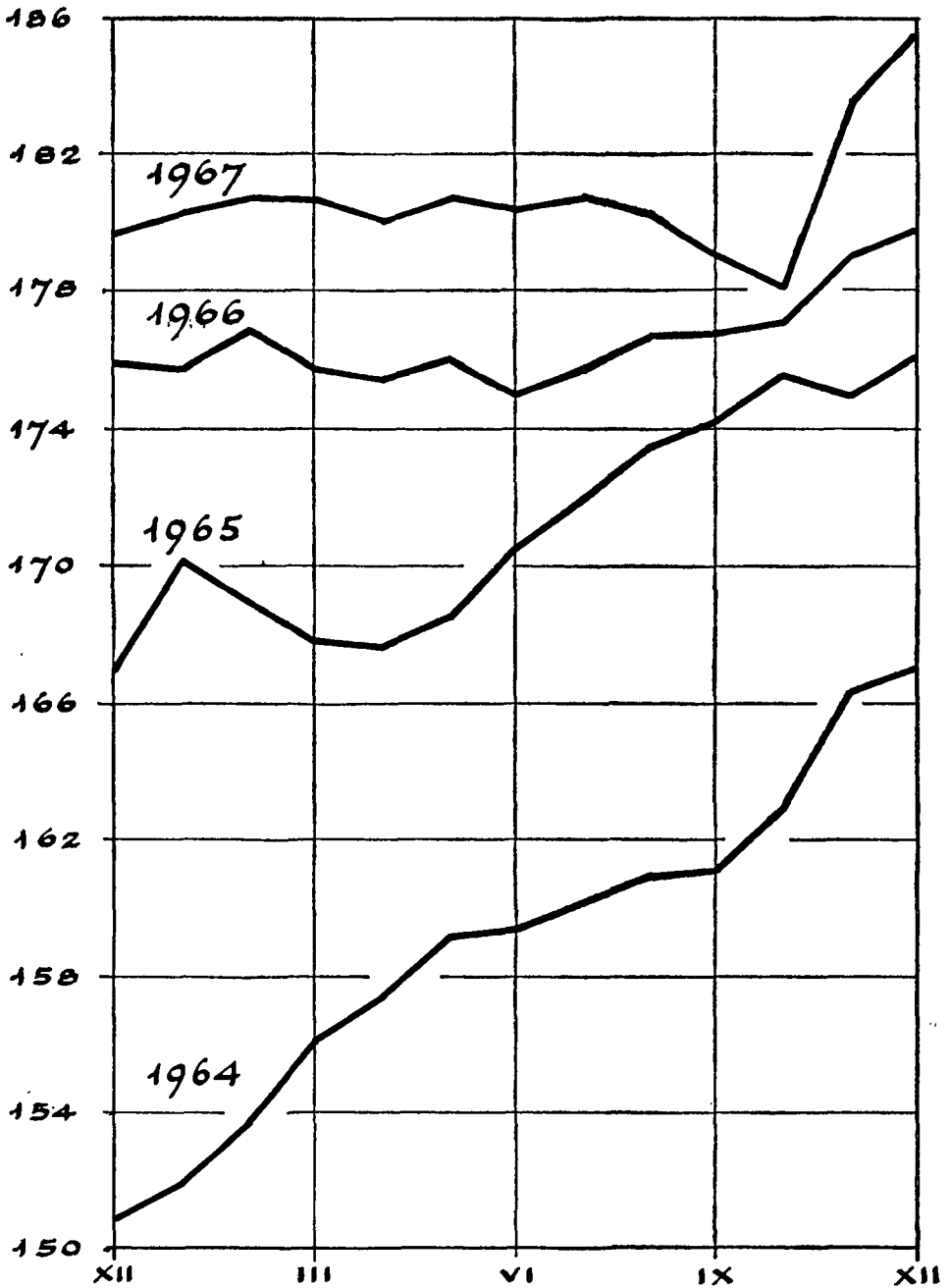
בשערי איגרות-החוב חלו ב-1967 שינויים פחות בולטים. מדד שערי האיגרות הצמודות למטבע-חוץ ירד דווקא בחודשים אוגוסט עד אוקטובר, התפתחות שאינה מעידה על ציפיות לפיחות¹. לעומת זאת עלו השערים בנובמבר ודצמבר, לאחר הפיחות, בשיעור רב יותר מזה של הפיחות. התפתחות זו נוגדת את מה שהתרחש לאחר הפיחות של 1962, כאשר חלפו חודשים רבים עד שהשיגו השערים את מלוא שיעור הפיחות.

¹ ב-31.10 היתה הערכת חדשות השוק לניירות-ערך של בל"ל : "אם נכון הדבר או לא, הדעה הרווחת היא שפיחות המטבע בעתיד הקרוב אינו אקטואלי". לעומת זאת, היו ציפיות לפיחות בחודש מארס, שבו עלה מדד שערי איגרות החוב צמודות הדולר ביותר מ-2 אחוזים.

דיאגרמה כ' 3

מדד שערי איגרות חוב צמודות *, 1964 עד 1967

(סופי חודשים ; 100 = 1960)



* כל איגרות החוב הצמודות לשער החליפין, למדד המחירים לצרכן והצמדה מעורבת.
מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

מדדים חודשיים לשערי ניירות הערך בבורסה בתל-אביב, 1967

(דצמבר 1966=100.0)

מניות		איגרות חוב					
רגילות	בכורה	בלתי צמודות	צמודות			כל הצמודות	
			הצמדה מעורבת	צמודות למדד המחירים	צמודות לשער החליפין		
97.1	97.7	99.3	100.3	100.4	100.0	100.3	ינואר
95.2	97.4	97.7	101.1	100.7	99.8	100.5	פברואר
99.5	97.3	97.8	100.9	100.2	101.1	100.4	מארס
115.3	100.8	98.9	100.7	99.7	101.4	100.1	אפריל
103.1	98.1	96.7	101.3	99.8	102.5	100.5	מאי
110.6	101.8	93.5	101.0	100.2	100.3	100.3	יוני
111.8	101.6	95.5	101.0	100.5	100.3	100.5	יולי
110.0	101.3	97.9	100.7	100.5	98.9	100.2	אוגוסט
112.2	102.1	97.1	99.6	100.1	97.2	99.5	ספטמבר
110.9	100.7	96.7	98.3	99.8	95.9	99.0	אוקטובר
111.2	102.3	98.4	104.1	100.0	109.9	101.9	נובמבר
110.5	104.5	99.5	105.6	100.8	113.0	103.2	דצמבר

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בשערי איגרות חוב צמודות מדד חלו שינויים פעוטים בלבד, (שנת 1967 היתה שנת יציבות במחירים). מדד מחירי איגרות חוב בלתי צמודות נמצא בסימן ירידה עד יוני (תופעה שלא היה ניתן לצפות לה לאור יציבות המחירים ומגמת הירידה בשערי הריבית במשק) — לאחר מכן החלה עלייה הדרגתית, שביטלה כמעט את כל הירידה במחצית השנה הראשונה. מדדי שערי איגרות-החוב הצמודות במצורף עלו עלייה מתונה בשנים 1966 ו-1967, כאשר משווים את התפתחותם לזו של השנים 1964 ו-1965 (דיאגרמה כ'-3). לעומת זאת מבליטה השוואת דיאגרמות כ'-1 וכ'-3 את השוני הבולט שבין מצב המשקיעים באיגרות חוב לזה של מצב המשקיעים במניות בשנים האחרונות. מדד שערי איגרות החוב היה גבוה בכל שנה משהיה בקודמתה; לגבי מדד שערי המניות המצב הפוך (להוציא השינוי שחל בחדשים האחרונים של 1967).

5. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ונמצאים בידי תושבי ישראל ניתנים לחלוקה לשני סוגים עיקריים:

- ניירות ערך המונפקים על-ידי חברות, או גופים בישראל, והנקובים במטבע חוץ;
- ניירות ערך זרים.

נתוני הפיקוח על מטבע חוץ אינם מבחינים בין שני סוגים אלה, ואין לנו ביטחון, שהנתונים המופיעים בלוח כ'-1 לעיל על הנפקות מקומיות של ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ הינם אומדן

מדוייק. לא נוכל איפוא לקבוע בביטחון מה הוא סכום ניירות הערך הזרים שנרכשו בידי תושבי ישראל. בשנת 1967, כבשנת 1966, הגיעה תוספת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ ל-25 מיליון דולר בקירוב. אם התוספת, נטו, של ניירות ערך מקומיים הנקובים במטבע-חוץ הגיעה אמנם ל-50 מיליון ל"י בערך, כי אז מצטמצמת ההשקעה בניירות-ערך זרים ב-8-9 מיליון דולר. (בשנת 1967 נמכרו בישראל תעודות השתתפות של קרנות נאמנות זרות בממדים גדולים יותר מאשר בשנים קודמות, אך אין נתונים על הסכומים שנמכרו). יש להעיר, כי הנתונים, בלוח כ"ו 16 מבוססים על הסכומים שבהם נרכשו ניירות-הערך ולא על ערך השוק שלהם בסוף כל שנה. אומדן התוספת השנתית הוא מדוייק יותר, מסיבה זו, מאשר אומדן ערך יתרת ניירות-הערך המוחזקים. (לשינוי שער החליפין בנובמבר היתה השפעה על ערכה בל"י של היתרה כולה).

לוח כ"ו 16

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ומוחזקים בידי
תושבי ישראל, 1963 עד 1967
(מיליוני דולרים)

תוספת שנתית	יתרה לסוף השנה	
11.1	36.8	1963
13.8	50.6	1964
29.8	80.4	1965
25.4	105.8	1966
25.3	131.1	1967

ה מקור : אגף מטבע חוץ, משרד האוצר.

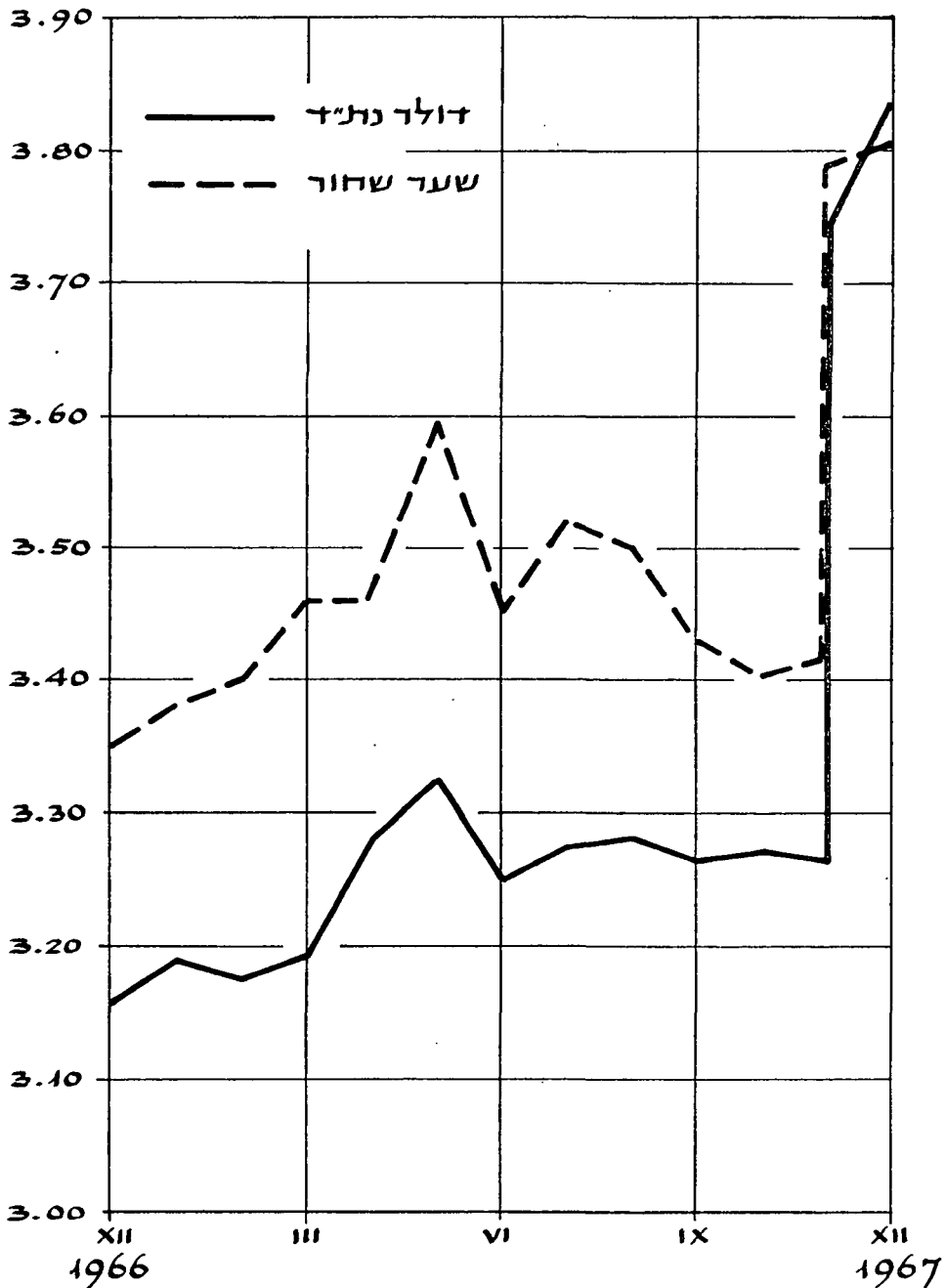
האפשרות להשקיע בניירות-ערך זרים ניתנת למקבלי פיצויים אישיים מגרמניה מתוך פיקדונות תמ"מ שלהם, המשמשים גם למספר מטרות אחרות (מימון נסיעות לחוץ-לארץ, למשל). בעלי הפיקדונות רשאים למכור אותם לתושבי ישראל למטרת רכישת ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. שער המכירה אינו השער הרשמי, אלא שער הנקבע על-פי הביקוש וההיצע בשוק. האג"ו — הוא ההפרש בין שער החליפין הרשמי לשער הנת"ד¹ — היה כ-6 אחוזים ב-3 החודשים הראשונים של 1967, ועלה ל-9 עד 11 אחוזים בחודשים אפריל-מאי (ממוצעים חודשיים. ב-1 ליוני הגיע האג"ו ליותר מ-15 אחוזים).

קשה למצוא קשר ברור בין גודל ההשקעה בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ לבין שיעור האג"ו על נת"ד בחודשים מארס-מאי. בחודש מארס, שבו לא חל כמעט שינוי בשיעור האג"ו, נוספו ניירות ערך בסך 11.2 מיליון דולר, כמעט מחצית התוספת השנתית. לעומת זאת עלה האג"ו במידה רבה בחודשים אפריל-מאי, שבשניהם יחד הגיעה תוספת ניירות הערך ל-4.2 מיליון דולר. ייתכן, כי שמועות על פיחות קרוב שרווחו בסוף חודש מארס, והמתיחות הבטחונית, ששררה בחודש מאי הפחיתו את היצע פיקדונות תמ"מ. הסבר אפשרי נוסף לעליית האג"ו בתקופת המתיחות שקדמה למלחמה היא שגדל הביקוש לדולרי נת"ד לצורך העברת פיקדונות חסומים, הנובעים מחיסול השקעות בישראל.

¹ נת"ד — ניירות ערך תמורת דיבידנד (ראה ע' 486 להלן).

שערי הדולר נת"ד והדולר השחור, ממוצע חודשי*, 1967

(ל"י לדולר)



* ממוצע אריתמטי של ימי חמישי בשבוע.
* הפקוד: מינהל מילוח המדינה (לפי העתונים "יום ו"שער").

במחצית השנייה של השנה ירד שיעור האגיו משיאו בחודש מאי, אך נשאר גבוה מכפי שהיה בחודשים ינואר עד מארס ובמרבית שנת 1966. גם כאן קשה לייחס את עליית האגיו לגורמי ביקוש לניירות ערך, שכן בחודשים יוני-אוקטובר לא היתה כל תוספת נטו של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. גם השוואת שנת 1967 כולה לשנת 1966 כולה אינה מאפשרת ליחס לביקוש לניירות ערך זרים את האגיו הגבוה יותר של מרבית שנת 1967.

במשך מרבית חודשי השנה היה קיים מיתאם טוב למדי בין מחיר דולר נת"ד למחיר הדולר בשוק החופשי — מיתאם שיש בו להעיד, כנראה, כי שיקולים דומים משפיעים על שני השווקים (והביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ אינו המכריע שבהם). מיתאם מעין זה היה קיים גם בשנת 1966. מעניין לציין, כי בחודש דצמבר עלה מחיר דולר נת"ד על מחיר הדולר החופשי — תופעה שלא היתה קיימת בעבר. אין לנו הסבר לתופעה זו, שאינה נובעת, כנראה, מגורמים מקריים, משום שהיה לה המשך בחודשים הראשונים של 1968 (השיעור הממוצע של אגיו על דולר נת"ד היה בין 9.2 אחוזים ל-10.7 אחוזים בין דצמבר 1967 למארס 1968, מעט יותר מן הרמה הגבוהה ששררה מאז אפריל 1967. לעומת זאת, ירד האגיו על דולר חופשי לשיעור של 5.0–8.7 אחוזים באותם חודשים, בערך חצי משיעור האגיו לפני הפיחות).