

שוק ניירות הערך

1. המגמות העיקריות

(א) ההנפקות החדשות והיקף השוק

שוק ניירות הערך המשיך להתרחב, בשנת 1959, במהירות גוברת. ההנפקות הציבוריות של ניירות ערך חדשים, הסתכמו בשנת 1959 ב-137 מיליון ל"י, לעומת 61 מיליון ל"י בשנת 1957 ו-79 מיליון ל"י בשנת 1958. התוספת הנקייה (אחרי ניכוי הפדיונות) לסכום ניירות הערך בשוק, היתה בסך 100 מיליון ל"י ב-1959, לעומת 46 מיליון ל"י, בממוצע, בכל אחת משתי השנים הקודמות.

ניירות הערך החדשים שהוצאו במשך השנה, כוללים איגרות חוב צמודות-ערך בסך 120 מיליון ל"י, סכום הגדול פי שניים מאשר בשנה הקודמת. מתוך אלה נירכשו על-יד משקיעים פרטיים (להבדיל ממשקיעים מוסדיים), ניירות ערך בסך 50 מיליון ל"י, לפי אומדן, כלומר סכום שאינו נופל בהרבה מזה של ארבע השנים הקודמות גם יחד.

בניגוד לשנים הקודמות, אך בהמשך למגמה שהסתמנה ב-1958, הוצמדו לדולר, בשנת 1959, רוב ניירות הערך החדשים. בהתאם להסדר חדש, שנכנס לתוקפו בסתיו 1959, הוצמדו ההנפקות החדשות, מאז ואילך, בחציין לדולר ובחציין למדד המחירים לצרכן.

ערכם הנקוב של הניירות הרשומים בבורסה של תל-אביב גדל ב-42 אחוזים במשך השנה, ובסוף שנת 1959, הגיע ל-362 מיליון ל"י. ערך הניירות הרשומים, במחירי השוק, גדל מ-270 מיליון ל"י בקירוב, ל-430 מיליון ל"י בקירוב.

הרכב ניירות הערך הרשומים בבורסה, בסוף כל אחת מהשנים 1957 עד 1959, ניתן בלוח י"ט-1. מהשוואת הנתונים מתברר, כי חלקם של מלוות המדינה והמלוות בערבותה בסך כל הניירות הרשומים, ירד בערכו הנקוב, מ-85 אחוזים, בממוצע, בסוף השנים 1957 ו-1958, ל-76 אחוזים (276 מיליון ל"י), בסוף שנת 1959. חלקם של יתר המלוות גדל, והגיע ל-18 אחוזים (65 מיליון ל"י) בסוף 1958.²

ערכן הנקוב של המניות הרגילות הרשומות בבורסה, גדל, אומנם ב-2 מיליון ל"י ב-1959, והגיע לסך 18 מיליון ל"י, אך חלקן היחסי בסך כל הניירות הרשומים, נשאר קטן (5 אחוזים לעומת 6 אחוזים בשנה הקודמת). ערכן של המניות הרגילות הרשומות בבורסה, במחירי השוק, עלה במשך השנה, מ-15 מיליון ל"י ל-26 מיליון ל"י בקירוב.

¹ מלוות המדינה והנפקות על-פי פרוספקט. כולל ניירות ערך שהונפקו, אך לא נרשמו בבורסה לפני סוף השנה.

² היות והממשלה עצמה שותפה באחזות מן החברות שהנפיקו מלוות חדשים בשנים 1958 ו-1959, אפשר לומר כי היא לוותה, למעשה (אם כי בעקיפין), סכומים מסויימים. בתוספת לאלה הכלולים באופן טכני במלוות המדינה.

הערך הנקוב של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, 1957 עד 1959

(סוף השנה)

אחוזים			מיליוני ל"י			
1959	1958	1957	1959	1958	1957	
מלוות ממשלתיים						
32.6	33.4	34.3	118	85	75	איגרות חוב צמודות-דולר
7.5	9.8	5.9	27	25	13	איגרות חוב צמודות-מדד
19.3	28.6	30.6	70	73	67	איגרות חוב לא-צמודות
59.4	71.8	70.8	215	183	155	סך הכל
מלוות בערבות הממשלה						
11.1	5.5	5.9	40	14	13	איגרות חוב צמודות-דולר
5.8	8.6	7.8	21	22	17	איגרות חוב צמודות-מדד
16.9	14.1	13.7	61	36	30	סך הכל
ניירות ערך אחרים						
5.0	6.3	7.3	18	16	16	מניות רגילות
0.8	1.2	1.4	3	3	3	מניות בכורה
17.1	3.9	3.2	62	10	7	איגרות חוב צמודות-ערך
0.8	2.7	3.6	3	7	8	איגרות חוב לא-צמודות
23.7	14.1	15.5	86	36	34	סך הכל
100.0	100.0	100.0	362	255	219	סך הכל כללי

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

(ב) המסחר בניירות ערך קיימים

המסחר בניירות ערך קיימים היה ער גם הוא בשנת 1959: ביחוד השתפר שוק המניות, אחרי תקופת שפל שנמשכה שנים אחדות. בתגובה להצהרת דיבידנדות טובות לשנת 1958, ועל סמך ההכרה שמחירי המניות, ברמתן הקודמת, לא שיקפו עוד את הערך הנכסי שלהן, גבר הביקוש למניות, ומחיריהן הוכפלו כמעט במשך השנה. גורמים נוספים, שהביאו לגיאות בשוק המניות בשנת 1959, היו הציפייה להקלות במס על ההכנסה מדיבידנדה, והאופטימיות ששררה בציבור לגבי עתידן העיסקי של החברות הנידונות.

(ג) הנפקת ניירות ערך, כאמצעי לגיוס הון השקעות

בשנת 1959 סיפקו הסכומים שגויסו תמורת ניירות הערך החדשים, חלק גדול יותר מן הביקוש להון השקעות מאשר בשנים קודמות. ההנפקות נטו, היוו כ-10 אחוזים מערך ההשקעה

הגולמית במשק¹, לעומת 5 אחוזים, בערך, בשנתיים הקודמות. הון בעלים, בנבדל מהון הלוואות, לא גוייס בשוק לניירות ערך, אלא בסכום סמלי, למרות שהביקוש למניות גבר והלך. בין כתריסר ניירות ערך חדשים, שהוצאו ב־1959, נכללה סידרה אחת של מניות רגילות, אשר חלקה בסך כל ההנפקות של אותה שנה היה פחות מאחוז אחד.

לוח י"ט²

אינדיקטורים לשוק ניירות הערך, 1957 עד 1959

1959	1958	1957	היחידה	
137	79	61	מיליוני ל"י	הנפקות מקומיות ברוטו, ערך נקוב
13	7	2	מספר	המנפיקים
99	44	49	מיליוני ל"י	הנפקות נטו, ערך נקוב
75	56	80		הנפקות נטו כאחוז מברוטו
10.2	4.8	5.6		הנפקות נטו כאחוז מההשקעה הגולמית במשק
362	255	219	מיליוני ל"י	סכום הניירות הרשומים בבורסה, ערך נקוב
מדדי ניירות ערך בסוף כל שנה				
130	121	110	ינואר 1956 = 100	מלוות צמודים לדולר
111	111	106		מלוות צמודים למדד
274	148	152	ממוצע 1950 = 100	מניות רגילות
204	148	162		מניות רגילות (ממוצע שנתי)

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל־אביב בע"מ, חישובי בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

2. שוק המלוות

(א) המלוות הצמודים והרקע הכלכלי להוצאתם

במובן מה, היתה ההתפתחות בשוק המלוות בשנת 1959, המשך תהליך, שהתחיל בסוף 1955, עם הוצאתן של איגרות חוב צמודות־ערך, במתכונת שהפכה דוגמה למרבית ניירות הערך שהוצאו מאז². הופעת המלוות הצמודים היתה תולדה של התנאים הכלכליים, ששררו בארץ באמצע שנות החמישים, ותגובה לשפל, שפקד אז את שוק ניירות הערך. הירידה המתמדת בכוח הקנייה של המטבע, הפחיתה בהדרגה את ההכנסה הריאלית מהשקעות העבר בניירות ערך, הנושאים ריבית קבועה. גם המניות הרגילות לא החזיקו מעמד מסיבות שונות. על כן, נמנע

¹ על שאר מקורות המימון של ההשקעות במשק, ראה פרק ה' "ההשקעה במשק".

² רוב המלוות הם לתקופה של שמונה, עשר, ולאחרונה גם שתים־עשרה שנים. הפדיון נעשה בשיעורים, וברוב המקרים הוא מתחיל בתום השנה השנייה. מרבית המלוות נושאים ריבית של 6 עד 6½ אחוזים ברוטו, הצמודה — כמו הקרן — לדולר או למדד המחירים לצרכן. האוצר קבע "תקרה", בגובה של 25 אחוזים, לשיעור המס החל על ההכנסה מהריבית על איגרות אלה, ובמקרים מסויימים גם נקבע, שמקבלי הריבית יהיו רשאים שלא לכלול אותה בהצהרות השנתיות של הכנסותיהם. לאחרים מהמלוות ניתנה ערבות המדינה.

הקהל מהשקעות בניירות ערך, ולא היה מקום רב להנפקת ניירות חדשים, מהסוגים שהיו מקובלים בעבר.

על רקע זה נראו המלוות הצמודים בעיני משקיעים לא מעטים, כמגן אפשרי מפני נזקי האינפלציה, ושוב אפשר היה לממשלה ולגופים מסויימים, שהיו מסוגלים לקבל על עצמם התחייבויות צמודות ערך, למכור ניירות ערך בסכומים גדלים והולכים.

(ב) גורמים מיוחדים לביקוש איגרות חוב צמודות

הביקוש לאיגרות חוב צמודות-ערך, קיבל עידוד על-ידי מספר גורמים נוספים. בשנת 1957 גדל הביקוש בעיקבות ההתרחבות הכספית שליוותה את מבצע סיני והתעמולה הנרחבת למלווה הביטחון. בסתיו 1958 היה ביקוש רב לאיגרות חוב הצמודות לדולר, עקב פחות הפרנק הצרפתי, הליברליזציה של העיסקות במטבע חוץ במערב אירופה, והציפייה להתפתחויות דומות בארץ. מגמה זאת נתחדשה ביתר תוקף ב־1959, בעיקבות השמועות שנפוצו ערב הבחירות לכנסת, בדבר שינוי אפשרי בשערי החליפין אחרי הבחירות. אין כמעט ספק, שיש לפרש את גלי הביקוש הפתאומיים לניירות ערך צמודים, ובפרט לאיגרות החוב הצמודות לדולר, שעברו על השוק בשנתיים האחרונות, כסימן לכך, שבין המניעים לרכישות החדשות היו גם שיקולים ספקולאטיביים. מאידך, הרכישות הגדולות של ניירות ערך חדשים, ובייחוד אלה שבוצעו על-ידי משקיעים פרטיים, לא היו מתאפשרות, אילמלא גדלה קודם לכן נזילות הציבור, כי בד בבד עם רכישות אלה גדלו גם הפקדונות הפרטיים, כגון תוכניות החיסכון. הגידול בסכום המלוות הצמודים הרשומים בבורסה, ניתן בלוח י"ט-3.

לוח י"ט-3

המלוות הרשומים בבורסה של תל-אביב, 1956 עד 1959

(מיליוני ל"י)

(סוף השנה)

1959	1958	1957	1956	
268	156	125	70	מלוות צמודים
73	80	75	70	מלוות לא צמודים
341	236	200	140	סך הכל

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

(ג) המשקיעים המוסדיים

רוב הביקוש לאיגרות החוב הצמודות, לא היה של פרטים אלא של המשקיעים המוסדיים¹, שהפכו תוך כדי כך לגורם החשוב ביותר, מצד הביקוש, בשוק ההנפקות החדשות (ראה לוח י"ט-4). מוסדות אלה נצטוו, החל בשנים 1956 ו-1957, להשקיע חלק מסוים מנכסיהם² בהשקעות "מוכרות", ובכללן ניירות ערך צמודים, כדי שחבריהם ומפקדיהם ייהנו מהקלות במס הכנסה. בכל אחת מהשנים 1955 עד 1959, נצטבר בקופות התגמולים ובתוכניות החיסכון של

¹ בייחוד קופות התגמולים, ואותם הבנקים המנהלים תוכניות חיסכון, או המקבלים פקדונות "מיוחדים" מאת קופות התגמולים.

² ראה דו"ח בנק ישראל 1958, עמודים 259 עד 261; ודו"ח בנק ישראל 1959, עמוד 193.

הבנקים חלק נכבד מכלל החיסכון הפרטי. מתוך סכום של 280 מיליון ל"י, שהושקע באותן השנים בניירות ערך צמודים, נרכשו, לפי האומדן, 180 מיליון ל"י, שהם כ-65 אחוזים, עלידי קופות תגמולים, בנקים ושאר המשקיעים המוסדיים, כגון החברות להשקעות¹.

לוח י"ט-4

אומדני ההשקעה בניירות ערך צמודים לפי סוג המשקיע, 1955 עד 1959

המשקיע	1955	1956	1957	1958	1959	סך הכל
מיליוני ל"י (ערך נקוב)						
מוסדות	4.5	25.0	35.0	45.0	70.5	180.0
פרטים	5.5	8.5	24.2	10.3	51.1	99.6
סך הכל (ברוטו)	10.0	33.5	59.2	55.3	121.6	279.6
אחוזים						
מוסדות	45	75	59	81	54	64
פרטים	55	25	41	19	46	36
סך הכל (ברוטו)	100	100	100	100	100	100

עם השקעות חדשות בסך 64 מיליון ל"י, בקירוב, בשנת 1959, עלידי קופות התגמולים והבנקים בלבד, יתכן שהושג שיא בהשקעותיהם של מוסדות אלה בניירות ערך חדשים, וזאת משני טעמים:

1. הולך ונשלם תהליך ההסתגלות של קופות התגמולים להוראות שנכנסו לתוקפן בשנת 1957, הקובעות את הרכב נכסיהן של הקופות.
2. במסגרת ההשקעות ה"מוכרות", בהן מצוות הקופות להשקיע אחוז מסויים מנכסיהן, ניתנת להן הבחירה בין ניירות ערך לבין פקדונות "מיוחדים" במוסדות בנקאיים וב"גמול" (חברת ההשקעות של קופות התגמולים). לאחרונה מסתמנת נטייה בקרב הקופות, להעדיף את ההפקדה בפקדונות "מיוחדים" על ההשקעה בניירות ערך צמודים, שכן הריבית הממוצעת על פקדונות אלה עולה במקצת על ההכנסה מניירות ערך שנרכשו בשעת ההנפקה², ונוסף לכך אין הפקדונות נתונים לתנודות שערים, כמו ניירות הערך.

¹ חברות הביטוח בארץ, שלא כמו בהרבה ארצות מערביות, אינן ממלאות תפקיד חשוב בשוק ניירות הערך. תיק ניירות הערך שלהן הסתכם בסוף שנת 1958 ב-9.4 מיליון ל"י בלבד, שהם 17 אחוזים, בערך, מסך כל הנכסים שלהן. לאחרונה, נרכשו מרבית ניירות הערך שלהן, עליפי הסכם מיוחד, במישרין מאחת החברות הממשלתיות, ולא באמצעות השוק לניירות ערך. גם המוסד לביטוח לאומי אינו נוהג להשקיע בניירות הערך הנסחרים בשוק, אלא בהלחאות ישירות לאוצר.

² כידוע, חייבות הקופות לקנות את ניירות הערך שלהן עלידי חתימה בעת ההנפקה ולא בשוק אחרי תום החתימה.

מתוך איגרות חוב בסך 136.8 מיליון ל"י, שהוצאו במשך שנת 1959, היו 60 אחוזים מלוות של המדינה או מלוות בערבותה (לעומת 100 אחוזים ב־1957 ו־81 אחוזים ב־1958). במשך השנה ניפדו איגרות חוב בסכום כולל של 37.3 מיליון ל"י, כך שההשקעות, נטו, במלוות חדשים, הסתכמו ב־99 מיליון ל"י בקירוב, לעומת 49 מיליון ל"י ב־1957, ו־44 מיליון ל"י ב־1958. פירוט המלוות החדשים, שהוצאו ב־1959, ניתן בלוח י"ט-5.

1. מלוות המדינה

חלקה של הממשלה בשוק ההנפקות החדשות, היה בשנת 1959 קטן מאשר ב־1958 הן מבחינת גודל הסכום של ההתחייבויות שהיא מכרה, והן מבחינת חלקו של סכום זה בסך כל ההנפקות החדשות. אחת הסיבות לכך, היא כוונת הממשלה לאפשר גם לגופים לא ממשלתיים ללוות בשוק ההון, ולשתפם בתפקיד של גיוס הון והזרמתו למשקיעים — תפקיד, שבשנים הקודמות, התרכז במידה רבה מאוד בידי הממשלה. הצורך באישור כל ההנפקות על־ידי הוועדה שמונתה לשם כך על־ידי שר האוצר ב־1959, משאיר בידי הממשלה את האפשרות לפקח עליהן, ולכוון את תנועות ההון בשוק לגיירות ערך.

גורם נוסף להקטנת סכום ההנפקות הממשלתיות ב־1959, לעומת השנה שקדמה לה, יש לראות בעובדה, שסכום גיירות הערך הממשלתיים, שהוקצה למקבלי העברות אישיות (בעיקר פיצויים מגרמניה) בתור הטבה מעל לשער החליפין הרשמי, תמורת מטבע חוץ שהם מכרו לאוצר, היה ב־1959 קטן מאשר אשתקד. מקבלי העברות אלה ב־1959, המירו אחוז קטן יותר מן הסכומים במטבע חוץ שקיבלו, מאשר מקבלי ההעברות האישיות ב־1958.¹ בהתאם לכך, הוקצו להם ב־1959 גיירות ערך בסך 15.4 מיליון ל"י בלבד, לעומת 28.6 מיליון ל"י² ב־1958. יתרת כל מלוות הפנים הממשלתיים, בסוף שנת 1959, היתה בסך 290 מיליון ל"י בקירוב, כלומר כמחצית מסכום מלוות החוץ הממשלתיים.

2. מלוות בערבות הממשלה

נוסף למלוות שהונפקו על־ידה, ערבה הממשלה בשנת 1959, לחמישה מלוות בסכום כולל של 45 מיליון ל"י³, מהם שני מלוות של חברות ממשלתיות (בסך 15 מיליון ל"י); שניים של הסוכנות היהודית (בסך 20 מיליון ל"י); ואחד (בסך 10 מיליון ל"י) של קרן היסוד. כל המלוות האלה הם צמודי־ערך, ולתקופה של 12 שנים. ארבעה מהמלוות הם בצורת איגרות חוב הנושאות ריבית, ואחד (מלווה העלייה של הסוכנות היהודית), הוא בצורת איגרות חוב הנושאות פרסים. המלווה של חברת הנפט הלאומית לישראל, ניתן להמרה במניות רגילות של החברה תוך תקופה מסויימת ובתנאים מסויימים.

3. מלוות אחרים

יתר המלוות שהונפקו בשנת 1959, הסתכמו ב־54.7 מיליון ל"י. כל המלוות האלה הם צמודי ערך, ודומים אחד למשנהו ברוב התנאים, פרט למלווה של חברת החשמל לא"י, הניתן להמרה במניות בכורה של החברה, הנקובות בשטרלינג, תוך תקופה ובתנאים שנקבעו מראש.

¹ ראה פרק י"ד "אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים".

² מספר מתוקן.

³ הסכום שהונפק למעשה היה 43.9 מיליון ל"י.

הנפקת ניירות ערך חדשים, 1959

(אלפי ל"י)

הערך הנקוב		
מלוות ממסלתיים		
		המלווה לשיכון עולים תשי"ז-1957
11,809		6% איגרות חוב רשומות על-שם
10,622		4½% איגרות חוב למוכ"ז
14,765		איגרות חיסכון למוכ"ז
467		איגרות פרסים למוכ"ז
38,086	423	מלוות עממיים נושאי פרסים למוכ"ז
מלוות בערבות הממשלה		
		חברת הנפט הלאומית לישראל בע"מ
10,000		5% איגרות חוב 1962/71 הניתנות להמרה למוכ"ז
		הסוכנות היהודית לא"י
10,000		6% איגרות חוב 1961/71 על-שם ולמוכ"ז ("מלווה שיכון עולים")
8,940		איגרות פרסים 1959/67 למוכ"ז ("מלווה עלייה")
		דשנים וחומרים כימיים בע"מ
5,000		6% איגרות חוב 1962/71 על-שם ולמוכ"ז
		קרן היסוד — המגבית המאוחדת לישראל
43,940	10,000	6% איגרות חוב 1962/71 סידרה 4 על-שם ולמוכ"ז
מלוות אחרים		
		בנק לפיתוח התעשייה בישראל בע"מ*
		6% איגרות חוב 1960/69 סידרה 1
6,627		יתרה שלא נחתמה ב-1958 על-שם ולמוכ"ז
15,000		6% איגרות חוב 1962/71 סידרה 2 על-שם ולמוכ"ז
		בנק אפתיקאי כללי בע"מ
5,000		6% איגרות חוב 1962/71 סידרה 2 למוכ"ז
		"איגרות" בערבון מוגבל
10,000		6% איגרות חוב 1961/68 הוצאה 2 על-שם ולמוכ"ז
		בנק משכנתאות לשיכון בע"מ
4,000		6% איגרות חוב 1961/70 על-שם ולמוכ"ז
		חברה להשקעות של בנק לאומי לישראל בע"מ
5,000		6% איגרות חוב 1961/70 סידרה 2 על-שם ולמוכ"ז
		חברת החשמל לא"י בע"מ
6,120		5% איגרות חוב 1963/72 הניתנות להמרה על-שם ולמוכ"ז
		"רסקו" חברה להתיישבות חקלאית ועירונית בע"מ
54,747	3,000	6% איגרות חוב 1962/71 על-שם ולמוכ"ז
מניות		
		מפעלי נייר אמריקאיים ישראלים בע"מ
500	500	מניות רגילות סידרה ב'
137,273		סך כל ההנפקות ברוטו

* בעבר: מוסד ישראל לתעשייה בע"מ.

(ה) התפתחות המחירים בשוק המלוות, ומגמות ההצמדה

הביקוש לאיגרות חוב צמודות-ערך, עלה ב־1959 על המימדים של השנים הקודמות, במיוחד מצד משקיעים פרטיים.

השנים 1958 ו־1959 היו שנים של יציבות יחסית ברמת המחירים, שלאורה איבדו איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן מכוח המשיכה הספציפי שלהן, וב־1959 נחלש הביקוש להן, בהשוואה לשנה הקודמת. לעומת זאת, גדל, כאמור, הביקוש לאיגרות החוב הצמודות לדולר. מגמות הפוכות אלה, משתקפות בהתפתחות המחירים ובסכומי ההנפקה של איגרות החוב משני הסוגים.

1. שערי המלוות הצמודים

במחצית הראשונה של השנה, לא חלו תמורות חשובות במחיריהן של איגרות החוב הצמודות, אך במחציתה השנייה עלו בהתמדה מחירי האיגרות הצמודות לדולר, בעוד שמחירי האיגרות הצמודות למדד, נשארו כמעט ללא שינוי. האיגרות הצמודות לדולר עמדו לרוב מעל לשעריהן

לוח י"ט 6

מדד המחירים של איגרות חוב בבורסה של תל־אביב, 1956 עד 1959

התקופה	מלוות צמודים				מלוות לא־צמודים	
	הערך הנקוב המתוקן על־פי ההצמדה=100		ממוצע 1959=100		ממוצע 1959=100	
	למדד המחירים לצרכן	לדולר *	למדד המחירים לצרכן	לדולר	אחרים	ממשלתיים
1956 ממוצע	99.4	102.6	92.8	82.1	95.0	96.2
1957 ממוצע	97.6	100.3	99.3	86.0	93.7	100.0
1958 ממוצע	98.0	100.4	106.3	89.3	93.4	100.0
1959 ממוצע	94.4	102.9	100.0	100.0	100.0	100.0
1959 ינואר	95.9	103.1	101.1	98.1	94.1	99.2
פברואר	90.8	101.8	100.4	97.3	94.0	99.0
מארס	94.3	100.8	100.5	96.5	95.5	99.3
אפריל	94.4	100.7	100.4	96.1	96.7	99.4
מאי	95.1	101.1	100.2	96.5	98.4	102.1
יוני	92.4	101.0	100.7	96.2	98.6	100.5
יולי	96.2	102.3	99.8	98.2	99.0	100.3
אוגוסט	95.8	105.8	98.6	101.0	102.4	99.6
ספטמבר	96.3	105.6	99.1	105.3	103.2	100.2
אוקטובר	94.2	105.6	98.9	106.2	105.5	100.0
נובמבר	92.7	102.3	99.3	103.2	105.1	100.2
דצמבר	94.4	105.1	101.1	105.2	107.6	100.3

* אינו כולל ניירות ערך שהוצמדו לדולר בלבד, על־פי תנאי ההנפקה.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הנקובים, בעוד שהאיגרות הצמודות למדד עמדו מתחת לערכים הנקובים בכל חודשי השנה (ראה לוח י"ט-6), למרות שהיצע ניירות הערך החדשים הצמודים לדולר גדל במידה ניכרת, ואילו יתרת המלוות הצמודים למדד לא השתנתה בהרבה.

2. מגמות ההצמדה

המלוות הצמודים שהוצאו עד לסתיו 1959, מתחלקים לאלה שסוג ההצמדה שלהם נקבע מראש, בתנאי ההנפקה, ולאלה שהוצמדו לדולר או למדד המחירים, בהתאם לבחירת המשקיעים. ב־1959 הוצמדו למדד המחירים, על־פי בחירת המשקיעים, איגרות חוב צמודות בסך 11 מיליון ל"י, ולדולר הוצמדו באורח זה איגרות חדשות בסך 66 מיליון ל"י. הסכומים המקבילים ב־1958, היו 24 מיליון ל"י למדד ו־17 מיליון ל"י לדולר. בעוד שסכום איגרות החוב החדשות שהוצמדו למדד, היה קטן ב־1959 במחצית מהסכום המקביל אשתקד, גדל סכום ההנפקה של איגרות החוב הצמודות לדולר, כמעט פי ארבעה.

תמורה זו איננה מוסברת על־ידי יציבות המחירים בלבד. להעדפת ההצמדה לדולר גרמה גם הדעה שרווחה בקהל, על אף הכחשות נישנות ממקורות רישמיים, ששער המטבע נזומד להיות מופחת בעתיד הלא־רחוק. יתכן שמשקיעים רבים חיפשו תביעות הצמודות לדולר, לא רק כאלטרנאטיבה להשקעה במלוות הצמודים למדד, אלא גם כתחליף לשימושים מחוץ לשוק ניירות הערך. במלים אחרות: הציפייה לפיחות, יחד עם האפשרות לרכוש בשוק לניירות ערך תביעות הצמודות לדולר, משכה לשוק זה ב־1959 כספים, שבתנאים אחרים אולי לא היו מושקעים בניירות ערך. סברה זאת מקבלת חיזוק מהעובדות, שההשקעה הגולמית החדשה באיגרות חוב צמודות־ערך, היתה גדולה ב־1959 פי־שניים מאשר אשתקד, ושההשקעה הפרטית החדשה (להבדיל מההשקעה המוסדית) בניירות ערך צמודים, היתה, לפי האומדן, גדולה פי חמישה בשנה הנידונה מאשר שנה אחת קודם לכן.

אין, אומנם, נתונים מדויקים על אופן ההצמדה של ניירות הערך, שנרכשו על־ידי המשקיעים המוסדיים ועל־ידי המשקיעים הפרטיים, כשתי קבוצות נפרדות, אך חלוקת המלוות, לפי צורת ההחזקה שלהם (למוכ"ז או על־שם), נותנת אינדיקאציה בנידון זה, בהנחה, שמרבית המלוות הרשומים על־שם, מוחזקים על־ידי משקיעים מוסדיים, ומרבית המלוות למוכ"ז, מוחזקים על־ידי משקיעים פרטיים. מסתבר, שהמשקיעים הפרטיים העדיפו תמיד את ההצמדה לדולר¹; אולם, בעוד שבשנים 1957 ו־1958 הם השקיעו, בכל זאת, חלק מהשקעותיהם הצמודות באיגרות חוב הצמודות למדד, הרי ב־1959 נפסקה, כמעט, ההשקעה הפרטית באיגרות החוב מסוג זה.

גם המשקיעים המוסדיים העדיפו ב־1959 את ההצמדה לדולר. ב־1958 הוצמד, עדיין, רבע מסכום האיגרות הרשומות על־שם לדולר, ושלושה רבעים הוצמדו למדד; שנה אחת לאחר מכן, ב־1959, היתה הפרופורציה הפוכה. העובדה, שבשנת 1959 נירכשו איגרות חוב חדשות הרשומות על־שם והצמודות למדד, בסכום של 10 מיליון ל"י, יש בה כדי להתמיה במבט ראשון, בשים לב למחירים של איגרות החוב הישנות מסוג זה. ההסבר לכך, שעל אף ההפרש בין מחירי האיגרות החדשות (שנרכשו במחיר קרוב לשער הנקוב) לבין מחירי האיגרות הישנות (שהיו זולות יותר), ניקנו ניירות ערך חדשים מסוג זה, הוא בכך, שקופות התגמולים חייבות, על־פי התקנות הקובעות את הרכב הנכסים שלהן, לקנות את ניירות הערך שלהן על־ידי חתימה בעת ההנפקה, ולא בשוק לאחר תום החתימה.

כמו ב־1958, כן גם ב־1959, היו הבדלים בהתפלגות המלוות הצמודים על סדרותיהם, לפי סוג ההצמדה. המגמה להצמיד חלק גדול יותר מן המלוות החדשים לדולר, החלה עוד ב־1958,

¹ ראה לוח י"ט-7.

הנפקת ניירות ערך חדשים לפי צורת ההחזקה וסוג ההצמדה*

1959 עד 1956

1959 ***	1958	1957 **	1956	צורת ההחזקה וסוג ההצמדה
אג"ל 97%				
28,038	5,100	9,125	...	ע ל- ש
10,014	14,834	13,836	...	דולר
38,053	19,934	22,961	8,058	מדד
38,053	19,934	22,961	8,058	סך הכל
37,641	11,523	12,667	...	ל מוכ "ז
738	9,300	8,508	...	דולר
38,379	20,823	21,175	16,442	מדד
38,379	20,823	21,175	16,442	סך הכל
65,679	16,623	21,792	8,058	סך הכל
10,752	24,134	22,344	16,442	דולר
76,431	40,758	44,136	24,500	מדד
76,431	40,758	44,136	24,500	סך הכל
אחוזים				
73.7	25.6	39.7	...	ע ל- ש
26.3	74.4	60.3	...	דולר
100.0	100.0	100.0	100.0	מדד
100.0	100.0	100.0	100.0	סך הכל
98.1	55.3	59.8	...	ל מוכ "ז
1.9	44.7	40.2	...	דולר
100.0	100.0	100.0	100.0	מדד
100.0	100.0	100.0	100.0	סך הכל
85.9	40.8	49.4	32.9	סך הכל
14.1	59.2	50.6	67.1	דולר
100.0	100.0	100.0	100.0	מדד
100.0	100.0	100.0	100.0	סך הכל

הערות: ההפרשים במיכוס נובעים מעיגול המספרים.

* אינו כולל מלוות שסוג ההצמדה שלהם נקבע מראש.

** כולל את החלק ממלוות הביטחון שנחתם ב-1956.

*** כולל את החלק ממלוות הבנק לפיתוח התעשייה בישראל, מידרה 1, שנחתם ב-1958.

והיא הלכה וגברה ב־1959, עד שהגיעה לשיאה בקיץ, עם הצמדתן הבלעדית של סדרות מסוימות לדולר.

החל בספטמבר 1959, החליטה הממשלה לאשר הוצאת איגרות חוב צמודות־ערך "מעורבות" בלבד, ולפיכך צמודה עתה כל איגרת חדשה, בחצייה לדולר ובחצייה למדד. החלטה זו הקפידה למעשה את יתרת האיגרות הצמודות לדולר, והיה בה כדי לגרות את הביקוש להן, שהלך וגדל בלאו הכי, ואומנם, בספטמבר 1959 חלה עלייה של 5 אחוזים, בערך, במחירי האיגרות הצמודות לדולר.¹ סכום ההנפקה של המלוות שהוצמדו על־פי השיטה החדשה, הגיע ב־1959 ל־29.1 מיליון ל"י.

פירוט המלוות החדשים, לפי סדרות ולפי סוג ההצמדה, ניתן בלוח י"ט-8.

3. איגרות חוב לא צמודות

השערים של מלוות המדינה שאינם צמודים, היו יציבים בשנת 1959, ולא חלו בהם תנודות הראויות לציון.

שעריהן של שאר איגרות החוב היו בקו עלייה, בייחוד במחצית השנייה של השנה.¹ וזאת בעיקר בגלל הערכה טובה יותר של זכויות ההמרה, הניתנות למחזיקי איגרות חוב מסוימות הכלולות בקבוצה זו, ומפני שבקבוצה זו כלולות איגרות חוב בעלות אלמנט של הצמדה.

3. שוק המניות

ב־1959, הגיעה לקיצה תקופת שפל ממושכת בשוק המניות. מחירי המניות הרגילות עלו כמעט פי שניים מתחילת השנה ועד סופה, ואחרי הפסקה של שנים אחדות, שוב בוצעה אמיסיה של מניות חדשות, ולו גם בהיקף קטן מאוד.

(א) השפל שקדם לגיאאות (1954 עד 1958)

מאמצע שנת 1954 ועד סוף שנת 1958, ירדו מחירי המניות הרגילות הרשומות בבורסה ביותר משליש, וכבר בשנים 1951 עד 1954, כשמחירי המניות היו בעלייה, הם לא עלו באותו שיעור כמו מחירי מרבית הסחורות והשירותים. מגמה זו מודגמת בלוח י"ט-9, ובדיאגרמה י"ט-1, המשווה את ההתפתחות של מחירי המניות עם זו של המחירים לצרכן. כשלוקחים בחשבון את העלייה ברמת המחירים הכללית, במידה שהיא משתקפת במדד המחירים לצרכן, נמצא שהערך הריאלי של השקעות העבר במניות רגילות, ירד בממוצע ב־54 אחוזים בשנים 1954 עד 1958. במונחים של מטבע חוץ, לפי שער החליפין הרשמי, היתה הירידה ב־70 אחוזים.

אחת הסיבות העיקריות לשפל הממושך בשוק המניות, היתה אי־עליות הדיבידנדות. בשנת 1958, כלומר לשנת הכספים 1957, למשל, שילמו רק שלוש מתוך 16 החברות שהיו רשומות אז בבורסה, דיבידנדה בשיעור שעלה על שיעור הדיבידנדה לשנת 1950. רמת הדיבידנדות הנמוכה שיקפה הן את הרווחיות הנמוכה של החברות, והן את המדיניות הוזהירה שלהן, בדבר חלוקת הרווחים.

נוכח התפתחויות אלה, נטו משקיעים ותיקים להתפטר ממניות, ונסיונם של אלה הרתיע בדרך כלל את קהל המשקיעים מרכישת מניות. מכאן ירידת השערים שתוארה לעיל, והפסדי ההון לבעלי מניות ותיקים. עובדה זו פעלה גם היא להחלשת הביקוש למניות, להאטת קצב המסחר במניות ולשיתוק הפעילות האמיסיונית בשוק המניות בשנים 1957 ו־1958.

¹ ראה לוח י"ט-6.

הנפקת ניירות ערך צמודים לפי צורת ההחזקה וסוג ההצמדה, 1959

שם המלווה (מקוצר) והסירורה		צורת ההחזקה		צמודים לשער הדולר		צמודים למדד המחירים לצרכן		סך הכל	
				אלפי ל"י	אחוזים	אלפי ל"י	אחוזים	אלפי ל"י	אחוזים
ההצמדה ניתנה לבחירת המשקיעים *									
שיכון (ה')	על-שם	41.9	951.2	1,320.0	58.1	2,271.2	100	2,271.2	100
בנק לפיתוח (1) **	על-שם	56.7	4,052.4	3,097.9	43.3	7,150.3	100	7,150.3	100
שיכון (ו')	על-שם	57.9	2,940.9	2,137.9	42.1	5,078.8	100	5,078.8	100
"איגרות" (2)	על-שם	71.2	5,134.0	2,081.0	28.8	7,215.0	100	7,215.0	100
הסוכנות — "שיכון"	על-שם	84.3	4,751.5	882.0	15.7	5,633.5	100	5,633.5	100
שיכון (ז')	על-שם	89.7	1,774.6	203.5	10.3	1,978.1	100	1,978.1	100
בנק משכנתאות	על-שם	93.1	1,337.5	99.0	6.9	1,436.5	100	1,436.5	100
שיכון (ה')	למוכ"ז	95.3	1,647.9	80.9	4.7	1,728.8	100	1,728.8	100
"איגרות" (2)	למוכ"ז	95.6	2,662.3	122.7	4.4	2,785.0	100	2,785.0	100
בנק לפיתוח (1) **	למוכ"ז	96.2	7,554.5	295.2	3.8	7,849.7	100	7,849.7	100
שיכון (ד')	על-שם	96.3	315.8	12.0	3.7	327.8	100	327.8	100
קרן היסוד (4)	על-שם	96.6	3,695.0	131.0	3.4	3,826.0	100	3,826.0	100
הסוכנות — "שיכון"	למוכ"ז	97.0	4,235.8	130.7	3.0	4,366.5	100	4,366.5	100
דשנים	על-שם	97.7	2,119.3	50.0	2.3	2,169.3	100	2,169.3	100
בנק משכנתאות	למוכ"ז	98.0	2,512.5	51.0	2.0	2,563.5	100	2,563.5	100
דשנים	למוכ"ז	98.6	2,790.7	40.0	1.4	2,830.7	100	2,830.7	100
קרן היסוד (4)	למוכ"ז	99.7	6,157.8	16.2	0.3	6,174.0	100	6,174.0	100
שיכון (ו')	למוכ"ז	99.9	2,910.5	1.0	0.1	2,911.5	100	2,911.5	100
שיכון (ד')	למוכ"ז	100	439.2	—	—	439.2	100	439.2	100
שיכון (ז')	למוכ"ז	100	4,021.9	—	—	4,021.9	100	4,021.9	100
שיכון (ח')	על-שם	100	966.2	—	—	966.2	100	966.2	100
שיכון (ח')	למוכ"ז	100	2,707.9	—	—	2,707.9	100	2,707.9	100
סך הכל									
ההצמדה נקבעה מראש	למוכ"ז	85.9	65,679.4	10,752.0	14.1	76,431.4	100	76,431.4	100
שיכון פרסים	למוכ"ז	100	466.7	—	—	466.7	100	466.7	100
נפט לאומית	למוכ"ז	100	10,000.0	—	—	10,000.0	100	10,000.0	100
הסוכנות — "עלייה"	למוכ"ז	100	8,940.0	—	—	8,940.0	100	8,940.0	100
בנק אפוזיקאי (2)	למוכ"ז	100	5,000.0	—	—	5,000.0	100	5,000.0	100
בנק לפיתוח (2)	על-שם	50	4,135.5	4,135.5	50	8,271.0	100	8,271.0	100
בנק לפיתוח (2)	למוכ"ז	50	3,364.5	3,364.5	50	6,729.0	100	6,729.0	100
בל"ל להשקעות (2)	על-שם	50	759.0	759.0	50	1,518.0	100	1,518.0	100
בל"ל להשקעות (2)	למוכ"ז	50	1,741.0	1,741.0	50	3,482.0	100	3,482.0	100
רסקו (2)	על-שם	50	1,500.0	1,500.0	50	3,000.0	100	3,000.0	100
5% חשמל	על-שם	50	3,060.0	3,060.0	50	6,120.0	100	6,120.0	100
סך הכל									
פחות: בנק לפיתוח (1)	על-שם	72.8	38,966.7	14,560.0	27.2	53,526.7	100	53,526.7	100
(החלק שהונפק ב-1958)	על-שם	77.9	6,522.2	1,850.3	22.1	8,372.5	100	8,372.5	100
סך הכל כללי									
		80.7	98,123.9	23,461.7	19.3	121,585.6	100	121,585.6	100

* המלוות מסודרים בסדר עולה של אחוז ההצמדה לשער הדולר.
** כולל החלק שהונפק ב-1958.

מדדים של מחירי מניות והמחירים לצרכן, 1950 עד 1959

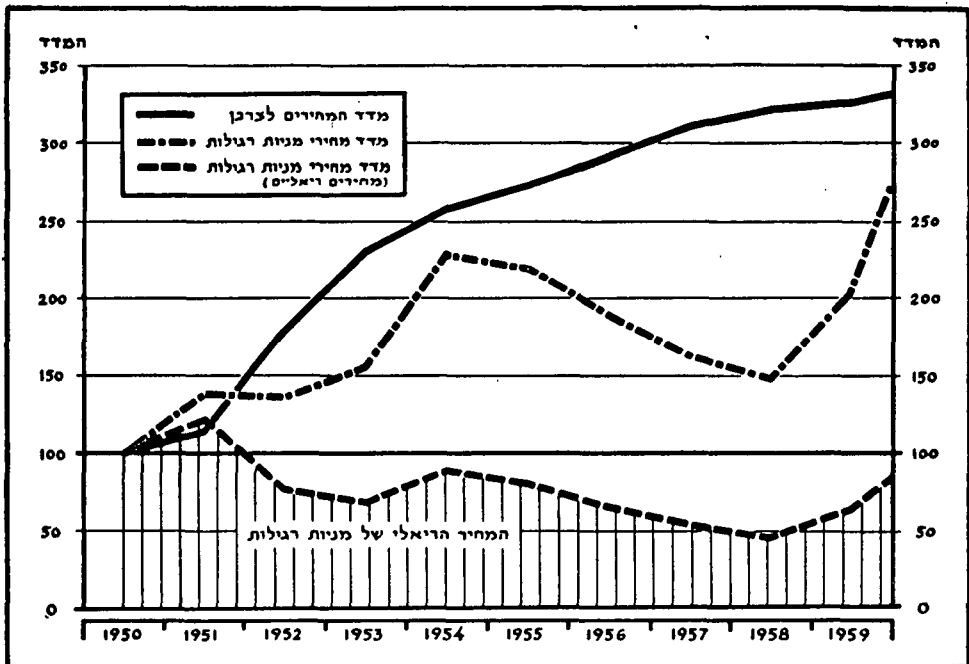
(1950 = 100)

השנה	המחירים לצרכן	מניות רגילות	מחיר ריאלי של מניות רגילות
	(1)	(2)	$\frac{(2)}{(1)} \times 100$
1950	100	100	100
1951	114	139	122
1952	180	137	76
1953	231	156	68
1954	259	229	88
1955	274	219	80
1956	292	188	65
1957	311	162	52
1958	321	148	46
1959	326	204	63
1959 (דצמבר)	331	274	83

דיאגרמה י"ט-1

המחיר הריאלי של מניות רגילות, 1950 עד 1959

(ממוצע שנתי : 1950 = 100)



תופעות אלה אינן נותנות הסבר מלא, כמובן, לעובדה, ששוק המניות נחשל, שעה שהמשק בכללו התרחב במהירות. כדי להבין את השפל בשוק המניות, צריך לקחת בחשבון שורה נוספת של גורמים, שקבעו את התמונה בשוק ההון בשנות החמישים. החיסכון הפרטי היה מועט ברוב השנים, "תודעת" ההשקעה במניות היתה נחלת מעטים בלבד, שכבות רחבות בקרב היישוב הוותיק ובקרבת העולים לא התמצאו (כשם שאינם מתמצאים היום) בשוק המניות, וחוגים מסויימים סלדו מהשקעה במניות מטעמים אידיאולוגיים. הון ההשקעות נבע בחלקו הרב מיבוא הון, ובייחוד מיבוא הון ציבורי. המימון ממקורות אלה בוצע בדרך כלל בצורת הלוואות, ואם לבש צורה של השקעה בהון בעלות (כפי שקרה במקרה של החברות הממשלתיות), לא נעשו הפעולות הקשורות בהשקעות אלה באמצעות השוק. רוב המניות של אחת החברות הרשומות בבורסה (חברת החשמל), נירכשו בתקופה זו על ידי הממשלה. איגרות החוב הצמודות, שהונפקו בשנת 1956 ואילך, התחרו במניות, כי ההצמדה העניקה להן, כביכול, תכונה שהיתה חסרה למניות רגילות: השמירה על הערך הריאלי של ההשקעה. לבסוף יצויין, שכספי החיסכון שהצטברו בקופות התגמולים ותוכניות החיסכון של הבנקים, הושקעו בעיקר במלוות. מכספים אלה, שתרמו במידה כה בולטת להרחבתו של שוק המלוות, לא הושקע במניות כמעט ולא כלום.

(ב) השיגשוג בשוק המניות (1959)

החל באפריל 1959, ובהפסקות קלות עד סוף השנה, עלו מחיריהן של מרבית המניות הרשומות בבורסה, בקצב ממוצע של 7 אחוזים לחודש. גיאות זו עברה על השוק גלים גלים, כפי שמשקף הדבר בממד החודשי של מחירי המניות.

לוח י"ט-10

מדד מניות רגילות, 1959

החודש	ממוצע 100=1950	ממוצע 100=1959
ינואר	150	73
פברואר	153	75
מארס	148	72
אפריל	152	75
מאי	178	87
יוני	178	87
יולי	189	92
אוגוסט	253	124
ספטמבר	244	120
אוקטובר	267	131
נובמבר	259	127
דצמבר	274	134

ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

אחדות מהחברות סיימו את שנת העסקים 1958 ברווחים טובים, וב-1959 חילקו דיבידנדה בשיעור גדול יותר מאשר בשנים הקודמות. 14 מבין 16 החברות שהיו רשומות בבורסה בסוף

1958, שילמו דיבידנדה לאותה שנה, לעומת עשר חברות ששילמו דיבידנדה שנה אחת קודם לכן. הרווחים של חברות אלה השתפרו הודות לגורמים שונים, מהם כאלה המשותפים לכל החברות הנידונות ומהם המיוחדים לחברות מסויימות. היציבות היחסית של יציאות הייצור, לרבות השכר; ההקלות בחישוב הפחת לצורך מס ההכנסה, שנכנסו לתוקפן ב-1958; ומחזור עסקים שהלך וגדל — כל אלה נימנו בין הגורמים המשותפים. כדוגמה לגורמים המיוחדים יצויק, שהמפעלים של אחת החברות, אשר דילגו על תשלום הדיבידנדה ב-1958, הושבתו לתקופת מה ב-1957, וחזרו לייצור תקין ב-1958.

בין הגורמים שהגדילו את הביקוש למניות, אפשר לציין את הציפייה שהחברות תנהגנה בנדיבות רבה יותר כלפי בעלי המניות שלהן, גם בעתיד. בנוסף לכך חדרה ההכרה, שבכמה מקרים גדל ערכן הנקי של החברות, במידה רבה יותר משהשתקף הדבר במחירי המניות שלהן, ונפתחה התקווה לרווחי הון — בין בצורת עלייה במחירי המניות, ובין בצורה של היוון¹ רורבות, על-ידי חלוקת מניות הטבה.

עם התחדשות הביקוש למניות התחילו מחיריהן לעלות, המגמה החדשה הגדילה את הביקוש, וחזר חלילה.

הציפייה להקלות נוספות במסים, חיזקה גם היא את הביקוש למניות. ציפייה זו נתגשמה בחלקה על-ידי ההוראה בחוק המתוקן לעידוד ההשקעות, המאפשרת קביעת "תקרה" למס על ההכנסה מדיבידנדה, בשיעור של 25 אחוזים. הקלה זו מתייחסת למניות חדשות, שתאושרנה לצורך זה על-ידי הממשלה. קודם לכן ניתנה הקלה דומה, רק לגבי ההכנסה מריבית.

גם למשקיעים זרים ניתנה, החל ב-1959, הקלות חדשות בקשר לעיסקות בניירות ערך. בעוד שקודם לכן הותר להם להמיר למטבע חוץ, לפי שער החליפין הרשמי, רק את ההכנסה מניירות ערך ישראליים, רשאים הם עכשיו להמיר למטבע חוץ, לפי השער הרשמי, גם את התמורה ממכירת ניירות ערך מסויימים. ב-1959 גדלה ההתעניינות של בעלי הון זרים בניירות ערך ישראליים, ובמרכזים שונים נוסדו חברות, שמטרתן היא השקעה בארץ.

הביקוש המחודש למניות, נבע, בראש וראשונה, ממשקיעים פרטיים, ואילו המשקיעים המוסדיים הוסיפו לרכוש בעיקר מלוות. תשומת הלב שנודעה למניות ב-1959, השלימה, מבחינה מסויימת, את הביקוש הגואה לאיגרות חוב הצמודות לדולר. גם רוכשי המניות, וגם רוכשי איגרות החוב הצמודות לדולר, האמינו, כנראה, שרמת המחירים תוסיף להיות יציבה, ומשום כך חדלו להשקיע באיגרות חוב הצמודות למדד המחירים לצרכן. על-כן הוכוונה תוספת ההשקעות בניירות ערך למניות ולאגרות חוב הצמודות לדולר, בהתאם לדעותיהם של המשקיעים על סיכויי הפיחות, ועל התפתחותו העתידה של שוק המניות. אלא שהביקוש לאיגרות חוב סופק במידה רבה על-ידי היצע של איגרות חדשות, בעוד שמניות חדשות כמעט ולא הונפקו.

בתנאים החדשים שנוצרו, יכולות היו חברות אחדות להציע לבעלי המניות שלהן רכישת מניות חדשות, בסכום של קרוב למיליון וחצי ל"י. כמו כן, בוצעה הנפקה אחת של מניות חדשות על-פי פרוספקט, על-ידי חברה, שפנתה זו הפעם הראשונה לקהל. סכום ההנפקה הסתכם בחצי מיליון ל"י, ערך נקוב, או ב-900 אלף ל"י במחיר החתימה. מניות אלו נחתמו בסכום שעלה פי 1.8 על סכום ההנפקה, ובין החותמים היה מספר גדול של משקיעים קטנים.

¹ Capitalization.