

שוק ניירות הערך

1. קווי ההתפתחות הכלליים

בשנת 1963 חלה התרחבות ללא תקדים במסחר בניירות ערך ובהנפקה של ניירות ערך חדשים. ההנפקה, נטו, של ניירות ערך ישראליים לשוק המקומי הסתכמה ב־446 מיליון ל"י¹ לעומת 401 מיליון ל"י בשתי השנים הקודמות גם יחד (ראה לוח כ"2). נוסף על כך מכרה הממשלה במשך השנה מתוך תיק ההשקעות שלה ניירות ערך בסך 9 מיליון ל"י, בקירוב, בעיקר למשקיעים מוסדיים בארץ ובחוץ לארץ. ההון לטווח בינוני וארוך שגויס בשוק ניירות הערך בארץ² היווה 16 אחוזים, בקירוב, מכלל מקורות המימון של ההשקעה הגולמית במשק לעומת 10 אחוזים בשתי השנים הקודמות. נפח העסקות בבורסה³, במחירי השוק, היה גדול ב־1963 יותר מכפליים מאשר בשנה הקודמת, והתקרב ל־300 מיליון ל"י. ערך השוק של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל־אביב גדל ב־1963 ב־50 אחוזים, בקירוב, והסתכם בסוף השנה ב־1.6 מיליארד ל"י. התרחבות זו היתה מלווה בעלייה תלולה של שערי המניות במחצית הראשונה של השנה ובשינוי מרחיק לכת במבנה השוק. הון המניות גדל משליש מכלל ההון הרשום בבורסה, במחירי השוק, ל־50 אחוזים והסתכם בסוף 1963 ב־850 מיליון ל"י, לעומת 330 מיליון ל"י בסוף 1962. עלייה זו היא תוצאה מרישומים חדשים ומעליית השערים. היקף העסקות במניות היווה ב־1963 כ־80 אחוזים מנפח העסקות בבורסה, לעומת 50 אחוזים בשתי השנים 1961 ו־1962. שוק ניירות הערך הישראלי נהפך, איפוא, במרוצת השנה, יותר ויותר לשוק של מניות. תוך כדי כך חל גם שינוי ניכר בהרכבו של הון המניות הרשום בבורסה, מבחינת ההרכב הענפי: חלקן של המניות הפינאנסיות⁴ גדל במשך השנה ממחצית לשני שלישים מהון המניות הרגילות, במחירי השוק, ואילו משקל מניות התעשייה והמסחר ירד מ־32 ל־14 אחוזים.

מאידך, נחלש מעמדו היחסי של שוק המילווה. על אף הגידול האבסולוטי בסכום המילווה שהונפקו ירד חלקם מ־85 אחוזים מכלל ההנפקות המקומיות נטו ב־1962 ל־60 אחוזים ב־1963, ונפח העסקות באיגרות חוב ירד ב־16 אחוזים לעומת השנה הקודמת. בתוך ההנפקות החדשות של

¹ זהו סיכום ההנפקות, במחירי ההנפקה, של ניירות ערך הנסחרים בבורסה של תל־אביב, שהונפקו בארץ תמורת לירות ישראליות — בניכוי סכומי הקרן (והפרשי ההצמדה התלים עליהם) של איגרות חוב שהגיעו לפדיון. לא כלולים כאן ניירות ערך שהוקצו למשקיעים בחוץ לארץ, במידה שהקצאות אלה פורטו בפרוספקט; ניירות ערך הנסחרים או הנקובים במטבע חוץ; וניירות ערך שאינם נסחרים בבורסה. אולם, כמו בעבר, כלולים בסכומי ההנפקה סדרות מסוימות של איגרות חוב שאינן רשומות בבורסה. הכוונה היא למילווה שהונפקו בדרך של הנפקה ציבורית עלידי גורמים ציבוריים או ציבוריים למחצה, ושנרכשו רובן ככולן על ידי משקיעים מוסדיים. ב־1963 הסתכמו הנפקות אלה ב־128 מיליון ל"י ברוטו.

² ההנפקות נטו כנ"ל, בניכוי הגידול ביתרת המילווה קצר המועד של הממשלה.

³ פירוס סוגי העסקות, שאינן כלולות בנפח העסקות, מובא בעמ' 362 להלן.

⁴ הקבוצות "בנקים ומוסדות כספיים" ו"חברות השקעה".

אינדקסורים לשוק ניירות הערך, 1961 עד 1963

1963	1962	1961	
446	224	178	ההנפקה המקומית נטו (מיליוני ל"י)
			ההנפקה המקומית נטו של ניירות ערך לטוח
16	8	12	בינוני וארוך, באחוזים מההשקעה הגולמית במשק
51	24	27	מספר המנפיקים
			ניירות הערך במטבע ישראל, הרשומים בבורסה.
			בסוף השנה (מיליוני ל"י)
1,152	915	627	הערך הנקוב
1,593	1,038	710	ערך השוק
			נפח המסחר בבורסה (מיליוני ל"י)
45.4	54.2	41.4	מיליון
241.9	68.4	46.5	מניות
			מדדי השערים (סוף השנה; ממוצע 1960=100)
161.8	162.6	107.6	מיליון צמודים למטבע חוץ
133.0	128.7	113.3	מיליון צמודים למדד המחירים לצרכן
198.7	145.3	112.3	מניות רגילות

איגרות חוב גדל משקלו של המיליון הממשלתי קצר המועד, שאינו צמוד-ערך, מ-37 אחוזים ב-1962 ל-42 אחוזים ב-1963 (ב-1961 הוא היווה 8 אחוזים בלבד מכלל ההנפקות, נטו).

הרקע לגיאות בשוק המניות הוא שפע ההון במשק שחפץ השקעות. ב-1963 חל גידול בולט בנזילות במשק¹, ושוק המניות שימש, בצידם של שוקי הקרקעות והשטרות ושל המיליון קצר המועד, אפיק לשפע האמצעיים הכספיים שבידי הציבור. לגבי המשקיע יש להשקעה בשוק המניות מספר יתרונות על השקעה בשווקים אחרים: (א) הסכום המינימלי הדרוש לצורך השקעה הוא קטן יחסית; (ב) שוק המניות הוא אנונימי בעיקרו²; (ג) ההשקעה אינה חייבת במס רווחי הון (כזה לפחות היה המצב ב-1963); ו-(ד) קל יותר לחסל השקעה בניירות ערך מאשר השקעה בנכסי דלא ניידים, למשל. ההשקעה במניות עמדה ב-1963 גם במבחן ההתחרות עם ההשקעה בשטרות — הסכומים שהושקעו ב-1963 בשני שווקים אלה היו דומים בגודלם — וזאת הודות לרווחי ההון שניתן היה להשיג בשוק המניות ולא בשוק השטרות.

גם ב-1963 נתגלתה התופעה של גידול הביקוש מתוך עצם הגיאות. ככל שעלו השערים, גבר הביקוש, השערים הוסיפו לעלות, והוכשרה הקרקע להנפקות חדשות. גם בשערי מרבית המניות החדשות חלה עלייה ניכרת. וזו היתה כרוכה בספקולציה נרחבת בהנפקות החדשות, שמצאה את ביטוייה בהחתמות יתר גדולות. כדי לבלום תופעה זו נקבעה על ידי הוועדה לניירות ערך ותבוסה

¹ ראה פרק ט"ו, "אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים".

² אפילו מניות על-שם נסחרות לרוב כאילו הן "למוכ"ז"; הן רשומות על שמן של חברות נאמנות ו"חברות רשומות" והחלפת בעלותן אינה כרוכה ברישום הבעלים החדשים בספרי החברות שהנפיקו את המניות.

ההנפקות המקומיות, נמו, במחירי ההנפקה, 1961 עד 1963

אחוזים			מיליוני ל"י			
1963	1962	1961	1963	1962	1961	
מילוות ארוכי מועד						
-3.3	2.4	8.3	-14.8	5.3	14.8	ממשלתיים
38.6	50.9	57.3	172.0	114.0	101.8	אחרים
סך הכל						
35.3	53.3	65.6	157.2	119.3	116.6	מילוות ממשלתיים קצרי מועד
25.5	31.3	5.6	113.9	70.1	10.0	סך כל המילוות
60.8	84.6	71.2	271.1	189.4	126.6	מניות הרשומות בבורסה
39.2	15.4	28.8	174.9	34.2	51.0	סך כל הנפקות מקומיות
100.0	100.0	100.0	446.0	223.6	177.6	

הוראה בדבר הפקדת מינימום בעת החתימה על מניות חדשות. שיעור ההפקדה נקבע במאסר 1963 ל-50 אחוזים מסכומי החתימה, והוגדל באוקטובר ל-80 אחוזים. נוסף על כך נקבע שאין לפצל בקשה להקצאת מניות לכמה חלקים.

לפי סימנים שונים חלה במשך השנה עלייה נוספת במספר בעלי המניות בארץ, ובייחוד הפרטיים, אך אין אומדנים מהימנים בנידון זה.

ירידת חשיבותו היחסית של שוק המילוות ארוכי-מועד ב-1963 היתה במידה רבה תופעת לוואי של הפעילות הגוברת בשוקי ההון האחרים. פרט למצבים מיוחדים — כגון הציפיה הארוכה לפיחות, שיצרה (בשנים שקדמו לפיחות) את הרקע לעסקות ספקולטיביות באיגרות חוב צמודות לדולר — אין שוק המילוות הישראלי מהווה מוקד משיכה להשקעות שמטרתן רווחי הון בשל קשיחותם של שערי הריבית הרשמיים בארץ. משום כך טבעי הדבר, שבהעדר מצבים מיוחדים נוטה המסחר באיגרות חוב להיות שקט יותר מאשר המסחר במניות, כלומר שיעור המחזור¹ באיגרות חוב קטן יותר והתנודות בשערים מתונות יותר. כזה היה המצב ב-1963. לאחר שבמשך השנה הקודמת התאים השוק את עצמו למצב שנוצר בעקבות הפיחות, נצטמצם המחזור באיגרות חוב, והתנודות בשעריהן היו קלות מאוד.

ב-1963 פחתו, כנראה, העסקות של שני סוגי משקיעים כבדי משקל בשוק המילוות: של המשקיעים הפרטיים, אשר רבים מהם העבירו את פעילותם לתחומים אחרים, כגון המילווה קצר המועד, השטרות והמניות; ושל קופות הגמל. קבוצה זו אינה פעילה, בדרך כלל במסחר באיגרות חוב, וב-1963 נעשתה תוספת ההשקעות שלה, בחלקה, מחוץ לשוק המאורגן — באיגרות חוב שאינן נסחרות בבורסה.

¹ היחס שבין נסח המסחר ובין סך ההון הסחיר.

ניירות הערך, הרשומים בכורסה של תל-אביב, בערכם הנקוב, 1960 עד 1963

(סוף התקופה)

אחוזים				מיליוני ל"י				
1963	1962	1961	1960	1963	1962	1961	1960	
								מילוות ממשלתיים
15.3	20.2	19.1	24.8	176	185	120	110	צמודי דולר
6.2	8.1	6.9	8.6	71	74	43	38	צמודי מדד
1.1	1.4	1.6	0.9	13	13	10	4	בהצמדה מעורבת
4.9	7.0	11.3	14.6	56	64	71	65	בלתי צמודים
27.5	36.7	38.9	48.9	316	336	244	217	סך הכל
								מילוות בערבות הממשלה
6.3	9.3	8.6	10.6	73	* 85	54	47	צמודי דולר
2.8	1.4	2.4	4.2	32	13	15	19	צמודי מדד
9.1	10.7	11.0	14.8	105	* 98	69	66	סך הכל
								ניירות ערך אחרים
28.3	15.8	18.2	9.9	326	145	114	44	מניות רגילות
5.2	4.5	3.8	4.0	60	* 41	24	18	מניות בכורה
13.0	17.2	16.6	—	150	157	104	—	מילוות צמודי דולר
10.5	6.2	1.3	21.6	121	56	8	96	מילוות צמודי מדד
6.3	8.7	9.8	—	73	80	62	—	מילוות בהצמדה מעורבת
0.1	0.2	0.3	0.7	1	2	2	3	מילוות בלתי צמודים
63.4	52.6	50.0	36.2	731	* 481	314	161	סך הכל
								סך כל ניירות
100.0	100.0	100.0	100.0	1,152	* 915	627	444	הערך הישראליים
								ניירות ערך הנסחרים
—	—	—	—	—	* 121	46	...	במטבע חוץ
—	—	—	—	1,360	* 1,036	673	...	סך הכל כללי

* מספר מתוקן.

המקור: הכורסה לניירות ערך בתל-אביב.

2. ניירות הערך הרשומים בבורסה

הסכום הכולל, בערכים נקובים, של ניירות-ערך הרשומים בבורסה של תל-אביב¹ הגיע בסוף 1963 ל-1,360 מיליון ל"י² (ראה לוח כ"3) — תוספת של 324 מיליון ל"י³ לעומת סוף 1962. התוספת לניירות הערך הנסחרים בבורסה, לרבות המילווה קצר המועד של הממשלה הנסחר בבורסה בלי להיות רשום בה, הסתכמה ב-440 מיליון ל"י, בקירוב. ב-1962 הסתכם הגידול, על אותו בסיס, ולרבות הפרשי ההצמדה לדולר שנוצרו באותה שנה, ב-430 מיליון ל"י; והגידול, למעט הפרשים אלה — ב-250 מיליון ל"י.

ניירות הערך, הנקובים במטבע ישראלי, שהיו רשומים בבורסה בסוף 1963, הסתכמו ב-1,152 מיליון ל"י לעומת 915 מיליון ל"י בסוף 1962⁴. בין השינויים בהרכב ההון בולטת עליית משקלן של המניות (ראה לוח כ"4): הון המניות הסתכם בסוף השנה ב-390 מיליון ל"י בקירוב — גידול של 200 מיליון ל"י לעומת 1962 — וחלקו בסך ההון הרשום בבורסה עלה לשליש לעומת 20 אחוזים

לוח כ"4

ניירות הערך במטבע ישראלי, הרשומים בבורסה של תל-אביב, לפי הסוג, 1962 ו-1963

(סוף התקופה)

מיליוני ל"י		אחוזים		
1963	1962	1963	1962	
427	34.6	399	46.7	מילוות צמודים לדולר
143	19.5	224	15.6	מילוות צמודים למדד
93	7.5	86	10.2	מילוות בהצמדה מעורבת
663	61.6	709	72.5	סך כל המילוות צמודי-הערך
66	4.9	57	7.2	מילוות לא צמודים
729	66.5	766	79.7	סך כל המילוות
186	33.5	386	20.3	מניות רגילות ומניות בכורה
915	100.0	1,152	100.0	סך כל ההון הרשום בבורסה

חמקור: לוח כ"3.

¹ לרבות ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ.

² לרבות הפרשי הצמדה על איגרות החוב הצמודות לדולר ולהוציא הפרשי הצמדה על איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן.

³ סכום הגידול השנתי ברשימת הבורסה אינו זהה עם סך כל ההנפקות החדשות שבכל השנה (לוח 2). ההבדל נובע מהגורמים הבאים: (א) השינויים ברשימת הבורסה הם בערכים נקובים, בעוד שסכומי ההנפקה הם על יסוד שערי ההנפקה; (ב) אין חפיפה כרונולוגית בין ההנפקה לבין הרישום בבורסה; (ג) לא כל ניירות הערך, הנרשמים בבורסה לראשונה, הם ניירות ערך חדשים; (ד) בסכום ההנפקות כלולות סדרות מסוימות של ניירות ערך, שאינם נרשמים בבורסה — ראה הערה בעמוד 353; (ה) ברשימת הבורסה כלולים ניירות ערך מסויימים, שהוקצו למשקיעים בחוץ לארץ ושאינם כלולים בין ההנפקות לשוק המקומי.

⁴ מספר מתוקן.

**ניירות הערך הישראליים, הרשומים בבורסה של תל-אביב,
במחירי השוק, 1960 עד 1963**

אחוזים			מיליוני ל"י		
מניית	מילוח	כל ניירות הערך	מניית	מילוח	כל ניירות הערך
(א) הערך בסוף השנה					
100	26	74	493	130	363
100	29	71	710	209	501
100	32	68	1,038	331	707
100	53	47	1,593	848	745

כל ניירות הערך			מניית			מילוח		
מפרמיות ותנודות שער	מחירים	סך הכל	מפרמיות ותנודות שער	מחירים	סך הכל	מפרמיות ותנודות שער	מחירים	סך הכל
(ב) השינויים השנתיים (מיליוני ל"י)								
122	40	82	95	54	41	27	-14	41
217	34	183	79	3	76	138	31	107
342	...	...	136	78	58	206	...	...
555	318	237	517	317	209	38	1	37

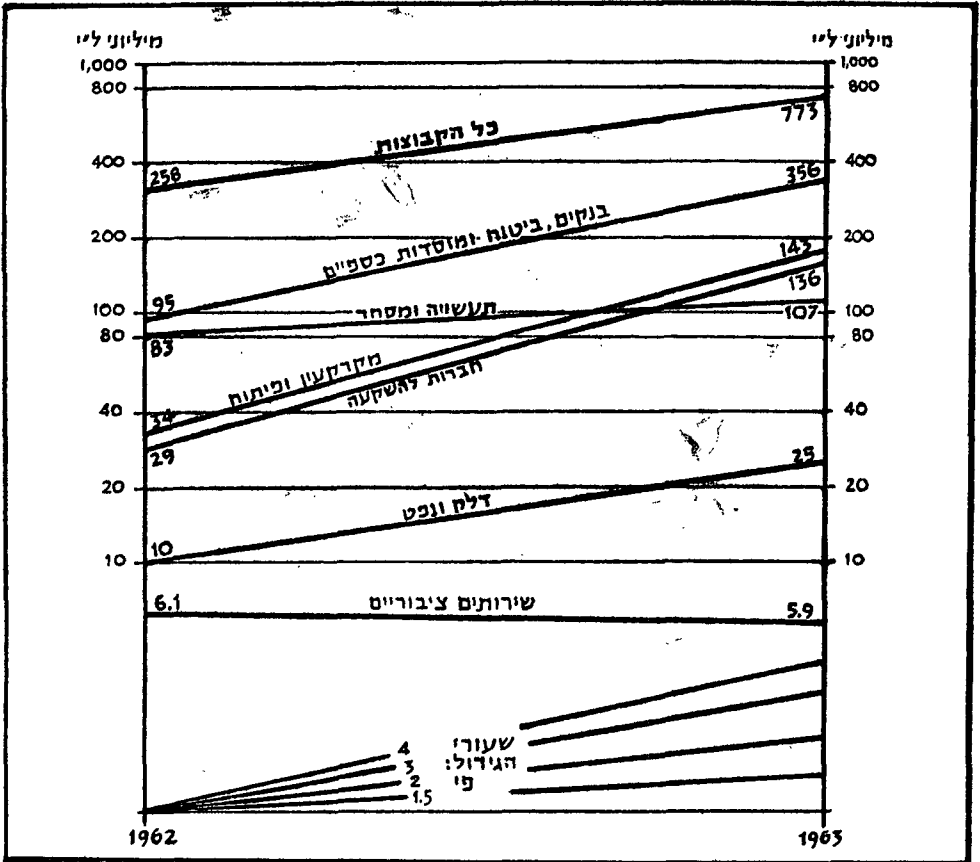
ח מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנק ישראל.

בסוף השנה הקודמת. הון המילוח, לעומת זאת, גדל בפחות מ-40 מיליון ל"י והסתכם בסוף השנה ב-770 מיליון. גם אם נוסף לסכומים אלה את המילוח קצר המועד, נקבל ירידה במשקל המילוח — מ-82 ל-72 אחוזים מרשימת הבורסה.

אותן מגמות בולטות ביתר שאת בהתפתחות ערך השוק של ניירות הערך הישראליים הרשומים בבורסה (ראה לוח כ"ה) ¹. בסוף 1963 הסתכם ערכה הכולל של רשימת הבורסה ב-1,590 מיליון ל"י, בקירוב, לעומת 1,040 מיליון ל"י שנה קודם לכן. מרבית התוספת נבעה מעליית שעריהם של ניירות הערך, ומההפרשים בין ערכן הנקוב של המניות החדשות למחיר ההנפקה שלהן (ראה לוח כ"ה). יתרת התוספת נבעה מרישום ניירות ערך חדשים בבורסה. ערך המניות גדל במשך השנה פי שניים וחצי — מ-330 מיליון ל"י ל-850 מיליון ל"י — והיווה בסוף השנה כמחצית מכלל ההון הרשום בבורסה, לעומת שליש בסוף 1962. מאידך, ירד משקל המילוח משני שליש ל-50 אחוזים. ערכם במחירי השוק גדל מ-705 מיליון ל"י, בקירוב, ל-745 מיליון ל"י. אם נביא בחשבון גם את המילוח קצר המועד, חלה במשקל המילוח ירידה מ-71 אחוזים בתחילת 1963 ל-53 אחוזים בסופה.

¹ להוציא ניירות ערך הנקובים או הנסחרים במטבע חוץ.

שיעורי השינוי בחזן המניות הרגילות הרשומות בבורסה של תל-אביב, במחירי חשוק, 1963



לוח כ"י

החברות, שמניותיהן הרגילות רשומות בבורסה של תל-אביב, ער 1963

(סוף התקופה)

חברות שנוספו 1963 ב	1963	1962	1961	סוג החברה
—	1	1	1	(1) שירותים ציבוריים
7	17	10	9	(2) בנקים, ביטוח, ומוסדות כספיים
4	8	4	4	(3) מקרקעין ומיתוח
4	24	20	17	(4) תעשייה ומסחר
—	3	3	3	(5) דלק ונפט
7	13	6	4	(6) חברות להשקעה
22	66	44	38	כל החברות

מספר החברות, שמניותיהן הרגילות רשומות בבורסה, עלה במשך השנה ל-66 לעומת 44 בסוף 1962, ו-38 בסוף 1961. בין החברות שנוספו בולט מספרן של החברות הפינאנסיות וחברות המקרקעין והפיתוח (ראה לוח כ"ו). מבין 28 החברות, שמניותיהן הרגילות נרשמו בבורסה בשנים 1962 ו-1963, השתייכו לענפים אלה 21 חברות; ו-7 חברות בלבד — לענפי התעשייה והמסחר. הקבוצות "שירותים ציבוריים" ו"דלק ונפט" נשארו ללא שינוי.

תופעה זו היא תוצאה של ההתפתחות היחסית של שערי המניות של הקבוצות השונות ושל הרכב ההנפקות החדשות. מאחר ששעריהן של המניות הפינאנסיות ומניות המקרקעין עלו יותר משערי יתר המניות (ראה לוח כ"ז), נוצר ביקוש גם למניות חדשות משתי הקבוצות הראשונות, וגברו סיכויי ההצלחה של הנפקות אלה, ומכאן ריבויין של ההנפקות מהסוגים האלה. חברות התעשייה והמסחר, לעומת זאת, הודקו פחות לשוק ההנפקות והמשיכו במסורת של מימון באמצעות הלוואות. על יתר מקורות המימון שלהן נוספה ב-1963 הקרן למימון היצוא.

תהליך הריכוז בא לידי ביטוי גם בעליית חלקן של מניות החברות הפינאנסיות וחברות המקרקעין והפיתוח בסך הון המניות. הרשום בבורסה, מ-45 ל-70 אחוזים בערכים נקובים, ומ-60 ל-80 אחוזים — במחירי השוק (ראה לוח כ"ז). הון המניות הרגילות, הנסחרות בבורסה, בשתי

לוח כ"ז

הון המניות הרגילות, הנסחרות בבורסה של תל-אביב, לפי קבוצות, 1962-1963

ערך השוק			הערך הנקוב			
דצמבר 1963	יוני 1963	דצמבר 1962	דצמבר 1963	יוני 1963	דצמבר 1962	
מיליוני ₪						
5.9	6.4	6.1	9.7	9.4	9.4	שירותים ציבוריים
						בנקים, ביטוח
356.1	257.6	95.4	127.0	73.4	42.1	ומוסדות כספיים
142.7	82.9	34.2	50.5	21.9	14.0	מקרקעין ופיתוח
107.1	98.4	83.2	80.4	65.4	65.2	תעשייה ומסחר
25.3	19.5	10.3	9.9	4.9	4.8	דלק ונפט
135.8	82.8	28.8	53.5	24.6	10.2	חברות להשקעה
772.9	547.6	258.0	331.0	199.6	145.7	כל הקבוצות
אחוזים						
0.8	1.2	2.4	2.9	4.7	6.5	שירותים ציבוריים
						בנקים, ביטוח
46.1	47.0	37.0	38.4	36.8	28.9	ומוסדות כספיים
18.5	15.1	13.2	15.3	11.0	9.6	מקרקעין ופיתוח
13.8	18.0	32.2	24.3	32.7	44.7	תעשייה ומסחר
3.2	3.6	4.0	3.0	2.5	3.3	דלק ונפט
17.6	15.1	11.2	16.1	12.3	7.0	חברות להשקעה
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	כל הקבוצות

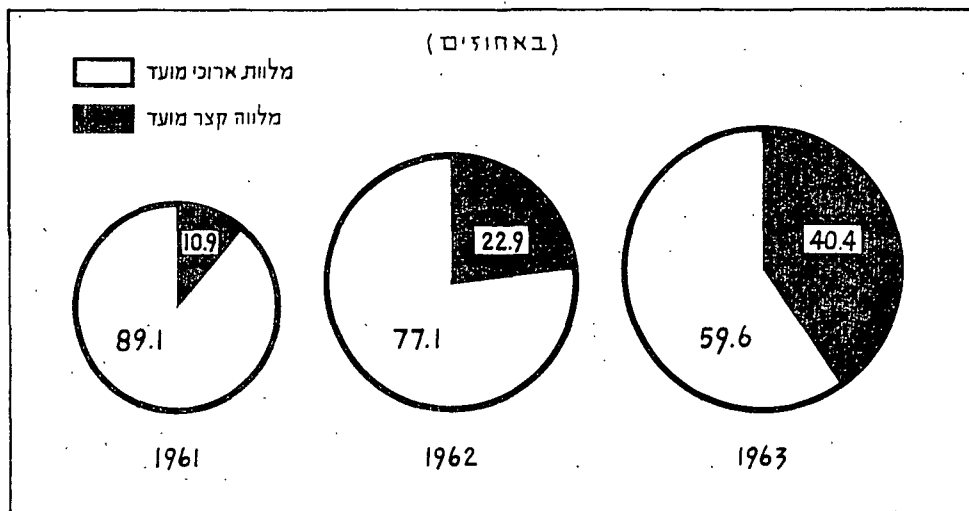
א"התאמות בסיכום נובעות מעיגול מספרים.

הקבוצות "בנקים, ביטוח ומוסדות כספיים" ו"חברות השקעות", עלה מ-50 מיליון ל"י בתחילת 1963 ל-100 מיליון ל"י, בקירוב, בסוף המחצית הראשונה של השנה ול-180 מיליון ל"י בסוף השנה. ההון של חברות אלה בצירוף ההון של חברות המקרקעין גדל מ-65 מיליון ל"י ל-120 ול-230 מיליון ל"י. במחירי השוק, המשקפים הן את הגידול הנומינלי והן את עליית השערים, היה הגידול בולט עוד יותר: בשתי הקבוצות הראשונות — מ-125 מיליון ל"י ל-340 ול-490 מיליון ל"י; ובשלוש הקבוצות — מ-160 מיליון ל"י ל-420 ול-635 מיליון ל"י.

יתרת המילווה צמודי-הערך גדלה ב-45 מיליון ל"י והסתכמה בסוף 1963 ב-710 מיליון ל"י בערכים נקובים; חלקם בתוך כלל ניירות הערך הישראליים, הרשומים בבורסה, ירד מ-72 ל-62 אחוזים (ראה לוח כ"4). ירידה זו נעוצה, בראש וראשונה, בעובדה שההנפקה של מילווה צמודי-דולר הופסקה לאחר הפיחות ב-1962 ולא חודשה מאז. כתוצאה מהפדיון ההדרגתי של המילווה הקיימים, הצמודים לדולר, ירדה יתרתם מ-430 ל-400 מיליון ל"י, ומשקלם בכלל ניירות הערך ירד מ-47 ל-35 אחוזים. נוסף על כך היה שיעור הגידול של יתרת המילווה הצמודים למדד המחירים לצרכן קטן מזה של כלל ניירות הערך. מצד אחד, לא פנו המשקיעים הפרטיים, שנימנו בעבר עם רוכשי המילווה הצמודים לדולר, למילווה הצמודים למדד, כי אם יותר ויותר — להשקעה במניות ובמילווה קצר המועד (שאינו רשום, כאמור, בבורסה) ולרכישת שטרות בתיווך הבנקים. המשקיעים המוסדיים, מאידך — ובראש וראשונה קופות הגמל, החייבות להשקיע באיגרות חוב את מרבית נכסיהן — הגדילו את חלקם של ניירות הערך שאינם נסחרים בבורסה — מילווה של הסוכנות היהודית ושל מוסדותיה הכספיים של הסתדרות העובדים — בכלל נכסיהן. מכאן הגידול המועט יחסית ביתרת המילווה הצמודים למדד — מ-145 מיליון ל"י ב-1962 ל-225 מיליון ל"י ב-1963 או מ-15.5 ל-19.5 אחוזים מכלל רשימת הבורסה. חלקם של מילווה המדינה בתוך רשימת הבורסה הוסיף לקטון — תהליך הנמשך זה

דיאגרמה כ"2

המילווה ארוכי המועד והמילווה קצר המועד של הממשלה, 1961 עד 1963



המקור: לוח כ"8.

¹ תהליך זה משקף שינוי פורמלי בעיקר, והוא נעוץ במעבר מגיוס ההון במישרין עלידי הממשלה לגיוס באמצעות גופים אחרים בתמיכתה. ראה דו"ח בנק ישראל 1962, עמודים 368 עד 370 ודו"ח 1961, עמוד 330.

שנים אחדות¹, — והגיע ל-27 אחוזים בסוף 1963 לעומת 37 אחוזים ב-1962 (בסוף 1960 היוו עדיין מילוות אלה קרוב למחצית ההון הרשום בבורסה). אם נביא בחשבון גם את המילוות קצר המועד, תהיה הירידה קטנה יותר — מ-43 ל-39 אחוזים — וזאת מאחר שבתוך מילוות המדינה נמשך גידול משקלו של המילוות קצר המועד (ראה לוח כ"8). יתרת המילוות הממשלתיים, הנסחרים בבורסה, לרבות מילוות זה, גדלה במשך השנה מ-440 ל-530 מיליון ל"י; היתרה, להוציא את המילוות קצר המועד, קטנה מ-340 ל-320 מיליון ל"י.

לוח כ"8

מילוות המדינה הנסחרים בבורסה, 1961 עד 1963

(סוף התקופה)

	מיליוני ל"י			אחוזים		
	1961	1962	1963	1961	1962	1963
מילוות ארוכי מועד	244	336	316	89.1	77.1	59.6
מילוות קצרי מועד	30	100	214	10.9	22.9	40.4
סך הכל	274	436	530	100.0	100.0	100.0

3. המסחר בבורסה

נפח העסקות בבורסה של תל-אביב, במחירי השוק, הסתכם ב-1963 ב-290 מיליון ל"י — פי שנים מאשר ב-1962 ופי שלושה מאשר ב-1961. המסחר במניות לבד, שהסתכם ב-1963 ב-240 מיליון ל"י (ראה לוח כ"9), היה גדול פי 3.5 מאשר ב-1962 ופי 5 מאשר ב-1961. מספרים אלה אינם כוללים את התמורה מהנפקת ניירות ערך חדשים ואת העסקות שמחוץ לבורסה, כגון קיזוז פקודות הקנייה והמכירה שנתקבלו בבנקים; עסקות בין בנקים; ועסקות בין לקוחות הבנקים לבין הבנקים על חשבונם הם. אין נתונים על ממדיהם של הקיזוזים ועסקות הבנקים על חשבונם הם. משקלן של עסקות אלה, ביחס לנפח העסקות בבורסה, משתנה לא רק מיום ליום, אלא גם ממוסד אחד למישנהו. ראוי לציין שבבנקים הגדולים ומרובי הסניפים, גדולים סיכויי הקיזוז יותר מאשר בבנקים הקטנים. לפי אומדן זהיר הסתכמו ב-1963 כל העסקות (להוציא את פעולות ההנפקה) בניירות הערך הרשומים בבורסה, שנעשו הן בבורסה והן מחוצה לה, ב-360 מיליון ל"י.

ב-1963 חלו תנודות חריפות בנפח העסקות היומי בבורסה. המסחר במניות, שהיווה את מרבית המסחר בניירות ערך, נע בין 350 אלף ל-2.5 מיליון ל"י ליום, ובממוצע יומי לחודש — בין 600 אלף ל"י ל-1.4 מיליון ל"י (ראה לוח כ"9).
נפח המסחר ב"שערים משתנים"¹ נע בין פחות מאחוז אחד לבין 15 אחוזים מהנפח הכולל, והוא היה גדול יותר, בדרך כלל, ככל שנפח העסקות בכלל היה גדול יותר וככל שהתנודות בשערי המניות היו חריפות יותר.

¹ הסבר על שיטת המסחר בבורסה של תל-אביב ומשמעות המסחר ב"שערים משתנים" הובא בדו"ח בנק ישראל 1962, עמ' 373.

העסקות בבורסה של תל-אביב, לפי חודשים, 1963

(אלפי ל"י)

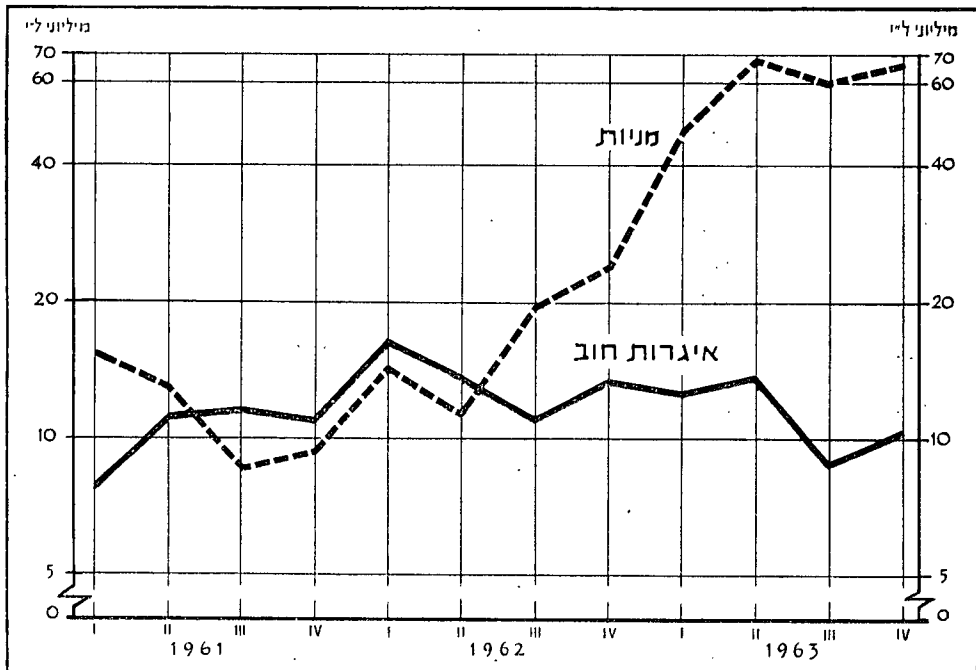
מניות: הנסח הממוצע ליום מסחר		נפח העסקות החודשי		
מודד (ינואר 100=1963)	אלפי ל"י	מניות	איגרות חוב	
100	595	13,092	5,036	ינואר
127	754	15,089	3,934	פברואר
161	957	19,131	3,944	מארס
128	763	47,312	12,914	רביע ראשון
132	788	11,030	4,547	אפריל
236	1,405	28,011	4,729	מאי
234	1,392	29,226	4,330	יוני
209	1,241	68,267	13,306	רביע שני
181	1,080	23,757	3,795	יולי
126	749	15,721	2,698	אוגוסט
173	1,032	20,637	2,233	ספטמבר
160	954	60,115	8,726	רביע שלישי
180	1,073	20,394	2,969	אוקטובר
178	1,059	21,172	3,073	נובמבר
180	1,070	24,609	4,065	דצמבר
179	1,067	66,175	10,107	רביע אחרון
נפח העסקות השנתי				
—	—	38,246	33,460	1960
—	—	46,505	41,363	1961
—	—	68,385	54,182	1962
168	999	241,869	45,353	1963

ח מ ק ו ר : טורים 1 ו2 : הבורסה לניירות ערך של תל-אביב.
טורים 3 ו4 : בנק ישראל.

במרבית ימי המסחר עלה נפח המסחר במניות הקבוצה "כספים וביטוח" על זה של כל אחת מיתר הקבוצות. אחריה באו לסירוגין המניות של חברות התעשייה, חברות המקרקעין, וחברות ההשקעה. (בחודשים אפריל עד יוני שררה גאות מסוימת במסחר במניות התעשייה, שפגה במחצית השנייה של השנה).

הגידול הרב בנפח העסקות במניות משקף את העלייה שחלה במשך השנה ברמת שערי המניות, את הגידול הרב בהון המניות הנסחר בבורסה, ואת הגדלת מהירות המחזור השנתי של הון המניות הרשום

נפח העסקות בבורסה של תל-אביב, במחירי השוק, לפי רבעי שנה, 1961 עד 1963



בבורסה. במוצע שנתי גדל שיעור המחזור: מ-27 אחוזים ב-1962 ל-44 אחוזים ב-1963. במחצית הראשונה של השנה, כשערי המניות היו בעלייה, חל גידול כמעט מתמיד בנפח המסחר. הגידול בנפח המסחר באותה התקופה עלה על זה של ההון הסחיר במחירי השוק. שיעור המחזור השנתי נע במחצית הראשונה של השנה בין 41 ל-64 אחוזים. במוצע שנתי. ברביע השלישי חל צמצום-מה בנפח העסקות, וברביע האחרון שוב נסתמנה הרחבה. אולם במחצית השנייה כולה היה שיעור המחזור נמוך יותר מאשר במחצית הראשונה של השנה, והוא נע בין 30 ל-42 אחוזים בלבד; במילים אחרות, המחזור לא גדל באותה מידה כמו ההון הסחיר.

נפח העסקות באיגרות חוב הסתכם ב-45 מיליון ל"י — 9 מיליון ל"י פחות מאשר ב-1962, ו-4 מיליון ל"י יותר מאשר ב-1961. תנודות אלה נעוצות בעיקר בעובדה שבחודשים פברואר עד אפריל 1962 שררה בעקבות הפיחות פעילות יוצאת מגדר הרגיל בשוק המילואות הצמודים לדולר.

4. מגמות השערים

בשוק המילואות נרשמו ב-1963 תנודות שערים מתונות בלבד (ראה לוח כ"10). בשערי איגרות החוב הצמודות לדולר חלה ירידה קלה בחודשים מארס עד ספטמבר, וברביע האחרון נסתמנה עלייה קלה. הן עמדו ב-6 עד 10 אחוזים, בקירוב, מתחת לערכיהן הנקובים, והתשאו נטו לפדיון הגיעה ל-4 עד 7.5 אחוזים בקירוב. מסוף 1962 עד סוף 1963 כמעט שלא חל שינוי ברמת שערי האיגרות הצמודות לדולר, אולם במוצע שנתי הם עמדו מעל

¹ נפח העסקות. בבורסה כשיעור מסך ההון הסחיר (ההון הרשום בניכוי סכומים המוחזקים בידי בעלים קבועים).

מדדים של שערי איגרות החוב הצמודות, 1963

איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן		איגרות החוב הצמודות לדולר		
הערך הנקוב בתוספת הפרשי ההצמדה=100 (לפי 3 ל"י לדולר)	ינואר 1963 100=	הערך הנקוב בתוספת הפרשי ההצמדה=100 (לפי 3 ל"י לדולר)	ינואר 1963 100=	
97.9	100.0	93.7	100.0	ינואר
98.2	100.5	93.4	99.8	פברואר
97.2	99.8	92.8	99.0	מארס
96.9	99.4	92.1	98.5	אפריל
97.5	98.7	92.2	98.1	מאי
93.5	97.9	90.7	96.3	יוני
94.4	98.2	90.5	96.4	יולי
94.5	97.7	90.6	96.1	אוגוסט
96.2	97.7	89.9	95.6	ספטמבר
96.1	99.4	90.0	96.6	אוקטובר
96.7	101.1	89.9	96.6	נובמבר
97.0	103.7	91.8	98.6	דצמבר

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לרמת השערים הממוצעת בחודשי 1962 שאחרי הפיחות. כזכור עלתה רמת שערי איגרות החוב הצמודות לדולר מיד לאחר הפיחות ב־35 אחוזים, בקירוב. עד סוף 1962 הם עלו בהדרגה ב־20 אחוזים נוספים, ועל הרמה החדשה הם נתייצבו, פחות או יותר.

שערי איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן פיגרו ב־1963 אחרי העלייה במדד. מסוף 1962 עד סוף 1963 עלו שערי איגרות אלה בקצת יותר משלושה אחוזים, ובממוצע שנתי — בשיעור דומה, בעוד שמדד המחירים לצרכן עלה ב־6.5 אחוזים בממוצע שנתי וב־5 אחוזים מדצמבר 1962 עד דצמבר 1963. שערי איגרות החוב הצמודות למדד עמדו במשך השנה ב־2 עד 6 אחוזים מתחת לערכיהן הנקובים, בתוספת הפרשי ההצמדה. התשואה נטו לפדיון בסדרות השונות נעה בין 3.5 ל־7 אחוזים.

בשערי איגרות החוב שאינן צמודות לא חלו שינויים הראויים לציון, ואילו שערי המילווה קצרה־המועד אינם נקבעים על־פי הביקוש וההיצע, אלא מחושבים באופן שהתשואה ממילווה זה נשארת קבועה.

שערי המניות היו בקו של עלייה תלולה בששת החודשים הראשונים של השנה, להוציא את הירידה הפתאומית והקצרה שארעה בפברואר 1963 (בתגובה להודעה בדבר בדיקת חשבונות בנקאים עלידי שלטונות מס הכנסה). ואת תקופת הרפיון בחודשים מארס ואפריל. בסיכום עלו שערי המניות הרגילות במחצית הראשונה של השנה ב־50 אחוזים בקירוב, בהתאם למדד החודשי (המשוקלל) של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (ראה לוח כ"י 11). לפי המדד היומי (הבלתי

¹ חישוב התשואה כולל את הפרשי ההצמדה ממועד ההנפקה ועד מועד החישוב.

משוקלל) חלה באותה התקופה עלייה של 42 אחוזים. במחצית השנייה של השנה פגה הגיאות במידה ניכרת, בהשפעת מספר גורמים שהשלימו זה את זה: (א) ממדי ההנפקה של מניות גדלו במחצית השנייה של השנה והקטינו את לחץ הביקוש בשוק המניות הקיימות; (ב) גדל היצע המניות מצד משקיעים שהניחו כי הגיאות הגיעה לשיאה; (ג) בסתיו 1963 הודיע שר האוצר על הכוונה להטיל מס על רווחי הון מעסקות בניירות ערך. בעקבות כל אלה חלה ירידה בשערי המניות; אף-על-פי כן עמד המדד החודשי של שערי המניות הרגילות בסוף השנה ב־37 אחוזים מעל לרמה של סוף 1962.

לוח כ' 11

מדדים של שערי המניות

(סוף 1962 = 100)

סוף החודש	המדד היומי					
	מניות רגילות	המדד הכללי	כספים וביטוח	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ומסחר	חברות נפט
1962 דצמבר	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1963 ינואר	109.1	106.5	114.0	109.5	103.1	113.2
פברואר	116.2	113.8	120.8	118.5	112.7	118.9
מארס	124.4	119.2	127.2	132.9	114.0	124.3
אפריל	130.7	121.8	137.0	134.4	116.0	129.4
מאי	143.1	134.3	156.9	148.9	125.7	144.3
יוני	150.2	141.5	164.9	161.8	130.9	156.8
יולי	146.0	139.0	162.0	156.7	129.2	155.2
אוגוסט	142.6	136.8	154.1	156.5	124.4	151.1
ספטמבר	148.0	140.5	159.0	162.2	126.2	159.9
אוקטובר	140.3	134.1	149.5	153.4	121.4	148.9
נובמבר	135.4	131.2	147.1	151.6	116.8	150.0
דצמבר	136.7	132.7	149.2	154.8	117.9	151.6

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

המדד היומי של קבוצות המניות¹ מצביע על עלייה תלולה ביותר בשלוש מהן: מראשית השנה ועד ימי השיא עלו המניות בקבוצה "כספים וביטוח" ב־71 אחוזים; אלה של הקבוצה "מקרקעין" — ב־67 אחוזים; ואלה של חברות ההשקעה — ב־54 אחוזים. בכל אחת מקבוצות אלה בלטו מניות אחדות ששעריהן עלו במיוחד, מהן כאלה ששערן הוכפל. עליית שערי המניות בקבוצה "מקרקעין ופיתוח" נעוצה, כמובן, בהאמרת מחירי הקרקעות, אשר הגדילה את ערכן ואת כוח משיכתן של מניות החברות, שמרבית רכושן בנכסי דלא ניידים ועיקר עיסוקן במסחר בקרקעות ובפיתוחן. קשה יותר למצוא הסבר רציונלי לעלייה התלולה בשערי המניות של החברות בקבוצות "כספים וביטוח" ושל חברות ההשקעה. נראה כי הביקוש הרב למניות אלה היה במידה רבה פרי הגיאות עצמה ונסיון העבר, וכי הספקולציה במניות אלה, שהיתה כולה בכיוון אחד, סייעה

¹ המדד החודשי אינו מחולק לקבוצות.

להתפתחות זו. יש לזכור גם שאחדות מהחברות הכלולות בקבוצות אלה הן למעשה בעלות נכסי דלא ניידים אף הן, עובדה שהעניקה למניותיהן כוח משיכה מיוחד. גם המוניטין הרב של יומיהן של כמה מחברות אלה הוא ללא ספק גורם שהובא בחשבון על ידי המשקיעים.

5. ההנפקות החדשות

ההנפקה המקומית נטו של ניירות ערך חדשים בשוק המקומי הסתכמה ב־446 מיליון ל"י (ראה לוח כ"ז), לעומת 224 מיליון ל"י ב־1962, ולעומת 178 מיליון ל"י ב־1961. ההנפקה של מיליונות הממשלה הסתכמה ב־100 מיליון ל"י, בקירוב, כלומר קצת פחות מרבע מסך ההנפקות, לעומת שליש ב־1962. בניגוד לשנים הקודמות היתה ההנפקה של מיליונות ממשלתיים לציבור ב־1963 רובה ככולה הנפקה של מיליונות קצרי מועד. הממשלה הנפיקה אומנם ב־1963 מיליונות לטווח בינוני וארוך בסך 18 מיליון ל"י, אך פרעה מיליונות קודמים בסכום גדול יותר. יתר המיליונות הסתכמו ב־170 מיליון ל"י — כ־60 מיליון ל"י יותר מאשר בשנה שעברה — והם נרכשו ברובם על ידי משקיעים מוסדיים.

המניות החדשות, שהונפקו בשוק המקומי הסתכמו ב־175 מיליון ל"י לעומת 85 מיליון ל"י בשתי השנים הקודמות יחד. בתוספת המניות שנמכרו בחוץ לארץ והמניות הנסחרות בבורסה, אך אינן רשומות בה רישום פורמלי, מגיע סכום ההנפקות של מניות חדשות ל־206 מיליון ל"י (ראה לוח כ"ז).

לוח כ"ז

הנפקת מניות ישראליות, במחירי ההנפקה, לפי הענף, 1963

(אג"י %)

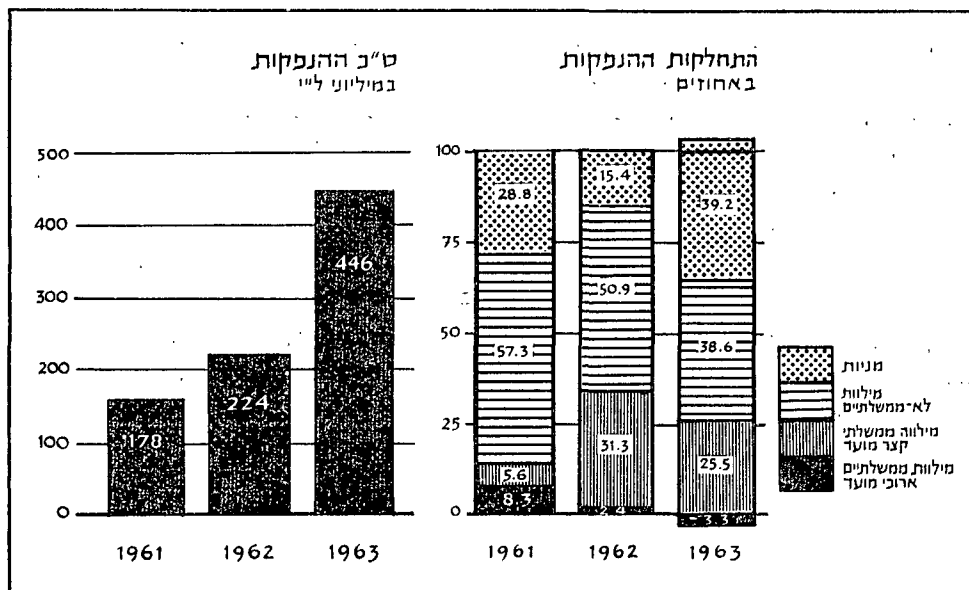
סך הכל	דלק ונפט	מקרקעין	תעשייה ומסחר	חברות להשקעה	כספים וביטוח	
95,775	—	14,955	16,893	35,540	28,387	לציבור
79,095	12,539	5,312	2,503	4,389	54,352	לבעלי מניות על-פי זכויות
174,870	12,539	20,267	19,396	39,929	82,739	סך כל ההנפקה בארץ
31,260	—	—	4,300	8,430	18,530	הנפקות בחוץ-לארץ
206,130	12,539	20,267	23,696	48,359	101,269	סך הכל כללי
100.0	6.1	9.8	11.5	23.5	49.1	באחוזים

במספרים אלה יש כפילות מסוימת, שכן חלק מהמניות שהונפקו נרכשו על-ידי החברות להשקעה, שמניותיהן כלולות גם הן בין ההנפקות החדשות. חלק אחר נרכש על-ידי קרנות להשקעה משותפת בנאמנות (התעודות שהונפקו על-ידן אינן כלולות בלוח שלעיל). מספרן של קרנות אלה

גדל במשך השנה מארבע לחמש, ונכסיהן גדלו מ־19 מיליון ל"י בראשית השנה ל־40 מיליון ל"י באמצע השנה ול־45 מיליון ל"י בסופה.

דיאגרמה כ"ד

ההנפקות המקומיות של ניירות ערך ישראליים, במחיר ההנפקה, 1961 עד 1963



לוח כ"ד 12 מבלט את התופעה שכבר צוינה לעיל — ריכוז ההון החדש בקבוצות המניות הפינאנסיות ובקבוצה "מקרקעין ופיתוח". נשאלת השאלה אם אומנם תהליך זה הוא תהליך רצוי מבחינת המשק בכללו? ב־1963 היתה אומנם ברכה בריאות האמצעים הנזילים רבייה-ממדים לשוק המניות בכלל ולשוק ההנפקות החדשות בפרט. ייתכן שהיתה בכך משום הקלה על שוק הסחורות וביחוד על הביקוש למוצרי צריכה. יתר על כן, טבעי וגם רצוי שתתגבש בישראל ההכרה שההשקעה במניות עשויה לשמש תריס בפני תוצאות האינפלציה, בדומה לשיטות ההצמדה ובמקומן. מאידך מתעוררת השאלה, מהו ההישג מבחינת קידום המשק בתנועת ההון בכיוון המתואר. בעיה שלא באה על פתרונה אלא הוחרפה ב־1963 היא, איפוא, בעיית הוויסות וההכוונה של ההון המתגייס בשוק ניירות הערך. שכן, על אף השיכלול של מנגנון הבדיקה של טיטת הפרוספקטים והפיקוח על ההנפקה של ניירות ערך, לא נמצאה דרך לעודד ולהפלות את ההנפקות המיועדות למטרות החייבות להיחשב כבעלות עדיפות משקית. יתר על כן, "הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהן", שהגיש ב־1963 את המלצותיה לשר האוצר הגיעה למסקנה, שאין זה מתפקידי הפיקוח להיכנס לאספקטים משקיים.

הממוצע התורשי של ההנפקות של מניות חדשות בשוק המקומי, במחירי ההנפקה, הסתכם במחצית הראשונה של השנה ב־8 מיליון ל"י ובמחצית השנייה — ב־22 מיליון ל"י (ראה לוח כ"ד). הגיאות בשערי המניות בראשית השנה עודדה ללא ספק את החברות, המעונינות בכך, לצאת בהנפקות חדשות. אולם מאחר שביצוע הנפקה מחייב תקופת הכנה מסוימת התרכזו ההנפקות לקראת סוף השנה. סיבה נוספת לתופעה זו היא העובדה שבין ההנפקות המאוחרות נכללו גם מספר הנפקות, שעלו בגודלן על הממוצע.

הנפקת מניות בשוק המקומי, במחירי ההנפקה, לפי חודשים, 1963
(מיליוני ₪)

ינואר	13.7	יולי	13.7
פברואר	1.8	אוגוסט	14.8
מארס	4.3	ספטמבר	16.7
רביע ראשון	19.8	רביע שלישי	45.2
אפריל	14.9	אוקטובר	9.6
מאי	2.6	נובמבר	45.9
יוני	9.8	דצמבר	27.1
רביע שני	27.3	רביע אחרון	82.6
מחצית השנה הראשונה	47.1	מחצית השנה השנייה	127.8
סך הכל במשך השנה			174.9

6. ניירות הערך הזרים

יתרת ניירות הערך הזרים (במחירי הרכישה) בבעלות תושבי הארץ הסתכמה בסוף 1963 ב-36.8 מיליון דולר. הגידול השנתי היה 11 מיליון דולר, לעומת 13 מיליון דולר בשתי השנים הקודמות יחד (ראה לוח כ"ז 14). לנוכח הירידה בסך 4 מיליון דולר, בקירוב, שחלה ב-1963 בפיקדונות התמ"מ, יש להניח שחל במשך השנה מעבר מפיקדונות אלה לניירות הערך הזרים, הנושאים הכנסה גדולה יותר.

**ניירות ערך זרים שבירי תושבי הארץ,
1960 עד 1963**

(מיליוני דולרים, במחירי הרכישה)

סוף השנה	היתרה	התוספת השנתית
1960	12.6	...
1961	20.3	7.7
1962	25.7	5.4
1963	36.8	11.1

חלקם של ניירות הערך הנקובים בדולרים של ארצות הברית עלה ב-1963 ל-65 אחוזים מסך יתרת ניירות הערך הזרים לעומת 58 אחוזים בסוף 1962 ו-51 אחוזים בסוף 1961. 14 אחוזים היו נקובים במרקים גרמניים, 11 אחוזים — בפרנקים שווייצריים ו-9 אחוזים — בלירות שטרלינג. כבשנים הקודמות כלולים בין ניירות הערך הזרים גם ניירות ערך של חברות זרות, המסונפות למוסדות או לחברות ישראלים.