

השוק לניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1972 גדל ביקוש משקי הבית להשקעות פיננסיות השומרות על ערכה הריאלי של ההשקעה לנוכח קיומן של ציפיות חזקות להמשך המהלך האינפלציוני המואץ וייתכן שגם כתוצאה מהעלייה הנומינלית הניכרת בתיק הנכסים הכללי של משקי הבית. עלייה זו בביקוש התבטאה בשוק איגרות החוב בעיקר בעליית היקף ההנפקות החדשות ורק במעט בשינוי התשואות לפדיון בשוק המשני. בשוק המניות, לעומת זאת, התבטא הדבר בעיקר בעליית מחירים, אם כי גם היקף ההנפקות החדשות גדל השנה בצורה בולטת. גם הביקוש לאיגרות חוב מצד קופות הגמל וחברות הביטוח גדל השנה כתוצאה מהחשה בצבירה, ושתי התופעות הללו גרמו לעלייה ניכרת בהיקף גיוס ההון באמצעות ניירות ערך.

סכום ההנפקות, ברוטו, של כלל איגרות החוב במטבע ישראלי (למעט מילוות חובה) הגיע ל-2,703 מיליון ל"י, וסך כל התקבולים נטו — ל-1,226 מיליון ל"י, לעומת 696 מיליון ל"י ב-1971. מכלל זה עלו הרכישות הוולונטריות נטו של איגרות חוב במטבע ישראלי מצד הציבור הרחב לכ-475 מיליון ל"י לעומת כ-180 מיליון ל"י ב-1971. בשוק הראשוני למניות הגיע השנה היקף גיוס ההון (באמצעות מניות ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות) ל-199 מיליון ל"י לעומת 53 מיליון ל"י בלבד ב-1971. עם זאת עלה מדד מחירי המניות בכ-95 אחוזים. העלייה בסך כל התקבולים נטו בתחום איגרות החוב מהווה עלייה ריאלי בהיקף המקורות המגויסים בשיעור 55 אחוזים.

למרות העלייה הניכרת בהיקף הפדיונות של איגרות חוב (ובמיוחד תחילת פדיון מילווה הביטחון משנת 1967) עלו התקבולים נטו במידה ניכרת, כאמור. עובדה זו תומכת בהשערה, שמשך הזמן שבו פועלת ההשפעה המוניטרית המצמצמת של גיוס מילווה חובה תלוי בעיקר במועד תחילת הסחירות בנייר ולא במועד פדיונו.

שוק איגרות החוב הנרכשות בידי הציבור הרחב (להבדיל מאיגרות החוב לטווח ארוך, שרוכשות קופות הגמל וחברות הביטוח) הושפע השנה מעליית המחירים המואצת במשק ומה- ציפיות החזקות להמשכה של תופעה זו. נוצרה מגמת התאמה בתיק הנכסים הפיננסיים, שהתבטאה בהתגברות הביקוש לנכסים "צמודים" לטווח בינוני (מניות ובעיקר איגרות חוב צמודות ואיגרות חוב מסוג ברירה). כן תרמו להחשת הפעילות בתחום איגרות החוב העלייה בהכנסה הפרטית הפנויה הריאלית לנפש ובמיוחד העלייה בחיסכון הפרטי מכלל ההכנסה הפנויה, ההתרחבות המוניטרית המהירה. והעלייה הניכרת בהיקף יבוא ההון (שייתכן שבחלקו היה מופנה לנכסים פיננסיים). העדרן של ציפיות לשינוי השער החיצוני של הל"י היה גורם ממתן בתחום איגרות החוב הצמודות ונקובות במטבע חוץ. כתוצאה מההתפתחויות הללו הגיעה העלייה ברכישות הוולונטריות, נטו, של איגרות חוב במטבע ישראלי מצד הציבור הרחב לכ-475 מיליון ל"י לעומת כ-180 מיליון ל"י בלבד ב-1971.

היקף המסחר באיגרות חוב, במסגרת הבורסה ומחוצה לה, גדל השנה ב-129 אחוזים והגיע לרמה של כ-3.5 מיליארד ל"י. מסכום זה כ-690 מיליון ל"י בלבד נסחרו במסגרת הבורסה, והשאר החליפו בעלים באמצעות קיוזו פנימי אצל סוכני הבורסה. עם זאת, גרמה הגאות הניכרת שארעה השנה בשוק המניות לגידול מהיר יותר במסחר בשוק זה, וכתוצאה מכך ירד משקל המסחר באיגרות חוב מ-87 אחוזים ל-76 אחוזים מכלל המסחר בניירות ערך במסגרת הבורסה ומחוצה לה. כתוצאה מהמשך הציפיות לאינפלציה מהירה ואי שינוי בשער החליפין של הל"י גדל הביקוש לניירות ערך צמודים למדד ומסוג ברירה, ושיעורי התשואה לפדיון בניירות ערך אלה ירדו בכמה צית האחוז השנה. כתוצאה מכך, וכן כתוצאה מרמת השכלול הגבוהה יחסית, חזר שוק איגרות החוב להיות שוק חסר הפתעות המשמש מסגרת להקעות בטוחות בעלות תוחלת רווח ריאלית צנועה יחסית.

בשוק המניות היתה השנה גאות חסרת תקדים: במהלך השנה גדל נפח המסחר במניות, במסגרת הבורסה ומחוצה לה, ב-408 אחוזים, שיעור התשואה הממוצע מהחזקת מניות במשך השנה כולה היה כ-110 אחוזים נטו והיקף ההנפקות החדשות הגיע ל-199 מיליון ל"י. גאות בו איפיינה את כל הודשי השנה, למעט קיפאון מסוים בחודש מאי — שנבע, קרוב לוודאי, מקשיי נזילות זמניים ומתגובת מימוש רווחים. הסיבות העיקריות להיצרותה של גאות זו הן בעיקרון, העלייה הניכרת בביקוש לנכסים פיננסיים המסוגלים, בדרך זו או אחרת, לשמור על ערכה הריאלי של ההשקעה, ההתפתחויות במשק הישראלי בכלל, שהביאו לשיפור מצטבר ברווחיות החברות, שלא באה לידי ביטוי מלא בהתפתחות מחירי המניות בעבר, ההתרחבות המוניטרית הניכרת, שתרמה להגדלת הביקוש לניירות ערך הן באופן ישיר באמצעות העליה בנזילות ובסך כל תיק הנכסים הפיננסיים והן דרך העלייה בתחזית רווחיות החברות לעתיד, הגאות בשוק המקרקעין ודרכו בענף חברות המקרקעין בבורסה והתגברות יבוא ההון, שבחלקו כוון, כנראה, לנכסים פיננסיים כדוגמת ההתארגנות של "קלובים להשקעה" בקרב יהודי חו"ל במטרה להשקיע במסגרת הבורסה הישראלית שבתחום המסחר במניות, יותר מאשר ברוב תחומי הפעילות הכלכלית האחרים, קיימת התופעה של "התפתחות המאיצה עצמה" כאשר עליות מחירים ורווחים גורמות לעלייה ניכרת בהתעניינות ובפעילות של משקיעים חדשים ומכאן להשפעה תוזרת על המחירים והרווחים.

בשוק ההנפקות החדשות של מניות לא נרשמה כל חברה חדשה וכל 12 החברות שגייסו השנה הון במסגרת זו הינן חברות, שהיו פעילות בעבר בשוק המניות. מכלל הון המניות החדש שגויס השנה תפסו מוסדות כספיים ובנקאיים 82 אחוזים, חברות מקרקעין ופיתוח — 13 אחוזים, ואילו חברות תעשייה ומסחר — 5 אחוזים בלבד. מבחינת דפוסי גיוס ההון בולטת העלייה במשקל גיוס ההון באמצעות הנפקת איגרות חוב ניתנות להמרה במניות, והעובדה, שמרבית ההנפקות של מניות היו מסוג זכריות. כמו כן פנו השנה יותר חברות ישראליות לחו"ל לשם גיוס הון מניות.

במשך שנת 1972 עלתה יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור ב-32 מיליון ל"י בלבד, לעומת עלייה בסך 157 מיליון ל"י ב-1971. האטה זו נבעה בעיקרה ממגמת המעבר מנכסים פיננסיים בלתי צמודים לנכסים צמודים ומהירידה הקלה בתשואה היחסית על המילווה והדחקות בנזילות, שהחלה להתפתח לקראת סוף השנה — זו הביאה, כנראה, לכך, שהבנקים יפנו את לקוחותיהם יותר לפיקדונות לזמן קצוב על השבון המילווה קצר המועד.

בשוק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ הואטה הפעילות וגידול הנכסים במידה ניכרת, שכן לא היו ציפיות לשינוי קרוב בשער החליפין של הל"י וגם לא נעשו בשוק זה עסקות ספקולטיביות בהיקף רחב במסגרת השינויים בשערי החליפין של מטבעות המפתח בעולם. כן ניכרה השנה, מאותן סיבות, ירידה ניכרת בסך כל התקבולים, נטו, מהנפקת ניירות ערך ישראליים הנסחרים במטבע חוץ: הם הגיעו השנה ל-19 מיליון ל"י לעומת 87 מיליון ל"י ב-1971. עם זאת,

לוח י"ז-1
הנפקות מקומיות¹ של ניירות ערך לציבור, 1971 ו-1972
(מיליוני ל"י)

1972						1971				
העליה או הירידה (—) בתקבולים נטו (10)—(5) = (11)	סך הכול תקבולים נטו (8)—(9) = (10)	תשלומי ריבית והצמדה (9)	גיוס הון נטו (6)—(7) = (8)	פדיון קרן (7)	מכירות ברוטו (6)	סך הכול תקבולים נטו (3)—(4) = (5)	תשלומי ריבית והצמדה (4)	גיוס הון נטו (1)—(2) = (3)	פדיון קרן (2)	מכירות ברוטו (1)
איגרות חוב רגילות										
מילוות ארוכי מועד : ²										
—19.4	—29.9	22.0	—7.9	11.4	3.5	—10.5	28.1	17.6	13.1	30.7
335.2	861.4	315.6	1,177.0	100.9	1,277.9	526.2	236.8	763.0	104.9	867.9
315.8	831.5	337.6	1,169.1	112.3	1,281.4	515.7	264.9	780.6	118.0	898.6
סך הכול										
הנפקות לחברות ביטוח לזמן ארוך : ⁴										
7.6	35.9	13.3	49.2	4.9	54.1	28.3	0.2	28.5	0.7	29.2
5.8	30.8	19.5	50.3	4.9	55.2	25.0	11.5	36.5	5.4	41.9
13.4	66.7	32.8	99.5	9.8	109.3	53.3	11.7	65.0	6.1	71.1
סך הכול										
מילוות ברירה : ⁶										
134.0	294.7	80.6	375.3	120.6	495.9	160.7	21.4	182.1	41.0	223.1
159.6	230.4	57.1	287.5	85.6	373.1	70.8	41.6	112.4	61.4	173.8
293.6	525.1	137.7	662.8	206.2	869.0	231.5	63.0	294.5	102.4	396.9
סך הכול										
איגרות חוב 1/2% 6 צמודות :										
238.1	238.1	3.5	241.6	0.0	241.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

199.9	199.9	2.1	202.0	0.0	202.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	מילוות לא ממשלתיים
438.0	438.0	5.6	443.6	0.0	443.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	סך הכול
1,060.8	1,861.3	513.7	2,375.0	328.3	2,730.3	800.5	339.6	1,140.1	226.5	1,366.6	סך כל איגרות החוב במטבע ישראלי
-67.8	18.8	89.9	108.7	48.2	156.9	86.6	71.5	158.1	38.9	197.0	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ ⁸
-31.3	-128.6	58.0	-70.6	70.6	0.0	-97.3	40.8	-56.5	63.8	7.3	מילוות חובה ⁹
-366.3	82.0	202.6	284.6	303.8	588.4	448.3	0.0	448.3	0.0	448.3	מילווה קליטה
6.7	592.5	0.0	592.5	0.0	592.5	585.8	0.0	585.8	0.0	585.8	מילווה בסחון
-390.9	545.9	260.6	806.5	374.4	1,180.9	936.8	40.8	977.6	63.8	1,041.4	סך כל מילוות החובה מהציבור
27.7	129.0	0.0	129.0	0.0	129.0	101.3	0.0	101.3	0.0	101.3	מילווה ביטחון בנקאי
117.4	143.2	0.0	143.2	0.0	143.2	25.8	0.0	25.8	0.0	25.8	מניות ואיגרות חוב הניתנות להמרה
29.0	56.0	0.0	56.0	0.0	56.0	27.0	0.0	27.0	0.0	27.0	מניות ¹⁰
											איגרות חוב ניתנות להמרה
199.2	0.0	199.2	0.0	199.2	52.8	0.0	0.0	52.8	0.0	52.8	סך כל מניות ואגרות חוב הניתנות להמרה

(1) אינו כולל מכירות של ניירות ערך זרים בישראל. הנתונים בלוח זה הם רק לגבי הנפקות עם תשקיף (פרוספקט) והנפקות של הממשלה או של הסוכנות וחברת הבת שלה, הפטורים מחובת הוצאת תשקיף.

(2) מלוות אלה מוגנקים בעיקר לקופות הגמל.

(3) כולל בעיקר הנפקות של סקטור המוסדות הכספיים.

(4) הסכומים המופיעים בשורה זו הם סכומי הפקדות אצל המנקים ולא סכומי הנפקת ניירות הערך הנעשית באיתור ואין לה משמעות כלכלית. לגבי הפדיונות של המילוות הלא ממשלתיים הוגה, שכל המילוות של חברת החשמל הרשומות בבורסה אינן בידי חברות הביטוח.

(5) על ידי חברת החשמל.

(6) כולל פדיון מוקדם. לגבי מילוות ממשלתיים הנתונים הם למעשה, ואילו מילוות לא ממשלתיים, הנתונים כוללים אומדנים.

(7) כולל מילווה פתוח בנקאי בסכום של 0.4 ב"1971.

(8) נתונים אלו חשובו בל"י, לפי שער החליפין הרשמי: עד אוגוסט 1971 לפי 3.5 ל"י לדולר ומאוגוסט 1971 לפי 4.20 ל"י לדולר.

(9) גביות מן הציבור ולא הפצה של איגרות חוב.

(10) כולל הנפקת מניות של חברות הרשומות בבורסה ושהוצעו לבעלי המניות או לציבור הרחב בארץ.

המקור: חישובי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

ייתכן, שחלק מתופעה זו נובע מהעלייה הניכרת ושחלה בערך פיקדונות הפו"ק והתמ"מ כתוצאה מאי המרת מלוא תקבולי הפיצויים האישיים ובעיקר כתוצאה מהייסופים של חלק ממטבעות מדינות אירופה ופיחותי הדולר והל"י.

שיעור האגיו על דולר נת"ד ועל הדולר "השחור" היו נמוכים ביותר דבר המבטא חוסר ציפיות לביצוע קרוב של שינוי בשער החליפין של הל"י. מאז פירות 1971 גבוה שיעור האגיו על הדולר "השחור" מזה שעל דולר הנת"ד, בניגוד למצב שהתקיים מאז פירות 1967 ועד לפירות 1971.

2. שוק אגרות החוב במטבע ישראלי

במהלך השנה גדל הביקוש לאגרות חוב, ובמיוחד לאלה הצמודות למדד המחירים לצרכן. גידול זה משקף את ציפיות הציבור הרחב על רקע התהליך האינפלציוני המתמשך; וכנראה, גם את העלייה הניכרת בערך תיק הנכסים הכללי של משקי הבית, שהביאה להתגדלת הביקוש להשקעות פיננסיות, ולאגרות חוב בכלל זה. בשל מבנהו של שוק אגרות החוב ובמיוחד לנוכח קיומו של הצע גמיש ביותר בשוק הראשוני, התבטאה עיקר העלייה בביקוש בשוק זה בעליית היקף ההנפקות החדשות, ורק במעט בעליית מחירים בשוק המשני מעבר למתחייב מעליית מדד המחירים ומהצטברות הריבית (שצידה השני הוא, כמובן, ירידת שיעורי התשואה לפדיון).

א. הנפקות חדשות

סכום ההנפקות ברוטו של המילואות ארוכי המועד לקופות גמל וחברות ביטוח הגיעה השנה ל-1,391 מיליון ל"י, לעומת 970 מיליון ל"י ב-1971, ואילו ההנפקות של מילואות הברירה והמילואות הצמודים למדד הנרכשים בעיקר בידי הציבור הרחב, הגיעה השנה ל-1,313 מיליון ל"י לעומת 397 מיליון ל"י בלבד ב-1971. סך התקבולים נטו מהמילואות ארוכי המועד (שהוא סכום שאינו כולל את השפעת הפדיונות וההשקעה התוזנת) הגיע ל-898 מיליון ל"י לעומת 569 מיליון ל"י ב-1971, ואילו התקבולים נטו ממילואות הברירה והמילואות הצמודים (בניכוי מלוא פדיון מילואות החובה שהסתכם במהלך השנה ב-506 מיליון ל"י) הגיעו ל-328 מיליון ל"י. לעומת 127 מיליון ל"י ב-1971. כן הנפיקו השנה גופים ישראליים אגרות חוב נסחרות במטבע חוץ, בסך 157 מיליון ל"י, לעומת 197 מיליון ל"י ב-1971, וסך כל התקבולים נטו הגיעו ל-19 מיליון ל"י בלבד (הנתונים האלה ייבחנו להלן).

עלייה זו בסך כל התקבולים נטו באמצעות הנפקת אגרות חוב עולה מעל ומעבר לגידול ברמת המחירים או ההכנסה הלאומית, והיא מייצגת עלייה ריאלית בהיקף המקורות המגויסים ועלייה במשקל המקורות המגויסים באמצעות שוק אגרות החוב (למעט מילואות חובה) מכלל ההכנסה הלאומית. במונחים ריאליים עלו המקורות המגויסים ב-55 אחוזים, וחלקם בכלל ההכנסה הלאומית עלה מ-3.65 אחוזים ל-5.16 אחוזים.

מן הראוי לעמוד על כך, שלמרות העלייה בהיקף הפדיונות, בכלל, ושל מילואות החובה

1 סך כל התקבולים, נטו, בסעיף 3 ו-4 שבלוח י"ז—1 ובניכוי פדיון קרן, ריבית והצמדה של מילואות החובה שבסעיף ב'.

2 מנוכה בעליית מדד מחירי התוצר בממוצע שנתי. אם ננכה במדד המחירים לצרכן נקבל עליה ב-56 אחוזים בקירוב.

לוח י"ז-2

הנפקות של ניירות ערך לזמן בינוני וארוך, 1972 *

(מיליוני ל"י)

איגרות חוב לזמן ארוך												
התקופה	מכירות לציבור לתקופה בינונית										מניות	
	"ברירה"		6.5% צמוד למדד		למוסדות גמל וביטוח-ממשלתיים**		למוסדות גמל וביטוח לא ממשלתיים		ביטחון בנקאי	סך הכול		
	ממשלתיים	אחרים	ממשלתיים**	לא ממשלתיים	סך הכול	לא ממשלתיים						
1971 סך הכול	223.1	173.8	—	—	396.9	95.9	909.8	101.3	1,071.0	197.0	27.0	25.8
1972 סך הכול	495.9	373.1	241.6	202.0	1,312.6	57.6	1,333.1	129.0	1,519.7	156.9	56.0	143.2
ינואר	33.0	21.4	—	—	54.4	5.6	58.3	12.1	76.0	13.8	—	—
פברואר	44.2	13.4	—	—	57.6	3.5	60.2	10.6	74.3	4.8	—	—
מארס	43.0	14.7	—	—	57.7	3.0	67.2	11.2	81.4	10.5	—	6.4
אפריל	17.2	11.0	62.5	35.6	126.3	3.8	111.4	0.7	115.9	—	—	—
מאי	36.7	34.8	24.8	4.6	100.9	6.2	88.6	15.4	110.2	21.7	6.0	1.3
יוני	51.9	28.6	21.0	20.8	122.3	7.1	99.7	7.8	114.6	13.7	—	66.4
יולי	44.2	33.2	15.4	8.6	101.4	3.5	92.9	7.8	104.2	38.9	4.0	8.9
אוגוסט	41.8	33.2	17.2	19.2	111.4	4.0	85.2	21.8	111.0	24.0	6.0	—
ספטמבר	43.2	29.6	15.6	31.9	120.3	4.0	117.7	10.4	132.1	6.5	7.0	12.0
אוקטובר	39.8	36.7	23.3	21.1	120.9	5.3	195.4	10.4	211.1	1.6	—	—
נובמבר	46.2	60.7	20.1	39.5	166.5	5.5	144.4	10.4	160.3	0.1	33.0	39.9
דצמבר	54.7	55.8	41.7	20.7	172.9	6.1	212.1	10.4	228.6	3.3	—	8.3

* ראה הערה 1 בלוח י"ז-1 כולל מכירות למעשה ולא אישורי הנפקה. יש לציין שלא כל ניירות הערך המופעים כאן נרשמו למסחר בבורסה ובמיוחד לא איגרות החוב לזמן ארוך.
 ** לא כולל מילחות חובה ממשלתיים.
 *** כולל הוללים.
 המקור: בנק ישראל, מינהל מילחות המדינה.

למיניהם, בפרט, היתה עלייה ניכרת בתקבולים נטו במסגרת רכישות הציבור הרחב (דהיינו מיליות הברירה והמיליות הצמודים). יש בכך לתמוך בהשערה, שפדיונו של נייר ערך בתיק הנכסים הפיננסיים אינו משנה את השיקולים באשר לגודל התיק ולהרכבו וכספי הפדיון מושקעים מחדש בנכס פיננסי דומה; שכן בעלי נייר הערך בתקופה הסמוכה לפדיון הינם מחזיקים מרצון ולא מכפייה. לפיכך מתרחשת השפעת ההרחבה המוניטרית החוזרת, הקשורה במיליות חובה, ברובה הגדול, משנעשה המיליון סחיר, במסגרת הבורסה או מחוצה לה (מי שאינם מעוניינים להחזיק בנכסים כספיים מסוג זה מוכרים אותם בשוק ומקטינים באותה עת את היקף ההנפקות החדשות) ולא בעת הפדיון. משך הזמן, שבו פועלת ההשפעה המצמצמת של גיוס מיליות חובה, תלוי אפוא בעיקר במועד תחילת הסחירות בנייר ולא במועד הפדיון (ראה לוח י"ז-1).

הגידול שחל השנה ברכישות הוולנטריות של הציבור הרחב¹ במישרין ובעקיפין, באמצעות קרנות נאמנות או תכניות החיסכון הבנקאיות, מסתכם בסך כ-475 מיליון ל"י לעומת כ-180 מיליון ל"י בלבד ב-1971.²

סיבה עיקרית לעלייה הניכרת ברכישות משקי הבית נובעת מהמשך קצב עליית המחירים הגבוה במשק, והתחזקות הציפיות להמשכה של מגמה זו שגרמו לשינויים בהרכב תיק הנכסים הכספיים בכיוון של הגדלת משקל הנכסים הצמודים למדד המחירים על חשבון הכספיים הבלתי צמודים לזמן קצר או אף על חשבון הנכסים הצמודים למטבע חוץ (בעיקר פיקדונות פז"ק ותמ"מ וכן איגרות חוב צמודות ונקובות במטבע חוץ). כתוצאה מכך, לא רק שחלה התאמה של כלל הנכסים הכספיים שברשות היחידות השונות במשק אלא גם גדל משקל איגרות החוב הצמודות בתוספת הנכסים הכספיים. התפתחות זאת מתבטאת בירידה מסוימת שחלה בשנת 1972 בקצב גידול הנכסים הכספיים הבלתי צמודים (כגון פיקדונות לזמן קצב ומיליות קצר מועד) ועלייה ניכרת בגדול בנכסים הצמודים. תופעת התאמה זו של תיק הנכסים הכספיים באה לידי ביטוי בהיקף הפעולות הן בשוק הראשוני והן בשוק המשני והיא נעזרת בעובדת קיומו של הצע מגוון של איגרות חוב צמודות מבחינת אורך התקופה עד לפדיון כולל איגרות חוב העומדות לפדיון תוך חודשים ספורים, כך שהיה ניתן לבצע השקעות צמודות אף לתקופות של חודשים מספר.³

סיבות נוספות לעליית הרכישות של הציבור הרחב הן: העלייה בהכנסה הפרטית הפנויה הריאלית לנפש; העלייה בחיסכון הפרטי, שהופנה בוודאי בחלקו לשוק ניירות הערך; ההתרחבות המונית הניכרת, שנבעה בעיקרה מיבוא ההון שאירע ושבחלקו הופנה, כנראה, לנכסים כספיים,

¹ חישוב הרכישות הוולנטריות של איגרות חוב במטבע ישראלי נעשה כך: אל סך התקבולים נטו של איגרות חוב מסוג ברירה ואיגרות החוב החדשות ל"י שנים הוספנו אותו חלק ממיליות החובה, שהיה בתיק קופות הגמל וחברות הביטוח, ולכן חרם פדיונו לרכישות ברוטו של ניירות ערך לזמן ארוך ולא של ניירות ערך ושוכשים משקי הבית (אומדן סכום זה הוא כ-5 מיליון ל"י בשנת 1971 ו-25 מיליון ל"י ב-1972; הוספנו אותו חלק ממיליות החובה, שחולקו ושהפכו סחירים למעשה, ולכן חלק ממקבליהם מכרום לאחרים (ב-1972 הגיעה חלוקת מיליות החובה הסחירים לכ-160 מיליון ל"י וע"צ לעומת 64 מיליון ל"י ב-1971 אם נניח שמחצית הסכום נמכרה בשוק בשער ממוצע של 150, נקבל, שהשנה גדל ממקור זה התיק הוולנטרי ב-120 מיליון ל"י לעומת 48 מיליון ל"י ב-1971) וניכינו את פדיון מיליות החובה.

² למעשה סכום זה עדיין מוטא כלפי מטה, שכן בחישובו הונח, שכל תקבולי הריבית מושקעות מחדש. למעשה, יש להתייחס לפחות לחלק מתקבולים אלה כאל הכנסה המשמשת לצריכה, ולכן הביקוש לאיגרות חוב אלה היה למעשה גבוה יותר.

³ אמנם, ניתן לבצע השקעה צמודה גם ע"י רכישת איגרת חוב בעלת תקופה ארוכה לפדיון ומכירתה לאחר חודשים ספורים, אבל במקרה זה קיים החשש מפני הפסדי הון, אם יחולו שינויים בשיעור התשואה בשוק המשני לאיגרות חוב.

מגמות כלליות בהתפתחות היקף המסחר במסגרת הכורסה ומחוצה לה, 1970 עד 1972

איגרות חוב										
סך כל ניירות הערך במסגרת הבורסה	מניות *	מילווה קצר מועד	סך הכול	בלתי צמודות ובעלות הצמדה מעורבת	ניתנות להמרה במניות	נסחרות כמטבע חוץ	מלוות ברירה	צמודות למדד המחירים	צמודות לשער החליפין	
(מיליוני ל"י)										
389.7	52.3	115.7	221.7	1.1	—	48.9	102.3	49.8	19.6	1970 סך הכול
623.9	105.7	150.1	368.1	0.9	2.4	82.2	210.4	56.8	15.4	1971 סך הכול
1,666.4	762.9	212.5	691.0	0.6	12.8	107.8	441.9	112.4	15.5	1972 סך הכול
98.7	34.4	18.3	46.0	0.1	0.2	9.8	29.4	5.4	1.1	1972 ינואר
119.6	56.4	11.6	51.6	0.1	0.6	10.2	34.6	4.9	1.2	פברואר
119.7	50.7	17.2	51.8	0.0	0.3	9.5	36.0	5.0	1.0	מארס
155.3	85.4	17.2	52.7	0.1	0.3	7.8	32.2	11.1	1.2	אפריל
120.3	49.1	17.4	53.8	0.0	0.4	7.8	26.3	8.1	1.2	מאי
131.1	45.5	16.3	69.3	0.0	0.3	9.3	49.9	8.0	1.8	יוני
131.7	51.8	13.0	66.9	0.1	0.6	7.2	46.1	11.6	1.3	יולי
142.6	64.8	16.5	61.3	0.0	1.5	8.7	40.1	9.5	1.5	אוגוסט
125.8	64.2	11.8	49.8	0.1	1.1	8.1	31.9	7.9	0.7	ספטמבר
178.2	100.8	17.5	59.9	0.1	2.1	8.7	35.3	11.5	2.2	אוקטובר
143.9	56.7	29.8	57.4	0.0	1.0	12.2	32.9	9.9	1.4	נובמבר
199.5	103.1	25.9	70.5	0.0	4.4	8.5	37.2	19.5	0.9	דצמבר
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)										
—14.6	—51.2	—15.7	4.5	**	**	24.7	—0.7	0.6		1970
60.1	102.1	29.7	66.0	**	**	68.1	105.6	14.1	—21.4	1971
167.1	621.8	41.6	87.7	**	**	31.1	110.0	97.9	0.7	1972
המשקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)										
100.0	13.4	29.7	56.9	0.3	—	12.5	26.3	12.8	5.0	1970
100.0	16.9	24.1	59.0	0.1	0.4	13.2	33.7	9.1	2.5	1971
100.0	45.8	12.8	41.4	0.0	0.8	6.5	26.5	6.7	0.9	1972

* כולל מניות רגילות, מניות בכורה ומניות הנסחרות בשוק החופשי וכן מניות הנסחרות במסבס חוז. נתונים נפרדים לגבי קבוצות המניות השונות על בסיס חודשי וכן נתונים על המסחר מחוץ לבורסה ראה בלוח י"ז-6.
** הגודל המוחלט של המחזור קטן מכדי לייחס משמעות לשיעור העלייה.
ה מ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך, תל אביב.

כולל איגרות חוב; והופעתה של איגרת חוב מסוג חדש, בחודש אפריל¹ (אין זה ברור באיזו מידה מביא גיוון בסוגי איגרות החוב המונפקות להגדלת היקף ההנפקה, נטו. עם זאת ניתן לומר באופן כללי, שהדבר משפיע, לפחות בשוליים, להגדלת הכמות הנרכשת, ובמיוחד מאחר שהריבית שהיא נושאת משולמת בכל חצי שנה, דבר המתאים למי שזקוקים לפירות השקעתם באופן שוטף). המתכונת העונתית של השוק הראשוני לאיגרות חוב בכללותו מגלה מגמה ברורה של עלייה במשך השנה הן במכירות, ברוטו, הן בגיוס ההון, נטו, והן בסך הכל התקבולים. היקף המכירות, ברוטו, של איגרת חוב במטבע ישראלי הגיע ברבעון האחרון ל-1.029 מיליון ל"י לעומת 368 מיליון ל"י ברבעון הראשון, גיוס ההון, נטו, הגיע ל-884 מיליון ל"י לעומת 311 בהתאמה, וסך כל התקבולים היו 710 מיליון ל"י לעומת 206 מיליון ל"י בהתאמה. מספר סיבות חברו יחדיו ליצירתה של מתכונת זו; העיקריות שבהן הן: תחילת פדיון מילווה הביטחון בחודש יוני, עונתיות בצבירת קופות הפיצויים וקופות התגמולים לעצמאיים, התגברות קצב עליית המחירים והציפיות להמשך המגמה במהלך השנה וכן קיומה של מגמת עלייה ארוכת טווח בהיקף גיוס ההון במטבע ישראלי, המתבטאת לא רק בהתפתחות הצבירה השנתית, אלא גם בהתפתחויות בתוך השנה (ראה לוח י"ז-2).

ב-1972 התייצב משקל ההנפקות, שמבצעת הממשלה במישרין לאחר עלייה ניכרת במשקל הנפקות אלה בשנה שעברה². פעולה זו ביטאה כוונה לצמצם את השימוש במוסדות כספיים שונים כמתווכים בהנפקת איגרות חוב ומעבר להפצה ישירה בידי האוצר. מבחינת המשקיע אין כמעט כל משמעות לשאלת זהות המנפיק, ועל כן אין התפתחות זו נובעת משינויים בהעדפות המשקיעים (אם כי היתה, כנראה, השפעה מסוימת למסע הפרסומת שנערך להפצת המילווה ה- ממשלתיים, בעוד שלגבי שאר המילווה לא נערך מסע דומה, אך זו אומנה, במידה מסוימת, בכך, שעיקר הרכישות של איגרות חוב מתבצע באמצעות סניפי הבנקים והמסחריים, ואלה מעודדים רכישה של איגרות חוב שמנפיקים המוסדות הכספיים הקשורים איתם. עם זאת, מידת הסחירות של המילווה הממשלתיים גבוהה יותר מזו של שאר המילווה, והדבר נותן להם יתרון מסוים על שאר המילווה).

השנה, שלא כבשנים קודמות, כמעט שלא גדל היקף ההון הרשום למסחר של המילווה ה- צמודים שהונפקו במקורם כמילווה חובה; התוצאה, נטו, של המשך פדיון מילווה הקליטה, מצד אחד, והרישום למסחר של המילווה משנת 1966, מצד שני, היתה עלייה בהון הסחיר של מילווה הקליטה בסך של 35 מיליון ל"י, למעט החלוקה של מילווה קליטה 1967, שטרם נרשם למסחר ב- מסגרת הבורסה. לגבי מילווה הברירה, היה השנה פדיון של מילווה ביטחון 1967 בסכום של 506 מיליון ל"י, ואילו מילווה הביטחון 1970 ומילווה החיסכון מאותה שנה, שתעודותיו חולקו במהלך שנת 1972, אינם רשומים בבורסה ואף אינם יכולים להיסחר מחוץ לכותלי הבורסה, ולכן חלוקתם כמעט שלא השפיעה על היקף ההנפקה של איגרות חוב בשוק הראשוני³.

¹ איגרת חוב צמודה ל-10 שנים, נושאת ריבית בשיעור 6.5 אחוזים, המשתלמת באופן שוטף כל חצי שנה, וכן גרסה נוספת של איגרת חוב כזאת הפודה גם את הקרן לשיעורין. מאחר שהריבית משתלמת באופן שוטף, אין סיכוי רב שיבוצע כיבוס שטרות בסוג זה של איגרות חוב, ושיעור התשואה, נטו, יהיה 4.9 אחוזים, בדומה לתשואה הקיימת, למעשה, במסלול הצמוד של מילווה הברירה, אך התשואה ודאית יותר מאחר שלא קיים תשש מפני ביטול עתידי של אפשרות ביצוע כיבוס השטרות.

² מידת הפיקוח והשליטה שמקיימת הממשלה בשוק ההנפקות החדשות, הן בגיוס הכספים והן בהקצאתם נסקרה בהרחבה בדוח בנק ישראל 1971, עמ' 369.

³ בתנחה, שמשקי בית, הרואים באיגרות אלה חלק מתיק הנכסים הכספיים שלהם אינם שרויים ב"אשליית מועד החלוקה", כי אם רואים במועד הגבייה את תחילת בעלותם על נכסים פיננסיים אלה, ועל כן התאימו את הרכישות מרצון של ביירות ערך בשנת הגבייה של הכספים ולא בשנת חלוקת התעודות. הדבר מכוון במיוחד למילווה החיסכון, שמועד פדיונם קרוב, יחסית; אם חלק ממקבליהם שרויים באשליה זו, ייתכן שהם הקטינו את רכישותיהם והולונטריות במקביל לקבלת תעודות אלה.

ב. השוק המשני למסחר באיגרות חוב במטבע ישראלי

היקף המסחר באיגרות חוב במטבע ישראלי הרשומות בבורסה גדל השנה ב-129 אחוזים והגיע להיקף של כ-3.5 מיליארד ל"י. מתוך זה כ-690 מיליון ל"י בלבד (שהם כ-20 אחוזים) נסחרו במסגרת הבורסה, והשאר מייצג בעיקר פעולות קיזוז שביצעו סוכני הבורסה.² עם זאת, ירד, במקביל לגאות בשוק המניות, משקל המסחר באיגרות חוב מכלל המסחר בניירות ערך הרשומים בבורסה: מ-87 אחוזים מכלל המסחר (בבורסה ומחוצה לה) בשנת 1971 ל-76 אחוזים בשנת 1972 (ראה לוח י"ז-6).

שיעורי התשואה לפדיון, ובמיוחד של איגרות החוב הצמודות למדד המחירים ואיגרות החוב מסוג ברירה, ירדו במקצת כתוצאה מעליית הביקוש לאיגרות חוב וחוסר יכולתו של השוק ה- ראשוני, לבוכה גיוון מועט מדי מבחינת אורך החיים של איגרות החוב המונפקות, למלא את כל הגידול בביקוש. יש להדגיש שהעלייה בהיקף המסחר מציינת עלייה בנזילות ההשקעה באיגרות חוב ובזאת חשיבותה ומשמעותה העיקרית.³

משקל המסחר במיליון הברירה עלה השנה והגיע ל-64 אחוזים מכלל המסחר באיגרות חוב במסגרת הבורסה⁴ לעומת 57 אחוזים בלבד ב-1971. בהיקף ובמשקל המסחר במיליון ברירה ירד משקל מיליון הביטחון בכלל המסחר במיליון אלה (57 אחוזים השנה לעומת 73 אחוזים ב-1971) וזאת בשל תחילת פדיון מיליון הביטחון 1967. העלייה בהיקף המסחר במיליון הברירה (מ-210 מיליון בשנת 1971 ל-441 מיליון השנה) ובמשקלו בכל המסחר בבורסה מבטאים את מקום המר- כוז שתופס מיליון זה בשוק המשני לאיגרות חוב ושאינו קשור באופן בלעדי בקיום מיליון חובה שנרשמו למסחר בבורסה.

לגבי המשקיע בניירות ערך הצטמצמה השנה משמעות ההבחנה בין מיליון הברירה למיליון הצמודים, מאחר שכתוצאה מהעלייה המואצת במדד המחירים בשנים האחרונות והציפיות להמשך העלייה בעתיד הקרוב, הפכה האלטרנטיבה הצמודה שבמסגרת האיגרות מסוג ברירה לאלטרנטי- בה הקובעת. ביקוש הציבור הופנה להשקעה פיננסית הצמודה למדד המחירים, ועל כן חלו בשני סוגי ניירות הערך הללו עלייה בהיקף ההנפקות, ירידה בשיעור התשואה לפדיון ועלייה במחזור המסחר בהם — זה הגיע ל-554 מיליון ל"י, שהם 80 אחוזים מכלל המסחר באיגרות חוב במסגרת הבורסה (ראה לוח י"ז-3).

בשל עליית מדד המחירים הפך, כאמור, המסלול הצמוד שבאיגרות החוב מסוג ברירה למסלול הקובע וכתוצאה מכך ירדו שיעורי התשואה לפדיון במסלול הלא-צמוד בהרבה מתחת לתשואת ההפצה (ראה לוח י"ז-4) ולכן יש עניין בניתוח שיעורי התשואה במסלול הצמוד בלבד. התשואה הממוצעת לפדיון במסלול הצמוד בשנת 1972 היתה 5.6 אחוזים (נטו) לעומת 5.9 אחוזים ב-1971. רמה ממוצעת זו של שיעור התשואה לפדיון אפיינה, פחות או יותר, את מרבית חודשי השנה, למעט חודש אפריל, שבו היו שיעורי התשואה לפדיון גבוהים במיוחד; כנראה, בשל קשיי הנזילות שהתקיימו באותו זמן במשק בכלל ובאו לידי ביטוי גם בשוק איגרות החוב. הירידה הקלה

¹ המשמעות, שיש ליחס להיקף המסחר והשינויים החלים בו, אינה נובעת רק מהיותו מייצג את הת- פתחות הבדלי הציפיות, אלא גם באינדיקטור לשינויים בנזילות ההשקעה בסוג זה של נכסים פיננסיים.

² חשוב להדגיש שמבחינת הרוכש והמוכר אין חשיבות לכך אם בוצעה פקודתו במסגרת הבורסה או במסגרת הקיזוז הפנימי, ומבחינת ניתוח גורמי הביקוש וההצע לאיגרות חוב יש להתחשב בכלל המסחר.

³ אם הציפיות לגבי המשתנים הקובעים את הביקוש לאיגרות חוב היו מתפתחות בכיוון ובעוצמה זהה אצל כל הפרטים במשק, לא היינו צריכים לקבל בתקופות של שינויי ביקוש עלייה ניכרת בהיקף המסחר, אבל מאחר שהתפתחות הציפיות מתרחשת במתכונת, ובעיקר בקצב, שונים אצל פרטים שונים, הרי שגם אם הכיוון הכללי דומה, נוטה להתקבל במקרים כאלה עלייה בהיקף המסחר.

⁴ הדיון במחזורי המסחר הקבוצתיים יתרכזו במסחר במסגרת הבורסה בלבד מחוסר נתונים טובים על התפלגות המסחר הכולל לפי קבוצות.

לוח י"ז-4
תשואות ממוצעות לפדיון נטו של איגרות חוב הנסחרות בבורסה², 1972

(אחוזים)

החודש ³	צמודות מט"ח						צמודות מדד			ברירה	
	מספר שנים לפדיון			סך הכול	2-0	5-2	+5	סך הכול	בהנחה של הצמדה	בהנחה של אי-הצמדה	
	2-0	5-2	+5								
1971 דצמבר	9.6	7.7	6.4	6.9	⁶	5.2	4.9	5.0	8.0	8.1	
1972 ינואר	8.4	7.6	6.6	6.9	6.7	5.1	5.4	5.4	6.4	6.0	
פברואר	8.7	8.0	6.8	7.1	6.7	4.6	5.3	5.1	6.5	5.0	
מארס	9.4	8.2	7.1	7.5	4.3	4.4	4.8	4.6	5.4	5.7	
אפריל	10.7	8.6	7.6	8.1	7.6	5.6	5.2	5.5	6.9	6.7	
מאי	10.9	9.0	7.5	8.0	6.3	5.4	5.3	5.4	5.9	4.9	
יוני	9.2	9.0	6.9	7.3	6.9	5.6	5.5	5.7	5.8	5.0	
יולי	5.4	⁴	6.1	6.0	4.0	4.6	5.2	4.9	4.3	4.4	
אוגוסט	5.4	—	5.7	5.7	4.5	5.0	5.2	5.1	5.6	8.4	
ספטמבר	5.7	—	5.8	5.8	5.0	4.8	4.9	4.9	5.2	7.9	
אוקטובר	5.9	—	5.4	5.2	5.6	5.0	5.3	5.1	5.0	7.8	
נובמבר	6.1	—	5.8	5.8	6.6	5.8	5.3	5.9	5.1	7.1	
דצמבר	6.0	—	5.9	5.9	—	6.8	5.4	5.9	4.9	6.4	
תשואות הפצה				⁶			4.8		4.8	10.8	

- לגבי צמודות מטבע חוץ וצמודות מדד, בניכוי 25 אחוזים מס הכנסה, ואילו לגבי ברירה שיעור התשואה לפדיון הוא נטו בהתחשב בכיבוס השטרות (מחושב לפי מחיר הנייר יום לפני הפדיון).
- לגבי כל הסדרות נלקחה בחשבון עמלת הקניה, כך שמדובר בשיעור תשואה לפדיון נטו עבור הרוכש.
- הקבוצה העיקרית של איגרות חוב, שאינה רשומה כמעט בבורסה, ולכן שיעורי התשואות עליהן אינם מופיעים כאן, היא של איגרות חוב ארוכות מועד מוגנקות לקופת גמל וחברות ביטוח. כן לא כלולים כאן שיעורי התשואה על מילווה הקליטה ומילווה הביטחון שהונפקו לתקופה של 10 שנים, אף כי הם נסחרים בבורסה ומהווים את חלק הארי בהיקף המסחר. עובדה זו פוגעת במשמעות שניתן לייחס לשינויים בשיעורי התשואות המופיעים בלוח זה.
- לפי השערים ב- 18 לכל חודש.
- הפרסום הופסק.
- לגבי מילווה ברירה שיעור התשואה המוצג הוא השיעור ברוטו, בגלל קיום תופעות כיבוס השטרות. לשם השוואה עם שיעור התשואה לפדיון בשוק המשני יש לנכות כמה עשירות אחוז בגלל העובדה, שמחיר הנייר יום לפני הפדיון הוא קצת פחות מערך הפדיון שלו ברוטו. תשואות ההפצה של צמודות מדד הן לגבי הסדרה החדשה ליד שנים.
- אין הפצה של איגרות צמודות למט"ח.
- ז מ ק ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בשיעור התשואה הממוצע לפדיון במשך השנה, במקביל לירידה שחלה גם בתשואות המילואות הצמודים, קשורה בעליית הביקוש לניירות ערך צמודי מדד שאיפיינה את שנת 1972 עם התחזקות עליות המחירים והעדרן של ציפיות לשינוי קרוב בשער החליפין של הל"י (ראה סעיף 2 א' וסעיף 6).

היקף המסחר באיגרות חוב הצמודות למדד המחירים גדל השנה ב-98 אחוזים והגיע ל-112 מיליון ל"י אבל משקלו בכלל המסחר באיגרות חוב עלה רק במקצת; 16 אחוזים לעומת 15 ב-1971. העלייה בהיקף המסחר במילואות הצמודים הינה תוצאה של מספר כוחות, מתחום הביקוש וההצעה של איגרות חוב מסוג זה, שמשכו לכיוונים מנוגדים: מצד אחד, החלו מילואות הקליטה משנת 1966 להיסחר במסגרת הבורסה; ומצד שני, נמשך השנה הפדיון החלקי של מילואות הקליטה. ההשפעה נטו של פעולות אלה הייתה שהתון הסחיר במסגרת מילואות הקליטה גדל בכ-35 מיליון ל"י. כמו כן, החלו השנה להיסחר המילואות הצמודים החדשים שהונפקו לתקופה של 7 שנים בריבית ברוטו של 6.5 אחוזים (ראה סעיף 2 א') וגם הם הוסיפו להון הסחיר של המילואות הצמודים. מצד שני, לנוכח המשך תופעת עליית המחירים המואצת וחוסר הציפיות לשינוי שער החליפין של הל"י בעתיד הקרוב גדל, כאמור, הביקוש לאחזקת נכסים צמודים (ראה הדיון למעלה).

בבחינת מתכונת התפתחות המסחר באיגרות חוב צמודות במשך השנה וכוללת העלייה, שחלה החל בחודש אפריל בהיקף המסחר; בשלושת החודשים הראשונים של השנה הגיע היקף המסחר החודשי הממוצע במסגרת הבורסה ל-5 מיליון ל"י, ואילו בתשעת החודשים האחרונים עלה ממוצע זה לכ-11 מיליון ל"י. עלייה זו גובעת ברובה מרישום מילואות הקליטה משנת 1966 להתחלת ההפצה של המילואות הצמוד החדש — שני מאורעות, שחלו במהלך חודש אפריל ואשר הגדילו בצורה בולטת את פוטנציאל המסחר.

בלוח י"ז-4 נתונה אינפורמציה בדבר שיעורי התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות מדד שבהם חלה ירידה מסוימת: מרמה שנתית ממוצעת של 5.9 אחוזים ב-1971 ל-5.3 אחוזים השנה. יש לציין שירידה נמצאה גם במסלול הצמוד של מילואות הבריה אולם, שיעור התשואה הממוצע באיגרות החוב הצמודות היה נמוך במידת מה משיעור התשואה במסלול הצמוד של מילואות הבריה. יחד עם זאת, מאחר ונתוני תשואת האיגרות הצמודות מתבססים על חלק קטן בלבד מהמלאי הסחיר לא נראה, שאפשר לייחס לכך משמעות כלשהי, מה גם שקיים שוני באורך החיים של שני סוגי איגרות החוב.

באיגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ חלה השנה עלייה קטנה בלבד בהיקף המסחר: מ-82 מיליון ל"י אשתקד ל-108 מיליון ל"י השנה (על הסיבות להתפתחות זו ראה בסעיף 6).

שטרי ההון הבנקאיים ואיגרות החוב הניתנות להמרה הינם תופעה חדשה במסגרת המסחר באיגרות חוב: הם החלו להופיע במסגרת הבורסה רק במהלך השנה שעברה. ההתפתחות חויות במחירים ובמחזוריים של סוג נייר ערך זה קשורות במידה רבה בגודל המניה, שאותה ניתן לרכוש על ידי המרת איגרת החוב, ולכן אין אפשרות לבצע ניתוח מצרפי של מגזר זה של שוק איגרות החוב ובמיוחד לנוכח השינוי בתנאים בין איגרות החוב השונות.

עיון בלוח י"ז-6 מלמד, שהשנה גדל משקל המסחר באיגרות חוב מחוץ לכותלי הבורסה, שעה שמשקל המסחר במניות במסגרת זו ירד. הסיבה להתפתחות השונה היא בעיקרה העדר שוק מפותח במסחר בשערים משתנים לאיגרות חוב, דבר המאפשר קיומן בהיקף ניכר יחסית כתוצאה מהצטברות פקודות במשך יום שלם. אפשרויות הקיומן גדולות ככל שגדל נפח המסחר, ואכן הלך משקל הקיומן ועלה במקביל לעלייה בנפח העסקות.

בלוח י"ז-8 מובאים נתונים בדבר ריכוזיות המסחר באיגרות חוב. ניתן לעמוד על כך, שאיגרות החוב מתחלקות באופן ברור לקבוצה קטנה של איגרות חוב סחירות, לקבוצת ביניים לא גדולה של איגרות חוב בעלות סחירות מצומצמת, אבל עדיין ניתן לראותן כאיגרות חוב "פעילות", ולקבוצה גדולה של איגרות חוב, שהן, למעשה, בלתי פעילות, ולכן גם רמת מחיריהן, ושיעורי התשואה לפדיון הנובעים בכך, הינם בעלי משמעות מצומצמת.

מילווה והקליטה הינו המילווה הסחיר ביותר במסגרת איגרות החוב הצמודות (68 אחוזים מכלל המחזור), אחריו מצוי המילווה החדש ל-7 שנים, שבחודשים המעטים מאז הופעתו הספיק לתרום 16 אחוזים מכלל המסחר השנתי בסוג זה של איגרות חוב. בשאר איגרות החוב הצמודות הרבות הרשומות בבורסה אין כמעט מסחר בהיותן ניירות המוחזקים בעיקר בידי משקיעים מוסדיים, שאינם סוחרים בהם כלל, או שעושים זאת מחוץ למסגרת הבורסה. התפתחות השערים שלהן מבטאת לרוב "התאמת שער", המבוצעת לעתים מזומנות ולרוב ללא כל מחזור, ולא תוצאת פעולה של כוחות ביקוש והצע לסוג זה של נייר ערך.

בלוח י"ז-9 מוצגת מצבת איגרות החוב לפי השנים 1971 ו-1972. הלוח מלמד על השינויים שחלו במהלך השנה במבנה ובהיקף של תיק איגרות החוב כתוצאה מפעולות הכוחות שתוארו לעיל. לבסוף, ראוי לציין, שלעובדה, ששוק המניות תפס השנה ללא כל ספק את מרכז ההתעניינות הספקולטיבית של ציבור המשקיעים היתה השפעה ממתנת על עליית היקף הפעילות בשוק איגרות החוב, מאחר שחלק מהתכספים, שבשנים קודמות הופנו והופעלו במסגרת שוק איגרות החוב עבר לשוק המניות. עוד תרמו לכך: העובדה, שגם השנה לא היו כל "מציאות" בשוק איגרות החוב, שכן השוק השיג רמת שכלול גבוהה; במיוחד נודעה חשיבות לעובדה, שמילווה הביטחון וחסכון החובה שחולקו השנה, לא היו סחירים וגם במילווה הקליטה 1966, שנרשם השנה למסחר ב-בורסה, לא היו שיעורי תשואה גבוהים במיוחד כפי שהיה בעת שחולקו והחלו להיסחר הסדרות הראשונות של מילווה הקליטה.

אם נוסיף לכך את העדר הציפיות לפיחות ה"י, נוכל לומר בודאות ששוק איגרות החוב חזר להיות שוק חסר הפתעות, המשמש מסגרת להשקעות חסרות סיכון וסיכוי יוצאי דופן, אם כי, כפי שניתן למצוא בשווקים רבים של ניירות ערך בעולם, הוא תופס את המקום המרכזי מבחינת היקף המסחר וההנפקות.

3. שוק המניות

כאמור, עלה השנה במידה ניכרת הביקוש לנכסים פיננסיים, המסוגלים בדרך זו או אחרת, לשמור על ערכה הריאלי של ההשקעה; ובמיוחד בולטת העלייה בביקוש למניות. עם זאת, שלא כמו בשוק איגרות החוב, הצע המניות החדשות הינו קטן, יחסית, בטווח הקצר, ולכן התבטא תהליך ההתאמה בעיקר בעלויות מחירים תלולות ורק במעט, יחסית, בהיקף ההנפקות החדשות. אם כי השינוי שחל בתחום זה היה ניכר יחסית למקובל בשוק המניות הישראלי בשנים האחרונות. כמו כן חלו השנה מספר התפתחויות נוספות בתחום הביקוש למניות ובתחזיות הרווחים של החברות, שמניותיהן נסחרות בבורסה, שתרמו אף הן לעלייה הניכרת בהיקף המסחר, במחירים ואף בהנפקות החדשות.

א. השוק המשני למסחר במניות

השוק המשני למסחר במניות הרשומות בבורסה ידע השנה גאות שלא היה לה תקדים בשנים האחרונות, שהוכיחה את ההתרחשות בתחום זה בתחילת שנות השישים: המדד היומי של מחירי המניות עלה במשך השנה ב-95.3 אחוזים, נפח המסחר גדל ב-408 אחוזים ושיעור התשואה הממוצע מהחזקת מניות במשך השנה כולה הגיע לכ-110 אחוזים נטו. אמנם, השינוי במגמת ההתפתחות של שוק המניות החל עוד בסוף שנת 1970 והתחזק בשנת 1971, אבל ב-1972 זכה השוק לתנופה ניכרת.

בחנית ההתפתחות במהלך השנה (דיאגרמות י"ז-1 ו-2 ולוחות י"ז-7 ו-י"ז-4) מלמדת על שתי תופעות: הראשונה, הגיאות החלה מיד בתחילת השנה ונמשכה ברציפות, מלבד נסיגה מסויימת בחודשי מאי, במשך השנה כולה, והשנייה והחשובה יותר, מגמת העלייה הניכרת במחירי

היקף המסחר החודשי בבורסה * ומחוצה לה לפי קבוצות מניות, 1972
(אלפי ל"י)

החודש	כספים וביטוח**	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ומסחר***	דלק ונפט	חברות להשקעה	מניות בכורה ומניות בשוק החופשי שליד הבורסה	סך הכול ****
ינואר	10,846	5,990	9,905	731	4,617	2,266	34,355
פברואר	8,586	1,819	4,219	319	2,228	595	17,766
מארס	18,454	10,478	15,982	1,706	8,020	1,796	56,436
אפריל	8,813	4,993	6,491	1,455	4,097	499	26,348
מאי	15,698	12,108	13,064	1,734	6,624	1,469	50,697
יוני	8,308	4,509	3,937	846	3,056	335	20,721
יולי	36,871	17,240	14,769	2,578	11,561	2,372	85,391
אוגוסט	12,685	8,694	4,665	999	4,957	634	32,634
ספטמבר	16,281	11,512	10,877	1,819	7,146	1,496	49,131
אוקטובר	7,804	3,078	2,760	653	1,917	307	16,519
נובמבר	14,469	8,633	14,283	604	4,377	3,105	45,471
דצמבר	18,855	1,717	13,667	181	1,661	692	36,773
סך הכול בבורסה	13,603	12,629	12,097	763	9,170	3,585	51,847
מחוץ לבורסה	18,869	11,812	3,869	240	3,724	2,095	40,609
1972	20,373	13,788	14,087	1,322	12,422	2,779	64,771
סך הכול	12,902	3,974	3,505	424	3,821	1,895	26,521
בבורסה	19,972	10,010	14,576	2,106	14,610	2,956	64,230
מחוץ לבורסה	11,162	3,054	5,290	447	6,041	4,534	30,528
סך הכול	45,565	9,699	15,626	1,673	22,210	6,040	100,813
בבורסה	18,265	2,849	3,685	571	6,982	4,405	36,757
מחוץ לבורסה	23,755	6,328	10,101	784	12,399	3,376	56,743
סך הכול	11,759	2,045	2,749	298	5,482	971	23,304
בבורסה	48,515	12,552	13,637	2,044	21,100	5,234	103,082
מחוץ לבורסה	18,721	3,745	3,897	750	8,233	6,076	41,422
1971	284,402	130,967	159,004	17,864	134,258	36,474	762,967
סך הכול	156,459	52,289	58,734	7,183	52,199	23,038	349,902
בבורסה	46,021	15,166	22,563	3,046	11,345	7,250	105,691
מחוץ לבורסה	75,564	6,930	8,947	1,422	17,991	2,643	113,497
סך הכול	121,585	22,396	31,510	4,468	29,336	9,893	219,188
אחוז השינוי :							
בבורסה	518	747	605	486	1,083	403	622
מחוץ לבורסה	107	655	556	405	190	772	208
סך הכול	263	718	591	461	536	502	408

* המספר העליון בכל חודש מצוין את היקף המסחר בבורסה וזה שמתחתיו את המסחר מחוץ לבורסה.
** כולל מניות הנסחרות בל"י ובמטבע חוץ.
*** כולל קבוצת שירותים ציבוריים.
**** ההפרש בין הסך הכול לבין סכום המספרים המוצגים בלוח הוא תוצאה של עיגול מספרים.
ה מקור : הבורסה לניירות ערך, תל-אביב.

היקף המסחר במניות ובאגרות חוב במסגרת הבורסה
ומחוצה לה, 1971 ו-1972 לפי רבעונים

(מליוני ל"י)

	מניות				אגרות חוב*			
	מחוז לבורסה	בתוך הבורסה	סך הכול	היחס (1)/(2)	מחוז לבורסה	בתוך הבורסה	סך הכול	היחס (5)/(6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1971	113.5	105.7	219.2	1.07	1,155.1	368.1	1,523.2	3.14
1972	349.9	762.9	1,112.8	0.46	2,793.1	691.0	3,484.1	4.04
1972 לפי רבעונים								
I	64.8	141.5	206.3	0.46	335.5	149.4	484.9	2.25
II	85.9	180.0	265.9	0.48	667.2	175.8	843.0	3.80
III	97.7	180.8	278.5	0.54	704.0	178.0	882.0	3.96
IV	101.5	260.6	362.1	0.39	1,086.4	187.8	1,274.2	5.78

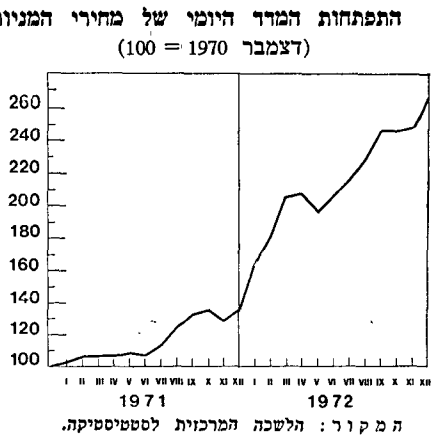
* לא כולל מלווה קצר מועד.
ה מקור : מעובד לפי נתוני הבורסה לניירות ערך, תל אביב.

רי המניות לוותה. בעלייה ניכרת אף יותר בהיקף המסחר; הדבר מורה על תופעה בעלת בסיס רחב ואיתן ולא על עלייה טכנית של מחירי מניות בשוק בעל נפח עסקות קטן וקטן.

הגאות בשוק המניות הקיפה את כל הקבוצות הענפיות ללא הבדלים ניכרים ביניהן; שיעור התשואה הכולל הממוצע הפשוט נע בין 113

דיאגרמה י"ז-1
התפתחות המדד היומי של מחירי המניות
(דצמבר 1970 = 100)

אחוז נטו בקבוצת מניות התעשייה ל-101 אחוז נטו בקבוצת כספים וביטוח, אם כי בתחום נפח המסחר ההבדלים ניכרים יותר; שיעור הגידול בנפח המסחר נע בין 718 אחוזים בקבוצת 'מקרקעין ופיתוח' ל-263 אחוזים בקבוצת "כספים וביטוח". תופעה זו לא התקיימה בכל השנים בעבר, ובחלקה היא גובעת מכך, שאותם משתנים גורמי גאות פעלו על כל הקבוצות ובחלקה מכך שהתכונה של שוק הנמצא בגאות בממדים של שוק המניות הישראלי בשנת 1972, הוא לגרום לעליית מחירים "מדבקת" ללא הבחנה ובדיקת התפתחויות היהודיות לענפי המשק השונים.



לתחילת הגאות חסרת התקדים בשוק המשני למניות ולהמשכה המואץ גרם צירוף מספר גדול יחסית של התפתחויות במשק הישראלי, ואנו ננסה להציג כאן את העיקריות שבהן. ראשית, הגאות בשוק המניות קשורה לגאות במשק הישראלי בכללו, שהביאה לשיפור מצטבר ברווחיות

החברות ובתחזיות הרווחים לעתיד – אלה לא באו לידי ביטוי מלא בהתפתחות מחירי המניות בעבר. תהליך ההתאמה החל אמנם כבר בשנת 1971. אבל למלא ביטוי (ואולי אף מעבר לכך) הגיע רק בשנת 1972. סייעה לכך מדיניות החברות עצמן: עלה מספר המניות, וזיכו את בעליהן בדיבנד במזומן מ־78 בשנת 1970 ל־35 בשנת 1972; עלו שיעורי הדיבנד המזומן, שהחברות חילקו במשך השנה השוטפת וגדל מספר המניות שבגינן חולקו מניות הטבה מ־9 ל־35 בהתאמה. הגורם השני היה יבוא ההון הניכר שהשפיע הן בגלל היותו, חלקית, מוכון לנכסים פיננסיים והן דרך ההתרחבות המואצת ורמת הנזילות הניכרת ששררה במשק הישראלי במרבית התודשים של שנת 1972. תופעות אלה תרמו להתפתחות בשוק המניות הן באופן ישיר באמצעות תהליך התאמת תיק הנכסים של הציבור והגדלת יכולת הבנקים להעניק אשראי לשם רכישת ניירות ערך והן באופן עקיף, דרך השפעתם על הכנסות החברות הפועלות במשק ותחזיות רווחיותם בעתיד. בתוך כך יש להדגיש במיוחד את ההיקף הניכר של יבוא ההון מחו"ל, שהשפעתו מתבטאת אמנם בהיקף ההתרחבות המוטרית במשק, אבל מאחר שיבוא הון, בדרך כלל, ובמיוחד השנה, מוכון לנכסי השקעה, בניגוד לצריכה, ניתן להניח, שמתכונת זו של התרחבות מוטרית תרמה גם לגיאות בשוק המניות.

שלישית, השנה הוחשה במספר ריכוזים יהודיים בחו"ל התארגנות קבוצות משקיעים ("קלר-בים להשקעה") המפנים את השקעותיהם, באמצעות מספר בנקים ישראליים המעודדים תופעה זו, לשוק ניירות הערך הישראלי ובעיקר למניות. השנה היתה נוחה במיוחד להתפתחות תופעה זו, שכן לא התקיימו החששות מפני פיתוח יעור הל"י והיה שגשוג בשוק המניות הישראלי.¹ רביעית, השנה התחזקה הגיאות בשוק המקרקעין הישראלי, ומאחר שהשקעה במניות חברות ענף המקרקעין הינה הדרך היחידה כמעט, שבה יכול המשקיע הקטן לקחת חלק בהתפתחויות במסגרת ענף זה, שבו יחידת ההשקעה המינימלית גדולה יחסית, גדל המסחר במניות ענף זה בכ־720 אחוזים לעומת 408 אחוזים לגבי כלל המניות הנסחרות בבורסה.

ולבסוף, בשוק המניות, אולי יותר מאשר בכל תחום כלכלי אחר, קיימת התופעה של "התפתחות המאצת עצמה" והכוונה לכך שתוך כדי תהליך ההתאוששות של השוק ועליית מחירי המניות המופנית תשומת הלב של הציבור הרחב, המשקיעים המוסדיים והספקולנטים למיניהם לאפשרויות הטמונות בבורסה (טווח קצר וארוך כאחד), ומתחילה זרימה של כספים לשוק זה, הגורמת להאצת ההתפתחויות שהחלו כתוצאה מהגורמים שהוזכרו למעלה. אמנם, אין בידינו אינפורמציה בדוקה בדבר הגידול במספר המשקיעים הפרטיים הפועלים במסגרת הבורסה, אבל מתוך מקורות שונים מצטיירת תמונה של בניסת אנשים פרטיים בהיקף ניכר לשוק המניות, שבי מידה רבה הצטרף במשך השנה הנוכחית לשוק הדירות והמקרקעין כאבן שואבת להשקעות ספ־קולקטיביות. עם זאת, יתכן שתוך כדי כך ישאר חלק מציבור זה כמשקיעים במסגרת הבורסה גם לטווח ארוך ובזאת יגדיל את הגרעין המצומצם למדי של משקיעים לטווח ארוך בשוק המניות הישראלי. גם לגבי משקיעים מוסדיים (קופות גמל, בנקים מסחריים, מוסדות כספיים וכדומה) ניכרת בדרך כלל מגמה של הגדלת העניין בנעשה במסגרת הבורסה, והדבר בא לידי ביטוי בהגדלה מסוימת של תיק המניות הסחירות של מוסדות אלה ובעלייה בהיקף המסחר, שהם מבצעים במסגרת הבורסה.

מתוך עיון בלוח י"ו-5 בולטת עובדת ההאצה הניכרת בגידול היקף המסחר במניות בין כתלי הבורסה, יחסית למסחר במניות הרשומות בבורסה, והנערך מחוץ לכותלי הבורסה: היקף המסחר בין כותלי הבורסה גדל השנה בכ־620 אחוזים, ואילו היקף המסחר מחוץ לבורסה גדל

¹ היקף ההעברות הפורמליות של מטבע חוץ לשם השקעה בניירות ערך הגיע השנה לכ־35 מיליון דולר לעומת כ־20 מיליון דולר ב־1971.

לוח י"ז-7

התפלגות שיעורי התשואה הכוללים, נטו, מהשקעה במניות רגילות
בבורסה של תל-אביב, תקופות נבחרות
(אהוזים)

ש"כ לפי עשרונים											
ש"כ מינימלי	10	25	50	75	90	ש"כ מקסימלי	ש"כ ממוצע פשוט	ש"כ ממוצע משוקלל בהון הרשום *	ש"כ ממוצע משוקלל בהיקף מחזור המסחר השנתי בבורסה **	מספר המניות	מספר החברות
1. קבוצת חברות הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים											
30.6.72—31.12.71	—5.2	4.8	24.8	35.1	47.8	79.8	36.8	35.3	47.7	41	26
31.12.72—30.6.72	—2.0	4.4	26.7	44.4	53.4	69.8	42.2	48.7	39.1	38	24
31.12.72—31.12.71	5.8	41.7	67.5	100.7	132.4	166.1	100.8	100.8	103.8	38	24
2. קבוצת חברות המקרקעין ופיתוח											
30.6.72—31.12.71	16.8	27.0	56.7	75.4	97.7	99.6	71.4	66.1	88.1	15	12
31.12.72—30.6.72	—4.4	6.2	12.4	16.4	19.6	39.0	20.6	27.9	18.2	15	12
31.12.72—31.12.71	28.8	44.5	77.2	103.9	125.7	170.3	106.8	112.8	122.0	15	12
3. קבוצת חברות התעשייה ומסחר											
30.6.72—31.12.71	14.2	26.1	40.0	66.6	85.9	107.0	70.3	7.31	91.9	34	22
31.12.72—30.6.72	—35.1	—1.8	9.5	25.2	36.4	52.7	23.9	17.5	18.8	34	22
31.12.72—31.12.71	—10.5	28.7	69.0	95.9	157.2	197.7	112.7	98.7	123.7	34	22
4. קבוצת החברות להשקעה											
30.6.72—31.12.71	0.33	4.0	32.4	47.4	52.4	56.2	40.0	31.7	43.3	19	15
31.12.72—30.6.72	6.6	12.6	30.1	46.8	54.6	57.6	46.1	89.7	49.2	17	14
31.12.72—31.12.71	38.9	67.5	78.5	114.4	119.9	143.0	108.8	147.3	103.1	17	14
5. סך כל החברות הרשומות בבורסה ***											
30.6.72—31.12.71	—5.2	12.3	28.3	48.3	76.6	97.7	53.7	43.0	67.1	113	78
31.12.72—30.6.72	—35.1	3.2	13.6	33.3	50.6	59.1	33.4	48.3	30.8	108	75
31.12.72—31.12.71	—10.5	38.5	68.2	105.3	135.8	175.3	106.8	109.8	112.8	108	75
31.12.71—31.12.70	—22.0	5.9	17.4	33.3	44.2	71.2	38.7	34.8	44.9	111	77
31.12.70—31.12.69	—35.1	—25.8	—16.5	—3.1	6.3	20.3	—2.3	—3.9	—4.0	110	76

* לפי הרכב ההון הרשום, במחירי שוק, בסוף השנה שקדמה לשנת החישוב.

** לפי הרכב מחזור המסחר בשנה שאליה מתייחס החישוב, למעט הנתונים לשנת 1972 שלגביהם השתמשנו בהרכב המחזור בשנת 1971.

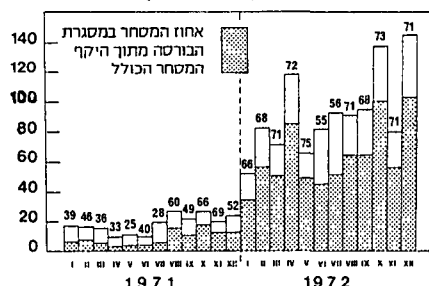
*** כולל מספר מניות שאינן כלולות באף אחת מארבעת קבוצות המניות הללו.

ה מקור: חישובי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

בכ-210 אחוזים בלבד. ירד איפוא משקל המסחר במניות מחוץ לבורסה מ-52 אחוזים, מכלל ה- מסחר במניות הרשומות בבורסה בשנת 1971, ל-31 אחוזים בלבד בשנת 1972. מחוץ לבורסה

מתבצעות עסקות משני סוגים: קיזוז של פקד- דות קנייה ומכירה של הציבור הרחב לפני שסוכן הבורסה מביא את היתרה לבורסה לקראת פתיחת המסחר היומי; ועסקות של משקיעים מוסדיים או משקיעים גדולים אחרים, המעדיפים מתוך שיקולים שונים (בין השאר מתוך החשש שמא ישפיעו הביקוש או ההצע הגדולים על מחירי הנייר בבורסה), לבצע חלק מעסקיהם מחוץ לבורסה. לעומת זאת, המסחר בבורסה מייצג את העסקות שנמסרו לסוכן הבורסה ושלא ניתן היה לקזז מתוסר פקודות נגדיות בהיקף מספיק וכן פקודות, שניתנו תוך כדי המסחר בשלב המשנים ושבגלל אופיו שה שלב זה כמעט ולא ניתן לקזז.

דיאגרמה י"ז-2
נפח המסחר במניות במסגרת הבורסה ומחוצה לה, 1971 ו-1972
(ואחוז המסחר במסגרת הבורסה מתוך היקף המסחר הכולל)
(מיליוני ל"י)



ה מקור: נתוני הבורסה לניירות ער.

מגמת הירידה במשקל המסחר הנערך מחוץ לבורסה איפיינה השנה את כל קבוצות המניות ובלטה במיוחד בקבוצת מניות כספים וביטוח (שהיא קבוצת המניות הגדולה ביותר); בקבוצה זו ירד משקל המסחר מחוץ לבורסה מ-62 אחוזים ל-35 אחוזים בלבד. נראה, שהתופעה הזו נובעת בעיקרה מהרחבת שעות המסחר במניות בשלב המשתנים, יחסית לשלב הפתיחה ומעליית משקל המשקיעים הקטנים. בכלל הפעילים במסגרת המסחר במניות הרשומות בבורסה, נראה, שמגמת הירידה במשקל המסחר מחוץ לבורסה הינה רצויה מבחינת התפתחות הבורסה בישראל מהיותה תורמת להקניית משמעות ואמינות יתר למחירים הנקבעים במסגרת הבורסה.

מתוך עיון בנתונים המופיעים בלוח י"ז-7 מתברר שעל פי שלושת המודדים לשיעור ה- תשואה¹ הממוצע מהשקעה במניות חל שיעור ניכר (בין 150 ל-200 אחוזים) ברווחיות ההשקעה במניות כאשר בקבוצת חברות 'התעשייה והמסחר' וקבוצת 'חברות המקרקעין ופיתוח' מתרכזת העלייה. במחצית הראשונה של השנה, ואילו בקבוצת 'הבנקים, ביטוח ומוסדות כספיים' וקבוצת 'חברות להשקעה' מתרכזת העלייה דוקא במחצית השנייה של השנה. מתוך השוואת התוצאות המתקבלות בשלושת צורות המיצוע של שיעור התשואה מתברר, שבממוצע היו המניות הפחות סחירות גם בעלות שיעור התשואה הנמוך יותר, ואילו המניות בעלות היקף ההון הרשום הגדול יותר היו בממוצע רווחיות יותר.² ביטוי נוסף לכך, שהגאות אמנם הקיפה את כלל שוק המניות, בניגוד לגאות סלקטיבית בענף זה או אחר, ניתן למצוא בעובדה ששעה ששיעור התשואה בעשירון התחתון של המניות היה 26 אחוזים בשנת 1970 ו-5 אחוזים בשנת 1971 הרי שהוא הגיע ל-39 אחוזים בשנת 1972.

חלק מהעלייה במחירי המניות, ומכאן בשיעורי התשואה מהשקעה במניות, מקורו בהצע

¹ על שיטת החישוב של שיעור התשואה הכולל נטו, ועל המשמעות השונה של כל אחת משלוש צורות מיצוע אלה, ועל חישוב שיעור תשואה זה לשנים 1969-1972 ראה ר' צנטלר, 'רווחיות ההשקעה במניות רגילות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב - ינואר 1969 עד יוני 1972' סקר בנק ישראל 41, ירושלים, אפריל 1973.

² לגבי חלק מהמניות קיים קשר ישיר בין היותן סחירות והיותן בעלות הון רשום גדול יחסית, או להפך, אבל אין הדבר נכון בהכרח לגבי כל המניות, ולכן יש ענין בציון שתי העובדות כאחד.

הקשיח יחסית של מניות חדשות, (הנובע הן מגורמים ספציפיים לשוק המניות הישראלי (ראה סעיף 3 ב') והן מסיבות אובייקטיביות — הזמן הארוך הדרוש להכנת הנפקה חדשה לציבור).

במקביל לגיאיות הניכרת בשוק המניות, לעלייה במידת העניין שמגלה הציבור הרחב במתרחש בבורסה ובמידת מעורבותו הישירה בה, חלה השנה התקדמות מסוימת גם בשירותי ההשקעה העומדים לרשות הציבור: נפתחו שני משרדים חדשים של סוכני בורסה, חל שיפור מסוים בהיקף וברמה של החומר הסטטיסטי והמחקרי העומד לרשות יועצי ניירות הערך והציבור הרחב, התפתח הדיווח השוטף לציבור המעוניין בדבר תוצאות המסחר בבורסה (רמת השערים) באמצעות חיוג טלפוני למדוח אוטומטי, הצבת מערכת טלוויזיה במעגל סגור בסניפים מרכזיים וכדומה.

בשיטת המסחר הנהוגה בבורסה לניירות ערך לא חלו השנה שינויים מהותיים, אבל על מנת לעמוד בהיקף המסחר המוגבר, מבלי להקטין את מספר מחזורי המסחר בשלב המשתנים, הוארכו שעות המסחר והתאפשר ביצוע מחזור אחד בשלב הפתיחה ו-2 עד 3 מחזורים בשלב המשתנים כך שלציבור ניתנה אפשרות להגיב, תוך כדי המסחר, על ההתפתחויות בשוק המניות ומחוצה לו.

לוח י"ז-8

התפלגות מניות רגילות ואיגרות חוב לפי מחזורי המסחר השנתיים, 1972 *

מחזור השנתי	מניות רגילות **		איגרות חוב***	
	מספר מניות	החלק במחזור העסקות הכולל	מספר איגרות החוב	החלק במחזור העסקות הכולל
(אלפי ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	
ללא מסחר	—	0.0	185	0.0
50—0	—	0.0	168	0.6
100—50	—	0.0	48	0.9
250—100	—	0.0	56	2.2
500—250	1	0.1	42	3.6
1000—500	5	0.4	33	6.3
2500—1000	9	1.8	90	35.0
5000—2500	14	6.2	31	25.0
10,000—5,000	18	14.6	8	13.5
15,000—10,000	8	10.4	1	3.6
20,000—15,000	8	14.7	1	4.3
40,000—20,000	8	27.8	1	5.0
60,000—40,000	3	16.6	—	0.0
60,000+	1	7.4	—	0.0
סך הכול	75	100.0	664	100.0

* לגבי מניות, הנתונים הם לגבי מסחר בבורסה ומחוצה לה: ולגבי אגרות החוב הנתונים הם לגבי מסחר שבמסגרת הבורסה בלבד. לגבי המניות, מוצגת התפלגות המנפיקים, ואילו לגבי איגרות החוב התפלגות לפי ניירות ערך יחידניים; כלומר כל סוגי המניות שהנפיקה חברה מסוימת נחשבים לצורך לוח זה כיחידה אחת. וכל איגרת חוב, הנושאת מספר בורסה נפרד, נחשבת ליחידה בפני עצמה.

** פירוט לפי קבוצות ראה בלוח נ"ו-2.

*** אינו כולל מיליות קצר מועד. פירוט לפי קבוצות ראה בלוח נ"ו-3.

ה מק ו ר : נתוני הבורסה לניירות ערך, ת"א.

בלוח נ"ו—4 מוצגת התפתחות המדדים היומיים לשערי המניות לפי קבוצותיהן. מתברר, שבקבוצת מניות המקרקעין והפיתוח היתה עליית המחירים הגבוהה ביותר (117.4 אחוזים) ובקבוצת כספים וביטוח היתה עליית המחירים נמוכה ביותר (82.8 אחוזים), למעט קבוצת חברת הנפט. כן יש לציין, שלא רק המדד הכולל מראה על עליית מחירים רצופה במשך כל תודשי השנה כמעט (למעט ירידה בחדש מאי, שנבעה בעיקרה מתנועת מימוש שהיא תופעה רגילה בכל בורסה שבה מחירי המניות נמצאים במגמת עלייה, ואי השינוי בחדש נובמבר), אלא שמגמה כללית זו התקיימה בעיקרה גם בכל אחת מקבוצות המשנה של המניות הרשומות בבורסה, וזו ביטוי נוסף לכך, שהגיאומטריה בשוק המניות הקיפה את כל קבוצות המניות ולא רק מספר מניות מובילות.

השנה בולטת רמה גבוהה יחסית של היקף המסחר ברוב המניות ויתר "שויונות" בתרומה להיקף המסחר, יחסית לשנים הקודמות; הדבר ממחיש שוב את האופי הכוללני של הביקוש למניות שהיה השנה (לוח י"ז-8).

בלוח י"ז-9 נתונה מצבת ניירות הערך בסופי השנים 1971 ו-1972 וממנו ניתן לראות את השינויים שחלו במהלך השנה בהיקף תיקי הנכסים הפיננסיים הסחירים של משקי הבית כתוצאה מפעולת הכוחות שתוארו למעלה.

ב. הנפקות חדשות של מניות (השוק הראשוני)

על רקע הגאות ששררה השנה בשוק המשני למניות נמשך גם הגידול בגיוס הון מניות חדש באמצעות הבורסה. השנה הונפקו מניות ואגרות חוב ניתנות להמרה בסכום של 199 מיליון ל"י, לעומת 53 מיליון ל"י ב-1971 וחוסר כל הנפקות חדשות בשנת 1970. עם זאת המשיכה להתקיים הסתייגות מצד המנפיקים הפוטנציאליים, ושהתבטאה בחוסר הנפקות של חברות שאינן רשומות בבורסה ובהנפקות בעיקר באמצעות זכויות ואגרות חוב ניתנות להמרה מצד החברות הרשומות.

גיוס זהו החדש בסך 199 מיליון ל"י מורכב מהנפקת מניות בסך 143 מיליון ל"י ואגרות חוב ושטרי הון ניתנים להמרה¹ בסך 56 מיליון ל"י (ראה לוח י"ז-10) והוא נעשה כולו בידי חברות שמניותיהן נסחרו כבר בעבר במסגרת הבורסה. מתוך סך כל גיוס זהו בסך 199 מיליון ל"י, תפסו מוסדות בנקאיים וכספיים — כ-82 אחוזים, חברות מקרקעין ופיתוח כ-13 אחוזים וחברות תעשייה — כ-5 אחוזים בלבד. הרכב זה של מגייסי ההון באמצעות הבורסה, ישנו גבוה ביותר משקל החברות הפיננסיות ונמוך משקל החברות התעשייתיות, דומה למתכונת ההתפתחות בעבר ומקורו במספר גורמים. ראשית, היקף העסקים של המוסדות הכספיים למיניהם מתרחב בקצב מהיר ביותר, ומאחר שיש צורך, ולעתים גם לחץ מוסדי, לשמור על יחס מינימלי מסוים בין הון עצמי לכלל הנכסים, נאלצים מוסדות אלה מפעם לפעם לנצל תקופות גאות בשוק המניות ולגייס הון עצמי נוסף. שנית, שלא כמפעלי התעשייה ואחרים, אין המוסדות הכספיים יכולים לנצל תקציבי פיתוח או מקורות זולים אחרים למימון עצמי (מעבר לפעולות התייור הפיננסי). שלישית, למוסדות הפיננסיים יש הכרה וגישת נוחה לשוק הראשוני, וכן משמשים כחממים להנפקות, כך שהוצאות ההנפקה לגביהם הינן נמוכות יחסית וביכולתם להבטיח רקע נוח להצלחת ההנפקה ולבסוף, נדמה שעובדת היותם גדולים יחסית והיזקקותם בעבר למתכונת זו של גיוס מקורות עצמיים מקילה עליהם את הלבטים בדבר הבחירה בין אי צמיחה, או ביצוע הנפקות פרטיות, לבין פנייה לציבור הרחב. כן נדמה, שהעובדה שבענף הפיננסי לא נפוצה מתכונת הבעלות המשפחתית עושה פנייה אל הבורסה לשם גיוס הון מניות לצעד טבעי.

¹ שטרי הון הינם אגרות חוב בעלות עדיפות נחותה בשעת פירוק החברה והם מונפקים בידי מוסדות בנקאיים, שבהם הפקדונות נמצאים בדרגת עדיפות קודמת להון ההלוואות.

ההון הרשום בבורסה לפי ערך רשום וערך שוק, 1971 ו-1972

סוף התקופה	1971		1972		העליה או הירידה (-)
	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק**	ערך רשום ערך שוק
(מיליוני ל"י)					
(אחוזים)					
אגרות חוב					
אגרות חוב צמודות					
למעטבע חוץ	85.1	130.2	74.9		-12.0
אגרות חוב צמודות למדד					
המחירים לצרכן	1,244.2	1,736.3	1,701.3		36.7
אגרות חוב הנסחרות					
במטבע חוץ	1,111.8	1,127.4	1,207.6		8.6
מלוות ברירה	2,228.0	2,992.7	2,351.3		5.5
איגרות חוב בהצמדה מעורבת	7.9	16.8	2.6		-67.1
איגרות חוב לא צמודות	57.0	47.0	112.8		97.7
סך כל איגרות החוב	4,734.0	6,050.5	5,450.5		15.1
מניות רגילות	886.5	1,175.0	986.0	2,467.8	11.2
מניות בכורה	25.7	34.1	41.3	105.0	60.7
מניות נסחרות במטבע חוץ	187.9	213.4	187.9	226.3	0.0
סך כל המניות	1,100.1	1,422.5	1,215.2	2,799.1	12.5

* אינו כולל את כל ההנפקות עם חשקיה. במיוחד גבוה משקל איגרות החוב, שהונפקו עם חשקיה ולא נרשמו בבורסה בכלל. אגרות החוב לזמן ארוך הצמודות למדד. כן יש לציין, שיש להבחין בין ההון הרשום בבורסה ובין ההון הסחיר האפקטיבי, לנוכח קיומן של "חבילות" גדולות בידי פרטים ומוסדות, שבדרך כלל אינן משתתפות במסחר. עד תאריך הוצאת הדו"ח טרם פורסמו נתונים לגבי אגרות-חוב.

ה מקור: הבורסה לני"ע בתל-אביב. נתוני ערך השוק לשנת 1972 הם אומדנים.

לחברות התעשייתיות, לעומת זאת, יש אלטרנטיבות טובות יותר לגיוס כספים במסגרת הלוואות הפיתוח הוזלות, שהממשלה מעמידה לרשותם. נוסף על כך קיימת אצלן תרתיעה מהפיכת חברה פרטית לחברה ציבורית עם כל ההשלכות שיש להבר ביחס לחובת הדיווח על תוצאות עסקיות, התערבות בעלי מניות חדשים בניהול השוטף וכדו'.

רוב רובן של ההנפקות שנעשו השנה התקבל בעין יפה בבורסה, וההבר התבטא ברכישת מלוא ההנפקה תוך עליית מחירי המניות, במקרה של הנפקות על פי זכויות, או בחתימות יתר ובעלויות מחירים במקרים של הנפקות לציבור הרחב. השנה בוצע גיוס ההון העצמי בחלקו באמצעות מניות (72 אחוזים מכלל גיוס ההון) ובחלקו באמצעות איגרות חוב ניתנות להמרה. יש לציין, שהשימוש באיגרות חוב ניתנות להמרה החל להתפשט בשנה שעברה, והתגבר במשך השנה הנוכחית, שבה הגיע היקף גיוס ההון באמצעותו ל-56 מיליון ל"י כאשר 6 חברות, מכלל 12 החברות שגייסו הון עצמי, השתמשו בו. ניתן לראות שלושה יתרונות עיקריים לשימוש בכלי זה שמתוכם אחד פועל אצל המשקיע, ואילו השניים האחרים משפיעים במיוחד על החברה המנפיקה: ראשית, מבחינת המשקיע, ברכישת איגרות חוב ניתנות להמרה, בהשוואה לרכישת מניה, יש הקטנה של הסיכון שבהשקעה בלא פגיעה כמעט בסיכוי, לטווח הארוך¹. שנית, הנפקת איגרת חוב הניתנת להמרה, במקום מניות, מצד חברה, שמגווייה מצויות כבר בשוק, מגדילה את

לוח י"ז 10

פרוט ההנפקות החדשות של מניות ואיגרות חוב ניתנות להמרה

לפי הענף המנפיק, 1971 ו-1972

(התמורה הכספית)

הענף המנפיק	1972				1971			
	המשקל בסך כל ההנפקות	איגרות חוב להמרה ושטרי הון	מניות	המשקל בסך כל ההנפקות	סה"כ ההתפלגות	איגרות חוב להמרה ושטרי הון	מניות	
מוסדות בנקאיים וחברות אחזקה בנקאיות	57.5	114.6	30.0	84.6	67.3	35.5	25.0	10.5
מוסדות כספיים אחרים	24.6	48.9	13.0	35.9	24.2	12.8	—	12.8
חברות תעשייה ומסחר	5.0	10.0	6.0	4.0	8.5	4.5	2.0	2.5
חברות מקרקעין ופיתוח	12.9	25.7	7.0	18.7	—	—	—	—
סך הכול	100.0	199.2	56.0	143.2	100.0	52.8	27.0	25.8

ה מקור: עיבוד של מחלקת המחקר, בנק ישראל.

¹ זאת תמורת הקטנה מסויימת בתקבולים השוטפים בתקופה הראשונה הקודמת למימוש זכות ההמרה של האגרת למניה.

סיכויי הצלחת ההנפקה. הנפקת מניות חדשות של חברה מסוימת אינה צריכה לגרום לבעל תיקי ניירות ערך להגדיל את השקעתם באותה מניה, אך הופעת איגרת חוב ניתנת להמרה שתכונותיה שונות מאלו של מניות החברה המנפיקה משנה את מבנה התיק האופטימלי ויוצרת, בדרך כלל, מקום לרכישתה. ולבסוף הנפקת איגרות חוב ניתנות להמרה מהווה צורה של גיוס הון עצמי שבשנים הראשונות מאפשרת להתיחס אל ההעברות השוטפות לבעלים כאל תשלומי ריבית, המוכרים כהוצאה לצרכי מס, ולא כאל דיבידנדים ושאנם מוכרים לצורך זה.

מתוך 12 חברות שהנפיקו השנה מניות, 11 עשו זאת באמצעות זכויות לבעלי המניות הקיימים, ורק חברה אחת יצאה בהצעה לציבור הרחב. להנפקת מניות באמצעות זכויות יכולות להיות שלוש סיבות עיקריות: האחת, חובה משפטית הקיימת בתקנון של חלק מהחברות והמחייבת אותן לבצע הנפקת מניות חדשות רק באמצעות זכויות. השנייה, היא הרצון לאפשר לבעלי המניות הקיימים לשמור על משקלם בכלל ההון והשליטה על החברה גם באם אין הדבר מתחייב מתוך התקנון והשלישית, להבטיח את הצלחת ההנפקה, שכן הנפקת מניות באמצעות זכויות מבוצעת במחיר הנמוך ממחיר השוק. ולכן יש תמריץ לבעלי הזכויות לנצלן. בתנאי השוק הישראלי, נדמה שהסיבה המרכזית היתה צירוף של החובה המשפטית ושל הרצון להבטיח את הצלחת ההנפקה. תכונה נוספת, שאפיינה חלק ניכר מהנפקות המניות השנה היתה הצעת חלק מהמניות המונפקות לעובדי החברה המנפיקה במחירים ובתנאי אשראי מועדפים. תופעה זו התפתחה השנה על רקע הגיאות ורמת רווחיות גבוהה של המניות הרשומות בבורסה שהגדילה את נכונות העובדים לרכוש מניות ולקבל בצורה זו חלק מההטבות בשכרם (האינטרס של החברה המנפיקה הינו לשתף את העובדים בבעלות ובכך ליצור יתר הוזהרות עם החברה). לעומת זאת, איגרות החוב, הניתנות להמרה הוצעו כולן לציבור הרחב, שלא באמצעות זכויות, אבל בחלק מהמקרים היתה הקצאה מוקדמת למשקיעים מועדפים (בדרך כלל מוסדיים). תופעה זו נבעה מהרצון לשתף משקיעים מוסדיים מסונפים ברווחים שיווצרו לאחר ההנפקה, אבל גם מתוך הרצון להבטיח גרעין מוסדי של מחזיקים בנייר, תכונה רצויה בעתות שפל ומשבר בבורסה. באמור פרק זה דן בגיוס הון עצמי מצד חברות רשומות בבורסה, כשהמניות המונפקות הוצעו לכלל בעלי המניות הקיימים (באמצעות זכויות) או לציבור הרחב. עם זאת, היו השנה מספר הנפקות נוספות מצד חברות הרשומות בבורסה, שנמכרו בהנפקה פרטית לחלק מבעלי המניות או לרוכשים אחרים לפי הסכם מראש. סכומי הנפקה אלה אינם מובאים בחשבון גיוס ההון האמור, והמניות המונפקות אינן נרשמות, בדרך כלל, למסחר במסגרת הבורסה.

השנה יש לציין את שינוי הכיוון שהורגש בגישתה של הממשלה לשאלת מתכונת המימון הרצויה של מפעלים, ובמיוחד מפעלים תעשייתיים, בכיוון של הקטנת ההסתמכות על מימון מסובסד ומוכוון והגדלת ההודקקות לבורסה כמסגרת לגיוס הון השקעות. יחד עם זאת, השנה עדיין לא יצאה תופעה זו מגדר משאלה ועידוד מוסרי וטרם התבטאה בצעדים ממשיים כגון השתתפות בהוצאות ההנפקה, הקלות מס למיניהן, העדפת מפעלים שגייסו הון במסגרת הבורסה במתן הלוואות משלימות מסובסדות וכד'.

לבסוף, ראוי לציין שהשנה גדל מספר החברות הישראליות, שהנפיקו מניות ושהופנו לשוקי חו"ל ובמיוחד לארה"ב. היקף ההנפקות השנה עמד על כ-200 מיליון ל"י (שגויסו בידי שש חברות) לעומת כ-34 מיליון ל"י אשתקד שגויסו בידי חברה אחת. מניות אלה נסחרות בחו"ל בחלקן בשוק ש"מעבר הדלפק" ובחלקן מייצגות, קרוב לוודאי, הסכמי שותפות ולמעשה אין הן מוחזקות בידי הציבור הרחב בחו"ל.

4. המילווה קצר המועד

במשך שנת 1972 עלתה יתרת המילווה קצר המועד ושידי הציבור בכ-32 מיליון ל"י בלבד (שהם עלייה בשיעור 4.4 אחוזים) לאחר עלייה של 157 מיליון ל"י בשנת 1971 ו-93 מיליון ל"י

לוח י"ז-11
יתרת מילווה קצר מועד בידי הציבור לפי מועדי פדיון, 1971 ו-1972

מספר ימים לפדיון	31.12.1971	31.3.1972	* 6.7.72	30.9.1972	31.12.1972	השינוי במשך שנת 1972
(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)
עד 91	389.5	54.3	414.0	54.4	447.1	56.4
91—182	171.3	23.9	194.1	25.5	200.3	25.3
182—364	135.1	18.9	135.8	17.9	130.6	16.5
364—711	20.9	2.9	17.0	2.2	14.4	1.8
711—839	716.8	100.0	760.9	100.0	792.4	100.0
סך הכול	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* אין נתונים לגבי 30.6.72.
 המקור: בנק ישראל, מינהל מלוח המדינה.

בשנת 1970. ירידה זו בקצב גידול יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור התרחשה במקביל להתרחבות מוניטרית ניכרת ולגידול בשאר הנכסים הפיננסיים הבלתי צמודים לזמן קצר; הפיק דונות לזמן קצוב גדלו בשיעור של כ-31 אחוזים ופיקדונות עו"ש גדלו בשיעור דומה. להתפתחות זו היו שלוש סיבות עיקריות: הראשונה, חלה התאמה בתיק הנכסים הפיננסיים בכיוון של מעבר מנכסים בלתי צמודים לנכסים צמודים כתוצאה מהמשך ההתפתחות האינפלציונית במשק והתחזקותה לקראת סוף השנה (ראה סעיף (2)), השנייה, התרעה שחלה בתשואה של המילווה קצר המועד יחסית לנכסים בלתי צמודים אחרים ויחסית להשקעות הצמודות שהיו בשוק, ואפילו לתקופה קצרה יחסית; והשלישית, הדחקות בנוזילות שהתפתחה לקראת סוף השנה והביאה, כנראה, לכך שהיועצים בבנקים יכוונו את לקוחותיהם לפיקדונות לז"ק ולא למילווה קצר המועד. גם השנה היה שיעור התשואה על השקעה במילווה קצר המועד במוך משיעור עליית מדד המחירים לצרכן, ולכן התקיים שיעור תשואה ריאלי שלילי בשוק זה.

אם נבדוק את היקף הספיגה שבוצע באמצעות המילווה קצר המועד¹, נקבל שינוי יותר ניכר לעומת השנה הקודמת; בשנת 1972 הגיע היקף הספיגה באמצעות המילווה ל-55 מיליון ל"י לעומת 87 מיליון ל"י ב-1971. מכאן שעל פני השנה כולה לא זו בלבד שהמילווה קצר המועד לא תרם להקטנת ההתרחבות המונית — הוא היה מקור להתשת התרחבות זו בכך שגרם לעירוי חיצוני בסכום של 55 מיליון ל"י.

בשנת 1972 נמשכה המגמה ארוכת השנים של התרחקות המילווה קצר המועד משוק ההון והתרחבותו לשוק הכספים לזמן קצר. ביסודה של תופעה זו מונחת עליית המחירים המהירה והמתמשכת, שהביאה לנטייה הגוברת בשוק ההון לרכישת נכסים פיננסיים המספקים הגנה כלשהי בפני עליית מחירים זו, דהיינו בעיקר איגרות חוב צמודות ומניות. במצב זה, נדחק המילווה קצר המועד לשוק הכספים לזמן קצר, שבו לא קיימת, בדרך כלל, אלטרנטיבה צמודה. תופעה זו באה לידי ביטוי בירידת משקל סדרות המילווה שפדיוןן תוך שנה ומעלה בכלל סדרות המילווה שבמחזור מ-21.8 אחוזים בסוף שנת 1971 ל-18.0 אחוזים בסוף שנת 1972, וזאת לאחר שבסוף שנת 1970 עמד משקלן של סדרות אלה על 25.0 אחוזים ובסוף שנת 1969 על 37.7 אחוזים. אם נסתכל על הרכב המכירות החדשות של המילווה בשנת 1972, שהוא משתנה רגיש יותר לשינויים במתכונת הביקוש של הציבור מאשר הרכב יתרת המילווה שבמחזור, נמצא וביטוי חזק אף יותר לתופעות הללו. שעה שהיקף המכירות (ברוטו) של הסדרות לרבע שנה עלה בכ-54 אחוזים ושל הסדרות לחצי שנה — בכ-21 אחוזים, לא עלה כלל היקף המכירות של הסדרות לשנה, ואילו היקף המכירות של הסדרות לשנה וחצי ירד בכ-35 אחוזים.

את התפתחות יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור על פני השנה מאפיין קצב גידול ההולך ויורד עד שברבע האחרון של השנה הפסיקה יתרת המילווה לעלות ואף אירעה ירידה ניכרת; ברבע הראשון של השנה עלתה יתרת המילווה בכ-44 מיליון ל"י, ברבע השני — בכ-31 מיליון ל"י, ברבע השלישי — בכ-13 מיליון ל"י, ולאחר שהגיע ליתרת שיא בחודש אוקטובר (817 מיליון ל"י), ירדה יתרת המילווה בחודשים האחרונים של השנה בכ-70 מיליון והגיעה ליתרה של 748.3 מיליון ל"י בסוף השנה (ראה לוח י"ז-11).

היקף המסחר במילווה קצר המועד במסגרת הבורסה עלה השנה ב-42 אחוזים והגיע ל-213 מיליון ל"י, כאשר רוב רובו של מחזור זה מייצג קניות ומכירות של בנק ישראל במסגרת פעולותיו בשוק הפתוח במטרה לשמור על שיעורי תשואה וסחירות מינימליים של המילווה. לעומת זאת, מבוצעות פעולות הציבור הרחב במילווה קצר המועד בשוק המשני בעיקר מול סוכני הבורסה כשבתקופה שלקראת הפדיון סופגים סוכני הבורסה את כל ההצע (המגיע לאחוז גבוה מאד

¹ הספיגה באמצעות המילווה מוגדרת כהפרש שבין העלייה בירת המילווה בידי הציבור לבין תשלומי הריבית והדיסאגיו, והיא מייצגת את התקבולים נטו הנובעים מהפעלת המילווה.

מכלל הסדרה מאחר שסוכנים אלה מציעים למשקיעים את מלוא התמורה נטו כבר מספר ימים לפני הפדיון הרשמי), ולמעשה אין הסוכנים מאפשרים ביצוע מסחר שוטף במילווה קצר המועד במסגרת הבורסה.

5. מילווה החובה

השנה נמשכה גביית מילווה החובה מהציבור, והסכום שנגבה בדרך זו הגיע ל-1,181 מיליון ל"י לעומת 1,041 מיליון ל"י ב-1971. היקף הפדיון של מילווה החובה משנים קודמות (כולל מילווה קליטה ומילווה ביטחון 1967) הגיע השנה ל-635.0 מיליון ל"י, לעומת 105 מיליון ל"י ב-1971, (לשאלה כיצד להתייחס למילווה זה, כולל שאלת ההשקעה החוזרת של הסכומים הנפדים, ראה סעיף 2).

אין לראות את מילווה החובה כחלק מהשוק הראשוני לניירות ערך, אבל עם זאת, יש לראותם כחלק מגיוס ההון במשק, שבחלקו בא על חשבון רכישת ניירות ערך רגילים.¹ סכום 1,181 מיליון ל"י, שגייסה הממשלה מהציבור, נגבה במסגרת שני סוגי מילווה: במסגרת מילווה הביטחון נגבה סכום של 588 מיליון ל"י ובמסגרת מילווה החיסכון (שהחל מחודש אפריל השנה בוטל לגבי הכנסות ושכירים) — סכום של 593 מיליון ל"י. מאחר שהיקף הגבייה של שני מילווה אלה קשור להיקף ההכנסות משכר ומרווחים במשק, חלה בהם השנה עלייה במקביל לעליית שני המשתנים הללו. עם זאת, לנוכח הפסקת גביית מילווה החיסכון מהכנסות שכירים, לא עלה סעיף זה במלוא הסכום המתחייב מהעלייה במשתנים אלה.

השנה חולקו תעודות מילווה ביטחון 1970 בסכום של 122 מיליון ל"י ערך נקוב, מילווה חיסכון בסכום של 63 מיליון ל"י ערך נקוב, מילווה קליטה 1967 בסכום של 52 מיליון ל"י ערך נקוב, מילווה קליטה 1966 בסכום של 106 מיליון ל"י ערך נקוב ומילווה קליטה משנים קודמות בסכום של 2 מיליון ל"י ערך נקוב.

מילווה הביטחון 1970 ומילווה החיסכון אינם סחירים (לא במסגרת הבורסה וגם לא מחוץ למסגרת הבורסה כתוצאה מאיסור הפדיון על ידי מי ששמו אינו מודפס על המילווה). לכן, נראה, שלמילווה אלה אין נגיעה ישירה לשוק ניירות הערך הראשוני והמשני כאחד. עם זאת, נודעת להם השפעה עקיפה, דרך ההכנסה הפנויה של משקי הבית, מצד אחד, והיקף הנכסים הכללי של משקי הבית — להבדיל מנכסים פיננסיים סחירים — מצד שני.

נוסף על מילווה החובה, שנגבו מכלל בעלי ההכנסה החייבת, במס הכנסה, נקבה סך של 129 מיליון ל"י במסגרת מילווה הביטחון הבנקאי. אך נוסף גם מילווה זה לכלל מילווה החובה, מגיע סכומם לרמה של 1,350 מיליון ל"י לעומת 1,142 מיליון ל"י ב-1971.

6. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק נת"ד

על רקע ביצוע פירות הל"י באוגוסט 1971 והעלייה הגדולה ברורהבות מטבע חוץ של המשק, שהחלישו את הציפיות לביצוע פירות קרוב נוסף וכן לנוכח הירידה במעמד הבינלאומי של הדולר, ניכר השנה מיתון בפעילות במסגרת ההשקעות הפיננסיות הנסחרות במטבע חוץ. סך כל התקבולים נטו מהנפקת ניירות ערך ישראליים הנסחרים במטבע חוץ ירד מ-87 מיליון ל"י בשנה שעברה ל-19 מיליון ל"י בלבד השנה, יתרת פיקדונות הנת"ד וניירות הערך הנסחרים במטבע

¹ ביתוח מפורט יותר של השאלה כיצד להתייחס למילווה החובה במסגרת ניתוח שוק ניירות הערך, ראה דו"ח בנק ישראל 1970 ע' 340—341.

רפישות נמו * של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ מכספי תמ"מ ונת"ד, 1970 עד 1972
(מיליוני דולרים)

1972					
החודש	1970	1971	סך הכול ***	רשומים בארץ	הוללים
רשומים בחול"ל					
א. סך כל הרכישות נטו					
ינואר	2.7	5.1	1.7	1.4	-0.1
פברואר	5.0	3.9	-0.1	-0.6	0.6
מארס	0.7	0.8	-0.3	-0.5	0.5
אפריל	6.0	4.6	-1.1	-0.9	0.1
מאי	5.2	3.4	7.1	5.5	0.4
יוני	5.7	5.2	4.4	4.6	0.3
יולי	3.9	5.1	4.1	4.0	0.0
אוגוסט	2.4	1.9	2.6	3.0	0.1
ספטמבר	2.5	2.5	0.0	0.7	-0.1
אוקטובר	3.1	2.1	-0.5	-0.4	0.0
נובמבר	2.7	0.9	0.3	-1.0	0.6
דצמבר	6.2	3.1	1.3	1.4	0.3
סך הכול	46.1	38.6	19.5	17.2	2.7
ב. שיערון **	-33.0	34.4	18.8	4.5	1.5
א+ב = ג. סך כל התוספת לתיק הנכסים					
	13.1	73.0	38.3	21.7	4.2
ד. יתרת התיק בסוף התקופה	252.3	325.3	363.6	189.8	92.4
					81.4

ה מקור : עיבוד מחלקת המחקר, בנק ישראל.

* סך כל ניירות הערך שנקנו בניכוי כל ניירות הערך שנמכרו בתקופה הנדונה.

** כולל שיעור שנקשה בחודשים מרס, (מאי לחלוטין) של שינויים במחירי ניירות ערך, אבל לא שנויים ביחסי המחירים בין המטבעות הזרים השונים.

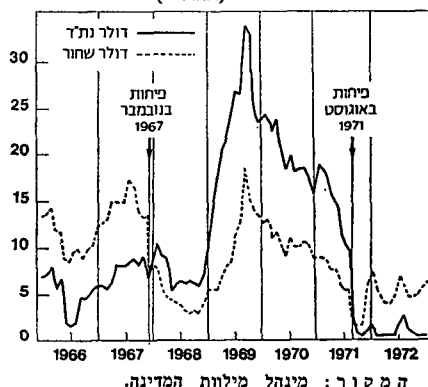
*** כולל כ-1.0 מיליון דולר הפרשים כתוצאה משינויים בשערי החליפין בין מטבעות שונים.
ה מקור : משרד האוצר, אגף מטבע חוץ.

חוץ עלתה השנה ב-32 מיליון דולר לעומת עלייה של 77 מיליון דולר אשתקד ושיעור האגיו על דולר נת"ד עמד במשך רוב השנה ברמה המינימלית האפשרית (0.7 אחוז, שהוא שיעור עמלת ביצוע העסקה). תמונה זו מתקבלת, למרות הזעזועים שפקדו בסוף השנה הקודמת את שוקי המטבע בעולם וההרגשה, ששווי המשקל טרם חזר על כנו; התפתחויות שהיו עשויות לגרום ענין בהשקעות בנכסים פיננסיים נסחרים במטבע חוץ אם לא מתוך ציפיות להתפתחויות עתידיות במעמדה של הלירה הישראלית, הרי מתוך ציפיות לשינויים במעמדן של מטבעות המפתח ב-עולם. אם זאת, יש להעיר שתופעה זו התרחשה על רקע העלייה הניכרת בשנים האחרונות במלאי פיקדונות הפז"ק והתמ"מ כתוצאה מאי המרת מלוא התקבולים ובעיקר כתוצאה מהייסופים של מספר מטבעות אירופאיים ופחות הדולר והל"י. אמנם פקדונות אלה אינם סחירים, ואפשרות אחזקתם אינם נתונה לכל הפרטים במשק, אבל מהיותם נפוצים למדי, שימשו כתחליף לניירות ערך נסחרים במטבע חוץ וסביר להניח שהיתה להם השפעה לכיוון של מיתון הביקוש לניירות ערך כאמצעי לאחזקת נכסים נקובים וצמודים למטבע חוץ.

מכלל ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ שהחזיקו תושבים ישראלים בסוף שנת 1972 (ושהגיעו ליתרה של 364 מיליון דולר) מהוים ניירות הערך הישראלים וההוללים כ-75 אחוזים,

ואילו ניירות הערך הזרים מהזים 25 אחוזים בלבד. מכלל התוספת לתיק ניירות הערך במשך שנת 1972 (ראה לוח י"ז-12), בסך 19.5 מיליון דולר, ליוו ניירות הערך הישראליים והולליס 19.9 מיליון דולר ואילו בתיק ניירות הערך הזרים היתה מכירה נטו של 0.4 מיליון דולר, עם זאת, מאחר שהפרשי השערים על ניירות הערך הזרים הגיעו ל-12.8 מיליון דולר, לעומת 6.0 מיליון דולר על ניירות הערך הישראליים והולליס, הגיע היתקף ניירות הערך הזרים בכלל הגידול של התיק ל-12.4 מיליון דולר מתוך סך הכול של 38.3 מיליון דולר. נראה איפוא, שהביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ אינו נובע בעיקרו משיקולים של רצון לקחת חלק במסחר הנערך בבורסות של מדינות אחרות, או ברצון לפיזור גיאוגרפי של תיק הנכסים הפיננסיים, אלא בעיקר מהרצון להתגונן בפני שינויים בערך החיצוני של הלירה הישראלית.

דיאגרמה י"ז-3
התפתחות שיעור האגיו לדולר שחור
לדולר נת"ד, 1966 עד 1972
(אחוזים)



להתפתחויות הללו, בכיוון של החלשת הביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ תרמו בוודאי גם עליית התשואה הנומינלית מהשקעות באיגרות חוב, ובמיוחד במניות, וייתכן שגם הליברליזציה הנמשכת בפיקוח על מטבע החוץ פתחה אפשרויות חדשות לאחזקת נכסים במטבע חוץ.

כתוצאה מפעולת הכוחות הללו שגרמו לירידה בביקוש לדולר נת"ד, מצד אחד, וכתוצאה מהתגברות ההמרות מתוך תקבולי הפיצויים השוטפים ומתוך פיקדונות התמ"מ, שגרמו להגדלת ההצע של דולר נת"ד, מצד שני, ירד מחיר הנת"ד במשך מרבית חודשי השנה לרצפה של 4.23 ל"י לדולר. רק במשך התודשים יוני-ספטמבר, שבהם ירד היתקף ההמרות ועלה במידת מה הביקוש לניירות ערך זרים ונכסים פיננסיים נקובים וצמודים למטבע חוץ, עלה השער במידת מה והגיע לשיא של 4.32 ל"י לדולר בממוצע חודשי ביולי. גם מתוך ניתוח הרכב פיקדונות הנת"ד מתחזקת המסקנה שמסגרת זו שימשה רק במידה מצומצמת ביותר כצינור לספקולציות נגד הדולר מאחר ש-78 אחוזים מיתרת הפיקדונות מסוף 1972 היתה נקובה בדולרים¹. במצב זה נראה, ושיעור האגיו על הנת"ד מושפע בעיקר מציפיות לגבי מצבה החיצוני של הל"י ולא מרצון לקחת חלק בספקולציות העולמיות נגד מטבעות שונים, דבר שהאזרח הישראלי יכול לבצע באופן חוקי באמצעות שוק הנת"ד (לוח י"ז-13).

שיעור האגיו על הדולר השחור היה גם הוא נמוך יחסית. במשך השנה והגיע ל-5.5 אחוזים בממוצע שנתי. תופעה זו נובעת בעיקר מחוסר ציפיות לשינוי בשער החליפין של הל"י אף כי מקורות הביקוש וההצע הפועלים בשוק זה מגוונים יותר ולכן ושינויים בשיעור האגיו יכולים לנבע גם מסיבות אחרות. מעניינת ביותר התופעה, המתגלית מתוך עיון בדיאגרמה י"ז-3: המצב היחסי של שיעור האגיו על הדולר השחור לעומת שיעור האגיו על הדולר הנת"ד לא היה קבוע בשנים האחרונות, אבל מתוך מעקב אחר ההתפתחות היחסית ניתן להבחין בשתי "נקודות חיתוך" בלבד, כאשר שתיהן אירעו בעקבות ביצוע שינוי בשער החליפין של הל"י.

¹ אמנם, בסוף שנה שעברה הגיע משקל ניירות הערך הדולריים ל-93 אחוזים מכלל התיק, אבל הירידה במשקלם נובעת מהעובדה שההנפקות הישראליות השנה ותאימו עצמן במידת מה לעוועים בשוקי המטבע בעולם והמחצית ההנפקות היו נקובות בפרנקים שווייצריים ולא בדולרים וכן מההפרשים שנוצרו כתוצאה מהפיתוחים והיסופים השונים ושארעו השנה.

לוח י"ז-13

מחיר נת"ד, מחיר דולר שחור, היתרה בפיקדונות נת"ד ויתרת ניירות ערך הנסחרים כמטבע חוץ,
1971 ו-1972

1972							1971						
שיעור אג"ו על דולר שחור (14)	מחיר דולר שחור (ממוצע הודשי) ** (13)	שיעור האג"ו על דולר נת"ד (12)	מחיר דולר נת"ד (ממוצע הודשי) ** (11)	סך כל ני"ע ופיקדונות נת"ד (9) + (8) = (10)	פיקדונות נת"ד (9)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח (8)	שיעור האג"ו על דולר שחור (7)	מחיר דולר שחור (ממוצע הודשי) ** (6)	שיעור האג"ו על דולר נת"ד (5)	מחיר דולר נת"ד (ממוצע הודשי) ** (4)	סך כל ני"ע ופיקדונות נת"ד (3) = (1) + (2)	פיקדונות נת"ד (2)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח (1)
(מיליוני דולרים)							(מיליוני דולרים)						
(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)				(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)				
5.7	4.44	0.7	4.23	347.8	20.8	327.0	9.2	3.82	18.6	4.16	274.2	16.9	257.3
5.0	4.41	0.7	4.23	344.9	18.0	326.9	8.9	3.81	17.9	4.13	278.6	17.4	261.2
4.2	4.38	0.7	4.23	346.6	20.0	326.6	7.9	3.78	15.9	40.6	319.9	23.4	*296.5
4.2	4.38	0.7	4.23	345.1	19.6	325.5	7.9	3.78	15.1	4.03	322.7	21.5	301.2
5.2	4.42	0.7	4.23	369.5	10.1	*351.4	6.2	3.72	12.0	3.92	327.6	23.0	304.6
7.1	4.50	1.9	4.28	373.0	17.2	355.8	5.7	3.70	10.8	3.88	331.6	21.9	309.7
6.2	4.46	2.9	4.32	375.7	15.8	359.9	5.7	3.70	10.0	3.85	336.3	21.5	314.8
5.0	4.41	1.4	4.26	370.3	15.8	362.5	2.0	4.29	2.6	4.31	338.7	22.0	316.7
5.0	4.41	1.0	4.24	377.8	15.3	362.5	1.8	4.27	1.0	4.24	343.5	24.3	319.2
5.2	4.42	0.7	4.23	377.4	15.4	362.0	1.9	4.28	0.7	4.23	342.9	21.6	321.3
6.0	4.45	0.7	4.23	377.2	14.9	362.3	6.4	4.47	1.1	4.25	342.4	20.2	322.2
6.6	4.48	0.7	4.23	379.6	16.0	363.6	7.6	4.52	1.9	4.28	347.6	22.3	325.3

* כולל שיעור למחירי ניירות ערך.

** ממוצע של ימי חמישי בשבוע.

ה מ ס ו ר : בנק ישראל ואגף מטבע חוץ במשרד האוצר.