

שוק ההון והמסחר בניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

היקף ההנפקות החדשות של ניירות ערך בשנת 1968 היה נמוך מזה של שנת 1967 אך גבוה בהרבה מבשנים קודמות. המסחר במניות ובאיגרות חוב כמעט שהוכפל בשנת 1968, ולכך נתלוותה עלייה ברמת השערים במניות ובאיגרות חוב.

ההנפקה נטו של ניירות ערך ירדה מ-1,045 מיליון ל"י, בשנת 1967 לסכום של 930 מיליון ל"י בשנת 1968. מתוך סכום זה למעלה מ-920 מיליון ל"י הן איגרות חוב¹. כל הירידה בהנפקות חלה בהנפקות ממשלתיות, בפרט במילווה קליטה — שגבייתו הופסקה — ובמילווה ביטחון. שוק ההנפקות של איגרות חוב פועל בהכוונה מלאה של הממשלה מצד ההיצע ובהכוונה חלקית מצד הביקוש. מחד גיסא, מחליטה הממשלה אם להנפיק איגרות חוב שלה או להתיר למוסדות כספיים לעשות זאת; ומאידך גיסא, היא מבטיחה את מכירת איגרות החוב בעזרת תקנות המחייבות את קופות הגמל, תכניות החיסכון וחברות הביטוח לקנות ולהחזיק באיגרות חוב אלו כאחוז גבוה מתיק הנכסים שלהן.

רק כ-235 מיליון ל"י מהנפקות חדשות אלו, שהן כ-25 אחוזים, רכש הציבור במישרין. קופות הגמל, שהן הקונה הגדול ביותר, רכשו נטו כ-380 מיליון ל"י בשנת 1968. הבנקים רכשו כ-210 מיליון ל"י, וחברות הביטוח ומוסדות כספיים — כ-100 מיליון ל"י נוספות. בין ההנפקות גדלו במיוחד המילווה ארוכי המועד, אף זאת בהכוונה הממשלה. תנאי ההנפקה לא השתנו במידה רבה בשנת 1968. בשוק ההנפקות יש אחדות בתנאי ההנפקות של המוסדות השונים הן מבחינת משך התקופה, תנאי ההצמדה, ושיעורי הריבית. לממשלה השפעה מלאה על תנאים אלו עקב הסדרים מיוחדים שיש לה עם המוסדות הכספיים.

הרמה הנמוכה של הנפקות מניות מאפיינת את רוב שנות קיום המדינה ונמשכה גם ב-1968. תופעה זו הינה תוצאה של חשש מהפסדים בחברות תעשייה ומקרקעין מצד אחד, ובעיקר מיכולתם של המנפיקים הפוטנציאליים להשיג הון ממקורות אחרים שבהם התנאים נוחים יותר מאשר בהנפקת מניות, מצד שני (ראה דיון להלן).

בשנת 1968 המשיך המסחר בבורסה לניירות ערך להתאושש בהמשך למגמה שהחלה בשנת 1967, כתוצאה מהגידול בפעילות הכלכלית במשק והשיפור ברווחיות החברות הרשומות בבורסה. היקף העסקות בשוק המניות גדל ב-104 אחוזים והגיע ל-112 מיליון ל"י. בשוק איגרות החוב (כולל מילווה קצר מועד) עלה המחזור ביותר מ-89 אחוזים והגיע לשיא של 283 מיליון ל"י. המסחר היה ער במיוחד במילווה הביטחון תשכ"ו ובמילווה קליטה.

חזרה התופעה של התרכזות המסחר במספר קטן של מניות ואיגרות חוב בעוד שלגבי חלק ניכר מהמניות ואיגרות החוב היה מסחר אפסי. שערי המניות עלו במידה ניכרת בשנת 1968, בפרט בשלושת החודשים הראשונים של השנה.

¹ הנפקות מקומיות אך לא כולל מילווה קצר מועד.

יש לציין, שבניגוד לתקופות גיאיות קודמות היתה עליית השערים סלקטיבית ביותר. עיקר העלייה חלה בשערי המניות בקבוצת תעשייה ומסחר. שיעור התשואה הכולל על כל מניות הבורסה עלה מ-17 אחוזים בשנת 1967 ל-26 אחוזים בשנת 1968.

שערי איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ עלו בסוף השנה בעקבות ציפיות לפיחות. שערי איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן עלו במחצית השנייה ב-2 אחוזים.

התוספת נטו של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ הגיעה ל-22 מיליון דולר (ללא שיערוך), מזה כ-12 מיליון דולר רכישות של ניירות ערך זרים ותעודות השתתפות של קרנות נאמנות וזרות. מחיר הדולר נת"ד היה במוצע כ-8 אחוזים מעל לשער הרשמי אך הגיע בסוף השנה ל-12 אחוזים.

2. אפיו והיקפו של שוק ההנפקות החדשות

על רקע צורכי הפיתוח הגדולים של המשק הישראלי וחלקו הגדול של תקציב הפיתוח הממשלתי במימון ההשקעות במשק (בשנת 1968 היו ההנפקות נטו של ניירות ערך כשליש מסך ההשקעה הגולמית במשק לעומת כחצי בשנת 1967) רואה הממשלה את שוק איגרות החוב לזמן בינוני וארוך כאמצעי שצריך לעמוד לרשותה לצורך הכוונה ומימון ההשקעות במשק.

אישורי הממשלה¹ הכרחיים לצורך הנפקת איגרות חוב. מתן זכות של "נייר ערך מאושר" הוא תנאי הכרחי למעשה (אם כי, להלכה, אין הדבר כך) להצלחת הנפקה של איגרות חוב בישראל². באמצעות זכות זו ותקנות מיוחדות לקופות הגמל, לתכניות החיסכון של הבנקים ולחברות הביטוח, ובאמצעות הסכמים והסדרים מיוחדים עם המוסדות הכספיים³ והבנקים, מכוונת הממשלה את הנפקת איגרות החוב ורכישתן. נוסף על כך, הטילה הממשלה מילווה חובה כמילווה הקליטה וחיסכון החובה, וכן מילווה בעלי אופי מיוחד כמילווה הביטחון.

נראה אפוא, כי רובו של שוק ההנפקות החדשות של איגרות-חוב, הקשור במשקיעים המוסדיים, הינו הסדר מלאכותי, הנעדר תכונות של שוק כפי שמקובל במקומות רבים אחרים ואין בו קביעת מחיר חופשי מצד כוחות הביקוש וההיצע⁴. יתר על כן — חלק ניכר מן הכספים ניתן היה להעביר ממקורם (המשקיעים המוסדיים) לייעודם (החשב הכללי, או מוסדות חברת העובדים) ללא שימוש באיגרות חוב. בהיותן מסמכים סחירים יש אמנם לאיגרות החוב יתרונות על-פני פיקדונות, למשל, וגם מבחינת הביטחונות למשקיע יש להן עדיפות, אולם כנגד יתרונות אלה יש להעמיד את ההוצאות הקשורות בשימוש באיגרות חוב⁵.

שוק ניירות הערך כהגדרתו בפרק זה מחולק לשניים: (א) שוק ההנפקות החדשות — שבו

¹ בשם הממשלה מאשרת ועדת זגגי הפועלת במסגרת משרד האוצר. נוסף על אישור להנפקת קיימת ועדה המאשרת את הפרוספקטים. עד כה היתה זו הוועדה לניירות ערך, ומיולי 1969 יהיו האישורים בסמכותה של הרשות לניירות ערך שהוקמה על פי חוק ניירות הערך תשכ"ח-1968.

² הואיל ותקרת הריבית לפי צו הריבית היא 11 אחוזים, ומילווה הברירה הממשלתי מוצע בתשואה של 10.76 אחוזים, ברור, כי אין מנפיק פרטי יכול להתחרות באיגרות החוב הללו, אפילו יוכה בהקלות מס-הכנסה דומות לאלה המוענקות לרוכשי איגרות חוב ממשלתיות.

³ ראה גם בפרק י"ז, "המוסדות הכספיים", בפרט סעיף 2.

⁴ הכללה זו אינה אמורה לגבי מילווה קצר-מועד, העומד בהתחרות בשוק הכספים ורכישתו מבוססת רובה ככולה על שיקולים כלכליים. כן אין היא מתאימה להיקף ההנפקות שרוכשים משקי בית, היכולים למכור את תעודות מילווה החובה שברשותם.

⁵ עמלות ההפצה המקובלות מגיעות לפחות ל-2 אחוזים מסכום ההנפקה, והוצאות משפטיות ואחרות עולות לכדי 1-1.5 אחוז נוספים. הנפקת כ-600 מיליון ל"י של איגרות חוב מצד מוסדות כספיים ובנקים ב-1968 היתה קשורה בהוצאות של למעלה מ-20 מיליון ל"י. במקרים מסויימים נעשים הסדרים שלא החברה המנפיקה היא שתישא בהוצאות ההנפקה, אולם בסופו של דבר נושא בהן מקבל האשראי.

מתבצעת מכירתם של ניירות ערך לציבור ולמשקיעים מוסדיים עם הנפקתם מצד החברות או הגופים המבקשים לגייס כספים ומקבלים את אישור הממשלה לכך. (ב) השוק המשני בו מתנהל מסחר במלאי הקיים של ניירות ערך (ראה דיון בסעיף 4 להלן).

קשה לקבוע בצורה חד-משמעית אלו הן ההנפקות החדשות אותן מוצדק לראות כחלק משוק ניירות הערך, שכן אין אנו מעוניינים לכלול הנפקת מגיות הנובעת מהשקעה עצמית.¹ הקריטריון, בדרך כלל, היה הנפקה באמצעות תשקיף (פרוספקט) המכוון לציבור הרחב, אך נכללו כאן גם כמה הנפקות של איגרות חוב שניתן היתר להוציאם ללא פרוספקט, כיון שהן מיועדות לקופות גמל בלבד ודומות בכל להנפקות האחרות.

בדיון בהנפקות המקומיות כללנו בפרק זה את המגיות ואיגרות חוב² כדלקמן: (א) כל ניירות הערך הממשלתיים והלא-ממשלתיים שנמכרו לציבור והוצעו לו על ידי תשקיף; (ב) מכירות ללא תשקיף של מגיות ואיגרות חוב למשקיעים מוסדיים; (ג) מילווה קליטה וחסכון חובה; (ד) מילווה ממשלתיים ולא-ממשלתיים לחברות הביטוח; (ה) מילווה הביטחון — תשכ"ז ותשכ"ח.

יש לזכור, עם זאת, כי מילווה הקליטה³ לא היה בגדר מילווה רגיל: הוא מילווה חובה, ואין רכישתו מעידה בהכרח על העדפת נכס מסוג זה דווקא. גם היקף ההנפקות של מילווה הביטחון — בעיקר ב־1967 אך גם ב־1968 אינו מעיד על שינוי בנטיית הציבור לרכוש ניירות ערך, כיוון שהפצתו נשענה על הצורך הלאומי שברכישת המילווה; ובחלקו הוא נמכר בעזרת לחץ ציבורי חברתי של אירגוני עובדים ומוסדות (מילווה הקליטה ומילווה הביטחון נגבו גם מאנשים שאינם נוטים, בדרך כלל, להחזיק בניירות ערך). נוסף על כך, הפצת תעודות מילווה הקליטה נעשת בפיגור של מספר שנים⁴, ורק בשנת 1967 הוחל במסחר בהן בבורסה. המסחר במילווה הקליטה ובמילווה הביטחון ב־1967 וב־1968 עמד בסימן של היצע גדול, שלחץ להורדת שערים, תופעה המעידה שמילווה אלו לא היו נמכרים בהיקף כה גדול ללא ההסדרים המוסדיים שגולו להנפקתם.

3. ההנפקות החדשות

היקף ההנפקות החדשות ירד בשנת 1968 בהשוואה לשנת 1967. בשנת 1967 הגיעה ההנפקה נטו של ניירות ערך⁵ לשיא של 1,043 מיליוני ל"י, ואילו ב־1968 ירד הסכום לסך של 930 מיליוני ל"י — ירידה ב־11 אחוזים — אך היה עדיין גבוה בהרבה מההנפקה בשנים קודמות. בניכוי סכומי הגבייה של מילווה הקליטה שהיה מילווה חובה, לא השתנה כמעט סכום ההנפקות נטו, והיה כ־870–880 מיליון ל"י בכל אחת מהשנים 1967 ו־1968.

א. איגרות חוב

1. היקף ההנפקות

בלוח י"ט¹ מוצגת ההתפתחות הכמותית שחלה במכירת מילווה חדשים בשתי השנים האחרונות. סכום ההנפקות נטו ירד מ־1,023 מיליון ל"י בשנת 1967 ל־923 מיליון ל"י ב־1968 ירידה בכ־10 אחוזים.

עם זאת, ראוי לציין שהיקף ההנפקות (נטו) בשנת 1968 היה עדיין גבוה ב־56 אחוזים מן

¹ דיון רחב וממצה יותר בנושא זה נמצא בבנק ישראל, דיון וחשבונו 1967, בפרק כ' "שוק ניירות הערך", עמ' 448–450.

² בלוח י"ט¹ מובאים הנפקות איגרות חוב בערך נקוב, ואילו הנפקת מגיות במחירים שנתקבלו למעשה.

³ השיקולים שלפיהם הוחלט, שלא לראות במילווה הקליטה מס נידונו בהרחבה בבנק ישראל, דיון וחשבונו 1966, עמ' 152, 410.

⁴ הפצת תעודות מילווה קליטה נידונה בפרק כ' סעיף 8 להלן.

⁵ ללא מילווה קצר מועד.

ההיקף בשנת 1966. שנת 1967 היתה שנה יוצאת דופן בעקבות מלחמת ששת הימים, ומילווה הביטחון שבא בעקבותיה, וכן עקב אי הוודאות הכלכלית ששררה במשך במשך חלק ניכר של השנה, שהגדילה את הנטייה לרכוש נכסים פיננסיים. הירידה בסך ההנפקות בשנת 1968 נעוצה בהפסקת הגבייה של מילווה קליטה וחסכון חובה (באפריל 1968) וכנראה גם בירידת המתח הביטחוני שהביא לירידה בגביית מילווה הביטחון. סיבה נוספת לירידה בגביית מילווה ביטחון היה התחלת הגבייה במאי 1968 ופיזור הגבייה על פני עשרה חודשים¹. במקביל לירידות אלו, חלה עלייה גדולה בהנפקות נטו של מילווה לא-ממשלתיים ארוכי מועד: מ-155 מיליון ל"י בשנת 1967 ל-296 מיליון ל"י בשנת 1968. המשמעות הכלכלית של הירידה בהנפקות נטו של איגרות חוב היא ירידה בהיקף ספיגת כספים מן הציבור. ירידה זו קשורה, כאמור, בחיזוק הנטייה להשקיע בנכסים ריאליים בשנת 1968 בהשוואה לשנת 1967.

לוח י"ט - 1

הנפקות מקומיות * של ניירות ערך לציבור, 1967 ו-1968

(מיליוני ל"י)

1968			1967		
הנפקה נטו	פדיון ****	מכירה ברוטו	הנפקה נטו	פדיון ****	הנפקה ברוטו
מילווה ארוכי מועד **					
57.8	24.2	82.0	160.6	10.2	170.8
מילווה קליטה ***					
43.7	43.7	87.4	18.0	71.0	89.0
מילווה ממשלה אחרים *					
296.0	46.5	342.5	155.3	112.1	267.4
מילווה לא ממשלתיים					
397.5	114.4	511.9	333.9	193.3	527.2
סך כל המילווה ארוכי המועד **					
מילווה ברירה					
15.6	—	15.6	282.4	—	282.4
מילווה ביטחון תשכ"ז					
180.3	—	180.3	—	—	—
מילווה ביטחון תשכ"ח					
114.5	30.7	145.2	168.5	12.4	180.9
מילווה פיתוח "ברירה"					
204.9	8.1	213.0	200.4	0.1	200.5
מילווה לא ממשלתיים					
515.3	38.8	554.1	651.3	12.5	663.8
סך כל מילווה הברירה					
מניות					
6.5	—	6.5	20.5	—	20.5
ניירות ערך נסחרים במטבע חוץ					
9.7	39.3	49.0	37.3	31.8	69.1
סך הכול					
929.0	192.5	1,121.5	1,043.0	237.6	1,280.6

* אינו כולל מכירה בחוץ לארץ על ידי חברות ישראליות ומכירות ניירות ערך זרים בארץ, כמו כן אינו כולל מכירות של מילווה קצר מועד. התחלקות האחוזים ראה נספח לוח י"ט. נתוני 1967 מתוקנים בחלקם. נתוני 1968 ארעיים. כולל מכירת איגרות חוב של הסוכנות היהודית שהיו בידי החשב הכללי, לקופות הגמל ולאחרים, בסך 55 מיליון ל"י, בשנת 1967, וכ-51 מיליון ל"י בשנת 1968. הנפקת איגרות חוב מובאת בערך נקוב ואילו הנפקת מניות במחירי שוק.

** לא כולל מילווה ביטחון תשכ"ח הכלול בין מילווה הברירה.

*** גבייה מהציבור ולא הפצה של איגרות החוב. לגבי הפצה ראה פרק כ'.

**** פדיון תיאורטי. הואיל ורוב איגרות החוב נמצאות בידי משקיעים מוסדיים נמצא שהפדיון התיאורטי משקף בצורה טובה את הפדיון למעשה.

ה מקור: לפי נתוני מנהל מילווה המדינה ונתונים ממשרד האוצר והמבורסה לניירות ערך.

¹ הגבייה של מילווה ביטחון תשכ"ח נמשכה עד אפריל 1969. בסוף 1968 היו התחייבויות לגבייה של 50 מיליון ל"י מהציבור ו-30 מיליון ל"י מהבנקים.

בשנת 1968 נתבלטו שלוש ההתפתחויות הבאות בתנאי ההנפקה של איגרות חוב בהשוואה לשנת 1967:

- א. חלו שינויים מועטים ביותר, בתנאי ההנפקות של המילווה לזמן קצר, בינוני וארוך.
- ב. חלה הרעה בתנאי מילווה ביטחון תשכ"ח בהשוואה למילווה ביטחון תשכ"ז.
- ג. עלה משקלם היחסי של המילווה המונפקים לזמן ארוך וירד משקלם היחסי של המילווה המונפקים לזמן בינוני.

כאמור, חלו שינויים בודדים בלבד בתנאי ההנפקות של המילווה השונים במשך שנת 1968. שני השינויים הראויים לציון היו:

(1) שינוי בתנאי ההנפקה של מילווה הביטחון תשכ"ח לעומת אלו של מילווה הביטחון תשכ"ז¹. במילווה ביטחון תשכ"ז היה הפדיון כעבור 5 שנים ואילו מילווה הביטחון תשכ"ח היה למילווה הברירה הראשון שהונפק לזמן ארוך² — 10 שנים. כמו כן בברירה של אי הצמדה, הורדה התשואה נטו לציבור ולבנקים³.

(2) חידוש ההנפקה של סדרות מילווה קצרי מועד ל-18 חודש, בחודש מארס 1968. התשואה נטו לציבור בסדרות אלו היתה 7.25 אחוזים. חידוש הנפקת סדרות אלה תרם לגידול בהנפקות לציבור (ברוטו ונטו) של המילווה קצר המועד. כאמור, לא חלו שום שינויים אחרים בתנאי ההנפקות של המילווה קצרי המועד.

מלבד השינויים לעיל, נמשכה האחידות בשנת 1968 ביחס לשלושה סוגי המילווה המונפקים (מילווה ארוכי מועד, מילווה ברירה ל-5 שנים ומילווה הנקובים במטבע חוץ) בתנאי המילווה מבחינת מועדי פירעון, תנאי ההצמדה ושיעורי הריבית⁴.

תופעה בלתי רגילה זו קשורה בעובדה שהתנאים שקובעת הממשלה למילווה שהיא מוכרת הינם גבול תחתון לתנאים שהייתבם להציע מנפיקים אחרים. כיוון שהמוסדות הכספיים פועלים, כאמור, לפי הנחיות הממשלה באשר להקצאת האשראי שהם נותנים וקביעת תנאיו, נוצרה למעשה אחידות גמורה בתנאים שמציעים הממשלה ומנפיקים אחרים. כל המילווה מסוג ברירה (מלבד מילווה ביטחון תשכ"ח) מוצעים באותם שיערי ריבית ומועדי פירעון (5 שנים — 10.76 אחוזים ללא הצמדה; 4.84 אחוזים עם הצמדה) וגם המילווה ארוכי המועד נמכרים בתנאים כמעט אחידים (מלבד אלו הנמכרים לחברות הביטוח), תקופת פירעון של 17 שנה וריבית בשיעור של 5.5 אחוזים. הוא הדין במילווה המונפקים כנגד דולרים לתושבי ישראל — רובם עומדים לפירעון סופי כתום 14 שנה והם נושאים ריבית בשיעור 7 אחוזים⁵.

בשנת 1968 חלה הארכה ניכרת ב"חיי" איגרות החוב שהונפקו בשנה זו לעומת קיצור ב"חיי" איגרות החוב בשנת 1967 (ראה לוח נ"י-ט' 1 בנספח). בעוד שבשנת 1967 היה חלקן של הנפקות איגרות החוב ארוכות המועד נטו בסך ההנפקות כ-36 אחוזים (כולל איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ) עלה חלקן בשנת 1968, עם הכללת מילווה ביטחון תשכ"ח במילווה ארוכי המועד, ל-62 אחוזים וכמעט הוכפל לעומת 1967.

¹ בשנת 1968 נמכרו איגרות מילווה ביטחון תשכ"ז בהיקף של כ-15.6 מיליון ל"י.

² כמילווה לזמן קצר הוגדרו כל המילווה עד 18 חודש ועד בכלל, זמן בינוני מ-18 חודש ועד 5 שנים ועד בכלל (למעשה 5 שנים) וכמילווה ארוכי מועד הוגדרו כל המילווה לתקופה שלמעלה מ-5 שנים.

³ במילווה ביטחון תשכ"ח ניתנו תנאים שונים לציבור ולבנקים. (לבנקים ניתנו תנאים טובים יותר — ראה לוח נ"י-ט' 2 בנספח).

⁴ פירוט נוסף לגבי תנאי ההנפקות של המילווה השונים — בהם לא חלו שינויים בשנת 1968 — ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 453-456.

⁵ מילווה אלו ניתן לרכוש בכספי פיקדונות נת"ד (ראה סעיף 5 להלן). איגרות חוב הוליס המונפקות בחוץ לארץ ונרכשות דרך הנת"ד נושאות ריבית בשיעור 6 אחוזים.

ה"הארכה" בחיי איגרות החוב נובעת בעיקר מהסיבות הבאות:

- (1) הארכת "חיי" של מילווה הביטחון תשכ"ח לעומת מילווה הביטחון תשכ"ז (ראה לעיל).
- (2) ירידה בפדיון איגרות חוב ארוכות מועד (ממשלתיות ולא ממשלתיות) לעומת עלייה בפדיון מילווה לזמן בינוני.
- (3) גידול רב בצבירה של קופות הגמל החייבות להשקיע בעיקר במילווה ארוכי מועד.¹
- (4) ירידה ב-1968 בכדאיות היחסית של רכישת מילווה ברירה במקור לעומת רכישת בבורסה (ראה להלן).

בהנפקת מילווה ארוכי מועד הצמודים למדד המחירים (ללא ברירה) חל גידול ב-19 אחוזים, למרות ירידה בכ-65 אחוזים בהנפקות של מילווה קליטה. הנפקות מילווה צמודים הסתכמה ב-334 מיליון ל"י בשנת 1967 ועלתה ל-398 מיליון ל"י בשנת 1968. עיקר העלייה נבע מגידול בכ-141 מיליון ל"י בהנפקות נטו של מילווה לא ממשלתיים. עלייה זו מוסברת ברובה על ידי הגידול בהנפקות לקופות הגמל על ידי מוסדות הקשורים לחברת העובדים.²

משקל מילווה הברירה ירד בשנת 1968 לכ-55 אחוזים מסך ההנפקות נטו של ניירות ערך בהשוואה ל-62 אחוזים בשנת 1967 (במונחים מוחלטים 515 מיליון ל"י ב-1968 לעומת 651 מיליון ל"י ב-1967). (ראה לוח י"ט-1 ובנספח לוח נ"י-ט"1).

גם אם ננכה את מילווה הביטחון, בהן חלה כאמור ירידה גדולה בשנת 1968, נמצא שחלה ירידה ב-50 מיליון ל"י בהנפקות נטו של מילווה הברירה, ירידה זו מוסברת במספר גורמים. בראשית ינואר 1968 התפרסמה תקנה המחייבת את קופות הגמל להשקיע לכל היותר 10 אחוזים מסך ההשקעות המוכרות בניירות ערך המונפקים לתקופה קצרה מ-10 שנים וברור שתקנה זו מהווה מגבלה לרכישות קופות הגמל של מלוות ברירה מסדרת מלוות הפתוח הנמכרות ל-5 שנים (וגם של היקף רכישת מילווה ביטחון תשכ"ז).

במאי 1968 הותר לבנקים לרכוש את מילווה הביטחון במסגרת תכניות החסכון המאושרות מתוך 25 אחוזי ההלוואות המאושרות שמתוכם רכשו קודם לכן מלוות ברירה. הואיל והתשואה בבורסה³ על מילווה הביטחון תשכ"ז היתה במשך רוב השנה גבוהה מזו של מלוות ה"ברירה" שנקנו במקור העדיפו הבנקים לרכוש את מילווה הביטחון בבורסה וחלה ירידה במכירות של מילווה הברירה הממשלתיים. גורם נוסף שפעל באותו כיוון היתה הירידה בנזילות מילווה הברירה: בעוד שעד ספטמבר 1967 ניתנה לרוכשים זכות פדיון מוקדם כעבור שנתיים, הופסקה זכות זו באותו מועד.

מאידך יש לזכור כי בשנת 1968 חל גידול ניכר בצבירה של קופות הגמל וכן חלה התפתחות מהירה ביותר של תכניות החסכון המאושרות שהן המשקיע העיקרי באיגרות חוב מסוג "ברירה". היקף הפיקדונות בתכניות החסכון המאושרות גדל במשך שנת 1968 ב-276 מיליון ל"י בהשוואה לגידול ב-160 מיליון ל"י בשנת 1967.

בהנפקות נטו של מילווה ממשלתיים ארוכי מועד הצמודים למדד המחירים לצרכן נמשך הקיפאון. מילווה פיתוח לזמן ארוך — 17 שנה — הונפק בסכום של 20 מיליון ל"י והיה כחצי

¹ ראה דיון בתקנות החדשות לקופות גמל להלן.

² קופות הגמל חייבות להשקיע כ-90 אחוזים מהשקעותיהן המוכרות באיגרות חוב ארוכות מועד. לפי הסכם עם האוצר משקיעות קופות הגמל ההסתדרותיות מחצית מההשקעה המוכרת בניירות ערך לא ממשלתיים, שרובם של חברת העובדים.

³ החל מחודש ינואר 1968 נסחר מילווה הביטחון תשכ"ז במסגרת הבורסה לניירות ערך. בעקבות ההיצע הגדול של מילווה זו, בפרט על ידי משקי בית שאינם רגילים להחזיק בניירות ערך כצורת חיסכון — ירדו שערי איגרות אלו והתשואה לפדיון של מילווה אלו היתה גבוהה במיוחד ועלתה על התשואה לפדיון במילווה ברירה מסדרת מילווה הפיתוח.

מסכום איגרות החוב שהגיעו לפדיון¹. סכום של כ-50 מיליון ל"י נמכר על ידי האוצר מאיגרות חוב של הסוכנות היהודית שהיו ברשותו. אלו נמכרו בחלקם לקופת הגמל (ראה לוח י"ט-1). יתר המיליונות הממשלתיים ארוכי המועד נמכרו לחברות הביטוח. מיליונות צמודים אלו נועדו להבטיח את חברות הביטוח, כי בבוא מועד הפירעון של פוליסות החיים צמודות המדד יהיו בידיהם נכסים צמודי מדד שיאפשרו להן לעמוד בהתחייבויותיהן.

בהנפקות נטו של ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ חלה ירידה גדולה הקשורה בירידה בהנפקות ברוטו מחד גיסא, ומעליית הפדיון של ניירות ערך אלו מאידך גיסא, ירידה זו קשורה כפי הנראה בעליית ההשקעה בניירות ערך זרים (ראה דיון להלן).

3. מנפיקי איגרות החוב

בעוד שב-1967 ניכרה מגמה בולטת של עלייה בחלקן של איגרות החוב הממשלתיות ניכרה מגמה הפוכה בשנת 1968. אחוז ההנפקות (נטו) של מיליונות ממשלתיים מתוך כלל ההנפקות היה בשנת 1968 כ-44 אחוזים, בהשוואה ל-60 אחוזים בשנת 1967 וכ-42 אחוזים בשנת 1966. הדבר קשור בעיקר בירידה הגדולה בהנפקות של מיליונות קליטה ומיליונות הביטחון ובגידול בפדיון איגרות חוב ממשלתיות, יחסית למיליונות לא ממשלתיים. הירידה בהנפקות של יתר המיליונות הממשלתיות היתה קטנה יותר.

סך ההנפקות (נטו) של המיליונות הממשלתיים ירד משיא של 630 מיליון ל"י בשנת 1967 לרמה של 412 מיליון ל"י, רמה שהיא עדיין גבוהה במידה ניכרת מזו של שנת 1966—282 מיליון ל"י. ההנפקות (נטו) של המיליונות הממשלתיים, למעט מיליונות קליטה וביטחון—ירדו מ-187 מיליון ל"י בשנת 1967 ל-159 מיליון ל"י בשנת 1968. ירידה זו גובעת כולה מירידה ב-54 מיליון ל"י בהנפקות (נטו) של מיליונות ברירה ממשלתיים².

לעומת ירידה מוחלטת ויחסית בהנפקה נטו של המיליונות הממשלתיים, חלה עלייה בהנפקה נטו של מיליונות לא ממשלתיים; בהשוואה ל-282 ו-401 מיליון ל"י שהונפקו בשנים 1966 ו-1967, הונפקו בשנת 1968 כ-511 מיליון ל"י. כל העלייה ב-1968 נבעה, כאמור, מעלייה בכ-141 מיליון ל"י בהנפקות נטו של מיליונות ארוכי מועד. המשמעות הכלכלית של עלייה זו, בשעה שחלה ירידה בהנפקות מיליונות ממשלתיים, הינה מוגבלת.

המוסדות הכספיים³ — להוציא אלו של חברת העובדים — מהווים למעשה מעין סוכנים פיננסיים של האוצר לשם הנפקת איגרות חוב⁴. התחלקות הנפקות איגרות חוב בין הממשלה לבין המוסדות הכספיים מסורה במידה רבה להחלטת האוצר ולכן אין לה משמעות רבה מבחינה כלכלית⁵. העובדה שהנפקות הממשלה ירדו בשעה שמכירת איגרות חוב בלתי ממשלתיות עלו גובעת בעיקר מגידול בפדיון איגרות חוב ממשלתיות, לעומת ירידה בפדיון איגרות חוב לא ממשלתיות, בנוסף להחלטה להפסיק לגבות את מיליונות הקליטה.

¹ רוב הסכום שהגיע לפדיון היו איגרות חוב צמודות מדד ל-5 שנים, מסידרת מיליונות הפיתוח. הביקוש המצומצם למיליונות פיתוח ארוך מועד גרם לכך, שהוא מבטיח רק יתרון תשואה זעום — 0.66 אחוזים בהשוואה למיליונות הברירה, במקרה שעליית מחירים תצדיק בחירה בסעיף ההצמדה של האחרונים. לעומת זאת, מקנים מיליונות הברירה סיכוי להפרש תשואה ניכר עד 5.26 אחוזים במקרה של יציבות מחירים, אפשרות שנראתה פחות בלתי סבירה לאור הניסיון של השנים 1966-1968, ולאור פדיונות של סדרות ראשונות בסידרה.

² ירידה זו הוסברה לעיל.

³ המוסדות הכספיים כאן כוללים בנוסף לאלו הכלולים בפרק י"ז גם בנקים, קרן היסוד, הוליס, גמול, ביצור ומזרחי להשקעות.

⁴ הסבר נרחב וממצה יותר על ההסדרים בין האוצר למוסדות הכספיים ראה בפרק המוסדות הכספיים בדו"ח זה וכן בבנק ישראל, דיון וחשבון 1967, עמ' 452-453.

⁵ פרט להשפעה על חברת העובדים, ראה להלן.

לזהותם של מנפיקי איגרות חוב יש חשיבות מבחינתם של המוסדות הכספיים שגייסו את הכספים ומבחינתם של המוסדות — בעיקר הבנקים — שטיפלו בהפצת איגרות החוב. רוב ההנפקות של איגרות החוב הלא ממשלתיים נעשות על ידי שלוש קבוצות של מוסדות כספיים, הקשורות בשלושת הבנקים הגדולים (ראה בנספח לדו"ח זה לוח ג' י"ט-3). דבר זה קשור קשר הדוק לעובדה שעיקר הסכומים המצטברים בקופות הגמל ובתכניות החיסכון המאושרות נמצאים בבנקים אלו, ותכניות אלו גדלו בצורה מהירה בשנתיים האחרונות. השפעתם של קבוצות אלו הולכת וגדלה משנת 1966 ואילך. בשנים 1966 ו-1967 הן הנפיקו כשני שלישי מהנפקות אלו ואילו בשנת 1968 הן הנפיקו למעלה מ-80 אחוזים מסך ההנפקות של איגרות חוב לא ממשלתיות. בפרט עלה משקל ההנפקות של המוסדות של חברת העובדים.

בשנת 1968 גדלו ההנפקות ברוטו של קבוצה זו בכ-105 מיליון ל"י (ראה לוח ג' י"ט-3 בנספח) ואילו הנפקות יתר המנפיקים הלא ממשלתיים ירדו. דבר זה מוסבר בכך, שמחצית הרכישות ברוטו של קופות הגמל הן מהנפקות של מוסדות כספיים שבשליטת חברת העובדים.

4. רוכשי איגרות החוב

מרבית ניירות הערך נרכשים בישראל על-ידי משקיעים מוסדיים. הביקוש לאיגרות חוב קשור קשר הדוק להיקף הצבירה השנתית של אותם משקיעים מוסדיים, שהעיקריים ביניהם הינם קופות הגמל והבנקים, בפרט במסגרת תכניות החיסכון המאושרות שמקיימים הבנקים. נוספים אליהם חברות הביטוח שרכישותיהן צמודות להיקף התוספת לתכניות ביטוח חיים צמוד.

רכישת איגרות חוב מצד קופות הגמל הינה המרכיב הגדול ביותר של הביקוש (ראה לוח י"ט-2). מוסדות אלו רכשו בשנת 1968 כ-40 אחוזים מההנפקות ובשנת 1967 כ-33 אחוזים; כאמור לעיל, רוב רכישות קופות הגמל מודרכות על פי תקנות משרד האוצר.¹

גם תכניות החיסכון המאושרות שליד הבנקים — שרכישותיהן גדלו מאוד בשנתיים האחרונות — מודרכות על פי תקנות משרד האוצר. הפיקדונות בהן גדלו בשנת 1968 ב-276 מיליון ל"י והשקעותיהן בניירות ערך גדלו ב-244 מיליון ל"י² מזה כ-81.6 מיליון ל"י במילווה ביטחון בנקאי ו-31.4 מיליון ל"י במילווה ביטחון לציבור. (ראה נספח לוח ג' י"ט-2). מיתר ניירות הערך רכשו תכניות החיסכון כ-131 מיליון ל"י, בעיקר ניירות ערך לא-ממשלתיים.

המוסדות הבנקאיים עצמם רוכשים אף הם ניירות ערך שלא במסגרת תכניות החיסכון לתיק הנכסים שלהם. בשנת 1967 הם השקיעו למעלה מ-100 מיליון ל"י בניירות ערך בעיקר במילווה ביטחון בנקאי בהתאם להסכם עם האוצר; אך בשנת 1968, בעקבות גידול הביקוש לאשראי וכאשר הגיעו לגירעונות נזילות — בפרט לקראת סוף השנה — הם הקטינו את תיק ניירות הערך שלהם בסך של כ-35 מיליון ל"י.

חברות הביטוח נמנות אף הן על רוכשי איגרות החוב, אך מרבית רכישותיהן מתרכזות במילווה מיוחדים שמנפיקים הממשלה וחברת החשמל, במקביל להתפתחות תכניות ביטוח חיים צמוד. תנאי ההצמדה ומועדי הפירעון של איגרות החוב האלו נקבעים בהתאם לצורכי חוץ הביטוח. אין איגרות חוב אלו נסחרות בבורסה ואין הן חלק מההיצע הרגיל בשוק המילווה. בשנת 1968 רכשו חברות הביטוח כ-41 מיליון ל"י איגרות חוב ארוכות מועד צמודות מדד. גם המוסדות הכספיים עצמם — שהם המנפיקים העיקריים של איגרות החוב, בנוסף לממשלה — רכשו סכומים מסויימים של ניירות ערך.

¹ ראה גם דיון בבנק ישראל, דין וחשבון 1967 עמ' 456.

² בניירות ערך לזמן בינוני וארוך עלו השקעותיהן ב-244.5 מיליון ל"י ובמילווה קצר מועד ירדו השקעותיהן ב-16.2 מיליון ל"י כך שסך ההשקעות נטו בניירות ערך עלו ב-228.3 מיליון ל"י.

רוכשי ניירות ערך, 1967 ו-1968

1968		1967		
אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	
100.0	929.0	100.0	1,043.0	(1) מכירות נטו של ניירות ערך ¹
				בניכוי :
40.6	377.3	32.7	340.6	רכישות מוסדות הגמל ²
4.4	⁵ 40.7	4.7	48.6	רכישות חברות ביטוח ³
26.3	244.5	10.7	111.3	רכישות תכניות חיסכון מאושרות
-3.7	-34.7	10.9	114.1	רכישות מוסדות בנקאיים ³
7.1	⁶ 66.0	1.6	⁶ 16.9	רכישות מוסדות כספיים ²
74.7	693.8	60.6	631.5	(2) סך כל הרכישות של משקיעים מוסדיים
25.3	235.2	39.4	411.5	(3) "שארית" ⁴ (1-2)
				בניכוי :
6.2	57.8	15.4	160.6	מילווה קליטה
				אומדן רכישות של מילווה ביטחון
8.5	78.5	17.9	187.2	מצד הציבור ⁷
14.7	136.3	33.3	347.8	(4) סך הכול
10.6	98.9	6.1	⁶ 63.7	(5) "שארית מנוכה" ⁴ (3-4)

- (1) מספר זה כולל כאמור מכירות של איגרות חוב של הסוכנות היהודית שהיו בידי החשב הכללי לקופות הגמל ולאחרים בסך כ-55 מיליון ל"י בשנת 1967, וכ-51 מיליון ל"י בשנת 1968. הלוח מבוסס על השוואת יתרות בסופי שנים.
- (2) לא נערך תיקון כדי להוציא את מילווה קצר מועד אם כי השפעתו, כפי הנראה, אפסית.
- (3) להוציא השקעות של מוסדות בנקאיים באמצעות תוכניות החיסכון המאושרות.
- (4) רכישות של משקי בית, עסקים ומוסדות אחרים. מוסדות אחרים כוללים, בין היתר, מלכ"ר ועוד.
- (5) אומדן.
- (6) אומדן - כולל סכום קטן של הלוואות לחברות עזר.
- (7) מסך ההנפקות של מילווה ביטחון בכל שנה נוכח הסכומים שידוע שנקנו מצד המשקיעים המוסדיים. ב-1967 רכשו קופות הגמל כ-4 מיליון ל"י. בשנת 1968 רכשו קופות הגמל כ-4.4 מיליון ל"י ואילו הבנקים במסגרת תכניות החיסכון המאושרות רכשו כ-31.4 מיליון ל"י ממילווה הביטחון לציבור ; סך הכול 35.8 מיליון ל"י.
- (8) כנראה מוטה כלפי מטה.
- ה מ ק ו ר : מעומד לפי נתונים במשרד האוצר וכן מנתונים שסופדו במינהל מילווה המדינה ובמחלקת המחקר בבנק ישראל.

יש להניח, כי את מרבית הסכום שנותר לאחר ניכוי רכישות המשקיעים המוסדיים, ניתן ליחס למשקי הבית ולעסקים. יתרה זו הסתכמה בשנת 1967 ב-412 מיליון ל"י וירדה בשנת 1968 ל-252 מיליון ל"י. עיקר הירידה מוסבר בירידה בגביית מילווה קליטה ומילווה ביטחון בעקבות ההסדרים המוסדיים שהוזכרו לעיל. אם מתוך יתרה זו ננכה את מילווה הקליטה (דמוי המס) ואת מילווה הביטחון שרכש הציבור נקבל את יתרת הרכישות ¹ של הציבור. רכישות אלו גדלו במידה ניכרת

¹ חלק ניכר מרוכשי מילווה קליטה ומילווה ביטחון לא היה רוכש איגרות חוב אילולא נכפתה רכישה זו עליו. מאידך גיסא, אין ספק שלחלק ממשקי הבית ומהעסקים רכישת מילווה הביטחון באה על חשבון ניירות ערך אחרים.

בשנת 1968 בהשוואה לשנת 1967 והסתכמו בכ-115 מיליון ל"י לעומת כ-64 מיליון ל"י בשנת 1967.¹

מתוך הידוע לנו על רכישות קופות הגמל ותכניות החיסכון יש להניח, שרכישות משקי הבית היו בעיקר במילווה ברירה, ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ובמניות. חלקן של רכישות משקי הבית והעסקים — להוציא מילווה קליטה וביטחון — מסך ההנפקות היה כ-11 אחוזים בשנת 1968 לעומת כ-6 אחוזים בשנת 1967.²

נראה שהשיפור במצב הכלכלי — הגידול הרב בהכנסות העצמאיים וברווחיות העסקים — והציפיות להמשך עליית הרווחיות, עליות השערים בבורסה, שיעורי תשואה ריאליים גבוהים למדי וגידול במחזור העסקות, עודדו את משקי הבית והעסקים להגדיל את השקעותיהם בניירות ערך. ייתכן שאצל חלק מהם היה זה ביטוי לתחלופה בעקבות הפסקת ההנפקה של מילווה הקליטה וירידה במכירות של מילווה הביטחון.

על אף הגידול ברכישת ניירות ערך אין הם מרכיב עיקרי בנכסים הפיננסיים שנוספו למשקי הבית.³ המרכיבים הגדולים נשארו זכויות במוסדות הגמל והביטוח ופיקדונות במוסדות בנקאיים.

5. התפתחות ההנפקות במשך השנה

במשך שנת 1968 חלו ההתפתחויות הבאות בהנפקות של איגרות חוב: מכירות מילווה הברירה, ברוטו, ירדו בחודשים ינואר ופברואר, החלו לעלות ממאוס והגיעו לשיא ברביע השלישי, אך חזרו וירדו שוב ברביע הרביעי (ראה לוח ג' ט"ד-4 בנספח). היקף ההנפקות לציבור של מילווה הביטחון ב-5 החודשים הראשונים היה קטן ביותר כיוון שמילווה תשכ"ז נגבה ברובו ב-5 תשלומים ב-1967, ואילו עיקר גביית מילווה הביטחון תשכ"ח החל רק מיוני 1968. הנפקות ברוטו של מילווה ארוכי מועד וניירות ערך הנקובים בדולרים היו ברמה נמוכה יחסית ברביע הראשון, גדלו במשך השנה והגיעו לשיא ברביע האחרון של שנת 1968. לגבי ניירות ערך הנסחרים בדולרים, נראה, שיש כאן — לפחות מצד הביקוש — תגובה על אי השקט בשוקי הכסף בעולם המערבי ושאיפה להבטיח את הנכסים כנגד פיתוח (ראה דיון להלן).

במכירות של המילווה קצר המועד אנו מוצאים שפדיון מילווה אלו היה גדול מההנפקות ברוטו ברביע הראשון, תופעה שנגרמה כולה ע"י המוסדות הבנקאיים, ומבטאת, כנראה, תופעה עונתית. ברביע השני והשלישי היו המכירות נטו בהיקף ניכר (כ-56 מיליון ל"י לרביע) אותם קנה הציבור ומשקיעים מוסדיים אך לא הבנקים, וירידה ברביע האחרון של השנה לרמה נמוכה של 5.5 מיליון ל"י.⁴ ירידה זו נובעת מירידה בתשואה היחסית של מילווה זה בהשוואה לתיווך שטרות ופיקדונות לזמן קצוב. התשואה על שני האחרונים עלתה בעקבות המתוחות בשוק הכספים בארץ, שהחלה בחודש אוקטובר ואשר התבטאה גם בעליית תירות תיווך השטרות.

סך ההנפקות של איגרות חוב (בלי מילווה קליטה, איגרות חוב לחברות הביטוח ואיגרות חוב בלי פרוספקט) עלו במשך שבעת החודשים הראשונים בהדרגה, הגיעו לשיא ברביע השלישי, וחזרו וירדו ברביע האחרון.

יש לציין, שהירידה בסך המכירות של איגרות חוב (כולל מילווה קצר מועד) ברביע האחרון

¹ קשה לקבוע לאיזו יתרה משמעות כלכלית גדולה יותר. ייתכן מאוד, שהמשקיעים מבין משקי הבית רכשו חלק ממילווה הביטחון וממילווה הקליטה מיתר משקי הבית, ולכן השארת המנוכה קטנה יחסית ואינה משקפת את יתרת הרכישות. אין ליחס למשקי הבית והעסקים רכישה במקור דווקא של ההנפקות החדשות, האיל וייתכן שחלקם רכשו בבורסה מהמשקיעים המוסדיים. יש לזכור, שהדיון מתבסס על השינוי ביתרות בסוף השנה שבידי כל קבוצה בלוח ט"ז. השערה זו מתאימה לשנת 1967 ו-1968 כאחד.

² רוב הנתונים לשנים 1966 ו-1967 אינם מפרידים בין מילווה קצר מועד ליתר המילווה ולכן קשה לדעת במדויק. ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 457.

³ ראה לוח ג' ט"ד-5 בפרק "הצריכה והחיסכון".

⁴ ראה פירוט נוסף בפרקים ט"ו ו"ז בדו"ח זה.

היתה גדולה יותר אילולא רכשו הבנקים בחודש דצמבר איגרות חוב בהיקף ניכר. רכישות אלו נעשו בהתאם להסכם שנעשה בין הבנקים לממשלה על רכישת איגרות חוב בסך 200 מיליון ל"י בשנת 1968 והיא מכסה בחלקה, כנראה, דחיית רכישות מהחודשים הקודמים שנגרמו עקב קשיי הנזילות של הבנקים.

ב. מניות

בשנת 1968 נמשך הקיפאון בהנפקות חדשות של מניות האופייני לרוב שנות קיום המדינה. היקף ההנפקות החדשות למשקיעים מוסדיים ולציבור הגיע ב-1968 לכ-20 מיליון ל"י, בדומה לסכום שהונפק בשנת 1967. בבורסה לניירות ערך חלה אמנם עלייה בשערי רוב המניות, אך לא היה די בכך כדי להביא להנפקת מניות חדשות לציבור בהיקף נרחב. לקראת סוף 1968 נעשו שוב, לראשונה מאז שנת 1964, 2 הנפקות לציבור (עם תשקיף)¹ וייתכן שיש כאן סימן ששוק ההנפקות החדשות של מניות מתעורר לחיים, אך עדיין מוקדם לקבוע זאת.²

הגורם העיקרי למיעוט ההנפקות החדשות של מניות הוא יכולתן של החברות בבורסה, שמבחינת רווחיותן ומעמדן יכולות היו להנפיק מניות, לגייס הון הלוואות זול יחסית (להון מניות) בתנאים סבירים. בצורה זו מגדילות החברות את המנוף הפיננסי. ראוי להדגיש, כי גורם זה אינו אופייני לשנת 1968, אלא מהווה גורם יסודי במשק הישראלי. למרות יחסים גבוהים ביותר של הון הלוואות להון עצמי³ יכולות רוב החברות להשיג הון הלוואות נוסף בשעת הצורך, ללא עלייה בשיעורי הריבית ומבלי שיתחייבו בגיוס נוסף של הון עצמי על ידי הנפקות. קבוצה אחרת של חברות רוצה היתה להנפיק מניות ולגייס הון, אך בשערי המניות של אותן חברות או ברווחיותן ובמעמדן⁴ לא היו מוצאות קונים למניותיהן וגם הן יכולות לגייס אשראי.

ביטול הסדרי ההצמדה הקטין את הסיכון שבהלוואות נוספות, הואיל והגדיל את הוודאות לגבי היקף הפדיון והריבית שנדרשו הלווים לשלם. הנתונים מראים, כי האשראי הניתן לענפי משק⁵ על ידי המוסדות הכספיים גדל ב-1968 בכ-285 מיליון ל"י, בעוד שהאשראי לענפי משק הניתן באמצעות הבנקים מאמצעיהם ומפיקדונות למתן הלוואות גדל אף הוא ב-780 מיליון ל"י.

מאידך גיסא, אין קיים גם ביקוש רב למניות בחברות שרוצות היו להנפיק, עקב שיעורי התשואה הנמוכים יחסית ברוב המניות בעבר ובעיקר בגלל הסיכון ואי הוודאות המתלווה להשקעה במניות. נראה, שהנסיון המר של השנים 1964-1967, שבהן חלו ירידות שערים חריפות והפסדי הון מרובים תורם הרבה להיסוסי המשקיעים להשקיע במניות חדשות. לעומת זאת, יכולים המשקיעים להשקיע באיגרות חוב מסוגים שונים, שבהן הסיכון אפסי, נזילותן גבוהה ואף התשואה עליהן גבוהה למדי. מכאן שנכונות הציבור להשקיע במניות (שבהכרח יש בהן סיכון) מותנית בסיכויים סבירים לתשואה גבוהה במיוחד במשך מספר שנים. דבר זה לא יכול החברות המנפיקות להציע עדיין בשנת 1968, למרות שיעורי התשואה הגבוהים בשנת 1968 עצמה.

¹ חלק ניכר מהנפקות אלו בוצע למעשה רק ב-1969.

² ההנפקות של מניות בשנת 1967 היו למשקיעים מוסדיים ללא תשקיף. בשנת 1968 אושרו להנפקה מניות למשקיעים פרטיים — ללא תשקיף, בסך של כ-243 מיליון ל"י לעומת 75 מיליון ל"י בשנת 1967. כאמור לעיל הוחלט שברב המקרים אין בזה גיוס הון מהציבור. הגידול הרב משקף ללא ספק את השינוי במצב הכלכלי במשק.

³ יחסים גבוהים אלו היו מונעים בתנאי שוק חופשי קבלת מילוות חדשים או ששיעור הריבית היה גבוה יותר לאין ערוך עקב הסיכון של אי החזרת החוב.

⁴ נמצא כי חלק ניכר מקבוצה זו של חברות הרשומות בבורסה רווחיות פחות מחברות אחרות באותם ענפים, שאינן רשומות בבורסה והינן בעלות אותו גודל.

⁵ הכוונה לחקלאות, תעשייה, בנייה ומסחר כללי.

א. הגדרת השוק והשפעת הממשלה

תחומו של השוק המשני בפרק זה מוזהה כאז עם הבורסה לניירות ערך בתל-אביב. כל הנתונים בפרק זה הם אך ורק לגבי המסחר בבורסה. ברור, כי הבורסה היא השוק העיקרי למסחר בניירות ערך. עם זאת, יש לזכור כי קיים מסחר בניירות ערך בהיקף ניכר בין כתלי הסוכנים המוכרים בבורסה ובפרט בבנקים (עימות פנימי כלשון הבורסה) וכן באמצעות גופים נוספים שאינם פועלים כיום בבורסה.¹ הנתונים על הפעולות שמחוץ לבורסה הינם מועטים ביותר ולא יכללו לכן בפרק זה, למרות העניין שיש בהם.

השפעת הממשלה על המסחר בניירות ערך קטנה במידה ניכרת מזו שיש לה בשוק גיוס ההון. השפעת הממשלה מתבטאת בעיקר בדרכים עקיפות. לממשלה יש פיקוח כללי על המסחר, והיא מוציאה מידי פעם תקנות מיוחדות, כגון זו שהתירה לבנקים להגדיל במסגרת תיק הנכסים של תכניות החיסכון המאושרות את קניות מילווה ביטחון תשכ"ז ובכך הגדילה, כפי הנראה, את המחזור באיגרת זו במידה ניכרת והקטינה את ירידת השערים של מילווה זה. התקנות לקופות הגמל ולתכניות החיסכון מקטינות ללא ספק את היקף המלאי הסחיר של איגרות חוב ומצמצמות את היקף השוק. כן מפקחת הממשלה על תקנות קרנות הנאמנות ועל המסחר בנ"ד.²

ב. ניירות הערך הרשומים בבורסה

רישום של ניירות ערך בבורסה מאפשר מסחר בהם במסגרת מוסדית קבועה ומאורגנת. לכן ערכם של ניירות הערך הרשומים בבורסה הינו מודד לגודלו של המלאי הסחיר³ של ניירות ערך במשק. בשנת 1968 גדל ערכם של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב בכ-950 מיליון ל"י שהן כ-32 אחוזים לעומת 27 אחוזים בשנת 1967. סך ההון הסחיר בסוף 1968 הגיע לכ-3,950 מיליון ל"י (ראה לוח י"ט-3). מתוך גידול זה ניתן ליחס כ-450 מיליון ל"י לעלייה בערך המניות, כ-92 מיליון ל"י לעלייה בערך איגרות החוב הרשומות בבורסה ואילו כ-800 מיליון ל"י לרישומם של ניירות ערך חדשים נטו.

רישומם של ניירות ערך בבורסה הינו תנאי הכרחי לקיום מסחר מאורגן במסגרת הבורסה אך אינו תנאי מספיק ואינו מבטיח את קיומו של המסחר. מתוך נתוני לוח י"ט-4 ניתן לראות, כי משנת 1963 ירד שיעור המחזור השנתי של המסחר במניות ובאיגרות חוב צמודות מדי שנה בשנה עד 1967, ואילו בשנת 1968 חזר ועלה שיעור המחזור במידה ניכרת. שיעור המחזור השנתי של המניות כמעט שהוכפל כתוצאה מגידול רב בהיקף המחזור השנתי שנבע גם מעליית ערך המניות בעקבות עליות השערים הניכרות בשנת 1968. ואילו באיגרות חוב עלה שיעור המחזור בכ-50 אחוזים עקב גידול רב (פי 2.5) בהיקף המחזור השנתי, מחד גיסא, ומגידול בכ-65 אחוזים בהון הסחיר הממוצע.⁴

¹ מספר סוכנים כאלו פועלים להקמתה של בורסה נוספת שתסחר בניירות ערך שאינם נסחרים בבורסה הקיימת.

² רשות ניירות הערך ותקנות שר האוצר לפי חוק ניירות ערך תשכ"ח-1968 ינסו, כפי הנראה לשפר את הפיקוח על המסחר לטובתו של המשקיע.

³ תיאורטית קיימת אפשרות לסחור בכל הסכום הרשום בבורסה של מניה זו או אחרת, אולם למעשה מוחזקות ברוב המקרים, "חבילות" גדולות של מניות בידי מוסדות, קבוצות או יחידים שלהם השליטה בחברה שמניותיה רשומות בבורסה. להוציא מקרים מיוחדים של העברת שליטה, או פטירה אין מניות אלה עומדות למכירה, כך שהמלאי הסחיר קטן יותר מן הסכום הרשום בבורסה.

⁴ נתונים ארעיים; ראה הערות ללוח י"ט-3.

⁵ יש להתייחס בהסתייגות מה למשמעות של שיעורי המחזור והשינויים בהם במשך השנים כיוון שמחזור העסקות אינו כולל את פעולות העימות הפנימי של סוכנים ושיעורן עשוי להשתנות במידה ניכרת מתקופה לתקופה.

לוח י"ט - 3

ניירות ערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, במחירי שוק לסוף שנת 1967 ו-1968 *

1968		1967	
(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)
א. ניירות ערך הנסחרים במטבע ישראלי			
26.6	1,050.7	17.2	515.9
(1) מילווה ממשלתיים **			
32.5	1,284.4	33.5	1,003.6
(2) מילווה אחרים			
59.1	2,335.1	50.7	1,519.5
(3) סך כל המילווה (1) + (2)			
20.8	821.8	24.9	748.2
(4) מניות רגילות			
0.5	19.1	0.4	13.1
(5) מניות בכורה			
21.3	840.9	25.3	761.3
(6) סך כל המניות (4) + (5)			
סך כל ניירות הערך הנסחרים			
80.4	3,176.0	76.0	2,280.8
במטבע ישראלי (3) + (6)			
ב. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ			
16.5	651.3	19.7	590.0
(1) מילווה			
3.1	121.7	4.3	128.6
(2) מניות			
19.6	773.0	24.0	718.6
סך הכול (1) + (2)			
100.0	3,949.0	100.0	2,999.4
ג. סך הכול כללי (א) + (ב)			

* ראה פירוט גוסף בלוח ג' י"ט - 5 בנספח לדו"ח זה.

** נתונים ארעיים. נתונים מתוקנים יופיעו ב"מגמות ומספרים" 1969, הבורסה לניירות ערך, תל-אביב.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

לוח י"ט - 4

הון סחיר (במחירי שוק) ומחזור עסקות של ניירות ערך נקובים במטבע ישראלי
בבורסה של תל-אביב, 1962 עד 1968

השנה	מניות			איגרות חוב צמודות		
	הון סחיר ממוצע	מחזור שנתי	שיעור מחזור שנתי	הון סחיר ממוצע	מחזור שנתי	שיעור מחזור שנתי
	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)		(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	
1962	246.1	67.6	26.9	540.6	46.8	8.5
1963	579.7	231.9	40.0	617.5	37.8	6.1
1964	806.6	216.9	26.6	702.4	41.2	5.8
1965	789.5	89.4	11.3	814.0	44.9	5.5
1966	701.0	56.9	8.1	984.3	47.7	4.9
1967	694.1	52.1	7.5	1,178.9	55.2	4.7
1968	770.1	110.8	14.2	1,915.3	139.0	7.1

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ג. המסחר בבורסה¹

1. המסחר במניות

בשנת 1968 נמשכה ההתאוששות של שוק המניות שהחלה בחודש מארס 1967. היקף העסקות בשוק המניות גדל ב-104 אחוזים לעומת 1967 והיווה 28 אחוזים מכלל העסקות במסגרת הבורסה. לעומת ממוצע השנים 1962-1967 נמוכה רמת המחזורים בשנת 1968 ב-7 אחוזים בלבד² (ראה לוח י"ט-5).

המחזורים החודשיים של מניות עלו במהירות רבה בכל אחד משלושת החודשים הראשונים של השנה והגיעו לשיא בחודש מארס. ברביע השני חלה ירידה תלולה בהיקף המחזור אך המחזור בשוק חזר והגיע לרמה גבוהה ברביע האחרון של שנת 1968. את ההסבר לגידול בהיקף המחזור במניות יש ליחס בעיקר לגורמים הבאים:

לוח י"ט-5

נפח העסקות במניות בבורסה של תל-אביב, 1966 עד 1968

השינוי במדד המחירים* (= 100) ממוצע (1960)	נפח ממוצע ליום מסחר	נפח העסקות	החקופה
(אלפי ל"י)			
-23.4	244.0	59,300.0	1966
+10.5	223.0	54,800.0	1967
+14.6	459.0	111,994.9	1968
+5.0	382.0	8,403.4	ינואר 1968
+4.6	554.5	11,644.7	פברואר
+3.2	993.3	19,866.9	מארס
+11.3	633.6	39,915.0	רביע ראשון
-4.3	403.7	8,477.4	אפריל
-1.3	315.9	6,316.4	מאי
-2.3	295.2	5,680.6	יוני
-7.6	340.0	20,402.4	רביע שני
-1.0	302.2	6,950.3	יולי
-3.2	306.7	6,133.7	אוגוסט
-0.1	321.3	6,105.4	ספטמבר
+2.0	309.5	19,189.4	רביע שלישי
+4.2	602.2	10,237.1	אוקטובר
+4.1	638.1	12,761.9	נובמבר
-1.0	431.3	9,489.1	דצמבר
+7.4	550.6	32,488.1	רביע רביעי

* השינוי של המדד החודשי לשערי המניות הרגילות (הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה).
ה מקור: הבורסה לניירות ערך של תל-אביב.

¹ רוב הנתונים בסעיף זה מבוססים על ההתפתחויות בשוק ההון בשנת 1968, בנק ישראל, מינהל מילוות המדינה פנימי, ת"א 1969.

² השנים 1962-1964 היו שנות גאות בבורסה והשנים 1965-1967 היו שנות שפל, כך שהשוואה ל-6 שנים מהווה השוואה למחזור שלם.

(א) ההתפתחות הכלכלית המהירה של המשק החל מהמחצית השנייה של שנת 1967; (ב) ציפיות להמשך הגיאות הכלכלית; (ג) שיפור ברווחיות רוב החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה דבר שבא לביטוי בעליית שעריהן; (ד) גידול בדיבידנדים ובמניות הטבה לבעלי המניות; (ה) רמת שערים נמוכה יחסית בתחילת התקופה; (ו) פעולות בודדות של רכישת שליטה על חברות. סיבות אלו ואחרות הניעו משקיעים פוטנציאליים, בעיקר מחוגים המקורבים לשוק זה להשקיע במניות. לאחר עלייה ב-15 אחוזים במדד הכללי של מחירי המניות בשוק בחודשים ינואר-מארס 1968 ורמת מחזורים של למעלה מ-5 מיליון ל"י בממוצע שבועי בחודש מארס חלה ברביע השני הצטמקות הדרגתית בנפח העסקות שהיתה מלווה בירידת מחירי המניות. ביוני ויולי חזרה לשוק מגמת התרחבות בעסקות ועליות השערים. לאחר יציבות בספטמבר חלה התרחבות מוגברת באוקטובר ונובמבר ורמת השערים בשוק הגיעה לשיא חדש במחצית השנייה של נובמבר. בחודש דצמבר חלה ירידה יחסית, שהיא עונתית במקורה, בפעילות העסקות ובשערים.

נפח המסחר במניות בבורסה של תל-אביב הוא עדיין מצומצם מאד. נוכל להיווכח בכך אם נשווה את המחזור השנתי של כ-100 מיליון ל"י בשנת 1968 עם היקף ההנפקות החדשות של איגרות חוב שהגיע בשנה זו ליותר מ-670 מיליון ל"י נטו (להוציא מלווה קליטה וביטחון). הואיל והשוק עדיין אינו מפותח וציבור המשקיעים במניות הינו קטן יחסית — רגיש השוק במיוחד. קיימת הסכנה ששינויים קטנים יחסית בביקוש או בהיצע יגרמו לתנודות שערים ניכרות. המסחר בבורסה הינו מרוכז למדי מבחינה זו, שחלק ניכר מן המחזור קשור במספר מצומצם של מניות. בשנת 1968 עבר מחזור העסקות השנתי של 12 מניות בלבד את הרמה של 2.5 מיליון ל"י. המחזור של מניות אלו, שהן פחות מ-40 אחוזים מערך השוק של המניות הרשומות בבורסה¹ היה כ-55 אחוזים ממחזור העסקות הכולל במניות² (ראה לוח י"ט-6 ונספח ג"י-ט-6). מחזור העסקות

לוח י"ט-6

התפלגות מניות ואיגרות חוב הרשומות בבורסה לפי מחזורי המסחר השנתיים, 1968

מניות רגילות		איגרות חוב*	
המחזור השנתי (באלפי ל"י)	מספר המניות	החלק ממחזור העסקות הכולל	מספר איגרות חוב
החלק מערך השוק של המניות	החלק ממחזור העסקות הכולל	החלק ממחזור העסקות הכולל	מספר איגרות חוב
עד 100	13	0.2	4.1
100-250	12	2.1	4.1
250-500	7	2.8	7.0
500-1,000	25	16.6	22.2
1,000-2,500	16	22.9	23.0
2,500-5,000	8	28.4	26.1
5,000-10,000	3	16.7	6.6
10,000 ומעלה	1	10.3	6.9
סך הכול	85	100.0	100.0

* אינו כולל מלווה קצר מועד.

המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב (ראה לוחות מצורפים בנספח).

¹ מניות אלו הן 14 אחוזים ממספר המניות הרשומות בבורסה.

² הנתונים על היקף המסחר אינם כוללים פעולות עימות פנימי שמבצעים הסוכנים בין לקוחותיהם.

של 4 המניות הנסחרות ביותר היה כ-27 אחוזים ממחזור העסקות הכולל, בעוד שהן מהוות רק כ-13.5 אחוזים מערך השוק של המניות.
לגבי כל המניות, ובפרט לגבי המניות הפחות נסחרות, עלולות להיות תנודות מחירים ניכרות בעקבות ביקוש או היצע שממדין אינם גדולים במיוחד.¹

2. המסחר באגרות חוב

היקף המחזור השנתי באגרות חוב (כלי מילווה קצר מועד) עלה בשנת 1968 ב-89 אחוזים והיווה 47 אחוזים מכלל העסקות, ואילו היקף העסקות במילווה קצר מועד עלה ב-54 אחוזים וחלקו היחסי בכלל המסחר היה כ-25 אחוזים. בניגוד למצב בשוק המניות, היה הגידול בהיקף המחזור של אגרות חוב בשנת 1968 המשך למגמה המסתמנת מזה שנים אחדות.
מידת הריכוז הקיים במסחר בשוק אגרות החוב עולה על זו שבשוק המניות, כ-84 אחוזים מסך כל המסחר התרכזו ב-7 אגרות חוב (ראה לוח י"ט-6). בחלק ניכר מאד מהמילווה היה המסחר אפסי; ב-56 אגרות חוב היה המסחר במשך כל שנת 1968 פחות מ-100 אלף ל"י. מצב זה נובע מכך, שמרבית המילווה הנרכשים במקור על ידי משקיעים מוסדיים מוחזקים אצלם, והם אינם חלק פעיל מהון המילווה הסחיר בבורסה.

ארבעה סוגים עיקריים של אגרות חוב נסחרים בבורסה: המילווה קצר המועד (3-18 חודש), מילווה ברירה, מילווה צמודים למדד המחירים לצרכן ומילווה הנסחרים במטבע חוץ או צמודים לשער החליפין של המטבע. ניתן לראות (לוח י"ט-7), שבשנת 1968 היה היקף המחזור השבועי הממוצע בקבוצת המילווה צמודי המדד (כולל מילווה ברירה) גדול יותר מהמחזור השבועי הממוצע במילווה קצרי מועד ובקבוצת אגרות החוב הדולריות בניגוד לשנים 1966 ו-1967 בהן הובילה קבוצת המילווה קצר המועד. נפח העסקות בקבוצת צמודי מדד (כולל ברירה) גדל פי שלושה כמעט, בעוד שהיקף המחזור של קצרי מועד גדל ב-54 אחוזים. גידול צנוע יותר (כ-12 אחוזים) היה בקבוצת אגרות החוב הדולריות. חלקם היחסי של המילווה הצמודים למדד בסך המחזור עלה במהירות בשנים 1967 ו-1968. הגורמים לעלייה במחזור של המילווה הצמודים למדד (כולל מילווה ברירה) בשנת 1967 היו:

(א) רישום מילווה קליטה משנת 1961; (ב) הנפקה בהיקף גדול של מילווה מסוג ברירה אשר הכפילו את מלאי מילווה הברירה.

בשנת 1968 נוספו לכך גורמים חדשים: (א) רישום מילווה הביטחון—תשכ"ז ומילווה הקליטה מהשנים 1962 ו-1963; (ב) שיעורי תשואה גבוהים על מילווה הביטחון ומילווה הקליטה בעקבות נטיית של הציבור שאינו רגיל להחזיק בניירות ערך למכור את המילווה האלו שבידו כמעט ללא התחשבות במחירים, וזאת כיוון שלא רכש אותם מרצונו.

במרכז הפעולות העסקיות עמד במרבית חודשי השנה מילווה הביטחון 1967. המחזור השבועי, בממוצע שנתי, במילווה זה הגיע ל-1.1 מיליון ל"י; חלקו היחסי בכלל העסקות בשוק אגרות החוב לזמן בינוני וארוך היה גבוה למדי ונע בין 23 ל-39 אחוזים. בממוצע שנתי תפס מילווה הביטחון 30 אחוזים מכלל העסקות בשוק אגרות החוב.² כן היה מסחר ער במילווה אחרים מסוג ברירה ובפרט במילווה עם זכות לפדיון מוקדם, וזאת בעקבות נכונותם של משקיעים מוסדיים לקנות אגרות חוב אלו בשערים הגבוהים מהערך נטו לאחר מס ליתר המשקיעים.

גם בשוק מילווה הקליטה חלה התרחבות ניכרת. לעומת מחזור שבועי ממוצע של רבע מיליון ל"י באפריל—דצמבר 1967, עלה השנה המחזור הממוצע לכדי 640 אלף ל"י, עלייה בשיעור של כ-150 אחוזים. מחזורים גבוהים במיוחד במילווה זה נרשמו בחודשים אפריל—מאי בעקבות היקף

¹ את "גודל" הביקוש וההיצע מבחינת השפעתם על תנודות מחירים יש למדד יחסית למלאי הסחיר "האפקטיבי" ראה הערה בסעיף 4 ב' "ניירות הערך תרשומים בבורסה" לעיל.

² לא כולל מילווה קצר מועד.

נפח העסקות באגרות חוב בבורסה של תל-אביב, 1966 עד 1968
(אלפי ל"י)

סך כל היקף המסחר של אג"ח***	ממוצע שבועי *			התקופה
	מילווה קצר מועד	אגרות חוב דולריות***	צמודי מדד***	
132,000	1,254	943	516	1966
158,500	1,324	1,081	886	1967
283,334	2,040	1,211	2,518	1968
21,411	1,281	1,285	2,770	ינואר 1968
20,731	1,185	1,293	2,401	פברואר
21,320	1,824	1,253	2,148	מארס
63,462	1,430	1,277	2,440	רביע ראשון
25,297	1,940	1,037	2,890	אפריל
20,532	1,283	990	2,802	מאי
20,606	1,669	959	2,400	יוני
66,435	1,631	995	2,697	רביע שני
24,099	2,084	955	1,120	יולי
25,771	3,195	970	2,521	אוגוסט
21,130	2,226	1,067	2,042	ספטמבר
71,000	2,502	997	2,228	רביע שלישי
20,129	2,326	1,201	2,575	אוקטובר
25,941	2,310	1,644	2,359	נובמבר
36,367	3,158	1,877	3,191	דצמבר
82,437	2,598	1,574	2,708	רביע רביעי

* מותאם לפי מספר ימי המסחר בשבוע.

** כולל מילווה קליטה ומילווה כרייה.

*** כולל אגרות חוב הנקובות במטבע חוץ.

**** כולל מילווה קצר מועד.

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

הפצה גבוה בחודש מארס. מתוך כ-40 מיליון ל"י שהופצו באותה תקופה הגיעו למסחר בבורסה באפריל מאי כ-2.4 מיליון ל"י. אין להסיק מכך, כי כל יתר מחזיקי מילווה קליטה לא מכרוהו ורואים בו צורת חיסכון רצויה הואיל ואין לנו נתונים על היקף המסחר שלא בין כתלי הבורסה (עימות פנימי בבנקים). סיבה נוספת לגידול במחזור בחודשים אפריל-מאי היא שממועד זה החל המסחר הסדיר במילווה הקליטה מהשנים 1962 ו-1963.¹

התרחבות קלה — בשיעור 12 אחוזים — חלה בפעילות העסקות בשוק הדולרי. היקף הפעילות במרוצת השנה לא היה אחיד. במחצית הראשונה של השנה שררה מגמת הצטמקות בנפח המחזורים והם הגיעו לשפל בחודש יולי. מאוגוסט והלאה הסתמנה מגמת התרחבות אשר גברה והגיעה לשיאה בסוף השנה. בחודש דצמבר הוכפל היקף המחזור לעומת יולי. רמת מחזורים גבוהה בחודשים נובמבר ודצמבר בשוק זה הושפעה מ"בהלת המטבע הבינלאומית" שחלה באירופה. חלק ניכר מהמסחר (60 אחוזים) התרכז באגרות חוב "הוליס" אם כי חלה עלייה ניכרת בהשקעות בניירות ערך זרים.² במבט על סך כל היקף המסחר החודשי באגרות חוב (כולל קצר מועד) בשנת 1968

¹ קודם היה מסחר פחות סדיר באמצעות כתבי העברה.

² חלק מהשקעות אלו נעשה באמצעות קרנות השקעה זרות הפועלות בארץ. ראה סעיף 5 להלן.

מתגלה יציבות ניכרת בעשרת החודשים הראשונים עם רמה גבוהה מהממוצע בחודשים אפריל יולי ואוגוסט. לקראת סוף השנה חלה עלייה בולטת בהיקף המחזור, כאשר היא באה לביטוי בכל סוגי איגרות החוב, ובפרט במילווה צמודי מדד ובקצרי מועד. ראוי לציין כי שוק איגרות החוב הצמודות לדולר מצטמצם והולך ואילו שוק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ גדל.

ד. התפתחות השערים והתשואות¹

1. מניות

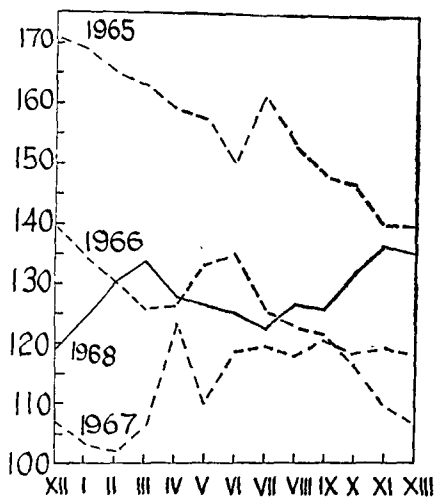
בשנת 1968 נמשכה מגמת העלייה בשערי המניות אשר החלה במאָרס 1967 (ראה דיאגרמה י"ט-1). בהתאם למדד החודשי המשוקלל של שערי המניות עלו שערי המניות הרגילות בכ"15 אחוזים, לאחר עלייה ב"11 אחוזים בקירוב בשנת 1967. שנת 1968 מאופיינת בעיקר בכך, שחלה עלייה סלקטיבית בשערי המניות. בעבר, לעומת זאת, חלו עליות בכל המניות, באותו סדר גודל. בפרט חלו עליות בולטות בשערים ובתשואות של מניות תעשייה ומסחר.

מגמת שערי המניות לא היתה אחידה (ראה לוחות נ"י"ט-8, נ"י"ט-9 בנספח) בחודשים ינואר—מאָרס 1968 חלה עלייה מהירה ותלולה בשיעור של כ"13 אחוזים ברמת השערים הכללית. לאחר מכן הסתמנה ברביע השני ירידת שערים תוך ירידה הדרגתית בנפח העסקות. ביולי ואוגוסט חזרה מגמת העלייה, ולאחר יציבות קצרה בספטמבר חלה התרחבות מוגברת באוקטובר—נובמבר, ורמת השערים בשוק הגיעה לשיא חדש בשבוע השלישי של חודש נובמבר. בחודש דצמבר חלה שוב ירידה קלה בשערים.

אין ספק שהעלייה במגמת השערים משקפת את השינוי במצב הכלכלי במשק בכלל ואת השיפור ברווחיות רוב החברות בפרט, וכן ציפיות לשיפור נוסף ברווחיות. כאמור, היה שוק המניות השנה יותר סלקטיבי מבעבר וקיימים הבדלים גדולים בשינויי השערים בין הקבוצות השונות, אם כי בכל הקבוצות חלו עליות בשערים. בולטות מכולם היו מניות התעשייה, בהן חלו עליות רצופות במשך השנה. המדד היומי של מניות אלו עלה בכ"40 אחוזים במשך שנת 1968. שיעור התשואה הכולל² (הממוצע)³ למניות התעשייה היה כ"59 אחוזים בשנת 1968 (ראה לוח י"ט-8). יש לזכור, שבתקופת השפל בשוק המניות בשנים 1964–1966 היו הירידות בקבוצת מניות התעשייה התריפות ביותר והביאו להפסדי ההון הגדולים

דיאגרמה י"ט-1
המדד החודשי לשערי מניות רגילות,
1965 עד 1968

(סופי חודשים, ממוצע 1960=100)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

¹ חומר רב לניתוח בסעיף זה וכן ביתר הסעיפים הדנים במסחר בבורסה הוצא מתוך התפתחויות בשוק ההון בשנת 1968, בנק ישראל, מינהל מלוות המדינה פבר' 1969.

² שיעור התשואה הכולל הוא צירוף הדיבידנד ויתר ההטבות ששולמו במשך השנה לשינוי בשער המניה מראשית השנה ועד סופה.

³ ההנחה שמאחורי ממוצע אריתמטי פשוט היא שמשיקעים סכום שווה בכל מניה שבאותה קבוצה.

ביותר¹. ייתכן שחלק מעליות השערים יש לזקוף לקניית מניות מצד משקיעים לצורך השגת שליטה בחברה.

בעקבות עליות השערים ב-1967 ו-1968 אמנם ירדו חלק מתשואות הדיבידנד אך שיעור התשואה הכולל עלה במידה ניכרת והיה ב-1968 לגבי כל המניות כ-26 אחוזים בהשוואה ל-17

לוח י"ט-8

שיעורי תשואה של מספר מניות נבחרות *, 1967 ו-1968

המניה	1967		1968	
	שיעור תשואה דיבידנד ⁶	שיעור תשואה כולל	תשואת ⁷ דיבידנד	שיעור תשואה כולל
א' — נייר חדרה ¹	7.1	40.7	7.2	186.6
ב' — בנק דיסקונט ²	7.8	41.6	4.4	37.3
ג' — חב' להשקעות דיסקונט ³			5.7	36.1
ד' — בית הרכב ¹			8.5	33.0
ה' — דלק ⁵	9.1	42.1	—	31.7
ו' — חב' להשקעות בל"ל ³	8.1	36.9	8.6	31.5
ז' — בנק לאומי ²	7.4	47.9	38.0	31.3
ח' — סולל בונה ¹	14.5	-3.7	0	24.8
ט' — החברה הישראלית המרכזית למסחר ²	10.0	22.4	3.6	21.5
י' — אפריקה א"י להשקעות ⁴			0	5.0
י"א — וולפסון קלור ²	0	7.9	0	1.1
י"ב — חב' להכשרת הישוב ⁴	12.1	10.4	5.2	-3.2
י"ג — טפחות ²	11.1	41.2	0	-3.5
קבוצת מניות				
תעשייה ומסחר				59.5
בנקים, מוסדות כספיים וביטוח				11.4
מקרקעין ופיתוח				8.3
חברות השקעה				18.3
דלק ונפט (2 מניות)				14.8
סך המניות		17.0		26.3
סך המניות א-י"ג ⁸				33.3

* הקריטריון לבחירת המניות היה מחזור עסקות העולה על מיליון ל"י.

(1) קבוצת תעשייה ומסחר.

(2) קבוצת כספים וביטוח.

(3) קבוצת חברות השקעה.

(4) קבוצת מקרקעין ופיתוח.

(5) קבוצת דלק ונפט.

(6) תשואת הדיבידנדה מחושבת ליום 26.2 לפי הדיבידנדה ששולמה בשנה שקדמה לאותו יום.

(7) תשואת דיבידנדה חושבה לפי הדיבידנדה האחרונה שחולקה לפי שער המניה ב-31.12.67 כולל הטבות אחרות.

(8) לגבי כל קבוצת מניות חושב ממוצע אריתמטי. ביסוד חישוב זה מונח שהמשקיע משקיע סכום שווה בכל המניות שבאותה קבוצה. ניתן לשקלל גם במחיר המניות בתחילת התקופה (קונים מס' שווה של מניות מכל סוג שנכלל בקבוצה או לשקלל במחזור העיסוק השנתי כאשר ההנחה הסמויה היא, שמשקיע רכש כל מניות הדומה לסל אותו רכשו כל המשקיעים יחד).

ה מקור: מעובד על פי נתונים של הבורסה לניירות ערך ו"שער" עתון יומי.

¹ ראה דיון בבנק ישראל, דין וחשבון 1967 עמ' 470.

אחוזים בשנת 1967. התשואה לכמה מן המניות, בכללן חלק מהנסחרות ביותר היתה גבוהה בהרבה, כפי שניתן לראות בלוח.

התפתחות השערים בקבוצת התעשייה הטביעה רישומה על המדד הכללי. השינויים במשך השנה לא היו אחידים בקבוצות המניות השונות (ראה דיאגרמה נ' י"ט-1). רמת השיא של 4 הקבוצות האחרות — פרט לתעשייה — היתה בחודש מארס, ואילו רמת השפל השנתית נרשמה בקבוצת חברות ההשקעה וכספים וביטוח בחודש יולי ובקבוצות חברות המקרקעין והנפט בחודש דצמבר.

כאמור, נשאר השוק קטן וצר למדי ופעילות ספקולטיבית עלולה לגרום לתנודות שערים חריפות. יציבותו של שוק המניות לאורך זמן תלויה בגידול מספר המשקיעים ובכלל זה משקיעים מוסדיים להם כ-80 אחוזים מסך ניירות הערך במשק.

2. איגרות חוב

בשערי איגרות החוב חלו ב-1967 שינויים פחות בולטים. מדד שערי איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ היה נמוך מבסוף 1967 במרבית חדשי השנה (ראה לוח נ' כ"9) אך עלה בצורה בולטת בחודש דצמבר 1968 — עלייה ששיקפה ציפיות לפיחות תופעה שהתבטאה בשיעור התשואה השלילי של חלק מאיגרות חוב אלו.

בשערי איגרות החוב הצמודות למדד היתה עלייה במחצית השנייה של השנה, עלייה ששיקפה ציפיות לעליית מחירים במשק בעקבות הגידול המהיר בפעילות הכלכלית. ציפיות אלו השתקפו גם בירידת שערים במדד שערי איגרות החוב הבלתי צמודות. עיקר הפעילות בקבוצה זו היה במילוה הביטחון, לאחר שהותר לבנקים לרכוש מילוה ביטחון בבורסה במסגרת 25 אחוזים, שהבנקים רשאים לתת אשראי מוכוון מכספי תכניות החיסכון. הביקוש מצד הבנקים הביא לשינוי במגמת השערים במילוה אלו. רמת השערים במילוה הביטחון התייצבה בחודש אוגוסט ברמה הנמוכה ב-1-4 אחוזים מהפארי המתואם. התשואה נטו באלטרנטיבה לא צמודה ירדה מ-9.5 אחוזים בראשית השנה ל-8.5 אחוזים; לקראת סוף השנה הסתמנה שוב ירידת שערים ועליית התשואה ל-9 אחוזים.

במילוה ברירה אחרים היו השערים בבורסה קרובים לפארי המותאם ברוטו באלטרנטיבה לא צמודה — כלומר שיעור ריבית של 11 אחוזים בקירוב. לפיכך, קיימת מחד גיסא, כדאיות מוחלטת למכור בבורסה במקום להציג למנפיק את האיגרות לפדיון מוקדם, ומאידך גיסא להשקיע לתקופות ביניים. רמת המחירים השוררת בבורסה מעניקה למוכר את ערך הפדיון ברוטו כמעט במלואו (גבוה בכל אופן מהסכום נטו לאחר מס) וזאת לפני מועד הפדיון המוקדם. במילוה קליטה ירדו השערים ורמת התשואות בסדרות השונות בסוף השנה, לעומת סוף השנה הקודמת עלתה ב-1-2 אחוזים.

5. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ¹

א. רכישות ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ונמצאים בידי תושבי ישראל ניתנים לחלוקה לשני סוגים עיקריים: (א) ניירות ערך המונפקים על-ידי חברות, או גופים בישראל והנקובים במטבע חוץ; (ב) ניירות ערך זרים.

בשנת 1968 הגיעה התוספת נטו של ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ ל-22 מיליון דולר בהשוואה ל-18 מיליון דולר (נטו) בשנת 1967 ו-14 מיליון דולר (נטו) בשנת 1966. יתרת הערך

¹ יש לייחס לנתונים בסעיף זה מהימנות קטנה יותר מליתר הנתונים שבפרק זה כיוון שאין נתונים מדויקים על החלוקה בין ניירות ערך זרים לאלו הנסחרים במטבע חוץ ואין ידע מדויק על היקף השיעור.

של ניירות ערך זרים הנסחרים במטבע חוץ עלתה אמנם בשנת 1968 ב־57 מיליון דולר, אך כ־35 מיליון דולר מסכום זה הינם שיערוך ניירות ערך שנערך במאסר 1968 לפי ערך השוק (ראה לוח י"ט-9)¹.

לוח י"ט-9

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ומוחזקים בידי תושבי ישראל, 1963 עד 1968

(מיליוני דולרים)

השנה	ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ	ניירות ערך זרים	יתרה לסוף השנה		סך הכול	תוספת שנתית	
			סך כל השיערוך***	ברוטו (כולל שיערוך)		נטו*** (ללא שיערוך)	
1963 *	—	—	—	36.8	—	11.1	
1964 *	—	—	—	50.6	—	13.8	
1965 *	—	—	—	80.4	—	29.8	
1966 **	73.6	21.7	10.5	105.8	25.4	14.9	
1967 **	83.6	29.9	17.6	131.1	25.3	18.2****	
1968 **	93.7	41.9	52.6	188.2	57.1	22.1****	

* אין נתונים על החלוקה.

** קיימים נתונים על חלוקת היתרה ל־29.2.67. התייחסנו לחלוקה זו כאל חלוקה בסוף 1966. החלוקה בסוף 1967 לפי נתוני 31.3.68 והחלוקה לסוף 1968 הינה אומדן לפי נתוני מארס 1968.

*** אומדן. היקף השיערוך נראה מוגזם למדי בפרט לאור משקלן הרב של איגרות החוב.

**** ראה חלוקה חודשית בנספח לוח י"ט-10.

ה מ ק ו ר : מעובר לפי נתונים מהאגף למטבע חוץ, משרד האוצר וממנהל מילות המרינה, בנק ישראל.

האומדן לסכום ניירות הערך הזרים שנרכשו בידי תושבי ישראל בשנת 1968 הוא 12 מיליון דולר, בהשוואה לסכום של כ־8 מיליון דולר בשנת 1967.

הגידול בפעילות הכלכלית במשק ב־1968 והשיפור במצבם של משקי הבית הביא לגידול השקעותיהם בניירות ערך בכלל ובניירות ערך זרים בפרט. אי היציבות בשוק הכספים הבינלאומי והחשש משינויים בשיערי החליפין באירופה ובארץ, חשש שהתחזק מהתאמת שער החליפין בנובמבר 1967, הביאו להגדלת הביקוש לנכסים הצמודים למטבע זר. אלו היו הגורמים העיקריים שהביאו לגידול בתוספת השנתית של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ בשנת 1968. הואיל והתשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות למטבע זר היתה במרבית השנה כ־4.5 אחוזים בלבד² העדיפו חלק מהמשקיעים (בפרט אלו המוכנים לקחת סיכון) להשקיע בניירות ערך זרים (במישרין או דרך קרנות נאמנות) שגם בהם הקרן צמודה לשיעור החליפין, ואילו שיעור התשואה

¹ חלק מהשיערוך מבטא עלייה בשיערים של ניירות הערך המוחזקים בידי תושבי ישראל באותה שנה, אך חלק ממנו הינו תוצאה מעליית שיערים בשנים קודמות שטרם נעשה עבורם שיערוך.

² נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

גבוה יותר¹. יתרון נוסף של ניירות ערך זרים על פני ניירות ערך מקומיים צמודים לשער החליפין הוא האפשרות למכרם ללא הפסדי הון בדולרים לאחר הפיחות².

הגידול בביקוש הביא ליצירת מסגרות חדשות והרחבת מסגרות קיימות שהקלו על המשקיעים לממש את שאיפותיהם. כך הוקמו מספר קרנות נאמנות ליד הבנקים הגדולים אשר התחייבו להתחזק באחוז מסויים של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. קרנות נאמנות אלו הרוכשות איגרות חוב בעיקר גדלו בצורה מהירה מאוד בשנת 1968 וכתוצאה מכך קנו כמות גדולה יחסית של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ.

כמו כן, חל גידול ניכר ברכישתן של תעודות השתתפות של קרנות נאמנות זרות בממדים גדולים יותר מאשר בשנים קודמות בין היתר בעקבות הגברת מאמצי המכירה מצד הקרנות. שיעור התשואה הגבוה בעבר של קרנות אלו הינו בעל משיכה רבה³. נראה, שבשנת 1968 עלתה חשיבות ההשקעה בניירות ערך זרים ויש להניח, שעלה משקלם של ניירות ערך זרים בתיק הנכסים של המשקיעים⁴. ידוע, כי בסוף מארס 1968 היו כ-78 אחוזים מניירות הערך שנרכשו במסגרת הנת"ד רשומים בארץ; רוב ניירות הערך הזרים היו נקובים בדולרים.

ב. שוק הנת"ד⁵

הנת"ד⁶ (ניירות ערך תמורת דיבידנדה) הינו הסדר שלפיו יכולים סוגים מסויימים של בעלי מטבע חוץ להציעו באורח רשמי, לאזרחים ישראלים וזרים תמורת לירות ישראליות. בעלי הנת"ד יכולים להתחזק את מטבע החוץ שבמסגרת זו בצורת פיקדון נת"ד בבנקים ישראלים, או להשתמש בו לרכישה של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ (רשומים בבורסה בתל-אביב או זרים). עיקר ההיצע בשוק הנת"ד מקורו בהמרות של בעלי פיקדונות תמ"מ. מקורות היצע נוספים הם: מכירת ניירות ערך הנסחרים במסגרת הנת"ד, ריבית ודיבידנדה על השקעות במסגרת הנת"ד וכן תקבולים מפרוייקטים בחו"ל, שאישרה הוועדה לאישור תכניות ההשקעה בחו"ל. שער המכירה אינו השער הרשמי, אלא שער הנקבע על פי הביקוש וההיצע והתנודות בו גדולות יחסית. האגיו — הוא ההפרש באחוזים בין שער החליפין הרשמי לשער הנת"ד.

הביקוש לנת"ד נובע ממספר מקורות שהעיקריים ביניהם היו בשנת 1968 משקיעים מוסדיים כגון קרנות הנאמנות שהתחייבו בתקנון להשקיע חלק מנכסיהן בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ומשקיעים פרטים המבקשים לרכוש ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ או להשקיע בקרנות נאמנות זרות. כמו כן יש ביקוש של מבצעי השקעות בפרוייקטים בחו"ל, ואזרחים זרים שהשקיעו בארץ והמבקשים להמיר את כספם למטבע זר.

האגיו היה קרוב ל-11 אחוזים בחודשים הראשונים של שנת 1968, וירד במידה ניכרת בחודשים מארס ואפריל. בחודשים אפריל-אוקטובר נע שיעור האגיו בין 7.1-5.6 אחוזים; בנובמבר

¹ עובדה זו פחות נכונה כאשר משלמים אגיו גבוה על הנת"ד. יש לזכור, כי שיעור התשואה למשקיע בארץ נמוך יותר מלמשקיע בחו"ל, כיוון שיש לשלם את האגיו על הדולר נת"ד כדי לרכוש ניירות ערך זרים.

² לגבי ניירות ערך מקומיים הצמודים לשער החליפין, קיים חשש שבעקבות השוק הקטן יחסית בארץ ירדו המחירים מכל נטייה של מימוש הפרשי הצמדה לאחר פחות בעוד שהשוק לניירות ערך זרים הוא בעל היקף רחב מאות מונים.

³ שיעור התשואה של קרן נאמנות זרה אחת היה ב-1968 כ-14.6 אחוזים (ללא התחשבות במחיר הנת"ד).

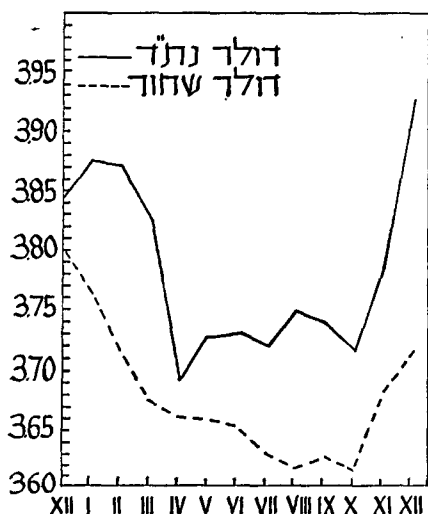
⁴ אין אפשרות לומר שמשקיעים זרים גייסו בארץ ממשקי בית ועסקים יותר הון מאשר ההון שגוייס ע"י מנפיקים מקומיים כיוון שרוב ניירות הערך הזרים לא נקנו במקור, וקרנות הנאמנות הורות חוייבו להשקיע בארץ.

⁵ סעיף זה מבוסס ברובו על תזכיר פנימי של רוברט צנטלר ממחלקת המחקר.

⁶ ראה: בנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 486 וכן פרק כ' סעיף 3-ג' בדו"ח זה.

דיאגרמה י"ט-2

שערי הדולר נת"ד והדולר השחור
ממוצע חודשי *, 1968
(ל"י לדולר)



* ממוצע אריתמטי של ימי ה' בשבוע.
המקור: מינהל מילואת המדינה (לפי התאונים, יום-יום "ושטרי").

ודצמבר עם התעוררות המתיחות בשוק הפיננסי הבינלאומי קפץ מחיר הדולר נת"ד. שיעור האג"ו במוצע חודשי הגיע ל-8.2 אחוזים בנובמבר, ואילו בחודש דצמבר היה שיעור האג"ו למעלה מ-12 אחוזים. (בתחילת שנת 1969 עלה שיעור האג"ו ליותר מ-20 אחוזים). היקף המסחר במסגרת הבורסה בדולר נת"ד בחודשים נובמבר ודצמבר הוכפל לעומת ממוצע עשרת החודשים הראשונים של שנת 1968. קשה למצוא קשר ברור בין גודל ההשקעה בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ לבין שיעור האג"ו על נת"ד. שיעור האג"ו במוצע בכל שנת 1968 היה נמוך במקצת מזה שבשנת 1967 והיה כ-8 אחוזים. שיעור האג"ו של הדולר נת"ד היה במרוצת כל השנה גבוה משיעור האג"ו של הדולר החופשי² (ראה דיאגרמה י"ט-2) וזאת בניגוד לשנים קודמות בהם היה שיעור האג"ו של הדולר החופשי גבוה במידה ניכרת מהדולר נת"ד. בשנת 1968, כבשנה שקדמה לה, היה קיים מיתאם טוב למדי בין מחיר הדולר נת"ד למחיר הדולר בשוק החופשי במרבית חודשי השנה. מיתאם זה יש בו כדי להעיד כי שיקולים דומים משפיעים על שני השווקים.

יש לציין, ששני השווקים כאחד עוסקים אמנם במטבע חוץ אבל הם שונים זה מזה. השוני

ביניהם בולט יותר מצד ההיצע — בו התחלפויות בין 2 השווקים קטנה ביותר ופחות בצד הביקוש בו תיתכן מידה מסויימת של תחלפויות. נראה, שההסבר לשינוי היחסי בין השערים בשני השווקים מוסבר בשני גורמים:

- עד לפיחות בנובמבר 1967 נהג משרד האוצר להתערב בשוק הנת"ד, ולהשפיע על המחירים בו, ואילו מאז הפיחות אין הוא נוהג לעשות זאת יותר.
- בשנת 1968 גבר במיוחד הביקוש של משקיעים מוסדיים ובפרט הביקוש של קרנות נאמנות לנת"ד. המשקיעים המוסדיים פועלים כך בשוק הנת"ד שהינו שוק חוקי שדרכו אפשר לרכוש נכסים נושאי תשואה הנקובים במטבע חוץ, ואילו בשוק השחור, שאינו חוקי, אפשר לרכוש מזומנים בלבד.

¹ הדבר נכון הן לשנים 1967 והן לשנת 1968. ראה דיון בבנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 475.
² בשוק השחור.