

שוק ניירות הערך

1. גיוס הון בשוק לניירות הערך

בשנת 1958 הונפקו ניירות ערך חדשים בסכום נקוב של 78.7 מיליון ל"י. סכום זה עלה אומנם ב-17.7 מיליון ל"י על סכום ההנפקות שבוצעו ב-1957, אולם בשל הקצב המזורז של פדיון ניירות ערך קיימים, היתה התוספת הנקייה לסכום ניירות הערך שבמחזור יותר קטנה ב-1958 מאשר בשנה הקודמת, והסתכמה ב-44 מיליון ל"י בערך ב-1958, לעומת 49 מיליון ל"י ב-1957. אפשר למדוד את חשיבותן המשקית של ההנפקות החדשות, בין השאר, על-פי היחס שבין סכום ההנפקות לבין ערך ההשקעות בנכסי הון שבוצעו במשך השנה. ההנפקות נטו ב-1958 (סך כל ההנפקות בניכוי סכום הפדיונות של ניירות ערך קיימים) היוו 4.8 אחוזים מההשקעה הגולמית לעומת 5.6 אחוזים ב-1957. שיעורים אלה הם נמוכים, וההסבר לכך טבוע בחלקו בתכונות המיוחדות של המשק הישראלי. הון ההשקעות בארץ, נובע בחלקו הגדול לא מחסכונות מקומיים, אלא מיבוא הון ובייחוד יבוא הון ציבורי, שההחלטה על השימוש בו הינה בעיקר בידי הממשלה וגופים ציבוריים אחרים; הממשלה עצמה מבצעת את ההשקעות במפעלי הדואר, התחבורה, סלילת כבישים, הקמת בניינים ציבוריים ועוד. המוסדות הלאומיים משקיעים בהכשרת קרקע, ייעור והתיישבות חדשה. מלבד זאת מספקת הממשלה סכומים גדולים של הון השקעות לשאר המשק בשתי צורות עיקריות: מתן אשראי לזמן ארוך והשתתפות בהון של איגודים ממשלתיים, הממלאים פונקציות דומות לאלה של החברות המסחריות והתעשייתיות. הפירמות מעדיפות לפנות לאשראי הממשלתי ולא למקורות הון אחרים, לרבות השוק לניירות ערך. הסיבות העיקריות לכך הן:

- (א) שוק האשראי בארץ הוא בעיקרו שוק של אשראי לזמן קצר.
- (ב) כניסת ניירות צמודי ערך לשוק ניירות הערך. מאז 1956 נקבעת התמונה בשוק ניירות הערך על-ידי איגרות חוב הצמודות למדד המחירים לצרכן או לשער הדולר. איגרות חוב אלה הוצאו תחילה על-ידי גופים ציבוריים ולאחרונה גם על-ידי מוסדות כספיים. אפשרות נטילת הלואה לזמן ארוך תמורת איגרות חוב צמודות ערך, הינה פתוחה בפני הממשלה והגופים המסונפים אליה, כי הממשלה יכולה לממן את ההתחייבות הנוספת, הנובעת מן ההצמדה, מתוך מסים ומקורות כספיים אחרים, שאינם עומדים לרשות הפירמות הכלכליות. המוסדות הכספיים מבטיחים את יציבות הערך של המלוות שהם מקבלים, על-ידי הצמדת חלק מההלואות שהם נותנים ללקוחותיהם. פירמות אחרות לעומת זאת, אינן נוטות, בדרך כלל, להצמיד את

ערך ההלוואות המתקבלות על-ידן למדד המחירים או לשער הדולר. כתוצאה מכך ירד הביקוש לאיגרות חוב לא-צמודות עם הופעת איגרות החוב הצמודות בשוק.

(ג) הסיכויים לגיוס הון על-ידי הוצאת מניות חדשות נצטמצמו גם הם. הירידה של שערי המניות בבורסה בשנים 1955 עד 1958 הפחיתה את ערכן הריאלי של המניות. העובדה ששערי המניות ירדו בשנים האחרונות, בזמן שמחירי הסחורות והשירותים עלו, הרתיעה משקיעים בכוח מהשקעה במניות רגילות. משום כך לא נעשה, בשנתיים האחרונות, ניסיון להציע לקהל מניות חדשות.

(ד) כוח המשיכה של השקעה במניות נגרע גם משום שקיימת הפליה, מבחינת המיסוי, לרעת הון המניות לעומת הון ההלוואות. תשלומי הריבית על הלוואות נכללים בהוצאות העיסוקיות של הלווים, ובחברת מניות מקטינים תשלומי הריבית את הרווחים החייבים במס הכנסה ובמס חברות, בעוד שהדיבידנדה המשתלמת על המניות מהווה חלק מן הרווח החייב בשני המסים האלה (שהסתכמו בשנת המס 1958/59 ב־46 אחוזים מהרווחים הנקיים). יתר על כן, ההכנסה מהדיבידנדה מתווספת להכנסתם של בעלי המניות החייבת במלוא המס, בעוד שהריבית מאיגרות חוב חייבת, ברוב המקרים, במס של 25 אחוזים לכל היותר.

(ה) העובדה שרבות מן המניות הרשומות בבורסה מעניקות לבעליהן זכות הצבעה מוגבלת בלבד בענייני החברות, גרעה אף היא מן ההתעניינות שהראו משקיעים בכוח במניות רגילות.

עובדות אלה מקטינות את החשיבות היחסית של ההנפקות החדשות כאמצעי לגיוס הון השקעות, ואת משקלה של הבורסה בשוק ההון. כדאי להצביע על כך שסכומים לא מבוטלים מופנים לא לניירות הערך הנסחרים בבורסה (ולא לבנקים המסחריים), אלא לעיסקות אשראי לזמן קצר, בגלל ההפרש בין הריבית הנומינאלית המשולמת על איגרות חוב לבין שערי הריבית, הגבוהים יותר, הנהוגים לגבי שטרות וצורות אשראי אחרות מחוץ לשוק המאורגן (ב"שוק השחור"). נוכח ההבדל הזה ברמות הריבית, נמצאים בעלי הון המעדיפים להלוות מכספם ללווים, שצורכי האשראי שלהם לא באו על סיפוקם במסגרת האשראי הממשלתית והבנקאית ולנושי הממשלה (קבלנים וספקים של הממשלה).

קבלת האשראי הממשלתי על-ידי הפירמות מסבירה לא רק את חלקן הצנוע של הפירמות המסחריות בין הגופים שהנפיקו ניירות ערך חדשים, אלא גם את מבנה ההון של פירמות רבות, העמוס בהון הלוואות והדל במקורות עצמיים.

כמו בשנת 1957 כן גם בשנת 1958, גויס באמצעות הנפקת ניירות ערך חדשים, הון הלוואות בלבד, ואילו מניות חדשות לא הוצעו לציבור. הלווים הגדולים ביותר היו, הממשלה וגופים ציבוריים שלמלוותיהם ניתנה ערבות ממשלתית. ביחד הוציאו, הממשלה וגופים אלה, איגרות חוב בסך של 64.1 מיליון ל"י, היינו כ־80 אחוז מסך כל האמיסיות, שבוצעו במשך השנה. יתר ההנפקות (בסך 14.6 מיליון ל"י), היו מלוות של מוסדות כספיים, ובעיקר של מוסד ישראל לתעשייה, שהתחיל בעסקים ב־1958.

הנפקת איגרות חוב של הממשלה, של המוסדות הלאומיים ושל הרשויות המקומיות בשנים 1956 עד 1958 בלבד, הסתכמה בסכום של 150 מיליון ל"י בקירוב, והביאה את חלקה של הממשלה והרשויות הציבוריות האחרות ל־80 אחוז מסך כל ההנפקות שבוצעו באותן השנים.

מאידך, הסתמנה מגמה לריכוז ניירות ערך בידי משקיעים מוסדיים, לעומת משקיעים פרטיים. לתופעה זו שתי סיבות עיקריות:

(א) האחוז הגדול של החסכונות האישיים, המצטבר בידי מוסדות כספיים, ובייחוד בידי קופות התגמולים והמוסדות הבנקאיים;

(ב) הוראות החוק המחייבות מוסדות אלה להשקיע בניירות ערך חלק מסוים מנכסיהן. לפי האומדן החזיקו המוסדות הכספיים — מוסדות בנקאיים, קופות תגמולים, חברות השקעה וחברות ביטוח — ניירות ערך בסכום של 155 מיליון ל"י, שהם 60 אחוז בקירוב מערך הניירות שהיו רשומים בבורסה, בסוף 1958.

למעלה משני שלישים מכסום ההנפקות החדשות היו מלוות צמודים. ערכם הנקוב הסתכם ב-55.3 מיליון ל"י (לעומת 50.9 מיליון ל"י ב-1957). ניירות הערך הלא-צמודים היו כולם ניירות ערך ממשלתיים, וברובם (22.4 מיליון ל"י) איגרות חיסכון שהוצאו במסגרת המלוות לשיכון עולים תשי"ז.

2. הפכו והרכב של הניירות הרשומים בבורסה

הערך הנקוב של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב הסתכם בסוף 1958 בסך של 255 מיליון ל"י, לעומת 219 מיליון ל"י בסוף 1957. בסוף שנת 1958 היוו מלוות הממשלה והמלוות שבערבותה, 86 אחוזים מסך כל הניירות הרשומים, לעומת 84.5 אחוזים בסוף 1957. הערך הנומינאלי הכולל של המניות הרגילות ומניות הבכורה נשאר ללא שינוי, וחלקן בסך כל ניירות הערך הרשומים ירד מ-8.7 אחוזים בתחילת השנה ל-7.5 אחוזים בסופה. איגרות החוב הצמודות, שאין עליהן ערבות ממשלתית עלו, עקב הפעילות האמיסיונית של השנה, מ-7 ל-10 מיליון ל"י. סך כל איגרות החוב צמודות-הערך הרשומות בבורסה עלו, מ-125 מיליון ל"י בתחילת השנה ל-156 מיליון ל"י בסופה, או מ-57 ל-61 אחוזים מערך הניירות הרשומים (לוח י"ז-1).

3. הרכבים ניירות ערך חדשים

למעלה ממחצית סכום הרכישה של ניירות הערך, שהונפקו ב-1958, שוב נרכשו על-ידי המשקיעים המוסדיים.

כדי להיות פטורות ממס חייבות קופות התגמולים, על-פי תקנות מס הכנסה, להשקיע 65 אחוזים מנכסיהן בניירות ערך מאושרים או כ"פקדונות מיוחדים" במוסדות בנקאיים. כנגד זה, התחייבו המוסדות הבנקאיים בהסכמים עם האוצר, להשקיע בניירות ערך מאושרים 60 אחוז מה"פקדונות המיוחדים". כתוצאה מכך מופנה להשקעות בניירות ערך, חלק ניכר מהסכומים

¹ הגידול אינו משקף את מלוא התוספת לניירות הערך שבידי הציבור, היות ותאריך ההרשמה של ניירות ערך חדשים בבורסה איננו זהה עם מועדי הנפקתם. איגרות החיסכון, שבמסגרת המלוות לשיכון עולים וחלק מאיגרות החוב המוצאות על-שם איגן נרשמות כלל בבורסה.

לוח י"ז

הערך הנקוב של ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, 1957-1958
(מיליוני ל"י)

(סוף התקופה)

1958		1957		נייר הערך
אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	
מלוות ממשלתיים				
33.4	85	34.3	75	איגרות חוב צמודות-דולר
9.8	25	5.9	13	איגרות חוב צמודות-מדד
28.6	73	30.6	67	איגרות חוב לא-צמודות
71.8	183	70.8	155	סך כל המלוות הממשלתיים
מלוות בערבות הממשלה				
5.5	14	5.9	13	איגרות חוב צמודות-דולר
8.6	22	7.8	17	איגרות חוב צמודות-מדד
14.1	36	13.7	30	סך כל המלוות בערבות הממשלה
ניירות ערך אחרים				
6.3	16	7.3	16	מניות רגילות
1.2	3	1.4	3	מניות בכורה
3.9	10	3.2	7	איגרות חוב צמודות-ערך
2.7	7	3.6	8	איגרות חוב לא-צמודות
14.1	36	15.5	34	סך כל ניירות הערך האחרים
100.0	255	100.0	219	סך כל ניירות הערך הרשומים בבורסה

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

המצטברים מדי שנה בקופות התגמולים. התקנות וההסדרים עם האוצר קובעים שיש לרכוש ניירות אלה במישרין מהמוציא או מהמפיץ ולא מיד שנייה, כלומר לא בבורסה ולא ממחזיקים קודמים. דבר זה מסייע לקליטתן המהירה של ההנפקות החדשות. שנת 1958 היתה השנה הראשונה לתחולת הסדרים אלה, ועל-מנת להתאים את הרכב נכסיהן לדרישות הגבירו הקופות את קצב רכישותיהן. ביחד עם חברת ההשקעות שלהן רכשו בשנת 1958, לפי האומדן ניירות ערך חדשים בסכום נקוב של 23 מיליון ל"י, שהם כ-30 אחוז מסכום ההנפקות החדשות. נוסף לכך נרכשו על-ידי המוסדות הבנקאיים ניירות ערך בסך של 2.3 מיליון ל"י, מתוך כספי ה"פקדונות המיוחדים" של קופות התגמולים.

הבנקים והאגודות השיתופיות לאשראי הגדילו, בשנת 1958, את תיק ניירות הערך שלהם ב-19.3 מיליון ל"י,¹ שהסתכם בסוף השנה ב-63.9 מיליון ל"י. גידול זה, העולה פי שישה על הגידול שחל בשנת 1957 (3.2 מיליון ל"י), נובע בעיקר מההתרחבות הניכרת של תוכניות החיסכון המאושרות של מוסדות אלה² ומהקמת ה"פקדונות המיוחדים". הבנקים חייבים להשקיע בניירות ערך חדשים 60 אחוז, הן מה"פקדונות המיוחדים" של קופות התגמולים והן מהסכומים המופקדים אצלם במסגרת תוכניות החיסכון. עקב הגידול השנתי של פקדונות החיסכון השקיעו המוסדות הבנקאיים סך של 14.5 מיליון ל"י בניירות ערך חדשים, וכנגד ה"פקדונות המיוחדים" השקיעו בניירות ערך סך של 2.3 מיליון ל"י. חלקם של ניירות הערך בנכסי המוסדות הבנקאיים עלה לפיכך, מ-5.1 אחוזים³ בתחילת שנת 1958 ל-5.8 אחוזים בסופה.

ניירות הערך החדשים שנרכשו על-ידי המוסדות הבנקאיים היוו 25 אחוזים בערך מסך כל ההנפקות החדשות. יתר ניירות הערך החדשים, שהם 45 אחוזים בערך מסך כל האמיסיות שבוצעו ב-1958, נרכשו על-ידי פרטים. מתוך זה הוקצו כ-27 אחוזים — בסך של 21.5 מיליון ל"י — כהטבה לפרטים תמורת מטבע חוץ שמכרו לאוצר, בהשוואה ל-14 אחוזים — 8.6 מיליון ל"י — ב-1957.⁴ פירוש הדבר, שכמחצית מערכם הנקוב של ניירות הערך הממשלתיים, שהוצאו ב-1958, הוקצו כהטבה למעבירי מטבע חוץ.

מן הדין הוא להפריד את ניירות הערך האלה משאר הניירות הנסקרים כאן, לא רק בגלל אופן הפצתם המיוחד, אלא גם מפני שברובם המכריע היו אלה איגרות חיסכון, שהוצאו במסגרת המלווה לשיכון עולים, והמהוות למעשה ניירות ערך לזמן קצר. מרבית האיגרות האלה הוגשו לפדיון בתום שישה חודשים מיום הוצאתן.

החלק של ניירות הערך, שנרכש על-ידי משקיעים פרטיים (כלומר לא על-ידי גופים ציבוריים ולא על-ידי מוסדות כספיים), פרט להטבה הנזכרת לעיל, הגיע ל-15 מיליון ל"י בערך, שהם פחות מ-20 אחוז מסך כל ההנפקות שבוצעו ב-1958. בשנת 1957 רכשו המשקיעים הפרטיים ניירות ערך בסכום דומה, אולם רכישותיהם היוו כ-25 אחוזים מסכום ההנפקות, שבוצעו באותה שנה.

¹ פרט לניירות ערך של חברות בת.

² ראה פרק ט"ו, "החיסכון האישי".

³ מספר מתוקן.

⁴ יש לזכור שההטבה הנ"ל ניתנה רק החל מאמצע 1957.

4. ניירות ערך קצרי מועד

בהעדר ניירות ערך קצרי מועד במערכת ניירות הערך המוצאים לשוק, שימשה איגרת החיסכון של המלווה לשיכון עולים תחליף לנייר ערך קצר מועד. נייר זה המופק, בעצם, לתקופה של 5 שנים, אפשר להחזיר למינהל מלוות המדינה תמורת ערכו הנקוב ובתוספת ריבית קטנה, כעבור שישה חודשים מיום הוצאתו. כן הוא מתקבל על-ידי האוצר לתשלום מסים ותשלומי חובה אחרים בתום אותה תקופה, בסכום הנקוב ובתוספת הריבית שנצטברה. בשנים 1957 ו-1958 הוצאו איגרות חיסכון מסוג זה בסכום נקוב של 29 מיליון ל"י בקירוב, בעיקר כהטבה למעבירי מטבע חוץ.¹ לפי התנאים שצוינו, אפשר היה להחזיר למינהל מלוות המדינה, עד סוף 1958, איגרות חיסכון בסכום נקוב של 18.6 מיליון ל"י; למעשה הוחזרו איגרות חיסכון בסך 17.6 מיליון ל"י. חלק מניירות אלה עברו לפני החזרתם מיד ליד, מאחר שחלק ממחזיקיהם, שנזקקו למזומנים, מכרו את האיגרות בשוק, בניכוי דיסאג'יו, שכתוצאה ממנו נהנו קוני האיגרות מהכנסה שנתית מהן בתחום של 7 עד 10 אחוזים בערך, לפי תנאי ההיצע והביקוש בשעת ביצוע העסקה. איגרות חיסכון אלה נסחרות גם בבורסה, אף שאינן נמנות בין הניירות הרשומים שם. המסחר בהן היה ער מאוד, והמחזור שלהן בבורסה² הגיע בחודשים מסוימים ל-700 אלף ל"י ויותר.

סכומים ניכרים הושקעו במשך השנה על-ידי בעלי הון פרטיים במסמכי אשראי לזמן קצר, שאינם נסחרים כלל בבורסה. לדוגמה ישמשו התחייבויות, הנובעות מחשבונות הסילוקין אצל החשב הכללי, ושטרי הסוכנות היהודית. באחד הבנקים בלבד הסתכם המחזור בניירות אלה בסך 7.7 מיליון ל"י בשנת 1958, סכום אשר — בהעדר סיכומים סטטיסטיים — משמש אינדיקטור להיקף העסקים בשטח זה, ומצביע על קיומו של ביקוש לניירות ערך קצרי מועד.

5. ההנפקות החדשות

ניירות הערך שהונפקו בשנת 1958 דומים בתנאי הריבית, ההצמדה והפדיון שלהם לניירות הערך שהוצאו בשנת 1957, אך נבדלים מהם מבחינה אחת; בעוד שכל ההנפקות, שבוצעו ב-1957, היו מלוות של הממשלה או מלוות של גופים ציבוריים בערבות הממשלה (קרן היסוד), הרי נכללות בין ניירות הערך שהוצאו ב-1958, איגרות החוב של מוסדות כספיים וביניהם כאלה אשר, זו הפעם הראשונה, כעבור הפסקה של שנים מספר, הוציאו לשוק איגרות חוב, בלי ערבות ממשלתית. בלוח י"ז-2 ניתן פירוט של ניירות הערך החדשים, שהונפקו ב-1958.

(א) מלוות ממשלתיים

בשנת 1958 נמשכה הנפקת המלווה לשיכון עולים תשי"ז—1957, שהחלה עוד במחצית השנייה של 1957. ב-1958 הוצאו איגרות חוב נושאות ריבית בסכום של 20.8 מיליון ל"י, ואיגרות חיסכון בסכום של 22.4 מיליון ל"י, שנמסרו בעיקר כהטבה לפרטים תמורת מטבע חוץ שמכרו לאוצר. כן הוקצו למעבירי מטבע חוץ, איגרות פרס בסכום נקוב של 724 אלף ל"י במסגרת אותו

¹ ב-1958 הוצאו איגרות חיסכון בסכום נקוב של 22.4 מיליון ל"י, ומסכום זה 20.3 מיליון ל"י למעבירי מטבע.
² פרט לעיסקות שבוצעו בכותלי הבנקים, ואשר לא התבטאו במחזור בבורסה.

לוח י"ז-2
הנפקת ניירות ערך חדשים, 1958

(אלפי ל"י)

הערך הנקוב		נייר הערך
מלוות ממשלתיים		
המלווה לשיכון עולים תשי"ז-1957		
13,600.5		6% איגרות חוב רשומות על-שם
7,157.0		4½% איגרות חוב למוכ"ז
22,423.0		איגרות חיסכון למוכ"ז
44,132.5	952.0	מלוות עממיים נושאי פרסים
מלוות בערבות הממשלה		
6% קרן היסוד — המגבית המאוחדת לישראל		
1959/68 (סדרה 3)		
3,320.0		איגרות חוב רשומות על-שם
9,180.0		איגרות חוב למוכ"ז
12,500.0		
6% מלוות משותפים לרשויות המקומיות		
1960/69 (סדרה 2)		
3,013.6		איגרות חוב רשומות על-שם
4,486.4		איגרות חוב למוכ"ז
20,000.0	7,500.0	
מלוות אחרים		
6½% בנק אפוטיקאי כללי בע"מ 1961/68 (סדרה 1)		
3,000.0		איגרות חוב למוכ"ז
6% חברה להשקעות של בנק לאומי לישראל בע"מ		
1961/70 (סדרה 12)		
1,800.0		איגרות חוב רשומות על-שם
1,200.0		איגרות חוב למוכ"ז
3,000.0		
6½% ג.א.ס. — רסקו בע"מ 1961/68		
200.0		איגרות חוב למוכ"ז
6% מוסד ישראל לתעשייה בע"מ		
5,483		איגרות חוב על-שם (נחתמו)
9,517		איגרות חוב למוכ"ז (נחתמו)
15,000		
14,572.5	8,372.5	נפרע עד סוף 1958
78,705.0		סך הכל

מלווה. לעומת זאת נתקבלו על-ידי מינהל המלוות איגרות פרס בסכום נקוב של 935 אלף ל"י אשר הוחלפו בניירות ערך אחרים.

ניירות ערך ממשלתיים אחרים, שהוצאו ב-1958, היו איגרות של מלוות עממיים הנושאות פרסים. ערכם הנקוב הסתכם במיליון ל"י בקירוב, וכשליש מזה הוקצה כהטבה למעבירי מטבע חוץ.

(ב) מלוות בערבות הממשלה

הממשלה ערבה לשניים מהמלוות שהונפקו ב-1958. שני המלוות — של קרן היסוד ושל הרשויות המקומיות — מסתכמים ב-20 מיליון ל"י, והם סדרות נוספות למלוות קודמים. שניהם הוצמדו לשער הדולר או למדד המחירים לצרכן, לפי בחירת הרוכשים.

(ג) מלוות של מוסדות כספיים

ארבעה מוסדות כספיים נמנו בין הלווים בשוק ניירות הערך ב-1958. איגרות החוב שהוצאו על-ידם דומות ברוב התנאים: שער הריבית של שני מלוות הוא 6 אחוזים ושל השניים האחרים 6½ אחוזים. תקופת המלוות הינה בין 10 ל-12 שנים, עם פדיון בשמונה עד עשרה שיעורים שנתיים. הקרן והריבית של שלושה מלוות צמודים לשער הדולר, ולגבי מלווה אחד ניתנה הבחירה למלווים בין הצמדה לשער הדולר ובין הצמדה למדד המחירים לצרכן. ארבעת המלוות אושרו בהתאם לחוק עידוד החיסכון, המעניק למקבלי הריבית הקלות במס הכנסה. כל המלוות מיועדים למטרות שיש בהן עניין ציבורי: המלווה של הבנק האפותיקאי, בסך 3 מיליון ל"י, נועד למימון מפעלי שיכון, היוזמים על-ידי משרד העבודה: מלווה החברה להשקעות של בנק לאומי, בסך 3 מיליון ל"י, נועד למימון חלקי של הרכבת התחתית הנבנית בחיפה, ושל מאגר מים בירושלים; והמלווה של מוסד ישראל לתעשייה בסך 15 מיליון ל"י, מיועד למתן הלוואות למפעלים תעשייתיים על-פי אישור הממשלה ובתנאים הנקבעים על-ידה.¹

6. ההצמדה

ההצמדה של חובות כספיים ארוכי-מועד לשער החליפין של המטבע או למדד המחירים לצרכן, הפכה בשנים האחרונות לנפוצה בארץ. מטרתה היא להבטיח, במידת האפשר, את הערך הריאלי של חסכונות המושקעים בנכסים כספיים.

כל ניירות הערך שהוצאו ב-1958, פרט לאיגרות החיסכון ולמלוות העממיים, הוצמדו לשער הדולר או למדד המחירים לצרכן. לשער הדולר הוצמדו איגרות חוב בסך 29 מיליון ל"י ולמדד המחירים לצרכן הוצמדו איגרות חוב בסך 26 מיליון ל"י. אחדים מהמלוות הוצמדו מראש לדולר בלבד, אשר להצמדת יתר הניירות הצמודים הרי שהצטיירה תמונה בלתי אחידה. בממוצע הוצמדו

¹ הממשלה התחייבה לפצות את המוסד על הפסדים העלולים להיחצק במקרה שהלוואות כאלה ניתנות בהצמדה חלקית בלבד, כלומר, כשתנאי ההלוואות אינם חופפים את תנאי ההצמדה של המלווה עצמו, שהינו צמוד-ערך במלואו.

הנפקת ניירות ערך חדשים לפי מוג ההצמדה, 1958

(אלפי ל"י)

הצמדה למדור המחירים לצרכן		הצמדה לשער הדולר		הסוג	שם המלווה (בקצרה)
אחוזים	אלפי ל"י	אחוזים	אלפי ל"י		
91.5	3,036.5	8.5	283.5	על-שם	קרן היסוד, סדרה 3
89.0	290.2	11.0	36.0	למוכ"ז	שיכון, סדרה ב'
83.2	4,444.6	16.8	894.6	על-שם	שיכון, סדרה ג'
72.2	1,569.1	27.8	604.9	על-שם	שיכון, סדרה א'
70.1	3,276.0	29.9	1,397.8	על-שם	שיכון, סדרה ב'
67.6	6,207.4	32.4	2,972.6	למוכ"ז	קרן היסוד, סדרה 3
67.2	2,025.0	32.8	988.6	על-שם	רשויות מקומיות, סדרה 2
41.4	559.1	58.6	791.5	למוכ"ז	שיכון, סדרה א'
40.9	1,087.6	59.1	1,573.2	למוכ"ז	שיכון, סדרה ג'
34.2	482.8	65.8	930.7	על-שם	שיכון, סדרה ד'
22.1	1,850.3	77.9	6,522.2	} על-שם	מוסד לתעשייה 1960/69 *
21.5	964.8	78.5	3,521.6	למוכ"ז	רשויות מקומיות, סדרה 2
6.8	191.2	93.2	2,628.2	למוכ"ז	שיכון, סדרה ד'
—	—	100.0	3,000.0	למוכ"ז	6½% בנק אפוליקאי, סדרה 1
—	—	100.0	1,200	למוכ"ז	חב' להשקעות של בנק לאומי (סדרה 12)
—	—	100.0	1,800	על-שם	"
—	—	100.0	200.0	למוכ"ז	ג.א.ס. — רסקו 1961/68
47.0	25,984.6	53.0	29,345.4	סך הכל	
סך הכל, פרט לאג"ח הצמודות, על-פי					
52.9	25,984.6	47.1	23,145.4	תנאי ההנפקה, לדולר בלבד	

הערה כללית: המלווה מסודרים בסדר עולה של אחוז ההצמדה לשער הדולר.
 * המלווה הונפק כשהוא צמוד לדולר, אך הזכות ניתנה לבעלי מכתבי הקצאה לבקש את המרתם לאיגרות חוב הצמודות למדור המחירים לצרכן. זכות זו פגה ב-20 באפריל 1959.

לשער הדולר 47 אחוזים מהסכום הנקוב של הניירות, והיתרה למדד המחירים לצרכן; אולם, כפי שמראה לוח י"ז-3 היו הבדלים גדולים מאוד בהתפלגות המלוות השונים לפי סוגי ההצמדה.

בתחילת השנה העדיפו המשקיעים את ההצמדה למדד המחירים לצרכן; במחצית השנייה של השנה הסתמן מפנה ובסוף השנה היתה ניכרת העדפה ברורה של ההצמדה לשער הדולר על פני ההצמדה למדד המחירים לצרכן. ייתכן שמפנה זה נגרם בחלקו על-ידי הוצאת סעיף הפירות והירקות מחישוב המדד המתפרסם מדי חודש על-ידי הממשלה. כתוצאה מכך נגרמה אי-בהירות בנוגע לתשלומי הקרן והריבית של חובות הצמודים למדד המחירים לצרכן, ואולי גם הסתייגות הציבור מהשקעות הצמודות למדד. אך הסיבה העיקרית לגידול הביקוש לניירות צמודי דולר לקראת סוף השנה נעוצה באירועים המוניטאריים, שחלו בארצות אירופה המערבית בסוף השנה (פיחות הפראנק הצרפתי וליברליזאציה של עיסקות מטבע חוץ ברוב ארצות מערב אירופה), ובניחושים לגבי ההתפתחויות הכלכליות בארץ.

בין המשקיעים, שהעדיפו את ההצמדה למדד המחירים לצרכן על פני ההצמדה לשער הדולר, נמנו בעיקר המשקיעים המוסדיים ובראשם קופות התגמולים והפנסיה. קופות אלה שואפות להצמיד את ערך נכסיהן לרמת השכר (הצמודה גם היא למדד המחירים לצרכן), שכן חלק מהתחייבויותיהן תלויות ברמת השכר.

בשנים 1955 עד 1958 חלו תנודות חריפות למדי בהעדפת סוג הצמדה אחד על משנהו על-ידי המשקיעים. בשנים 1955 ו-1956 הוצמדו למדד המחירים לצרכן כשני שלישים במוצע מסכום המלוות הצמודים; ב-1957 הסתמנה מגמה להעדפת ההצמדה לשער הדולר; במחצית הראשונה של שנת 1958 שוב היתה ניכרת העדפת ההצמדה למדד המחירים לצרכן, ואילו במחצית השנייה של 1958 חל מפנה בכיוון הפוך.

7. שערי ניירות הערך

מגמת השערים של ניירות הערך היתה בלתי אחידה בשנת 1958, כפי שמראים מדדי המחירים של ניירות הערך (לוחות י"ז-4 וי"ז-5). הירידה שהחלה בסוף 1957 נמשכה בשליש הראשון של שנת 1958. במאי התחילה להסתמן התאוששות של השערים, עקב שורה של אמצעים שננקטו לתכלית זאת, אך בסוף הקיץ פגה מגמה זו, לפחות לגבי איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן, וניירות אלה — לאחר שעלו זמנית מעל לערכם הנקוב ה"מותאם"¹ — שוב ירדו בכמה נקודות מתחת לערכם זה, ייתכן שירידה זו נגרמה בחלקה על-ידי הוצאת הסעיף "פירות וירקות" מחישובי מדד המחירים לצרכן, שגרמה כנראה, להסתייגות הציבור מהשקעות הצמודות למדד המחירים לצרכן. שעריהן של איגרות החוב הצמודות לדולר, לעומת זאת, נשארו יציבים ובדצמבר 1958 עלו בצורה בולטת.

בשעריהן של המניות הרגילות לא חלו תנודות חשובות, והן עמדו בסוף השנה על אותה רמה כמו בראשיתה.

¹ הערך הנקוב בתוספת הריבית שנצטברה ובתוספת הערך הנובע מההצמדה.

מדר מחירי ניירות ערך, 1956-1958

(הבסיס : ממוצע 1958 = 100)

מניות בכורה	מניות רגילות	מלוח אחרים	מלוח ממשלתיים אחרים	מלוח צמודים		
				צמודי דולר	צמודי מדד	
101.0	127.1	101.0	96.2	87.30	91.95	ממוצע 1956
101.6	109.3	99.6	100.1	93.43	96.22	ממוצע 1957
100.0	100.0	100.0	100.0	100.00	100.00	ממוצע 1958
100.2	99.7	98.8	101.0	95.71	96.11	1958 ינואר
99.7	100.1	98.7	100.2	96.55	97.28	פברואר
99.0	96.8	98.3	100.5	97.09	97.21	מארס
98.8	96.9	98.6	99.8	96.37	97.30	אפריל
99.7	98.6	98.4	99.6	97.55	100.34	מאי
99.9	104.7	101.0	100.8	99.99	102.62	יוני
99.9	101.4	101.3	100.2	100.52	102.37	יולי
100.5	101.2	101.6	100.0	102.45	103.12	אוגוסט
100.5	100.5	101.3	99.3	102.46	102.52	ספטמבר
100.0	99.7	101.4	99.7	103.08	101.18	אוקטובר
101.0	98.8	100.5	98.8	101.71	100.26	נובמבר
100.7	100.3	100.4	98.8	106.55	99.62	דצמבר

ח מ ק ו ר : העשקה המרכזית לסטטיסטיקה (נתונים ארעיים).

שערי המלוות הממשלתיים שאינם צמודי-ערך נחלשו במקצת, ובניירות הערך האחרים לא חלו שינויים מיוחדים.

בתחילת השנה מינה שר האוצר ועדה מבין פקידי האוצר ובנק ישראל ומתוך חוגי הבנקים המסחריים, בכדי לברר ולהמליץ על אמצעים להרחבת השוק לניירות ערך. ועדה זו התחילה להשפיע על המתרחש בשוק ניירות הערך, על-ידי המלצות טכניות שהיה בהן כדי לחזק את מגמת השערים. מועדי ההנפקות החדשות וסכומיהן תוכננו בהקפדה ושניים מהמלוות שהונפקו במחצית הראשונה של השנה (המלוות של קרן היסוד ושל הבנק האפותיקאי) הוצעו, בהתאם להמלצת הוועדה, למוסדות כספיים בלבד, ועל-ידי כך נמנע לחץ על שעריהם של ניירות הערך הקיימים. כן ניתנה רשות למוסדות הכספיים, החייבים להשקיע בניירות ערך חלק מנכסיהם,

לרכוש אותם בבורסה, בעוד שקודם לכן, היו מוסדות אלה מחויבים לרכוש ניירות אלה במלואם ב"מקור" ולא בשוק. המוסדות האלה התחייבו מאידך לא למכור ניירות ערך בשוק, כל זמן שהם נהנים מרשות זאת. ההיתר שניתן להם הגדיל את הביקוש לאיגרות חוב צמודות ערך, וחיוזוק השערים שנגרם על-ידי כך עודד, כפי הנראה, גם משקיעים אחרים, שברשותם נצטברו נכסים נזילים, להשקיע כספם בניירות ערך.

לוח י"ז 5

מחירי איגרות חוב צמודות-ערך, 1956-1958

(הבסיס : שער הפארי המותאם = 100) *

צמודות לדולר ***	צמודות למדר **	
102.63	99.38	ממוצע 1956
100.28	97.55	ממוצע 1957
100.40	97.97	ממוצע 1958
97.62	96.69	1958 ינואר
97.70	96.00	פברואר
97.22	95.35	מארס
96.91	95.32	אפריל
98.97	97.13	מאי
100.54	98.13	יוני
101.44	101.53	יולי
101.67	101.21	אוגוסט
101.74	100.55	ספטמבר
103.30	98.76	אוקטובר
101.06	97.46	נובמבר
106.66	97.52	דצמבר

* פארי מותאם : — הערך הנקוב בתוספת הריבית שהצטברה ובתוספת הערך הנובע מן ההצמדה.

** החל בחודש יולי 1958 לא נכלל הסעיף "סירות וירקות" במדד המחירים לצרכן, המתפרסם על-ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. לצורך חישוב המדד המובא כאן, נערכה התאמה ארעית של מדד המחירים לצרכן.

*** כולל רק אותם הניירות שהוצאו במקביל לניירות ערך הצמודים למדד המחירים לצרכן. המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (נתונים ארעיים).