

# האוכלוסייה המחזיקה בניירות ערך

## ומגמת השינויים ביתרותיהם<sup>1</sup>

על פי סקר החיסכון 1963/64

סקירה זו מיועדת להציג ממצאים עיקריים על החזקת ניירות ערך, תכונות האוכלוסייה המחזיקה בהם ומגמת השינויים ביתרת בניירות הערך שבידי האוכלוסייה. הממצאים, המשמשים בסיס לסקירה זו, נאספו במסגרת סקר החיסכון 1963/64, שערכו בנק ישראל והלשכה המרכזית לסטאטיסטיקה במשותף, ואשר הקיף כ-3,200 יחידות חקירה<sup>2</sup> המייצגות את האוכלוסייה היהודית העירונית.

הממצאים המובאים בסקירה זו מבוססים על 638 יחידות חקירה (שהם 16.6 אחוזים מהאוכלוסייה המיוצגת במדגם), אשר ביום ה-30 בספטמבר 1964 החזיקו בניירות ערך סחירים בערך שוק העולה על 50 ל"י. ערך ההחזקה של כל יחידה היה בממוצע 3,167 ל"י. נוסף על אלה היו 211 יחידות חקירה, אשר החזיקו ניירות ערך בסכום שאינו עולה על 50 ל"י ליחידה (28 ל"י בממוצע ליחידה). יחידות אלה החזיקו כ-0.4 אחוז מסך ערך ההחזקה בניירות ערך, והוצאו מן הסקירה, על מנת להקטין עד כמה שאפשר את הדיון באוכלוסייה, אשר החזיקה בניירות ערך, באקראי ובלי תכנון מראש, כגון: מחזיקי איגרות חוב של מילות חובה ומילות עממיים למיניהם.<sup>3</sup>

### לוח 1

#### ערך ההחזקה בניירות ערך, לפי סוג

החזקה ממוצעת (ל"י)	ערך ההחזקה (אחוזים)	
3,167	100.0	סך הכול
7,359	66.5	מניות
587	14.9	איגרות חוב
5,430	8.5	מילווה קצר מועד
3,848	10.1	ניירות ערך זרים*

\* כולל ניירות ערך לא ידועים כשיעור 0.4 אחוזים.

<sup>1</sup> סקירה זו נכתבה בידי חיים בן-שחר מן האוניברסיטה העברית, והינה פרסום ראשון בנושא. המחבר מודה לדי אוטנווסר על השתתפותו בתכנון המחקר, למי חת, נ' לויתן, מ' לנדסברגר וא' שפר על הערותיהם לטיוטת הסקירה, ולדי מישור, ד' צייגר וי' רוטלר על עזרתם בעיבוד הנתונים ובהכנת הלוחות.

<sup>2</sup> יחידת חקירה אינה זהה בהכרח למשפחה, מאחר שבני משפחה מעל לגיל 18 הגרים ביחד, אך המשאירים לעצמם למעלה מ-1,200 ל"י מהכנסתם השנתית, מוגדרים כיחידת חקירה נפרדת.

<sup>3</sup> מילות אלה הונפקו בין השנים 1949 ל-1955 והם מוחזקים בסכומים קטנים ליחידה.

החזקת מניות היתה כשני שלישים מערך ההחזקה הכולל בניירות ערך. החזקת המניות הממוצעת ליחידה היתה כ-7,400 ל"י, וכעשירית מערך זה הוחזקה בתעודות השתתפות של קרנות נאמנות. לעומת זאת, היתה ההחזקה באיגרות חוב רק כ-15 אחוזים מערך ההחזקה, וההחזקה הממוצעת ליחידת חקירה היתה של כ-600 ל"י. כשלושה רבעים מערך ההחזקה באיגרות חוב היו איגרות חוב צמודות, עם החזקה ממוצעת העולה על 1,000 ל"י ליחידה. היתרה היתה באיגרות חוב בלתי צמודות.

מהשוואת סך ערך ההחזקה בניירות ערך לפי נתוני הסקר עם אומדנים ממקורות אחרים אפשר להעלות את ההשערה, כי קיימת הטיה כלפי מטה בממצאי הסקר. הדבר נובע, כנראה, מהטיה כלפי מטה בדיווח על סך ההחזקה בקרב יחידות בעלות ערך החזקה גבוה יחסית, וזאת נוסף על אפשרות של טעות דגימה. הטיה כזו יכולה להסביר גם את המשקל הנמוך יחסית של איגרות חוב צמודות בערך ההחזקה של ניירות ערך, כפי שנתגלה בסקר, וגם את המשקל הגבוה יחסית של איגרות חוב בלתי צמודות. עם זאת, יש להדגיש, כי אין מטרת הסקר לגלות את הנתונים המצרפיים על החזקת ניירות ערך לסוגיהם, אלא את התפלגות השכיחויות של החזקה לפי התכונות המייחדות את האוכלוסייה המחזיקה בניירות ערך. הטיות באומדן הערך המצרפי אינן מקטינות בהכרח את מהימנות הממצאים בדבר התפלגות השכיחויות של מחזיקי ניירות ערך ותכונותיהם. יתר על כן, היציבות, המתגלה בהתפלגות ההחזקה בסוגים השונים של ניירות ערך בקבוצות מיון שונות של האוכלוסייה, יש בה כדי לחזק את מהימנות הממצאים.

בסעיף 1 מובא סיכום הממצאים; בסעיף 2 מוצגת התפלגות האוכלוסייה המחזיקה בניירות ערך לפי ערך ההחזקה; בסעיף 3 מובא ניתוח של תכונות האוכלוסייה המחזיקה בניירות ערך ובסעיף 4 מובאות מגמות השינויים ביתרות ניירות הערך המוחזקות בידי האוכלוסייה הנסקרת.

## 1. סיכום הממצאים

הממצאים העיקריים המתגלים בניתוח ממצאי סקר החיסכון ביחס להחזקת ניירות ערך הם כדלקמן:

התופעה הבולטת ביותר היא הרמה הגבוהה של אי השוויון בהחזקת ניירות ערך. כ-73 אחוזים מערך ההחזקות הכולל בניירות ערך מוחזקים בידי 7 אחוזים מכלל המחזיקים בניירות ערך, המהווים 1.2 אחוז בלבד מסך האוכלוסייה המיוצגת בסקר.

הנטייה להחזיק ניירות ערך מגלה קשר חיובי הדוק עם רמת ההכנסה ועם רמת ההשכלה. אף על פי ששני גורמים אלה קשורים זה בזה, יש מקום להשערה כי לכל אחד בנפרד השפעה מובהקת על הנטייה להחזיק בניירות ערך. תוצאה זו עולה בקנה אחד הן עם השערות מוקדמות והן עם ממצאים שנתגלו בסקרים שנערכו בארצות אחרות.

בקרב מקבלי הפיצויים האישיים מגרמניה בולטת הנטייה להחזיק בניירות ערך. אחוז היחידות המחזיקות בניירות ערך בין מקבלי הפיצויים גדול כמעט פי שניים מאשר בקרב האוכלוסייה שלא קיבלה פיצויים, ואף ההחזקה הממוצעת ליחידה המחזיקה בניירות ערך גדולה פי שניים.

אצל יוצאי אסיה-אפריקה מתגלה הימנעות מהחזקת ניירות ערך יחסית ליוצאי אירופה-אמריקה ולילידי הארץ. תופעה זו יכולה להיות מוסברת, לפחות בחלקה, ברמת ההכנסה, רמת ההשכלה והפיצויים האישיים, אולם ייתכן, כי הרגלי ההשקעה בארצות המוצא מהווים גורם מובהק כשלעצמו.

קשר הדוק מתגלה בין מעמד ראש היחידה לבין הנטייה להחזיק בניירות ערך. בדומה לממצאים שנתגלו בסקרים שנערכו בארצות אחרות, קיימת נטייה בולטת להחזיק בניירות ערך בקרב המעבידים, העצמאיים בעלי מקצועות חופשיים ובקרב השכירים במקצועות מינהליים, פקידותיים וחופשיים. למרות שקשר זה מהווה ביטוי להשפעת ההכנסה ורמת ההשכלה ישנה,

כנראה, השפעה מסויימת למעמד ראש היחידה כשלעצמו. דוגמא בולטת לכך היא הנטייה הגבוהה יחסית להחזקת ניירות ערך בקבוצת "לא עבדו", המבטאת את התנהגות העובדים שפרשו לגימלאות.

הממצאים בדבר השינוי ביתרות של ניירות ערך המוחזקים בידי האוכלוסייה — המהווה אומדן של החיסכון בניירות ערך — מגלים קשר הדוק עם רמת ההכנסה ועם הפיצויים מגרמניה.

## 2. מחזיקי ניירות ערך לפי גודל ההחזקה

התפלגות החזקת ניירות ערך, לפי גודל ההחזקה, מגלה מידה גדולה של אי שוויון. 50 אחוזים ממחזיקי ניירות ערך מחזיקים רק ב־1.5 אחוז מערך ההחזקה הכולל. קבוצה זו מחזיקה בממוצע 96 ל"י ליחידה, לעומת 6,540 ל"י ליחידה במחצית השנייה. ל־80 אחוזים מן המחזיקים יש רק כ־8 אחוזים מערך ההחזקה ובממוצע — 262 ל"י ליחידה, לעומת החזקה ממוצעת ליחידה של יותר מ־15,000 ל"י בקבוצת 20 האחוזים הנותרים. בידי שבעת האחוזים, בעלי ההחזקה הגבוהה ביותר, נמצאים כ־73 אחוזים מערך ההחזקה הכולל — כ־33,000 ל"י ליחידה. יש להדגיש, כי רמה גבוהה זו של אי שוויון מתקבלת לאחר ניכוי יחידות החקירה, אשר ערך החזקותיהן נמוך במיוחד (למטה מ־50 ל"י ליחידה). כן יש להזכיר, שקיימת הטיה כלפי מטה בדיווח על סך ההחזקה בקרב יחידות בעלות ערך החזקה גבוה יחסית. ניתן איפוא להסיק, כי רמת אי השוויון בהחזקת ניירות ערך היא גבוהה ביותר, וכנראה, אף גבוהה מן הרמה המוצגת כאן. תופעה דומה לזו, ביחס להחזקת מניות בלבד, התגלתה אף במחקרים שנערכו בארצות הברית.<sup>1</sup> על רקע ממצאים אלה מתבקשת המסקנה, כי ניתוח מפורט של תכונות האוכלוסייה המחזיקה

לוח 2

### מחזיקי ניירות ערך לפי ערך ההחזקה

ערך ההחזקה (ל"י)	כל החוסכים (אחוזים)	סך ההחזקה (אחוזים)	החזקה ממוצעת ליחידה (ל"י)
סך הכול	100.0	100.0	3,167
99–50	31.6	0.7	70
199–100	20.7	0.9	136
299–200	9.0	0.7	244
499–300	6.6	0.8	383
999–500	6.2	1.3	691
1,999–1,000	6.3	3.0	1,494
4,999–2,000	5.6	5.4	3,054
9,999–5,000	7.0	14.4	6,579
+ 10,000	7.0	72.8	32,931

<sup>1</sup> ראה : 1955 Survey of Consumer Finances, and 1960 Survey of Consumer Finances, Survey Research Center, University of Michigan, 1956, 1961. V. Perlo, "People's Capitalism and Stock Ownership", *American Economic Review*, Vol. XLVIII, June 1958, pp. 333–347.

בניירות ערך חייב להתרכז בקבוצת המחזיקים בעלי ערך החזקה גבוה. קבוצה זו כוללת, כאמור, רק 7 אחוזים מיחידות החקירה המחזיקות בניירות ערך. אם נצרף לקבוצה זו את הקבוצה הבאה אחריה, שבה ההחזקה הממוצעת עולה על 5,000 ל"י, תתקבל קבוצה בת 14 אחוזים מיחידות החקירה, המחזיקה יותר מ-87 אחוזים מערך ההחזקה הכולל בניירות ערך. קבוצה זו הינה רק כ-2 אחוזים מכלל האוכלוסייה המיוצגת בסקר. מיעוט מספר יחידות החקירה בסקר השייכות לקבוצה זו מהווה מגבלה בניתוח מפורט של קבוצה זו.

ערך ההחזקה בניירות ערך נוטה לעלות עם גידול ההכנסה. כך, למשל, בשכבת ההכנסה הגבוהה ביותר (מעל ל-10,000 ל"י לשנה), החזיקו 72 אחוזים מיחידות החקירה בניירות ערך בסכום נמוך מ-5,000 ל"י, בעוד שבכלל האוכלוסייה מגיע חלקם ל-86 אחוזים. 17 אחוזים מיחידות החקירה בשכבת ההכנסה הגבוהה ביותר החזיקו בניירות ערך בערך העולה על 10,000 ל"י, לעומת 7 אחוזים בלבד בכלל האוכלוסייה. כמו כן מגלה הניתוח, כי אצל יוצאי אסיה-אפריקה ועולים שהגיעו אחרי 1948 חלקם של המחזיקים בניירות ערך בסכומים נמוכים גדול יחסית לקבוצות האחרות. לעומת 86 אחוזים בכלל האוכלוסייה, שהחזיקו ניירות ערך בערך שוק עד 5,000 ל"י, מגיע חלקם ל-91 אחוזים בקרב יוצאי אסיה-אפריקה ול-94 אחוזים בקרב העולים שהגיעו אחרי 1948. חלק המחזיקים בניירות ערך בערך שוק העולה על 10,000 ל"י הוא 7 אחוזים בכלל האוכלוסייה, אולם בקרב יוצאי אסיה-אפריקה ועולים שהגיעו אחרי 1948 הוא מגיע רק ל-1.4 ול-2.3 אחוזים, בהתאמה.

### 3. תכונות האוכלוסייה המחזיקה בניירות ערך

מידת ההחזקה בניירות ערך בכל קבוצת אפיון יכולה להמדד באמצעות ערך ההחזקה הממוצע ליחידה השייכת לקבוצה זו. ממוצע זה מתקבל מחלוקת סך ערך ההחזקות של היחידות השייכות לקבוצה זו במספר היחידות שבקבוצה, בין שהחזיקו בניירות ערך ובין שלא החזיקו. ממוצע זה אפשר לפתח למדד, אשר יבטא באופן מפורש את התרומה היחסית של הקבוצה לסך ערך ההחזקה בניירות ערך. מדד זה, שייקרא "צפיפות ההחזקה בניירות ערך", או, בקיצור, "צפיפות ההחזקה" יוגדר כדלקמן:

אחוז מסך ערך ההחזקות בניירות ערך המוחזק בידי הקבוצה

= צפיפות ההחזקה

אחוז הקבוצה בסך האוכלוסייה

צפיפות ההחזקה מבטאת איפוא איזה אחוז מסך ערך ההחזקות בניירות ערך מוחזק בידי אחוז אחד מסך האוכלוסייה, המשתייך לקבוצה כל שהיא. לדוגמא, אם צפיפות ההחזקה של קבוצה מסוימת היא 1.2, פירוש הדבר, שאחוז אחד מכלל האוכלוסייה, המשתייך לקבוצה זו, מחזיק 1.2 אחוז מכלל ערך ההחזקות בניירות ערך.

צפיפות ההחזקה היא פונקציה של שני משתנים. המשתנה האחד הוא האחוז מכלל הקבוצה המחזיק בניירות ערך, והמשתנה השני הוא גודל ההחזקה הממוצע ביחידה המשתייכת לקבוצה. ככל ששני ביטויים אלה גדולים יותר, צפיפות ההחזקה גבוהה יותר. הקשר בין תכונת הקבוצה לבין צפיפות ההחזקה יכול להתבטא איפוא באמצעות שני המשתנים. הדבר מעניין ביחוד כאשר גורמים אלה אינם פועלים באותו כיוון.

הגורמים הקשורים לצפיפות ההחזקה בניירות ערך הם רבים. בולט בעיקר הקשר לרמת ההכנסה. גורמים אחרים הקשורים לצפיפות ההחזקה הם יבשת המוצא והוותק בארץ, רמת ההשכלה של ראש היחידה, גיל ראש היחידה ומעמדו. אף על פי שעדיין לא נבדקו מקדמי הרגרסיה החלקיים, נראה, כי הקשר של משתנים אלה לצפיפות ההחזקה מוסבר בחלקו באמצעות רמת ההכנסה. גורם נוסף בעל חשיבות מיוחדת, אשר קשור בעקיפין בעיקר לרמת ההכנסה וליבשת המוצא, הוא הפיצויים מגרמניה.

צפיפות ההחזקה בניירות ערך גדלה עם עליית רמת ההכנסה. תופעה זו עולה בקנה אחד עם השערות המבוססות על שיקולים תיאורטיים, ואף תואמת את ממצאי המחקרים על החזקת מניות שנערכו בארצות אחרות.<sup>1</sup>

## לוח 3

## החזקת ניירות ערך, לפי רמת ההכנסה

צפיפות ההחזקה	אחוז מעריך ההחזקה	החזקה ממוצעת (ל"י)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז מקבוצת ההכנסה	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	שכבת הכנסה
						כל הקבוצות
1.00	100.0	3,167	16.6	100.0	100.0	
0.31	15.1	2,776	5.9	17.2	48.3	עד 4,999
0.39	11.1	1,095	18.7	32.2	28.5	7,499-5,000
1.21	16.3	2,263	28.0	22.7	13.5	9,999-7,500
5.93	57.5	6,551	47.6	27.9	9.7	+10,000

ממצאי הסקר מראים, כי שכבת ההכנסה הנמוכה, מתחת ל-5,000 ל"י לשנה, המהווה 48 אחוזים מכלל האוכלוסייה, מחזיקה כ-15 אחוזים מן הערך הכולל של ניירות הערך (צפיפות החזקה 0.31). לעומת זאת, שכבת ההכנסה הגבוהה ביותר, מעל ל-10,000 ל"י לשנה, המהווה 10 אחוזים בלבד מכלל האוכלוסייה, מחזיקה קרוב ל-60 אחוזים מן הערך הכולל של ניירות הערך (צפיפות החזקה 5.93). עליית צפיפות ההחזקה מבטאת את ההתנהגות של שני משתנים. אחוז מחזיקי ניירות ערך מתוך כלל היחידות בשכבת הכנסה עולה עם עליית ההכנסה מ-6 אחוזים בשכבה הנמוכה ל-48 אחוזים בשכבה הגבוהה. כמו כן עולה ערך החזקה הממוצע ליחידה מ-1,100 ל"י בשכבת ההכנסה השנייה (מ-5,000 עד 7,499 ל"י לשנה), ל-6,550 ל"י בשכבת ההכנסה הגבוהה ביותר. בולטת במיוחד חריגת ערך החזקה בשכבת ההכנסה הנמוכה ביותר מהמגמה הכללית. ערך החזקה בקבוצה זו גבוה מאשר בכל קבוצת הכנסה אחרת. פרט לקבוצת ההכנסה הגבוהה ביותר. חריגה זו יכולה להיות מוסברת בנטייתם של פורשים לגימלאות (אשר שייכים לקבוצת ההכנסה הנמוכה ביותר) להחזיק בניירות ערך. ניתוח החזקת ניירות ערך לפי מעמד ראש היחידה מגלה ברורות נטייה זו.

<sup>1</sup> 1960 *Survey of Consumer Finances*, op. cit., pp. 100-101. M. Kreinin, "Factors Associated with Stock Ownership," *Review of Economic and Statistics*, February 1959, pp. 12-23. מאמר זה מבוסס על ממצאי ה-*Survey of Consumer Finances*. כמו כן השווה אצל: E. Cox, *Trends in the Distribution of Stock Ownership*, University of Pennsylvania Press, 1963. L. Kimmel, *Share Ownership in the United States*, The Brookings Institute, 1952, pp. 95, 97. V. Perlo, op. cit., esp. pp. 338-340.

לוח 4

המחזיקים בניירות ערך, לפי סוגי ניירות הערך ולפי רמת ההכנסה

(אחוזים)

10,000+ ל"י	-7,500 ל"י 9,999	-5,000 ל"י 7,499	עד ל"י 4,999	כל המחזיקים בניירות ערך	
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	כל ניירות הערך
28.5	21.4	20.3	19.2	23.4	מניות
53.3	71.5	71.7	73.1	65.8	איגרות חוב
6.3	2.6	3.0	3.6	4.0	מילוח קצר מועד
11.9	4.5	5.0	4.1	6.8	ניירות ערך זרים

לוח 4 מצביע על הריכוזיות בהחזקת מניות, לעומת הפיזור בהחזקת איגרות חוב. בעוד שערך ההחזקה במניות בידי יחידות החקירה שבסקר עולה ביותר מפי ארבעה על ערך ההחזקה באיגרות חוב (ראה לוח 1), הרי מספר היחידות המחזיקות מניות הינו כשליש בלבד ממספר היחידות המחזיקות איגרות חוב (23 אחוזים במניות, לעומת 66 אחוזים באיגרות חוב). זאת הסיבה לכך שערך ההחזקה במניות בממוצע ליחידה (לוח 1) עולה פי שניים עשר ויותר על ערך ההחזקה הממוצע באיגרות חוב.

התפלגות סוגי ניירות הערך לפי רמת ההכנסה מגלה, כי בקרב שכבות בעלות הכנסה נמוכה מ-10,000 ל"י לשנה קיימת נטייה להתרכז יותר בהחזקת איגרות חוב מאשר בהחזקת מניות. הנטייה להחזיק איגרות חוב הולכת ונחלשת עם עליית ההכנסה, בעוד אשר הנטייה להחזיק מניות הולכת וגוברת. בשכבת ההכנסה הגבוהה ביותר, מעל ל-10,000 ל"י לשנה, בולטת הירידה במשקל איגרות חוב והעלייה במשקל המניות. כמו כן גדל משקלם של ניירות הערך הזרים והמילוח קצר המועד.

(ב) רמת ההשכלה

החזקת ניירות ערך קשורה קשר הדוק לרמת ההשכלה. דבר זה נראה בעלייה מתמדת של צפיפות ההחזקה בניירות ערך עם עליית רמת ההשכלה. עלייה זו בצפיפות ההחזקה מבטאת שתי תופעות. הראשונה: אחוז מחזיקי ניירות ערך בקרב שכבת השכלה הולך ועולה עם עליית רמת ההשכלה, מ-2 אחוזים בקבוצה שלא למדה כלל ל-37 אחוזים בקבוצה שלמדה בבית-ספר גבוה. השנייה: ההחזקה הממוצעת ליחידה גדלה עם עליית רמת ההשכלה, מ-580 ל"י ליחידה בקבוצה שלא למדה כלל ל-6,640 ל"י ליחידה בקבוצה שלמדה בבית ספר גבוה<sup>1</sup>. קשר בין רמת ההשכלה להחזקת מניות נתגלה גם במחקרים בארה"ב<sup>2</sup>. יש לציין, כי הן הממצאים המובאים כאן והן ממצאי מחקרים שנערכו בארצות הברית מראים גידול ניכר בשכיחות המחזיקים בניירות ערך בקבוצות השכלה על תיכונית<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> תכונות אלה אינן חלות על היחידות, אשר למדו בבית ספר גבוה בעת עריכת הסקר, ואשר תכונותיהן הכלכליות מיוחדות לתקופת לימודיהם.

<sup>2</sup> ראה: L. Kimmel, *op. cit.*, p. 93 and 1960 *Survey of Consumer Finances*, *op. cit.*, p. 103

<sup>3</sup> שם.

החזקת ניירות ערך לפי רמת ההשכלה

צפיפות ההחזקה	אחוז מערך ההחזקה	החזקה ממוצעת (ל"י)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז מקבוצת ההשכלה	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	
1.00	100.0	3,167	16.6	100.0	100.0	כל הקבוצות
0.01	0.1	350	1.9	1.3	11.5	1. לא למד כלל
0.04	0.7	318	7.1	7.0	16.7	2. למד בבית ספר יסודי ולא סיים
0.19	4.5	857	11.8	16.5	23.6	3. סיים בית ספר יסודי
0.45	7.1	1,156	20.5	19.4	15.8	4. למד בבית ספר על- יסודי ולא סיים
1.87	35.6	4,067	24.6	27.7	19.0 <sup>1</sup>	5. סיים בית ספר על- יסודי
2.37	7.1	3,410	37.0	6.6	3.0	6. למד בבית ספר גבוה ולא סיים
4.65	44.6	6,640	37.2	21.2	9.6	7. סיים בית ספר גבוה
0.38	0.3	3,450	5.5	0.3	0.8	8. לומד בבית ספר גבוה

קשר זה בין רמת ההשכלה להחזקת ניירות ערך מבטא בחלקו, ללא ספק, את המיתאם החיובי הקיים בין רמת ההשכלה לבין רמת ההכנסה. עם זאת, יש לצפות לעליית צפיפות ההחזקה בניירות ערך עם עליית רמת ההשכלה גם בקרב השכבות שוות הכנסה עקב ההשפעה שיש לרמת ההשכלה על הגברת הידע, ההבנה וההתמצאות של המשקיע באפשרויות ההשקעה ובדרכי הניצול היעיל של אפשרויות אלה.<sup>1</sup>

(ג) יבשת המוצא והוותק בארץ

החזקת ניירות ערך מתרכזת אצל יוצאי אירופה-אמריקה ואצל ילידי הארץ. יוצאי אסיה-אפריקה, שהם כ-34 אחוזים מכלל האוכלוסייה המיוצגת בסקר, מחזיקים רק 4 אחוזים מערך ההחזקה הכולל בניירות ערך (צפיפות החזקה 0.11). היחידות המחזיקות בניירות ערך הינן 5 אחוזים בלבד מיוצאי אסיה-אפריקה, לעומת 17 אחוזים בקרב ילידי הארץ ו-30 אחוזים בקרב יוצאי אירופה-אמריקה. גם ערך ההחזקה הממוצע ליחידה בקרב יוצאי אסיה-אפריקה נמוך מאוד בהשוואה ליוצאי אירופה-אמריקה ולילידי הארץ.

אחוז היחידות המחזיקות ניירות ערך בקרב ילידי הארץ נמוך אמנם מזה שבקרב יוצאי אירופה-אמריקה, אולם ההחזקה הממוצעת ליחידה בקרב ילידי הארץ גבוהה יותר. כתוצאה מכך, קרובה צפיפות ההחזקה של ילידי הארץ לזו של יוצאי אירופה-אמריקה (1.36 ו-1.47

<sup>1</sup> השפעה מובהקת לגורם רמת ההשכלה על שכיחות המחזיקים במניות נתגלתה אצל: E. Kreinin, *op. cit.*, על פי ניתוח ממצאי ה-1955 Survey of Consumer Finances

החזקה בניירות ערך, לפי יבשת המוצא והזותק בארץ

צפיפות ההחזקה	אחוז מערך ההחזקה	החזקה ממוצעת (ל"י)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז מכלל האוכלוסייה	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	
1.00	100.0	3,167	16.6	100.0	100.0	כל הקבוצות
0.11	3.7	1,062	5.4	11.0	33.6	אסיה-אפריקה
0.14	0.7	686	10.4	3.3	5.1	עלו עד 1947
0.12	2.4	1,122	5.8	6.9	19.9	1954-1948
0.07	0.6	2,150	1.6	0.8	8.6	1955 ואילך
1.47	79.8	3,363	30.0	75.1	54.2	אירופה-אמריקה
3.10	74.8	4,592	35.5	51.5	24.1	עלו עד 1947
0.20	4.4	609	17.3	22.6	21.7	1954-1948
0.07	0.6	1,910	1.9	1.0	8.4	1955 ואילך
1.36	16.2	3,748	17.5	13.7	11.9	ילידי הארץ
1.00	0.3	4,550	11.6	0.2	0.3	לא ידוע

בהתאמה). מעניין לציין, כי אצל יוצאי אירופה-אמריקה מתרכזת החזקת ניירות ערך בקרב הוותיקים, אשר עלו לפני קום המדינה.

הקשר בין יבשת המוצא לצפיפות ההחזקה בניירות ערך מבטא, כנראה, את השפעות ההכנסה ורמת ההשכלה, אשר נתגלו והוצגו לעיל<sup>1</sup>. עם זאת, יש לצפות גם להשפעה ישירה של יבשת המוצא על צפיפות ההחזקה. קיומו של שוק הון מפותח ושכיחות ההשקעה בניירות ערך באירופה ובאמריקה יש בהם כדי לעודד החזקת חסכונות בניירות ערך. לעומת זאת, העדרם של מוסדות אלה באסיה ובאפריקה מביא לחוסר עניין של יוצאי ארצות אלו בצורה זו של השקעות. למרות ההבדלים בסך ההחזקה לפי יבשת המוצא, אין הבדלים ניכרים בהתפלגות המחזיקים בניירות ערך לפי סוג ניירות הערך. כל קבוצות המוצא נוטות, במידה דומה, להתרכז בהחזקת איגרות חוב ומניות. הסטייה הבולטת היחידה היא ההתרכויות הגדולה יחסית של יוצאי אירופה-אמריקה בהחזקת ניירות ערך זרים. קבוצה זו מהווה כ-99 אחוזים מכלל מחזיקי ניירות ערך זרים. ההתרכויות היחסית במניות המתגלית אצל יוצאי אסיה-אפריקה, איננה תכונה מובהקת, מחמת מיעוט היחידות המחזיקות ניירות ערך.

<sup>1</sup> השפעת הפיצויים האישיים מתבטאת אף היא בצפיפות ההחזקה הגבוהה בקרב יוצאי אירופה (ראה להלן).



לוח 7

המחזיקים בניירות ערך, לפי סוג ניירות הערך ולפי יבשת המוצא

(אחוזים)

ילידי הארץ	אירופה-אמריקה	אסיה-אפריקה	כל המחזיקים בניירות ערך	
100.0	100.0	100.0	100.0	כל ניירות הערך
23.3	22.3	31.8	23.4	מניות
67.5	66.4	59.3	65.8	איגרות חוב
5.7	3.5	5.6	4.0	מילווה קצר מועד
3.5	7.8	3.3	6.8	ניירות ערך זרים

(ד) מעמד ראש היחידה

מבין הקבוצות העיקריות, על פי מעמד ראש היחידה, בולטת ההחזקה הממוצעת הגבוהה ליחידה המשתייכת לקבוצה של "לא עבדו" והיא באה במקום השני לאחר קבוצת המעבידים. ההסבר לתופעה זו נעוץ, כנראה, בכך, שקבוצת "לא עבדו" כוללת בעיקר עובדים שפרשו לגימלאות

לוח 8

החזקת ניירות ערך, לפי מעמד ראש היחידה

צפיפות ההחזקה	אחוז מערך ההחזקה	החזקה ממוצעת (ל"י)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז מכלל האוכלוסייה	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	
1.00	100.0	3,167	16.6	100.0	100.0	כל הקבוצות
0.85	10.6	5,290	8.5	6.4	12.4	לא עבדו
0.89	62.3	2,762	16.8	70.8	70.0	כל השכירים
1.86	17.5	3,779	25.8	14.6	9.4	מקצועות חופשיים
2.21	34.3	3,648	31.9	29.7	15.5	מנהלים ופקידים
0.26	10.0	1,374	9.9	23.0	38.6	פועלים מקצועיים
0.08	0.5	480	8.7	3.5	6.6	אחרים
7.69	10.0	7,572	44.5	4.1	1.3	מעבידים של + 4
1.05	16.0	3,049	17.3	16.6	15.3	כל העצמאיים
1.24	3.1	1,590	37.0	6.1	2.5	לא מקום עסק
7.11	6.4	12,960	28.3	1.6	0.9	מקצועות חופשיים
0.55	6.5	2,300	12.4	8.9	11.9	אחרים
						חברי
1.10	1.1	1,620	36.8	2.1	1.0	קואופרטיבים

ומחזיקים חלק מחסכונותיהם בניירות ערך. לא נמצאו הבדלים ניכרים בגובה ההחזקה ליחידה בין כלל השכירים לכלל העצמאיים, אולם בתוך קבוצת העצמאיים, בולטים במיוחד בעלי המקצועות החופשיים עם ההחזקה הממוצעת ליחידה הגבוהה ביותר — 13,000 ל"י. כתוצאה מכך צפיפות ההחזקה בקבוצת משנה זו היא השנייה בגודלה לאחר זו של המעבידים. בקרב השכירים בולטת צפיפות ההחזקה הגבוהה של המנהלים והפקידים ובעלי המקצועות החופשיים.

צפיפות ההחזקה הגבוהה אצל המעבידים, המנהלים ובעלי המקצועות החופשיים היא, כנראה, ביטוי של ההכנסה ורמת ההשכלה. קשה לשער, האם לגורם המעמד, כשלעצמו, יש קשר מובהק לצפיפות ההחזקה. על כל פנים, ראוי לציין, כי ממצאי הסקר שנערך בארצות הברית<sup>1</sup> לא רק שהצביעו על קשר בין המעמד וצפיפות ההחזקה במניות, בדומה לקשר שנתגלה כאן, אלא אף גילו שלמעמד ראש היחידה ישנה השפעה מובהקת על שכירות המחזיקים במניות<sup>2</sup>.

#### (ה) גיל ראש היחידה

בקבוצות גיל נמוך נוטה אחוז היחידות המחזיקות ניירות ערך להיות קטן מאשר בקבוצות גיל גבוה. ערך ההחזקה הממוצע ליחידה יורד עם עליית הגיל, אך מעל לגיל 44 הוא חוזר ועולה במהירות רבה. צירופן של שתי תופעות אלה מביא לכך, שצפיפות ההחזקה מראה עלייה עקבית למדי ככל שעולה גיל ראש היחידה. תוצאה זו, אשר ביחס להחזקות מניות היא מתגלה גם בארצות אחרות, יכולה להיות מוסברת במהלך הצבירה של חסכונות הקשור עם הגיל.

#### לוח 9

#### החזקת ניירות ערך, לפי גיל ראש המשפחה

קבוצת הגיל	כל האוכלוסייה (אחוזים)	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז הגיל	החזקה ממוצעת (ל"י)	אחוז מערך ההחזקה	צפיפות ההחזקה
כל הקבוצות	100.0	100.0	16.6	3,167	100.0	1.00
25-18	8.3	2.0	3.9	3,086	1.9	0.23
34-26	16.0	10.0	10.4	2,211	7.0	0.44
44-35	23.3	27.6	19.7	1,259	11.0	0.47
54-45	22.2	27.0	20.1	3,117	26.6	1.20
64-55	17.2	21.6	20.8	4,487	30.7	1.78
+ 65	13.0	11.8	15.1	6,110	22.8	1.75

<sup>1</sup> ראה: 104 p., *1960 Survey of Consumer Finances, op. cit.*,  
<sup>2</sup> M. Kreinin, *op. cit.*

רוב ההכנסות מפיצויים אישיים הן בעלות אופי של הכנסה חד פעמית. מסיבה זו נוטות המשפחות לחסוך חלק ניכר מתקבולי הפיצויים ולהשקיעם בנכסים שונים, ביניהם ניירות ערך.<sup>1</sup> יש איפוא לצפות לנטייה גבוהה יחסית להחזיק ניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים מגרמניה. יתר על כן, כיוון שניירות ערך הינם צורת השקעה בעלת דרגת סחירות גבוהה, יש לצפות, שגם מקבלי הפיצויים יגלו נטייה להשקיע בניירות ערך מיד עם קבלת הפיצויים, ורק לאחר מכן יעברו בהדרגה גם להחזקת נכסים אחרים.<sup>2</sup> נמצא איפוא, שלא רק עצם קבלת הפיצויים, אלא גם מועד קבלתם עשוי להיות גורם בהסברת הנטייה להחזיק ניירות ערך.

## לוח 10

## החזקת ניירות ערך ומקבלי הפיצויים מגרמניה

צפיפות ההחזקה	אחוז מערך ההחזקה	החזקה ממוצעת (ל"י)	מחזיקי ניירות ערך כאחוז מכלל האוכלוסייה	מחזיקי ניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	גובה הפיצויים (ל"י)
1.00	100.0	3,167	16.6	100.0	100.0	כל הקבוצות
0.80	72.8	2,730	15.5	84.5	90.6	לא קיבלו פיצויים *
2.89	27.2	5,545	27.3	15.5	9.4	קיבלו פיצויים
1.69	8.8	4,030	22.1	6.9	5.2	9,999-5,000
1.61	3.7	2,950	29.3	4.0	2.3	19,999-10,000
3.82	6.5	5,101	38.2	4.0	1.7	49,999-20,000
41.00	8.2	40,604	41.8	0.6	0.2	+ 50,000

\* לרבות קבוצה שקיבלה פיצויים בסכום הנמוך מ-5,000 ל"י ליהודה.

השפעת הפיצויים מגרמניה על החזקת ניירות ערך נראית מן העובדה, שצפיפות ההחזקה בקרב מקבלי הפיצויים גדולה פי 3.5 מצפיפות ההחזקה בקרב האוכלוסייה שלא קיבלה פיצויים.<sup>3</sup> ואכן, אחוז מחזיקי ניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים גבוה מן האחוז המתאים בקבוצה המשלימה (27 אחוזים, לעומת 15 אחוזים), וההחזקה הממוצעת ליחידה גבוהה פי שניים בקרב מקבלי הפיצויים (5,550 ל"י לעומת 2,730 ל"י).

עם עליית גובה הפיצויים, קיימת מגמת עלייה באחוז מחזיקי ניירות ערך ובערך ההחזקה ליחידה בקרב מקבלי הפיצויים. חורגת ממגמה זו היא קבוצת מקבלי הפיצויים בסכום שבין 10,000 ל-19,999 ל"י, אשר ערך ההחזקה הממוצע ליחידה נמוך בה מאשר בקרב קבוצת מקבלי הפיצויים הנמוכים ביותר. כתוצאה מכך, אין העקביות של מגמת הגידול בצפיפות ההחזקה עם עליית גובה הפיצויים מתגלית באורח שיטתי.

<sup>1</sup> השוה: "סקר חסכונות המשפחה 1956/57", סקר בנק ישראל מספר 10, אוגוסט 1959, עמוד 19. בנק ישראל, דין וחשבון 1958, ירושלים, מאי 1959, עמודים 48-49. בנק ישראל, דין וחשבון 1965, ירושלים, מאי 1966, עמודים 361-363.

<sup>2</sup> ש.ם.

<sup>3</sup> למעשה, עשוי ההבדל להיות גדול עוד יותר. במיון המובא כאן נכללים בקרב האוכלוסייה שלא קיבלה פיצויים מגרמניה גם מקבלי פיצויים בסכום כולל הנמוך מ-5,000 ל"י.

**המחזיקים בניירות ערך, לפי סוג ניירות הערך ולפי קבלת פיצויים מגרמניה**

( אחוזים )

קיבלו פיצויים	לא קיבלו פיצויים	כל המחזיקים בניירות ערך	
100.0	100.0	100.0	כל ניירות הערך
21.3	23.8	23.4	מניות
63.0	66.3	65.8	איגרות חוב
4.9	3.9	4.0	מילוה קצר מועד
10.8	6.0	6.8	ניירות ערך זרים

\* לרבות קבוצה שקיבלה פיצויים בסכום הנמוך מ-5,000 ל"י ליחידה.

11 אחוזים מן היחידות המחזיקות ניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים החזיקו ניירות ערך זרים, לעומת 6 אחוזים בלבד בקבוצה שלא קיבלה פיצויים. כמו כן מבין מקבלי הפיצויים אחוז המחזיקים באיגרות חוב ומניות קטן בהשוואה לקבוצה שלא קיבלה פיצויים, אולם ההבדל היחסי הוא מבוטל.

מקבלי הפיצויים הם כולם יוצאי אירופה. השפעת קבלת פיצויים על החזקת ניירות ערך יכולה, על כן, להיות גורם נוסף בהסברת ההבדלים בצפיפות החזקה לפי יבשת המוצא.

**4. מגמת השינויים ביתרות ניירות הערך**

היקף השינויים ביתרות ניירות הערך שבידי יחידת חקירה, שבוצעו במשך השנה המסתיימת ב-30 בספטמבר 1964, הוגדר כסך ערך השוק של קניות ניירות ערך פחות סך ערך השוק של מכירות ניירות ערך. ערך זה מבטא את השינוי הנקי במלאי ניירות הערך של היחידה במשך השנה, והוא משמש בסקר החיסכון כאומדן של ה"חיסכון בניירות ערך". אומדן החיסכון מושפע ממימוש רווחי הון והפסדי הון, אם, למשל, נמכרו ניירות ערך במשך השנה במחיר העולה על מחיר הקנייה יהיה אומדן החיסכון בניירות ערך מוטה כלפי מטה.

מתוך 638 יחידות החקירה שהחזיקו ניירות ערך היו רק 142 יחידות, אשר ביצעו עסקות כל שהן בניירות ערך בשנת הסקר (כלומר, סך ניירות הערך שלהן בסוף השנה היה שונה מהסך בתחילתו). יחידות אלה הינן 3.5 אחוזים מכלל אוכלוסיית הסקר. אצל כ-36 אחוזים מיחידות אלה חלה ירידה בערך המלאי בניירות ערך, כיוון שערך המכירות היה גבוה מערך הקניות בסכום ממוצע של 180 ל"י ליחידה. יחידות אלה מוגדרות כיחידות בעלות חיסכון שלילי בניירות ערך. יתרת היחידות (64 אחוזים) היתה בעלת ערך קניות גבוה מערך המכירות בסכום ממוצע של 413 ל"י ליחידה. יחידות אלה מוגדרות כיחידות בעלות חיסכון חיובי בניירות ערך. כתוצאה מכך היה ערך החיסכון הממוצע בניירות ערך 183 ל"י ליחידה. סכום זה הינו 2.9 אחוזים בלבד מסך החיסכון של היחידות המיוצגות בסקר.

ניתוח ממצאי הסקר מצביע על קיום קשר בין צפיפות החיסכון בניירות ערך לבין הכנסת היחידה ותקבולי הפיצויים מגרמניה<sup>1</sup>. בדומה לצפיפות החזקה מוגדרת צפיפות החיסכון בניירות

<sup>1</sup> מיעוט מספר יחידות החקירה בסקר, ששינו את ערך החזקה שלהן בניירות ערך בסוף השנה בהשוואה לתחילתה, מונע אפשרות של בדיקת הקשר עם משתנים נוספים.

ערך של קבוצה מסוימת כאחוז מכלל החיסכון בניירות ערך, אשר "נתרם" על ידי אחוז אחד מכלל האוכלוסייה השייך לקבוצה זו.

(א) רמת ההכנסה

צפיפות החיסכון בניירות ערך עולה עם עליית רמת ההכנסה. השכבה המקבלת פחות מ-5,000 ל"י לשנה הינה 48 אחוזים מכלל האוכלוסייה, אך תורמת רק אחוז אחד לסך החיסכון בניירות ערך, בעוד שהשכבה בעלת הכנסה מעל ל-10,000 ל"י, שהינה כעשירית מכלל האוכלוסייה, תורמת 54 אחוזים לחיסכון זה. צפיפות החיסכון בניירות ערך עולה איפוא מ-0.02 בשכבת ההכנסה הנמוכה ל-5.55 בשכבת ההכנסה הגבוהה. מגמת העלייה בצפיפות החיסכון בניירות ערך מבטאת הן את עליית

לוח 12

החוסכים בניירות ערך לפי רמת ההכנסה

רמת הכנסה (ל"י)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	אוכלוסיית החוסכים בניירות ערך (אחוזים)	אחוז החוסכים מקבוצת ההכנסה	החיסכון הממוצע (ל"י)	אחוז מערך החיסכון	צפיפות החיסכון בניירות ערך
כל החוסכים	100.0	100.0	3.5	183	100.0	1.00
עד 4,999	48.3	9.4	0.7	21	1.1	0.02
5,000-7,499	28.5	19.4	2.4	233	24.6	0.86
7,500-9,999	13.5	22.7	6.0	165	20.5	1.52
+ 10,000	9.7	48.5	17.7	203	53.8	5.55

האחוז של היחידות החוסכות בניירות ערך והן את עליית החיסכון הממוצע ליחידה. מכלל זה יש להוציא רק את שכבת ההכנסה שבין 5,000 ל-7,499 ל"י, אשר בה רמת החיסכון בניירות ערך ליחידה גבוהה מבכל קבוצה אחרת.

ביטוי נוסף לקשר בין רמת ההכנסה לצפיפות החיסכון בניירות ערך ניתן לגלות בעובדה שהאוכלוסייה החוסכת בניירות ערך מורכבת מבעלי חיסכון שלילי ומבעלי חיסכון חיובי בניירות ערך.

לוח 13

החוסכים בניירות ערך לפי רמת ההכנסה ולפי החיסכון בניירות ערך

(באחוזים)

שכבת ההכנסה	סך כל החוסכים	בעלי חיסכון שלילי	בעלי חיסכון חיובי
כל השכבות	100.0	36.3	63.7
עד 4,999	100.0	50.0	50.0
5,000-7,499	100.0	23.1	76.9
7,500-9,999	100.0	31.8	68.2
10,000 ומעלה	100.0	33.1	66.9

מזן הלוח מסתבר, כי בשכבת ההכנסה הנמוכה אחוז היחידות בעלות חיסכון שלילי הוא גבוה ביותר (50 אחוזים). שיעור זה נמוך, יחסית, בשכבות ההכנסה הגבוהה, אולם הוא נמוך במיוחד דווקא בשכבת ההכנסה השנייה. עובדה זו היא ביטוי אחר לתופעה שהחיסכון הממוצע בניירות ערך ליחידה בשכבת הכנסה זו הוא הגבוה ביותר.

#### (ב) הפיצויים מגרמניה

השפעת הפיצויים מגרמניה על החיסכון בניירות ערך ניכרת בעובדה שצפיפות החיסכון בניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים גבוהה בערך פי 5.5 מאשר בקרב הקבוצה שלא קיבלה פיצויים<sup>1</sup>. תופעה זו היא ביטוי הן של אחוז גבוה יותר של חוסכים בניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים (6.0 אחוזים, לעומת 3.3 אחוזים בקרב האוכלוסייה שלא קיבלה פיצויים), והן של חיסכון גבוה יותר ליחידה (419 ל"י, לעומת 138 ל"י). גילוי נוסף של תופעה זו מתבטא בכך שאחוז היחידות בעלות חיסכון שלילי בניירות ערך בקרב מקבלי הפיצויים הוא נמוך יחסית (21 אחוזים, לעומת 30 אחוזים בקבוצה שלא קיבלה פיצויים).

לוח 14

#### החוסכים בניירות ערך ומקבלי הפיצויים מגרמניה

צפיפות החיסכון בניירות ערך	אחוז מערך החיסכון	החיסכון הממוצע (ל"י)	אחוז החוסכים מהקבוצה	אוכלוסיית החוסכים בניירות ערך (אחוזים)	כל האוכלוסייה (אחוזים)	
1.00	100.0	183	3.5	100.0	100.0	כל הקבוצות
0.70	63.3	138	3.3	84.0	90.6	לא קיבלו פיצויים *
3.90	36.7	419	6.0	16.0	9.4	קיבלו פיצויים

\* לרבות קבוצה שקיבלה פיצויים בסכום הנמוך מ-5,000 ל"י ליחידה.

יוצאי אירופה-אמריקה מגלים נטייה לחסוך בניירות ערך הגבוהה יחסית לשאר הקבוצות. למרות שנטייה זו איננה מובהקת, בגלל מיעוט מספר יחידות החקירה, הרי עצם התופעה יכולה להיות מוסברת בגורם הפיצויים האישיים מגרמניה.

<sup>1</sup> קבוצה זו כוללת, כזכור, גם מקבלי פיצויים בסכום נמוך מ-5,000 ל"י.