

שוק ניירות הערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים¹

סך כל ההנפקה של ניירות הערך, — המניות, ואגרות חוב לציבור (נטו) — עלתה מעט במונחים ריאליים ב-1978, ועמדה על כ-1.2 מיליארד ל"י. הרכבה השתנה, משנחלשה מגמת ההתפתחות בשוק ניירות הערך: ביקוש הציבור לאגרות חוב התאושש, ואילו הגיאות בשוק המניות שככה. ערכו הריאלי של תיק אגרות החוב בידי הציבור ירד בכ-8 אחוזים, שיעור נמוך במעט מזה של השנה הקודמת. הפדיון גדל ללא תקדים, אך רכישות אגרות החוב גדלו עוד יותר; ההנפקה נטו לציבור — אף כי היתה שלילית — גדלה ב-14 אחוזים יחסית לשנה הקודמת. ערך השוק של המניות גדל ריאלי ב-15 אחוזים, שיעור נמוך בהרבה מהגידול החריג ב-1977, ונבע כמעט כולו מהיקפן הרב של ההנפקות, שגרמו לבלוימת העלייה הריאלית בשערים. היקף הנפקת המניות נפל רק ב-8 אחוזים מהיקפן הרב ב-1977.

את שוק ניירות הערך איפיינה ב-1978 ניגודיות, הן בהתפתחויות בשני רכיבי השוק והן בהתפתחויות בשני חלקי השנה. בחלקה הראשון של השנה, שרר שפל בשוק אגרות החוב, ואילו שוק המניות התאושש במהירות מן המשבר, שאליו נקלע בסוף השנה הקודמת, והניב תשואה ריאלית גבוהה, 16 אחוזים. בחלקה השני של השנה התהפך הגלגל: הביקוש לאגרות חוב התאושש, ולעומתו ניכרו הפסדים ריאליים למחזיקי המניות בשיעור של 11 אחוזים, בשל הגידול הרב בהיצען באמצעות הנפקות חדשות, שגרם לירידת שעריהן. התשואה הריאלית למחזיקי אגרות חוב בשנה כולה היתה 2 אחוזים, ולמחזיקי מניות — 3 אחוזים; התנודתיות בתשואות פחתה במידה ניכרת, ונותרה גבוהה יותר למניות מאשר לאגרות החוב.

בשנת 1978 גדלה כמות הנכסים הפיננסיים לזמן קצר ובינוני (כמוגדר בלוח י"ז-1) ב-9 אחוזים ריאלי, קצב נמוך בהרבה מהגידול החד שבשנה הקודמת. המקורות לכך היו הגידול בסך החיסכון הפרטי. ויותר מכך — זמינותו של מימון פיננסי. ההתרחבות הרבה בכלל המקורות הספיקה להזין את הגידול בביקוש לנכסים פיננסיים, חרף העובדה, שחלק גדול יותר ממנה הופנה השנה להשקעה פיסית במשק, לעומת אשתקד. הגידול בביקוש לנכסים פיננסיים נבע מפתחת האפשרות להשקיע בפת"מ², שגיוונה את צירופי "תשואה-גזילות" של תיק ההשקעות; מהעלאת התשואה לאגרות חוב ולתכניות חיסכון; מפעולות לשיווק מניות ומירידת התנודתיות בתשואה לניירות ערך.

¹ בפרק זה נידונים ניירות ערך, שהונפקו באמצעות תשקיף (לרבות ניירות ערך של הממשלה והסוכנות היהודית, הפטורים מחובה זו) ונרשמו למסחר בבורסה, עם דגש על פעולות הציבור (דהיינו, משקי בית ופירמות לא פיננסיות). בגלל מגבלות סטטיסטיות, כוללים הנתונים על ההנפקה לציבור גם רכישות או פדיון של גופים פיננסיים, למעט תכניות חיסכון, של ניירות ערך מהסוג שהונפק לציבור. בחישוב ההנפקה נטו איננו כוללים הנפקת מילווה החובה (שאינם סחירים), אך מנכים פדיון מילווה חובה שהפכו סחירים (והוחזקו מרצון).

² "פת"מ" — פיקדון תושב מקומי במטבע חוץ.

לוח י"ט
ההתפתחויות בשוק ניירות הערך, 1976 עד 1978

1978			1977	1976	
מחצית II	מחצית I	סך הכול			
א. איגרות חוב					
(-)2.3	(-)4.5	(-)6.8	(-)9.4	(-)5.1	1. היקף ההנפקה נטו במחירי 1978 (מיליארד ל"י) ¹
מזה:					
(-)0.4	(-)3.9	(-)4.3	(-)5.0	(-)3.9	א. לציבור
(-)1.9	(-)0.6	(-)2.5	(-)4.4	(-)1.2	ב. לתכניות החיסכון
3.1	(-)1.2	1.9	2	11	2. שיעור תשואה ריאלי כולל לצמודי מדד וברירה (אחוזים)
4.2	3.0	7.2	8.0	7.8	3. מחזורי עסקות (במחירי 1978) בבורסה (מיליארדי ל"י)
ב. מניות (וניירות ערך להמרה)					
3.6	1.9	5.5	6.0	1.5	1. היקף ההנפקה במחירי 1978 (מיליארדי ל"י)
20	(-)37.0	(-)8	300	(-)28	2. העלייה או הירידה (-) בהנפקה במחירים קבועים, לעומת השנה הקודמת (מונחים שנתיים, אחוזים)
(-)10.7	15.8	(-)3.4	34.3	8.9	3. שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)
7.6	9.0	16.6	19.0	3.3	4. מחזורי עסקות (מיליארדי ל"י, במחירי 1978)
17.6	17.1	34.7	34.9	6.1	(א) בבורסה
(ב) בבורסה ומחוצה לה					
ג. סך כל שוק ניירות הערך					
1.3	(-)2.6	(-)1.3	(-)3.4	(-)3.6	1. סך כל ההנפקה במחירי 1978 (מיליארדי ל"י) (1א)+(1ב)
36	25	30	37	74	2. משקל המסחר באגרות חוב בסך כל המסחר בבורסה (אחוזים)

(1) נתון ההנפקה נטו ל-1976 ו-1977, סך הכול והתחלקותו, הוא אומדן, ומתימנותו פחותה משאר הנתונים.
ה מקור: הלוחות בהמשך הפרק.

תוך כדי כך, המשיך הציבור להפנות את החיסכון הפיננסי לאפיקים חילופיים לניירות ערך, המצויים בקצות מיוון הנוילות: למסגרות המוסדיות, שנוילות נמוכה (תוכניות חיסכון וקופות תגמולים), ולפת"מ. מסגרת חדשה זו נראתה לציבור כנוילה ורווחית ביותר, ולפיכך הפך הפת"מ ל"להיט" ההשקעה הפיננסית: הציבור הפקיד בו 16.5 מיליארדי ל"י (לעומת הנפקה נטו לציבור של איגרות חוב ומניות בסך 0.6 מיליארד ל"י ב-1977). הסטת ביקושים זו לפת"מ באה גם על חשבון השקעה בניירות ערך, שערך השוק שלהם גדל בשני אחוזים בלבד, במונחים ריאליים, לעומת גידול של 14 אחוזים בשאר הנכסים הכספיים לזמן קצר ובינוני שבידי הציבור. אפשר שההשקעה מחו"ל בניירות ערך הנסחרים בבורסת תל-אביב גדלה נטו. במרבית שנת 1978 היתה נוילות איגרות החוב גדולה: התקופה הממוצעת לפדיון פחתה, תנודתיות התשואה שלהן פחתה אף היא. בסוף השנה, עם התעצמות הפדיונות, קטנה נוילות התיק, מבחינת ההרכב הגילי שלה. גרם לכך חידוש חלק משמעותי מן התיק, שהגדיל את טווח הפירעון הממוצע שלו.

המשבר החמור, שפקד את שוק המניות בסוף 1977, היה קצר ביותר, וכבר בתחילת 1978 החלה מגמת עלייה ריאלית בשערי המניות, שנמשכה במרבית חודשי המחצית הראשונה של השנה. התאוששות זו היתה בעיקר פרי גידול בביקוש המוסדי⁸, בעוד שהגידול בביקוש של הציבור הואט, לאחר גידול חסר תקדים בשנה שעברה. האטה זו יש לראות על רקע העלייה התלולה במחירי המניות, בשנים האחרונות, יחסית לרווחיות החברות, שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה. בצד ההיצע היתה הנפקה גדולה במחצית השנייה של השנה, אשר בלמה את עליית השערים; לאור ההחלשה בביקוש בסוף השנה אף ירדו השערים במונחים ריאליים. יש לזכור, כי בשוק המניות נודעת השפעה גדולה למנגנון השיווק הבנקאי ולרכישת מניות מצד משקיעים מוסדיים (שחלקם קשור במוסדות הבנקאיים, — שהם המנפיק העיקרי של המניות). שיווק המניות תוך מתן אשראי (חל"י מחו"ל), ששיקולי מס מגדילים את כדאיותו לרוכש, תרם אף הוא להתעוררות השוק. יצוין, שלמרות שהנפקת המניות פחתה ריאלית לעומת השנה הקודמת, שהיתה חריגה, היא נותרה גדולה פי שלושה מהיקפה השנתי ב-1972—1976, וערך השוק שלהן גדל במשך 1978 ב-15 אחוזים במונחים ריאליים. משקלן הרב של המניות בתיק ניירות הערך, בהנפקה ובמסחר — יוצר שוק ניירות ערך, שמבנהו שונה לבלי הכר מזה שידענו לפני שנים מספר.

פדיון איגרות החוב מתיק הציבור עדיין עלה ב-1978 על הנפקתו, אך בשיעור נמוך ב-14 אחוזים מהשנה הקודמת. לתהליך זה תרמו גורמים מספר: שיפור תשואת ההנפקה במקור של איגרות החוב; התבססות ההכרה בחלק מן הציבור, כי איגרות החוב הצמודות חלקית שומרות על מלוא הערך הריאלי של ההשקעה בהן; וההאטה בביקוש למניות.

החל ב-1978 חויבו הבנקים להשקיע חלק מהצבירה בתכניות החיסכון באיגרות חוב הנסחרות בבורסה. בכך נחלשה הסגמנטציה בשוק איגרות החוב, וצפויה תרומה של מערכת הבנקאות לשכלול המסחר בשוק המשני ולצמצום פערי התשואה בינו לבין השוק הראשוני.

בשוק נכסי מטבע חוץ, העדיף הציבור ב-1978 את ההשקעה בפת"מ על פני ההשקעה באיגרות חוב צמודות למטבע-חוץ או נסחרות בו, שתשואת הנפקתן במקור לא הותאמה לריבית לדולר; הדבר התבטא ברכישה קטנה, יחסית, של איגרות החוב מסוג "ברירה-כפולה" או צמודות לדולר (22 אחוזים מכלל הרכישה ברוטו של איגרות החוב), ובעליית שערים מעטה: התשואה הריאלית לאיגרות חוב הנסחרות בדולרים היתה 19(—) אחוזים.

2. התפתחות הביקוש למניות ולאגרות חוב

הביקוש להתחזקת ניירות ערך המשיך לגדול ב-1978, אם כי בקצב נמוך משל 1977; מקורותיו היו הגידול בחיסכון הפרטי והומינות הרבה של מימון פיננסי, שחלקו הקטן נבע מאשראי לרוכשי

⁸ בין המוסדות שהגדילו את ביקושם למניות — בעלי עניין, קופות גמל וקרנות נאמנות, חלקם קשור במנפיקים.

לוח י"ט-2

ערך השוק של תיק ניירות הערך, הרשומים למסחר בכורסה של תל-אביב¹, 1975 עד 1978²

ערך השוק	משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל תיק ניירות הערך בידי הציבור				העלייה או הירידה (—) בערך השוק			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
	1975	1976	1977	1978	ריאלית	נומינלית	ריאלית	ריאלית
(מיליארד ל"י)								
(אחוזים)								
א. איגרות חוב								
1. צמודות ונסחרות מטבע חוץ ³	2.8	3.4	5.1	7.0	9.8	8.7	8.1	7.4
2. צמודות מדד מהסוג שהונפק לציבור ⁴	9.4	15.2	23.8	43.5	33.0	38.8	37.7	45.6
3. מילוות ברירה (צמוד — לא צמוד)	11.9	14.3	15.9	6.1	41.8	36.5	25.2	6.4
4. ברירה כפולה (מדד — דולר)	—	—	—	2.8	—	—	—	2.9
5. אומדן איגרות חוב, שעדיין לא נרשמו למסחר ⁵	1.7	1.4	0.6	3.5				
6. סך כל איגרות החוב מזה, שלא בידי הציבור :	25.8	34.3	45.4	62.9	90.5	87.5	71.9	66.1
7. בתיק הבנקים	3.6	5.3	7.1	10.3	12.6	13.5	11.3	10.8
8. בתיק בנק ישראל	0.5	1.5	2.6	4.1	1.8	3.8	4.1	4.3

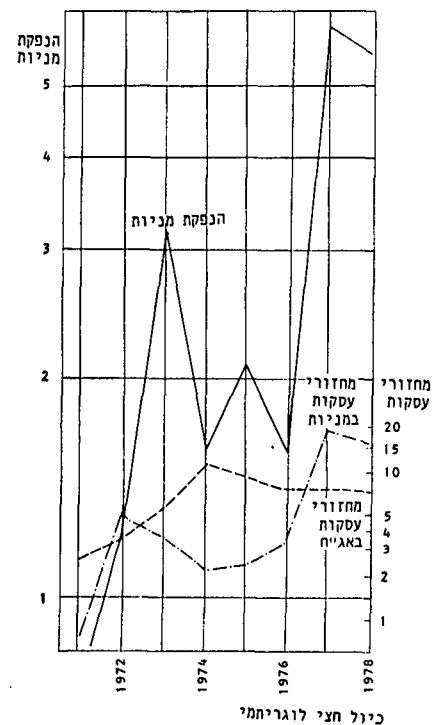
9.	אומדן איגרות חוב בידי הציבור ⁶ (8)-(7)-(6)	21.7	27.5	35.7	48.5	76.1	70.2	56.6	50.9	(-)8.1	(-)8.9	35.9	(-)8.3
ב.	מניות ⁷												
10.	נסחרות בל"י	5.3	9.8	23.6	40.9	18.6	25.0	37.4	43.0	34.1	68.9	73.3	17.0
11.	נסחרות במטבע חוץ ⁸	0.7	1.0	2.0	1.8	2.5	2.6	3.2	1.9	3.6	40.3	(-)10.0	(-)39.2
12.	סך כל המניות ואופציות (11)+(10)	6.0	10.8	25.6	42.7	21.1	27.6	40.6	44.9	30.5	66.3	66.8	12.6
13.	ניירות ערך ניתנים להמרה	0.8	0.9	1.8	4.0	2.8	2.3	2.9	4.2	(-)18.4	40.3	122.2	50.0
14.	סך כל מניות וניירות ערך ניתנים להמרה (13)+(12)	6.8	11.7	27.4	46.7	23.9	29.8	43.4	49.1	24.8	64.3	70.4	15.1
ג.	סך כל איגרות החוב בידי הציבור ומניות (9)+(14)	28.5	39.2	63.1	95.2	100.0	100.0	100.0	100.0	-0.3	12.9	50.9	1.9

- (1) לא כולל ניירות, שאין כוונה לרושםם למסחר בבורסה, כאיגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.
- (2) נתוני 1978 הם ארעיים.
- (3) ערך השוק של ניירות, הנסחרים במטבע חוץ, חושב עד 1976 על פי שער הנח"ד.
- (4) לא כולל איגרות שהונפקו למשקיעים מוסדיים.
- (5) ערך השוק של איגרות החוב שהונפקו, ועדיין לא נרשמו למסחר, הנאמד על פי הפרשי ההצמדה וריבית שנצברו.
- (6) מאחר שבחיקי משקיעים מוסדיים מצויות מצויות מצויות, מוטה אומדן זה כלפי מעלה, ואפשר שההסיה פוחתת על פני זמן. "הציבור" — כולל באמצעות קרנות נאמנות.
- (7) כולל מניות בתיקם של משקיעים מוסדיים.
- ה פ ק ו ר : הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

מניות. ב-1978 נמשכה מגמת העלייה היחסית בביקוש למניות בכלל הביקוש לניירות ערך, שניכרה מאז 1975 (ראה לוחות י"ט-1 ו-2), אך הואטה לעומת שנת 1977, לאחר שנתייקרו במידה ניכרת. מנגנון השיווק היעיל של הקונצרנים הבנקאיים, שהם המנפיקים העיקריים של מניות, היווה גורם חשוב בהתפתחויות בשוק. כוחו של מנגנון זה התעצם עקב הגידול הרב בהיקף איגרות חוב שיצאו השנה לפדיון, שהגבירו את הזדקקותו של הציבור ליועצי השקעה, שברובם הם עובדי בנקים. לשיווק המניות סייע גם מתן אשראי (חלקו מחו"ל), — ששיקולי מס מגדילים את כדאיותו לרוכש. על המוסדות, שהגדילו ביקושם למניות, נמנים בעלי עניין⁴, קופות תגמולים המנוהלות על ידי בנקים וקרנות נאמנות, שחלקם קשורים במנפיקים.

שורשי ההתפתחויות בשוקי ניירות הערך ב-1978 נעוצים ברפורמה בשוק מטבע החוץ ובצעדים שנלוו אליה, בשלהי 1977. הרפורמה קטעה באחת גיאות חסרת תקדים בשוק המניות:

הנפקה נטו של מניות ומחזורי העסקאות בהן ובאיגרות חוב כבורסה (מילארדי ל"י, במחירי 1978)



בסוף 1977, שהקטינה את הביקוש לאיגרות חוב לאחר מכן, פעלה בתחילת 1978 גם המשיכה הרבה של ההשקעה בפת"מ לצמצום הביקוש לאיגרות חוב. חרף השיפור בתשואת ההנפקה במקור וגיוון מבחרן, עלה הפדיון החודשי של איגרות החוב לציבור על הנפקתן, בתקופה ינואר—יולי, ב-0.6 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ט-3), גידול ריאלי של 50 אחוזים לעומת 1977. שערי איגרות החוב הצמודות למדד ירדו בתקופה ינואר—אפריל, ותשואתן⁵ היתה אז 3.4% (—) אחוזים במונחים ריאליים⁶. במקביל להאטה בביקוש לאיגרות חוב, גדל הביקוש למניות, ובמחצית הראשונה של 1978 היתה תשואתן הריאלית 16 אחוזים. תהליכים אלה, של התאוששות שוק המניות ודעיכת הביקוש לאיגרות חוב, הוחרפו עקב התחלופה בין השווקים.

בחלקה השני של שנת 1978 התהפך הגלגל: שוק איגרות-החוב התאושש, ואילו שוק המניות נחלש. הגידול בכוח המשיכה של איגרות החוב, יחסית להשקעה פיננסית אחרת, נבע מתהליך

⁴ האינפורמציה שבידינו מתייחסת לבעלי עניין בחברות, כפי שמוגדר בחוק לניירות ערך: עיקרם — מי שמחזיק 10 אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של התאגיד, מכוח ההצבעה או מהסמכות למנות מנהלים. מהימנות האינפורמציה נמוכה; היא גם אינה מתייחסת למוסדות אחרים, שיש קשר ביניהם לבין המנפיק.

⁵ המונח "תשואה" מתייחס לשיעור תשואה כולל, אלא אם כן מצוין אחרת, לתקופה המסתיימת ב-23 בחודש (לפני 1977 — סוף חודש), כדי להימנע מהשפעות ארעיות של סוף חודש (או שנה). לפיכך מתייחס הדיון בתשואת המניות לתקופה, שתחילתה בתחתית שפלי השערים.

⁶ בפרק זה אנו מחשבים כוח קנייה במחירים קבועים (או שיעורי גידול ריאליים) באמצעות ניכוי במדד המחירים לצרכן (או בשיעור הגידול בו). זרמים שנתיים (כהנפקות) מנוכים בממוצע שנתי של מדד המחירים.

הנפקות מקומיות של ניירות ערך וגיוס הון נפוץ, 1976 עד 1978
(מיליוני ל"י)¹

גיוס הון נטו באמצעות איגרות סחירות שנמכרו לכיסוי תכניות החיסכון			סך כל גיוס ההון נטו מהציבור (6) = (4) + (5)	הנפקת מניות וניירות ערך להמרה ⁴ (5)	אומדן גיוס הון נטו מהציבור ² באמצעות הנפקת איגרות חוב				שנה
גיוס הון נטו ⁶ (9) = (7) - (8)	פדיון ⁶ (8)	מכירה ⁶ (7)			גיוס הון נטו (1) - (2) - (3) = (4)	קניות נטו של בנק ישראל בבורסה ומחוצה לה (3)	פדיון (2)	מכירות (1)	
(-)600	600	—	(-)1,191	754	(-)1,945	647	3,173	1,875	1976
(-)2,900	2,900	—	627	3,973	(-)3,346	239	4,330	1,223	1977
(-)2,494	4,386	1,892	1,243	5,545	(-)4,302	(-)258	15,228	10,668	1978
(-)144	144	—	(-)749	180	(-)929	79	877	27	ינואר
(-)64	64	—	(-)432	100	(-)532	47	776	291	פברואר
(-)411	411	—	5	345	(-)340	101	739	500	מרס
106	91	197	(-)841	9	(-)850	75	988	213	אפריל
(-)263	760	497	(-)446	71	(-)517	7	940	430	מאי
146	360	506	522	1,223	(-)701	41	977	317	יוני
(-)23	264	241	1,016	1,490	(-)474	(-)77	1,236	685	יולי
(-)493	665	172	578	489	89	(-)90	1,024	1,023	אוגוסט
(-)3	75	72	1,399	1,121	278	(-)79	729	928	ספטמבר
(-)7	137	130	1,953	164	1,789	(-)92	615	2,312	אוקטובר
(-)316	358	42	231	60	171	(-)169	2,322	2,324	נובמבר
(-)1,022	1,057	35	(-)1,993	293	(-)2,286	(-)101	4,005	1,618	דצמבר
(-)289	296	7	(-)2,230	101	(-)2,331	(-)89	3,375	955	ינואר 1979
(-)27	48	21	2,659	140	2,519	(-)178	320	2,661	פברואר

- (1) א. נתונים מעוגלים.
ב. לא כולל הנפקה של מילווה חובה ופדיון של מילווה חובה שאינם סחירים.
ג. ייתכן שב-1978 היו רכישות בשוק לכיסוי תכניות החיסכון, ואז נתוני ההנפקה להם מוסיים כלפי מעלה; לציבור — כלפי מטה.
(2) כולל גם רכישת או פדיון של גופים פיננסיים, למעט תכניות חיסכון (עד 1978), מהסוג שהונפק לציבור.
(3) בפדיונות נכללים פירעונות קרן וכן תשלומי ריבית והצמדה.
(4) חברת האם של אחד הבנקים המסחריים התחייבה לרכוש 522 מיליוני ל"י מתוך הנפקת הבנק שלה ב-1977 (154 מיליון בשנת 1976), בעוד שהיא עצמה הנפיקה מניות בסכום גדול יותר; כדי להימנע מחישוב כפול של הנפקה זו, נוכח הסכום מערך הנפקת המניות.
(5) איגרות "ברירה כפולה", שנרכשו לכיסוי 40 אחוזים מהצבירה בתכניות "ברירה דולרית".
(6) הנתון ל-1976 ול-1977 הוא אומדן, ומהימנותו פתוחה.
ה ט ק ו ר : עיבודי בנק ישראל.

הדרגתי של התעצמות הציפיות לאינפלציה, ואי הוודאות באשר לגודלה, שהגיע לשיאו בשלהי השנה, ומהאטה בעליית שערי המניות. את ההתאוששות בביקוש לאיגרות החוב חיוקה גם הירידה ברווחיות ההשקעה בפת"מ, בשלהי 1978. יש גם להניח, שחלקים בציבור הכירו בכך, שאיגרות החוב הצמודות חלקית מבטיחות את ערכן הריאלי המלא, ואף מעבר לכך, של ההשקעה בהן (לכך כוונה הסברת בנק ישראל). מחודש מאי החלו שערי איגרות החוב הצמודות למדד לעלות ריאלית (ראה לוח י"ט-6 ודיאגרמה י"ט-2), ותשואתן הריאלית בתקופה מאי-דצמבר היתה 11.9 אחוזים. הנפקתן נטו של איגרות החוב לציבור, שמאז אוגוסט היתה חיובית, הסתכמה ב-0.6 מיליארד ל"י לחודש בתקופה אוגוסט-נובמבר, לעומת הנפקה נטו חודשית שלילית בסכום דומה בחודשי השנה הקודמים.

מנגד היתה במחצית השנייה של השנה, כאמור, האטה בעלייה בשערי המניות. האטה זו נבעה מגידול ניכר בהיצע, בשל הנפקות חדשות (בסך 4.5 מיליארד ל"י, בחודשים מאי-אוקטובר) וסביר שהרחיקה משוק המניות ביקוש להשקעה של זמן קצר, שהוסט לשוק איגרות החוב. בתקופה יוני עד נובמבר היתה למניות תשואה ריאלית שלילית בשיעור 14 אחוזים.

האינפלציה המהירה, ששררה בסוף השנה, על רקע הגידול העצום בהיקף איגרות החוב שהגיעו לפירעון (ראה לוח י"ט-3), הגבירה את כדאיות רכישתן של איגרות חוב בעזרת מימון לזמן קצר, בלי לחכות לפירעון עצמו, כדי לזכות בהצמדה למדד החודש, שקדם לפדיון. בדצמבר היתה ההנפקה נטו של איגרות חוב שלילית, למרות הפירעונות הגדולים הצפויים לציבור בינואר 1979; תרמה לכך התאוששות שוק המניות, לאחר מספר חודשי רפיון, שהתבטאה בעליית שערים ריאלית, שהניבה תשואה ריאלית בשיעור 3.9 אחוזים לחודש האמור.

3. שוק המניות

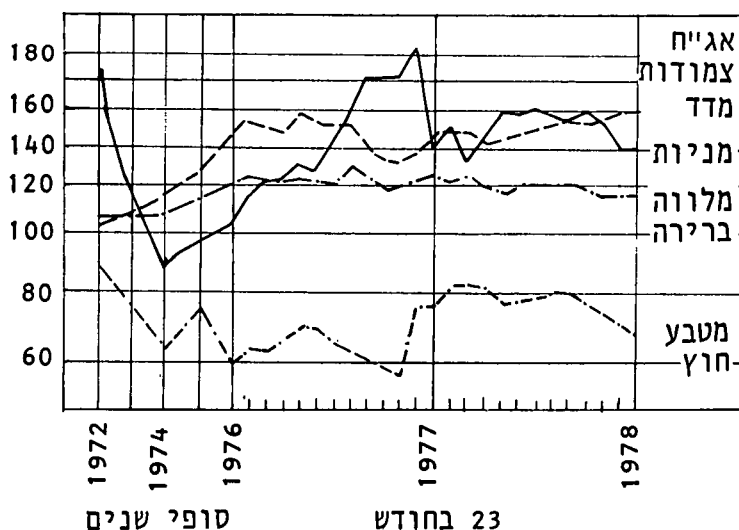
בהנפקת המניות, שעיקרה בחודשים ספורים בחלקה השני של 1978, פחת משקל הסקטור הפיננסי, בהשוואה לשנה הקודמת, ובלט מספרן הרב של חברות חדשות, שפנו לבורסה לגיוס

דיאגרמה י"ט-2

מדדים לתשואה ריאלית כוללת מצטברת לניירות ערך ולמטבע חוץ

(הבסיס: סוף 1971=100)

מדדים



כיוול חצי לוגריתמי.

הערות: מטבע חוץ עד אוקטובר 1977 דולר הנת"ד, אחרי כן סל המסבעות. מדד זה הוא לשערים ולא לתשואה כוללת כבשאר הגרפים.

תשואה (באחוזים) וסמיות התקן של שיעור השינוי הריאלי החדשי במחירי איגרות החוב, המניות, דולר הנת"ד וכו' הקנייה של הכסף, 1972 עד 1978

איגרות החוב הצמודות	מילוות הברירה	כל המניות הרגילות	מניות כספים וביטוח	מניות התעשייה	מטבע חוץ	כוח הקנייה של הכסף
ממוצע אריתמטי לשנים 1972 עד 1975						
תשואה שנתית	6.47	3.16	2.91	1.72	(-)6.44	(-)17.45
סטיית תקן שנתית	2.13	2.04	5.26	4.11	3.08	1.74
סטיית תקן חודשית	2.28	2.58	5.17	4.24	2.91	1.76
1976 תשואה שנתית						
תשואה שנתית	15.74	5.26	6.61	8.23	-19.4	(-)27.5
סטיית תקן שנתית	4.02	4.55	5.34	5.63	2.80	1.11
סטיית תקן חודשית	3.66	3.55	3.04	3.21	2.21	1.63
1977 תשואה שנתית						
תשואה שנתית	(-)0.08	3.92	34.58	48.34	8.63	(-)29.8
סטיית תקן שנתית	4.89	2.27	18.37	16.88	6.64	2.69
סטיית תקן חודשית	4.43	3.00	12.63	11.96	6.01	2.69
1978 תשואה שנתית						
תשואה שנתית	8.03	(-)7.15	3.44	-1.35	-10.35	(-)32.5
סטיית תקן שנתית	2.11	1.60	7.18	5.47	3.43	1.20
סטיית תקן חודשית	1.85	2.06	7.10	5.24	3.19	3.34

הערות:

השערים נוכו במדד המחירים לצרכן.
תשואה שנתית: שיעור התשואה הכולל למשך השנה כולה.
סטיית תקן חודשית: מודדת את סיכון ההון שבהחזקת נכס שיעור השינוי הממוצע בו, מחולק בדרגות חופש.
סטיית תקן שנתית: מודדת את סיכון ההון שבהחזקת נכס לתקופה ארוכה מחודש. חושבה בדרך של הוצאת שורש ריבועי של סכום הריבוע ההפרשים, שבין שיעור השינוי החודשי של מדד השערים לבין בתוך השנה (סוף השנה הקודמת = 100), מחולק בדרגות החופש. מגמת המדד בתוך השנה חושבה באמצעות רגרסיה של השערים על המשתנה "זמן".
מטבע חוץ: עד 1977 — דולר הנת"ד. 1978 — סל המטבעות.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

ההון. זאת ועוד: ב־1978 בלטה רכישת מניות בידי בעלי עניין ומוסדות פיננסיים, וסביר להניח, שרכישותיהם התרכזו במניותיהן של חברות פיננסיות. התנודות בתשואות המניות פחתו בכ־40 אחוזים, אך רמתן נותרה גבוהה לעומת גדולן לפני 1977, ולעומת התנודתיות בתשואות איגרות החוב. במסחר במניות, שהיקפו נותר ברמה ריאלית דומה לזו של 1977 (פי ששה מרמתו השנתית בשנים 1972 עד 1976), גדל משקל העסקאות, שנעשו מחוץ לבורסה. רמת הביקוש הגבוהה למניות התבטאה בערך השוק שלהן, 47 מיליארד ל"י בסוף 1978, גידול ריאלי של 90 אחוזים לעומת סוף 1976.

הגידול הרב בכמות המניות המוצעת באמצעות הנפקות קשור בהוזלת גיוס ההון בדרך זו, שנבעה מהתייקרות ריאלית רבה של המניות מאז אמצע 1976. היקף ההנפקות החדשות תלוי במידה רבה בהערכת הביקוש הצפוי להן; ביקוש זה גדל בעקבות ההיכרות, שעשה הציבור עם שוק המניות ב־1977, ועקב יעילותו של מנגנון השיווק של הקונצרנים הבנקאיים. כוחו של מנגנון זה התעצם עם הגידול החד בהזדקקות הציבור ליועצי השקעות, שרובם עובדי בנקים; פדיון ניכר של איגרות חוב מתיק הציבור בשנת 1978 — 15 מיליארד ל"י (לעומת 4 מיליארד בשנה קודמת) שחרר נכסים פיננסיים להשקעה מחדש.

מאחר שכל הנפקה כרוכה בהוצאות קבועות בלתי מבוטלות, ובמאמץ גדול מצד ההנהלה, נמנעות החברות מהנפקות תכופות ומצומצמות בהיקפן. כשהמנפיק היא חברה גדולה, עשויה הנפקתו להגדיל משמעותית את היצע המניות בכלל, ואת זה של המנפיק⁷ — בפרט. כדי למנוע זעזוע בשוק, נתנו הבנקים אשראי לחלק מרוכשי המניות⁸, וכך וויסתו את הביקוש להן. גם היצע המניות ווסת, שעה שבעלי עניין רכשו חלק מההנפקה, תמורת כ־1.3 מיליארד ל"י, מתוך כוונה למכרן בהדרגה בעתיד⁹; היקף ההנפקה הכולל היה 5.5 מיליארד ל"י בשנת 1978, וערך השוק של המניות כ־37 מיליארד ל"י, בממוצע שנתי. המעורבות העיקרית התבטאה ברכישת כשליש מהנפקת השיא ביוני—אוגוסט (כשהונפקו מניות תמורת 3.2 מיליארד ל"י)¹⁰ ורכישת מניות תמורת 0.6 מיליארד ל"י בחודשים ינואר—פברואר¹¹ (על מהימנות נתון רכישות בעלי עניין — ראה הערה 4 לעיל). אין בידינו נתונים על מעורבות כלל המוסדות הפיננסיים, ואיננו יודעים עד כמה גדלו ב־1978 רכישותיהם של בעלי עניין, או שיווק המניות באשראי. עיקר מסחרם של בעלי עניין היה במניות הבנקים, דבר המסביר את הרמה הנמוכה של תנודתיות התשואה ושל פיזור אצל המניות בקבוצת כספים וביטוח (ראה לוחות י"ט-4 ו-9). בין המוסדות הפיננסיים נציין את קופות התגמולים המנוהלות בידי בנקים, שרכשו מניות (נטו) תמורת כ־850 מיליון ל"י ב־1978.

גם ב־1978 איפיינה את מבנה ההנפקה מכירתן של "חבילות" של ניירות ערך, הכוללות מניות, איגרות חוב להמרה ואופציות; משקלן הכספי של המניות בכלל ההנפקה אף ירד ל־53 אחוזים, לעומת 70 אחוזים בשנה הקודמת. גיוון ההנפקה מאפשר למנפיק לקדם את שיווק הניירות שהוא מציע, ולשווק גם ניירות נחותים. הוא גם יאפשר לו להנפיק מניות שלא באמצעות תשקיף נוסף, בעת מימוש זכות ההמרה; כך גדלה רציפות היצע המניות, תוך חיסכון בהוצאות התשקיף. מגרעתה של "ההנפקה הכוללת" המסובכת היא שאין הלקוח מן השורה מסוגל להעריך את כדאיות

⁷ ב־1978 היו שלוש הנפקות גדולות, תמורת 0.7—0.9 מיליארד ל"י האחת.

⁸ למי שאינו עוסק במסחר בניירות ערך, יש לעיסקה זו יתרונות מסוי; רשויות המס מכירים בריבית על האשראי כהוצאה, תקבולי הדיווידנד חייבים במס מוגבל, ורווחי ההון על המניות הנסחרות בבורסה פטורים ממס.

⁹ בנסיבות נאותות בשוק, אפשרי גם עיתוי הפוך של הפעולות: מכירה הדרגתית של המניות לקראת ההנפקה, שבה נעשית השלמת התיק של בעלי העניין.

¹⁰ נתון הרכישה של בעלי עניין אינו מיצג רק התערבות בשוק, משום שהוא כולל גם רכישות, הנעשות ממילא לחיכים של חברות אם (לעתים — גם לצורכי שליטה).

¹¹ בדיון בהתערבות המוסדית, יש להדגיש את משקלם הנכבד של הקונצרנים הבנקאיים והגופים הקשורים בהם במכלול הפעילויות בשוק המניות, ובשל כך הם עשויים לשנות את מגמות ההתפתחות.

היקף המסחר בניירות ערך, 1975 עד 1978

סך כל המסחר במסגרת הבורסה ומחוצה לה ²		איגרות חוב (בבורסה)										
איגרות חוב ³	במניות	סך-כל ניירות הערך במסגרת הבורסה	מניות (בבורסה)	ניירות ערך ניתנים להמרה במניות (בבורסה)	לא צמודות	ברירה כפולה	צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ	מילוות ברירה	צמודות למדד המחירים	מזה: איגרות חוב ממשלתיות	סך הכול ¹	
(מיליוני ל"י)												
19,677	1,362	4,400	780	103	0	0	306	1,873	1,338	2,890	3,517	1975
..	2,826	5,454	1,432	178	0	0	269	2,017	1,558	3,369	3,844	1976
..	21,861	17,943	11,345	1,291	11	0	351	2,299	2,647	4,771	5,307	1977
..	32,468	23,759	14,356	2,233	28	312	473	2,168	4,189	6,422	7,170	1978
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)												
49	41	23.1	50.4	37.6	—	—	61.9	—7.1	68.1	17.6	17.2	1975
..	107	24.0	83.6	72.7	—	—	—12.1	7.7	16.4	16.6	9.3	1976
..	674	229.0	692.2	625.3	—	—	30.5	14.0	69.9	41.6	38.1	1977
..	48.5	32.4	26.5	73.0	154	—	34.8	—5.7	58.3	34.6	35.1	1978
המשקל מסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)												
המסחר מחוץ לבורסה (אחוזים)												
81.6	42.7	100.0	17.7	2.3	—	—	6.9	42.6	30.4	82.2	79.9	1975
..	49.3	100.0	26.3	3.3	—	—	4.9	37.0	28.6	87.6	70.5	1976
..	48.1	100.0	63.2	7.2	0	0	2.0	12.8	14.8	89.9	29.6	1977
..	55.8	100.0	60.4	9.4	0.1	1.3	2.0	9.1	17.6	89.6	30.2	1978

- (1) למעט המסחר באיגרות חוב בלתי צמודות, ומילווה קצר מועד.
 (2) המסחר מחוץ לבורסה — על פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה.
 (3) כולל איגרות חוב ניתנות להמרה. מהימנות הנתון — פחותה.
 .. אין נתונים.
 המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

לוח י"ט - 6

מדד תשואה חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה של תל-אביב¹, של קרנות נאמנות,
של שערי סל המטבעות ושל הדולר, 1978
(דצמבר 1977 = 100)

קרנות הנאמנות	מניות נסחרות בל"י			איגרות חוב הנסחרות בל"י			צמודות למדד המחירים		
	מדד שערי מטבע חוץ ³			מניות נסחרות בל"י			איגרות חוב הנסחרות בל"י		
	סל המטבעות	דולר ⁴	איגרות חוב הניתנות להמרה במניות ²	רגילות ובכורה ²	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ	ברירה	למדד בלבד	סך הכול	
(אחוזים)									
	28.3		31.4		20.6	17.1	18.9		1972
	30.5		24.9		25.1	21.7	23.5		1973
	40.4		27.9		38.3	35.0	36.6		1974
	58.0		47.0	36.6	58.0	48.3	45.7	46.8	1975
63.6	64.9		65.6	52.1	63.2	67.5	70.2	69.0	1976
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1977
1978									
102.7	104.8	110.2	104.1	110.5	104.1	99.9	101.1	100.6	ינואר
103.2	106.2	113.1	93.4	98.4	97.3	103.5	102.3	102.8	פברואר
105.9	108.6	115.5	106.7	111.4	100.9	102.5	103.3	103.0	מארס
112.4	109.6	114.6	123.2	130.4	105.0	105.9	109.8	108.3	אפריל
116.6	113.1	117.3	126.7	131.9	111.8	111.3	114.8	113.4	מאי
120.0	115.8	121.7	124.5	136.7	114.3	113.5	118.9	116.7	יוני
123.0	119.1	127.9	121.3	136.6	118.7	116.6	123.8	122.9	יולי
126.1	120.3	129.2	121.7	137.7	121.2	119.2	128.8	124.9	אוגוסט
128.6	120.1	126.8	127.6	146.6	122.4	120.5	131.0	126.8	ספטמבר
133.1	120.4	131.7	130.3	147.3	120.9	124.9	140.2	134.1	אוקטובר
135.6	123.6	131.0	125.1	142.6	121.4	132.5	154.8	145.8	נובמבר
141.1	122.9	132.8	132.7	153.2	120.2	137.5	160.0	151.0	דצמבר
מדד ריאלי									
95.3	82.9	89.7	89.6	103.4	81.1	92.9	108.1	101.9	לדצמבר

(1) מאז 1977 — נתוני ה-23 בכל חודש. לפני כן חושבו מדדים לסוף חודש, תשלומי ריבית ודייווידנד מוזמן.

(2) אופיין של מניות בכורה שונה משל הרגילות, ומשקלן בסך הכול גמון מאוד.

(3) מובא כאן מדד שערים, ולא מדד שיעור תשואה כולל, כבשאר הלוח; ההבדל הוא שער הריבית.

(4) לפני 1977 — דולר הנת"ד.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. לשערי מטבע החוץ — בנק ישראל.

לוח י"ט - 7

ערכי שוק של מצבת המניות, לפי הקבוצה המנפיקה, והנפקות חדשות של מניות

נניירות ערך להמרה י, 1978

הנפקות חדשות תמורת מזומן, של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה, 1978						ערך השוק של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה, הרשומים בבורסה		
חלקה של ההנפקה מערך השוק של מניותיה בסוף 1977	(מיליוני ל"י)	חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה				העלייה הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1978	חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1978	(מיליוני ל"י)
		1978	1977	1976	1975			
(אחוזים)						(אחוזים)		
19.4	3,291	59.4	70.0	80.2	85.0	13.4	61.0	28,473
19.8	416	7.5	5.0	6.9	4.6	(—)14.8	5.7	2,649
1.5	30	0.5	1.7	0.0	0.6	(—)47.0	3.4	1,599
41.0	282	5.1	5.0	2.5	3.6	30.9	2.9	1,333
18.5	4,019	72.5	81.7	89.6	93.8	5.6	73.0	34,054
3.8	19	0.3	0.8	3.5	0.0	(—)22.8	1.2	570
35.4	384	6.9	1.9	0.3	2.1	64.9	5.6	2,651
24.3	632	11.4	12.4	6.6	4.1	2.6	8.5	3,948
34.8	491	8.9	3.2	0.0	0.0	160.6	11.7	5,454
20.3	5,545	100.0	100.0	100.0	100.0	15.1	100.0	46,677

(1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרת איגרות חוב ניתנות להמרה, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.

(2) כולל חברה לחיפוש נפט שנוסדה ב-1978, והנפיקה מניות תמורת 100 מיליון ל"י.

הערות: נתוני המצבת לסוף 1978 — ארעיים.

הסכום: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

רכישתם של הגיירות השונים בהתחשב במחירים בשוק, והיא גורמת גם לסירבול המסחר בבורסה.¹² יצוין, שהבורסה החליטה ב-1978 להפסיק מסחר ב"חבילות" של ניירות ערך, ולסחור בהם בנפרד מיום רישומם למסחר.

תוואי ההנפקה במשך השנה (ראה לוח י"ט-3) הושפע מן הפיגור של ההנפקות אחר התנאים השוררים בשוק. בהשפעת אי-הוודאות שגרם המשבר בסוף 1977, היתה ההנפקה בחודשים הראשונים של השנה נמוכה. לפיגור בהנפקת המניות אחר העלייה בשערים נודעת השפעה בלתי מייצבת על השערים. על תוואי ההנפקה השפיע גם הפטור מחובת ההכנה של דו"ח ביניים כספי, המוענק לחברות המפרסמות מאזנים לסוף דצמבר, אם ינפיקו מניות עד סוף אוגוסט. בשל כך פחתו ההנפקות בראשית השנה, כשהיו המאזנים בהכנה, והן גדלו בחלקה השני של השנה. לגידול בהיצע היו נסיבות פיסקליות מסייעות.¹³

הגיאות הרבה בשוק המניות הגדילה את מעגל הפונים לבורסה לגיוס הון, ו-15 חברות פנו אליה לראשונה ב-1978, לעומת ממוצע שנתי של פחות משלוש חברות בשנים 1970 עד 1977: 5 חברות תעשייה, 5 פיננסיות, 2 להשקעה ולאחזקות, חברה למקרקעין, חברה למסחר ושירותים וחברה לחיפושי נפט. בהנפקתן של החברות החדשות, שהסתכמה במיליארד ל"י (קרוב לחמישית מכלל גיוס ההון באמצעות מניות), היה משקל חברות הסקטור הפיננסי נמוך יחסית, 40 אחוזים. משקלם הנכבד של הבנקים בהנפקה נובע מנסיגה של מערכת הבנקים לגייס הון עצמי בהיקף, שיהלום את קצב ההתרחבות שלה. עם זאת, נמשכה ב-1978, זו השנה השלישית ברציפות, הירידה במשקל הסקטור הפיננסי בכלל ההנפקה. נראה שגרמה לכך הגיאות בביקוש למניות, שעודדה גם חברות שאינן פיננסיות להנפיק מניות. משקל הסקטור הפיננסי ירד מ-94 אחוזים מכלל ההנפקה ב-1975 ל-73 אחוזים ב-1978 (ומשקל הבנקים המסחריים מ-85 אחוזים ל-59 אחוזים). משקל הנפקתן של חברות התעשייה פחת ב-1978 באחוז אחד, ועמד על 11 אחוזים מכלל ההנפקה, והסתכם בעשרה אחוזים מן ההשקעה בתעשייה, — חרף ההקלות במסוי שהוענקו להם, כאמור, ולמרות הגדלת שיעור ההשקעה מתוך תקבולי קופות הגמל, המותר להשקעה במניותיהן של חברות אלה. מיעוט ההנפקה של חברות תעשייתיות הוא פועל יוצא של המימון הוזל להשקעות בתעשייה. סביר היה לצפות, שמימון הממשלה יעודד מימון השקעות באמצעות הון עצמי, בהיותו משלים לו. בפועל הוא משמש תחליף להנפקה, ומשקיעים מעדיפים להשיג תוספת מימון מן הממשלה, כשההון העצמי מגויס בדרכים אחרות — ככל הנראה ללא הוצאות, מאמץ הנהלה וחשיפת החברה בפני הציבור, הכרוך בהנפקת מניות לציבור באמצעות תשקיף. אי לכך, ניתן לומר, שגיוס הון באמצעות איגרות חוב, המונפקות בידי הממשלה או בהכוונתה, משמש תחליף לגיוס הון באמצעות מניות. החברות להשקעה ולאחזקות¹⁴ הגדילו את חלקן בהנפקה ב-1978, וגייסו כעשירית מכלל ההון המונפק השנה, וחברות המקרקעין והפיתוח הרחיבו את פעילותן עם הגיאות בבנייה, והכפילו את משקלן בהנפקה, יחסית לשנה שעברה: 5 אחוזים.

למי פנו המנפיקים? הנפקת הזכויות לבעלים פחתה ב-1978, ומשקלן בכלל ההנפקה היה 36 אחוזים, לעומת 47 אחוזים בשנה הקודמת. כאן השפיע גם הגידול הרב (פי ארבעה) במשקל הנפקתן של חברות, שמניותיהן לא נסחרו קודם לכן בבורסה. כן פחת ב-1978 משקל הרכישה המוקדמת של המשקיעים המוסדיים בכלל ההנפקה, לכדי מחצית גודלה ב-1977. גרמו לכך הקטנת הזמנותיהם,

¹² הממוצע לכל אחד משלושת הבנקים, שהנפיקו ניירות ערך מסוגים רבים, היה 10 ניירות בסוף 1978 (מניות, אופציות ושטרי הון).

¹³ על פי תיקון שנעשה בחוק ביולי, מכירות רשויות המס בהוצאות ההנפקה של חברה תעשייתית (כ-7 אחוזים מתמורתה), תוך פריסתן לשלושה שיעורים שנתיים שווים, החל באותה שנה. על כך נוספה עוד הקלה במסוי חברות תעשייה: רישום מניות קיימות למסחר בבורסה, תוך הנפקת מניות לציבור באמצעות תשקיף, לא יחייב את בעלי המניות בתשלום מס על רווחי הון שנצברו עד הרישום למסחר, אם יחזיקו במניות שנרשמו לפחות חמש שנים מיום הרישום.

¹⁴ המשקיעות, בין השאר, במניות ובאיגרות חוב הנסחרים בבורסה.

לוח י"ט - 8

מדד תשואה כוללת מצטברת למניות רגילות ובכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1974 עד 1978
(הבסיס : דצמבר 1977 = 100)

מקדמי בינוי ופיתוח ¹	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	כספים וביטוח			סך הכול	מדד כללי	
				מוסדות מימון ענפיים	בנקים למשכנתאות	בנקים מסחריים			
23.4	25.9	34.1	30.4	31.2	20.0	27.4	24.0	26.6	סוף השנה
									1974
35.6	47.4	52.0	42.9	38.4	24.4	34.6	32.9	36.0	1975
59.6	62.8	75.2	61.9	54.8	41.8	48.3	47.3	52.1	1976
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1977
									1978 סוף רביע
120.3	102.7	107.4	124.1	107.7	107.0	109.9	109.8	111.4	מאוס
155.1	128.7	137.0	158.9	136.6	133.5	130.6	131.8	136.7	יוני
182.7	115.8	137.8	195.1	125.5	116.2	142.1	138.6	146.6	ספטמבר
188.1	114.4	132.5	211.8	124.0	106.4	152.5	146.1	153.2	דצמבר
127.0	77.3	89.5	143.0	83.7	71.8	102.9	98.7	103.4	מדד ריאלי דצמבר
									שיעור שינוי ריאלי
(-)5.4	(-)16.0	(-)22.0	(-)3.4	(-)23.4	18.5	13.3	7.1	0.5	בממוצע השנתי של המדד ²

(1) עד 1976 — כולל הדריס.

(2) גיבוי המתירים — חודשי.

ה מקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

לוח י"ט - 9

התפלגות שיעורי התשואה הכוללים, נטו, על השקעה במניות רגילות כבורסה של תל-אביב,
בשנים 1977 ו-1978
(אחוזים)

שיעור תשואה כולל														
שיעור תשואה הדיבידנד														
התפלגות המניות לפי מסדר עולה (עשירונים) של התשואות														
מספר חברות	מספר מניות	מדד פיזור ³	90	75	50	25	10	מקסימלי	מינימלי	משוקלל בהון רשום ¹	משוקלל בהון רשום ¹	משוקלל בהון רשום ¹	ממוצע פשוט	
1. חברות הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים														
22	34	0.56	188.3	145.7	94.0	84.2	79.0	261.7	44.0		104.4	102.2	117.0	1977
1978 מחצית														
23	49	0.36	44.0	30.8	20.1	13.7	1.0	102.6	—19.7		39.6	42.8	39.1	I
23	49	0.50	22.0	12.2	—6.4	—20.6	—25.2	29.7	—39.5		10.5	12.7	—3.9	II
23	49	0.62	54.8	38.1	17.7	—7.7	—17.9	58.3	—26.3	2.1	37.0	38.9	18.0	כולה
2. חברות המקרקעין והפיתוח														
10	13	0.88	244.0	143.1	112.0	76.9	58.5	248.7	24.1		102.1	119.4	122.9	1977
1978 מחצית														
11	15	0.42	63.0	54.2	36.4	29.1	6.1	75.0	3.6		39.6	42.8	39.1	I
11	15	1.03	110.1	52.9	20.5	—11.3	—13.6	177.5	—15.0		20.1	26.5	31.9	II
11	15	1.12	208.1	98.0	53.5	29.2	24.9	243.0	20.4	1.1	63.9	77.2	80.7	כולה

3. חברות התעשייה והמסחר

24	36	2.09	167.1	76.4	52.0	17.0	0.8	248.1	-16.3		74.9	51.2	63.7	1977
														מחצית 1976
25	43	0.43	53.1	34.4	24.1	9.1	-0.2	95.2	-13.5		28.1	18.4	25.8	ו
25	43	0.65	39.4	24.0	-3.7	-17.6	-23.0	141.8	-37.6		-2.5	-0.1	7.0	וו
25	43	0.82	86.8	54.3	23.3	-6.3	-14.6	208.3	-32.2	2.8	24.9	18.5	35.1	כולה

4. חברות להשקעה

21	27	0.52	110.9	88.2	69.0	42.1	23.4	165.0	19.1		75.4	80.8	69.8	1977
														מחצית 1978
19	31	0.48	60.3	39.3	19.5	7.1	2.6	65.7	-12.3		30.5	27.2	25.2	ו
19	31	0.77	63.5	31.5	3.0	-6.0	-16.1	255.3	-21.6		16.7	16.0	20.4	וו
19	31	1.17	154.9	65.4	43.0	9.2	-12.2	294.9	-15.1	3.2	52.1	48.8	50.8	כולה

5. סך כל המניות הרגילות

77	110	1.41	173.5	115.8	80.6	52.0	19.1	261.7	-16.3		95.1	91.5	88.7	1977
														מחצית 1978
78	138	0.42	54.2	37.4	22.5	11.7	2.6	102.6	-19.7		26.1	23.6	26.2	ו
78	138	0.67	43.8	20.5	0.1	-15.5	-23.0	255.3	-39.5		10.2	11.9	8.8	וו
78	138	0.87	96.1	53.5	26.8	3.0	-13.6	294.9	-32.2	2.2	38.8	38.7	37.1	כולה

(1) שקלול למי הון רשום למסחר בערך שוק, סוף שנה קלנדרית קודמת.

(2) שקלול למי היקף המסחר בבורסה במשך השנה הקלנדרית.

(3) מדד הפיזור חושב כך: משיעור התשואה הכולל למניה ה-90 אחוזים (במסדר העולה של התשואות למניות) הופחת שיעור התשואה למניה ה-10 אחוזים. הפרש זה חולק באחד, ועוד שיעור התשואה למניה ה-50 אחוזים (כאשר אחוז תשואה נמדד כ-0.01). כך, למשל, יהיה מדד הפיזור ב-1977 למניות חברות הבנקים, ביטוח ומוסדות כספיים: $\frac{188.3}{100} - \frac{79.0}{100}$

$$0.56 = \frac{\frac{188.3}{100} - \frac{79.0}{100}}{1 + \frac{94.0}{100}}$$

ה מקור: סימורי בנק ישראל.

מחד גיסא ומאידך גיסא, — ההוראה להקטין את ההקצאה עבורם, במידה שיש החתמת יתר.

התשואה למניות הבנקים, היתה 2.9 אחוזים, בעוד שהתשואה של קבוצת מניות כספים וביטוח כולה קטנה, 1.3(—) אחוזים בלבד. תשואה ריאלית גבוהה היתה במשך השנה למניות מקבוצת מקרקעין, בינוי ופיתוח, 27 אחוזים, כשתנאי השוק לחברות אלו היו מצוינים. גם למניות חברות ההשקעה היתה תשואה גבוהה, 43 אחוזים, בעוד שמניות תעשייה, מסחר ושירותים, הניבו הפסדים ניכרים. בחינת הממוצע השנתי של מדד שיעור התשואה הכולל, המושפע פחות מתנודות ארעיות¹⁵, מורה, שהתשואה הריאלית לכלל המניות היתה 0.5 אחוזים, למניות מקבוצת כספים וביטוח 7.1 אחוזים, למניות הבנקים — 13.3 אחוזים. בחינת התשואה לשנה הקלנדרית (לוח י"ט-9)¹⁶ אינה משנה בהרבה את תמונת התשואות היחסיות של הקבוצות השונות. שיעור התשואה הנומינלית של הדיווידנד לכלל המניות, ולמניות כספים וביטוח, היה כ-2 אחוזים ב-1978¹⁷ (ראה לוח י"ט-9), — שונה מהשיעור לשאר הקבוצות. בערכו הנמוך של שיעור תשואת הדיווידנד, בתוך שיעור התשואה הכולל, יש משום יתרון למשקיע במניה; שכן הדיווידנד חייב במס, בעוד שרווחי ההון פטורים ממנו. (זהו רק אחד מן השיקולים להערכת מדיניות חלוקת הדיווידנד).

בשנת 1978 לא חל שינוי ריאלי בסך כל היקף המסחר במניות, אך חלק גדול יותר ממנו נעשה מחוץ לבורסה (ראה לוח י"ט-5): 56 אחוזים, לעומת 48 אחוזים בשנה הקודמת. לכך תרם הגידול במעורבותם של משקיעים מוסדיים במסחר במניות.

4. שוק איגרות החוב¹⁸

ערך השוק של תיק איגרות החוב שבידי הציבור בסוף 1978 נאמד ב-49 מיליארד ל"י, והוא ירד בשנת 1978 ב-8 אחוזים, אחרי ירידה ב-9 אחוזים בשנה הקודמת (ראה לוח י"ט-2). הירידה בביקוש להחזקת איגרות חוב קטנה השנה, כלומר הפדיון עלה על ההנפקה בשיעור נמוך ב-14 אחוזים מאשר בשנה שעברה.

כדי לחלץ את שוק איגרות החוב מן המשבר, שפקדו בשנים האחרונות, שופרו תנאי איגרות החוב: בפברואר הוגדלה הריבית (ברוטו) לאיגרת החוב המונפקת במקור באחוז אחד (לאחר שבאוקטובר של 1977 היא הועלתה בשני אחוזים) ובכך גדלה התשואה הריאלית נטו לפדיון, לאיגרת המונפקת, בכחצי אחוז. היצע האיגרות לציבור גוון: איגרות עם ברירת הצמדה, למדד

¹⁵ שיעור התשואה הכוללת מציג את תוחלת התשואה במשך 1978 להשקעה מקרית במניות הקבוצה הנידונה (כאשר ההסתברות להשקיע במניה נתונה, משתנה, יחסית למשקלה בהון הרשום בערך שוק של הקבוצה), בעוד ששיעור הגידול בממוצע שנתי מציג תוחלת רווח זה להשקעה למשך 12 חודשים, המתחילה בחודש מקרי ב-1977.

¹⁶ הדיון בתשואה התייחס לשנה המתחילה ב-22 בדצמבר 1977, כששערי המניות היו בתחתית השפל. התשואה הריאלית לשנה הקלנדרית היתה נמוכה ממנה בהרבה, 6(—) אחוזים (לעומת 3 אחוזים, כאמור), משום התוואי השונה של עליית השערים, בשבוע שסגר את שתי השנים המעורבות: 10 אחוזים ב-1977, אי שינוי ב-1978.

¹⁷ אילו התייחסנו אל גיוס ההון באמצעות מניות בדומה לגיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב (ניכוי תשלומי הריבית מן ההנפקה) — היה עלינו להפחית מנתון הנפקת המניות כחצי מיליארד ל"י, ששולמו כדיווידנד.

¹⁸ מלווה קצר מועד אינו נדון בפרק זה, כי אם בפרק י"ז.

המחירים לצרכן או לשער הדולר, ואיגרות חוב הצמודות לדולר¹⁸. תחילה העדיף הציבור לרכוש את איגרות הברירה הכפולה, אך במחצית השנייה של 1978 גברה רכישתן של צמודות המדד. תופעה זו הוחרפה עם הגידול בריבית, ששולמה למפקידים בפת"מ, והקטנת המשיכה של איגרות הקשורות בדולר, בשל אי ההתאמה של הריבית עליהן. מיעוט מכירתן של האיגרות הצמודות לדולר הביאה ב-1979 להפסקת הנפקתן.

במקביל לשיפור התשואה, עשה בנק ישראל לקידום מכירתן של איגרות החוב באמצעות שיפור סחירותן בשוק המשני, משהפחית את התנודתיות בתשואתן. הצורך בהתערבותו במסחר בשוק המשני, למיתון התנודות בשערים, נבע ממעורבות נמוכה של המשקיעים המוסדיים במסחר בבורסה — משום שהונפקו להם איגרות חוב, שאינן רשומות למסחר בבורסה, בתנאים מועדפים, והוקפאו איגרות החוב הסחירות, שהיו בחתיקהם.

מאמצע 1978 חל שינוי בהרכב הקונים של איגרות החוב הנסחרות בבורסה, משחויבו הבנקים להשקיע 40 אחוזים מן הצבירה בתכניות החיסכון "ברירה דולרית", באיגרות חוב "ברירה כפולה". כתוצאה מכך צפוי, כי מעורבות הבנקים במסחר בבורסה תגדל. בעקבות זאת, רכשו הבנקים ב-1978 איגרות חוב סחירות תמורת 1.9 מיליארד ל"י, והרכישה נטו של איגרות חוב סחירות (בידי הבנקים) הצטמצמה מ-2.9 (—) מיליארד ל"י ב-1977 ל-2.5 (—) מיליארד ל"י ב-1978. מאחר שהתיק הוקפא, השפיעה רק ההנפקה על התיק הסחיר.

בחודשים ינואר—אפריל 1978, משהחריפה הירידה בביקוש לאיגרות חוב, קנה בנק ישראל בשוק המשני איגרות חוב בכ-100 מיליון ל"י לחודש (ראה לוח י"ט-10). עם השינוי בתנאי השוק,

לוח י"ט-10

פעולות בנק ישראל בבורסה לניירות ערך, 1975 עד 1978¹

1978					1977	1976	1975	
IV	III	II	I	סך הכול				
(—)231	(—)150	186	292	97	415	412	173	הזרמה נטו (מיליוני ל"י)
579	406	360	437	1,782	720	691	614	היקף העסקות (מיליוני ל"י) ²
12.0	13.3	14.0	15.2	13.4	7.3	9.7	9.6	חלקו במסחר (אחוזים)

(1) לא כולל מילווה קצר מועד, ועסקות, שנעשו מחוץ לבורסה. מאחר שנתון ההזרמה, המופיע בלוח 3, כולל גם פדיונות ורכישות במקור לתיק בנק ישראל, הוא שונה מהנתון המופיע כאן.

(2) עד 1977 — באיגרות חוב צמודות מדד וברירה. ב-1978 — גם באיגרות הברירה הכפולה.
ה פ ק ו ר : עיבודי בנק ישראל.

19 פירוט התנאים והתשואה לפדיון במקור — כדלקמן :

שנים לפדיון סופי מוקדם	תשואה ריאלית נטו (אחוזים)	25	40	תנאי האיגרת/שיעור אינפלציה שנתי ממוצע (אחוזים)
5	2.1	2.4	10	א) 7% ריבית הצמדה 80% למדד
6	0.9	1.1	10	ב) "ברירה כפולה" 5% ריבית הצמדה ב-80% למדד
	2.8	2.9		א. הצמדת הקרן ב-80% למדד
	3.6	3.6	6	ב. הצמדה מלאה לדולר
				ג) 5.5% ריבית, הצמדה מלאה לדולר

ה ע ר ה : התשואה לאיגרת הצמודה לדולר חושבה בהנחה, ששיעור הפיחות יהיה כשיעור האינפלציה.

השתנתה מגמת פעילות הבנק: רכישותיו נטו נצטמצמו לכ-40 מיליון ל"י לחודש במאי-יוני, ובחודשים יולי-נובמבר אף מכר מתיקו איגרות, תמורת כ-80 מיליון ל"י לחודש. סך כל רכישות בנק ישראל במשך השנה מהבורסה הסתכמו ב-100 מיליון ל"י, — לעומת 400 מיליון ל"י בכל אחת מן השנתיים הקודמות. לעומת זאת גדל ב-1978 משקלו של בנק ישראל במסחר באיגרות חוב בבורסה, והוא נטל כ-13 אחוזים מהיקף המסחר בהן לעומת 7 אחוזים בשנה הקודמת.²⁰ היקף איגרות החוב שיצאו לפירעון מתיק הציבור גדל מ-4 מיליארד ל"י ב-1977, ל-15 מיליארד ל"י ב-1978. בשוק משוכלל, שבו נהוגות היחידות הכלכליות ברציונליות, אין להיקף הפירעון השפעה על ההחלטות בדבר הרכישות נטו, שכן כל פרט יכול לשנות את מבנה התיק

לוח י"ט-11

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון, נטו, של איגרות חוב, לפי חודשים, 1978

(אחוזים)

ריבית	4%		6½%		נסחרות במטבע חוץ
	100	90	100	100	
שיעור הצמדה למדד (אחוזים)	6—7	8	1½—2½	5	
1978 ינואר	1.97	2.34	0.28	3.60	
פברואר	2.44	3.04	0.05	3.48	
מארס	2.17	2.56	(—)1.07	3.70	
אפריל	1.95	2.41	(—)1.59	3.75	
מאי	1.67	2.84	(—)1.10	3.64	
יוני	1.48	2.32	(—)1.36	3.76	
יולי	1.50	2.40	(—)1.50	3.66	
אוגוסט	1.04	2.34	(—)2.43	3.73	
ספטמבר	0.94	2.47	(—)2.09	3.88	
אוקטובר	0.43	1.32	(—)4.07	4.21	
נובמבר	0.50	1.85	(—)3.83	6.23	
דצמבר	0.01	1.62	(—)5.59	5.79	

(א) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף שבוע, לאיגרות חוב ממשלתיות.

(ב) התשואה חושבה על פי מדד המחירים, שהיה חוזי ביחידת העסקות של בנק ישראל לכל חודש.

(ג) את איגרות החוב, הנסחרות במטבע חוץ, מייצגות איגרות של הוללים.

(ד) התשואה לפדיון לאיגרת חוב, המונפקת במקור, 80 אחוז הצמדה למדד, היתה 1.8 אחוזים עד מחצית פברואר 1978,

2.4 אחוזים מאז, — בהנחה של אינפלציה שנתית ממוצעת בשיעור 25 אחוזים. בהנחת אינפלציה בשיעור 40 אחוזים, —

שיעור התשואה הוא 1.5 ו-2.1 אחוזים, בהתאמה.

ה מקור: עיבודי בנק ישראל.

בכל עת דרך פעולות בשוק המשני, מבלי להיזקק לפדיון. אולם כאשר לא רק שיקולים רציונליים מכוונים את הציבור, מהווה הפדיון אירוע, היכול להשפיע על מבנה תיק ניירות הערך ועל הרכב ההשקעה הפיננסית. ב-1978, משחלו פדיונות ניכרים, גדלה, מחד-גיסא, הזדקקות הציבור ליועצי השקעה, ומאידך גיסא, פתח בנק ישראל במבצע הסברה לחידוש רכיב איגרות החוב בתיק הנכסים, בהדגישו את עדיפותן בשמירת התשואה הריאלית.

²⁰ מאחר שחלק ניכר (בלתי ידוע, ומשתנה) מן המסחר באיגרות חוב מתנהל מחוץ לבורסה, אין לייחס משמעות מרחיקת לכת לשינוי במשקל בנק ישראל במסחר בבורסה (לוח י"ט-10). יצוין, שאין השינוי בנתון זה מלמד בהכרח על שינוי במידת מעורבותו של הבנק במסחר באיגרות חוב ממשלתיות, מאחר שמשקלן בסך כל המסחר יכול להשתנות. הדבר מחליש את משמעות הגידול במשקל הבנק במסחר ב-1977.

נכסי קרנות הנאמנות והרכבן, הנפקות נטו ושיעור תשואה של קרנות הנאמנות, 1978

הרכב תיק נכסים ² 31.6.1978			נכסים בערך השוק (סוף השנה)			הנפקות נטו ³			שיעור תשואה ריאלי משוקלל בערך השוק של הקרנות			מיון הקרנות לפי התמחותן ¹
צמודות מדד וברירה	מט"ח	מניות במטבע ישראלי	1977	1978	ינואר- יוני	דצמבר- יוני	1978	ינואר- יוני	דצמבר- יוני	1978	ינואר- יוני	
(אחוזים)			(מיליוני ל"י)			(אחוזים)			(אחוזים)			
32	33	32	2,192	1,647	(—)377	(—)64	(—)441	3.4	(—)7.8	(—)4.7	(—)	1. כל סוגי ניירות הערך
52	34	11	4,687	8,560	31	569	600	0.2	(—)6.5	(—)6.3	(—)	2. צמודות מדד וברירה, נכסים הקשורים במט"ח
83	12	3	6,516	9,216	180	1,590	1,770	0.1	(—)1.7	(—)1.6	(—)	3. צמודות מדד וברירה
1	98	1	620	1,606	276	149	425	(—)1.8	(—)13.2	(—)14.8	(—)	4. נכסים הקשורים במטבע חוץ
39	4	55	1,273	1,830	82	(—)150	(—)68	6.7	(—)9.0	(—)2.9	(—)	5. צמודות מדד וברירה ומניות
5	23	72	442	611	154	(—)250	(—)96	20.7	(—)14.8	2.9	(—)	6. מניות, או נכסים הקשורים במטבע-חוץ ומניות
54	27	17	15,730	23,470	346	1,844	2,190	1.7	(—)6.3	(—)4.7	(—)	7. סך כל הקרנות

- (1) הקרנות מוינו לקבוצות לפי התמחותן בפועל בתחילת כל רביע (קרנות שאינן מתמחות — מוצגות בשורה הראשונה). בשורה 6 קובצו שתי קבוצות קרנות.
 (2) אינו מסתכם ל-100 אחוזים, מאחר שמומנים אינם מוצגים כאן, ובשל הפרשי עיגול מספרים.
 (3) הנפקות נטו — יחידות חדשות מצד הקרנות, בניכוי פדיונות, על בסיס מוזמן.
 המקור: עיבודי בנק ישראל.

התנודות הריאליות בשערי איגרות החוב (הנמדדות בסטיית התקן שלהן ומבטאות את הסיכון שבתשואה הריאלית) פחתו ב־1978 בכ־55 אחוזים בצמודות המדד, 30 אחוזים במיליות הברירה, והיה נמוך אף לעומת השנים 1972 עד 1976 (ראה לוח י"ט-4). הדבר גרם לגידול בכדאיות החזקתה של איגרת החוב כאמצעי נזיל²¹. חשיבות המסחר במקור (פדיון או רכישה מן ההנפקה) גדלה השנה, עם הגידול החד בהיקף הכספי של איגרות החוב שיצאו לפדיון, שצוין לעיל. הביקוש המצומצם לאיגרות חוב צמודות, בחלקה הראשון של השנה, השתקף בתשואות לפדיון גבוהות יחסית (ראה לוח י"ט-11). בינואר ובפברואר הגדילה הציפיה לשיפור תנאי האיגרות המונפקות במקור את התשואה לאיגרות, שמועד פירעונן רחוק. עקב התאוששות הביקוש לאיגרות חוב במחצית השנייה של השנה, ירדו התשואות לפדיון, (עם התעצמות הציפיות לאינפלציה לקראת אוקטובר, וייקור הדלק והחשמל), בעיקר של אלה הקרובות לפירעון. כתוצאה מהעלאת התשואה במקור בפברואר, והירידה בתשואה בשוק המשני, הצטמצם במחצית הראשונה של השנה הפער, שבין התשואה לאיגרות חוב, שמועד פירעונן רחוק, לבין התשואה במקור. מאחר שבכל סוף חודש של המחצית השנייה של 1978 היתה התשואה במקור גבוהה מהתשואה בשוק המשני, לאיגרות הרחוקות מפירעון, היתה הקנייה מההנפקה עדיפה על הרכישה בשוק המשני. התפתחות שיעור התשואה הריאלי הכולל לאיגרות החוב הינה "תמונת ראי" להתפתחות שיעור התשואה הריאלי לפדיון שלהן. התשואה הריאלית לאיגרות חוב הצמודות בלבד היתה 8 אחוזים ב־1978 (ראה לוח י"ט-8): תשואה ריאלית נמוכה מאוד ברביע הראשון, 4.1—(אחוזים, שעלתה במהירות במיוחד ברביעים השני והרביעי, ב־5 אחוזים לרביעי. התשואה הריאלית למיליות הברירה היתה נמוכה ב־1978, שלילית בשיעור של 7 אחוזים, בשל קרבנות לפירעון (שיעור ניכר מאלה נפדו מדי חודש ב־1978). מאחר שערך הפדיון של האיגרות נקבע על פי מדד המחירים האחרון שפורסם בעת פירעונה, יש הפסדי הצמדה בלתי ידועים לפודה. סיכון זה, והזמן הקצר לפירעון, מקרבים את התשואה לאיגרת זו לתשואה בשוקי הכספים. אפשר גם שהתקרבות גל הפדיונות של מיליות הברירה, שהיווה היצע גדול של איגרות חוב במרחק נתון מפירעון, גרם לירידת מחירן.

5. הקרנות להשקעה בנאמנות

הנפקתן נטו של תעודות ההשתתפות²² פחתה ריאלית ב־33 אחוזים ב־1978, וזוהי החרפה לעומת השנה הקודמת, שהתרחשה למרות הגידול במספר הקרנות וגיוון התמחותן. כמו כן נתייצב חלקם של ניירות הערך בל"י שבתיק הקרנות בכלל ערך השוק של ניירות הערך הנסחרים בל"י בבורסת תל-אביב, על 17 אחוזים. את התשואה הריאלית הנמוכה לתעודות, 5—(אחוזים, הכתיב רכיב מטבע החוץ שבתיקן.

הצמצום הריאלי בהנפקה נטו של תעודות ב־1978, מהווה המשך לנסיגה הריאלית הרצופה בהנפקות, מאז רמת השיא שלהן, ב־1975, כשתוך שנתיים גדלה ההנפקה פי ארבעה (ראה לוח י"ט-12). היקף הנפקתן של התעודות קשור בהעדפה הגדלה של הציבור להחזיק נכסים, שבהם הוא נוהג להשקיע באמצעות הקרנות.

את הרכב תיק הנכסים של סקטור הקרנות קובעים, במשולב, הנהלותיהן וציבור המשקיעים בקרנות. הנהלות מעמידות בפני ציבור המשקיעים מגוון של קרנות. תקנון כל קרן מגדיר מראש תחום להרכב השקעותיה. העדפת הציבור מתבטאת בדרך רכישת תעודות של קרנות, שאת מבנה נכסיהן הוא מעדיף. חלקן של הנהלות מתבטא בשינוי האפשרי של הרכב התיק. הדבר מסביר

²¹ למרות שהתנודתיות בתשואות המניות גדולה בהרבה מזו שבאיגרות החוב, גדולה מהירות המחזור של המסחר בהן בבורסה פי שלושה וחצי משל איגרות החוב.

²² זו מוגדרת כהנפקת תעודות במחירי הנפקה, בניכוי פדיון במחירי פדיון.

פעילות קרנות הנאמנות, 1974 עד 1978
(אחוזים)

הנפקה נטו ¹ (מיליוני ל"י)	השינוי הריאלי בהנפקה נטו	הנפקה נטו מחולקת בנכסי הקרנות בסוף השנה הקודמת	חלק נכסי הקרנות בתיק ניירות ערך הרשומים למסחר בסוף שנה	הרכב תיק נכסי הקרנות (סוף השנה) ²			
				איגרות חוב במטבע ישראלי	מניות במטבע ישראלי	נכסים הקשורים במטבע חוץ	
1974	98	2108	3	74.1	7.7	18.2	
1975	34	80	13	72.5	8.2	19.6	
1976	26(—)	35	15	68.5	7.5	22.7	
1977	11(—)	25	17	62.4	12.7	24.9	
1978	33(—)	14	17	58.8	15.2	26.0	

- (1) הנפקה נטו מוגדרת כהנפקת תעודות השתתפות במחירי הנפקה, בניכוי פדיון תעודות השתתפות, במחירי פדיון.
(2) נתון מקורב. הנתון חושב על סמך סיכום נכסי הקרנות בסוף 1973, לפי סדרת נתונים שאינה תואמת במדויק את נתונינו לשנים שלאחריה.
(3) בהרכב זה אין מוצגים מזומנים.
ה מ כ ו ר : עיכור' בנק ישראל.

את ירידת חלקן של איגרות החוב הצמודות בתיק הקרנות, במהלך 1978, למרות שלקרנות המת- מחות בהשקעה זו עיקר ההנפקות במשך השנה. מתברר, שהציבור מעדיף להשקיע, באמצעות הקרנות, באיגרות חוב צמודות למדד, דבר המשתקף במשקלן הגבוה בנכסי הקרנות בל"י בסוף 1978: 80 אחוזים, שעה שמשקלן בערך השוק של ניירות הערך בידי הציבור בל"י, הרשומים למסחר בבורסה, הוא 45 אחוזים בלבד (השווה לוחות י"ט-13 ו-2). כנגד זה, ממעט הציבור להשקיע במניות הנסחרות בל"י באמצעות הקרנות; משקלן של אלה בכלל נכסי הקרנות היה בסוף 1978 20 אחוזים, לעומת 55 אחוזים במצבת הניירות הנסחרים בל"י בבורסה. ההגיון העומד אחר מבנה השקעה זה אינו ברור, שכן יתרונות הידע של הנהלות הקרנות, ופיוזר ההשקעה שהן מאפשרות למשקיע, בולט יותר בהשקעה במניות על פני איגרות חוב צמודות למדד.

מאחר שהציבור מעדיף להשקיע ישירות בפת"מ ובמניות, ולא באמצעות הקרנות, נפגעו אלה עם ההתעוררות הרבה בביקוש למניות בשנים האחרונות, ועם העדפת ההשקעה בפת"מ ב-1978. יש לציין, שבמחצית השנייה של 1978, כשגדל כוח המשיכה של ההשקעה באיגרות החוב, היתה הנפקת התעודות (נטו) גדולה פי חמישה מהיקפה במחצית הראשונה של השנה, שבה שרר שפל בשוק זה. ייתכן שהירידה בהנפקות בשנה כולה קשורה בכדאיות הנמוכה לבנקים, המעדיפים לקדם את שיווק מניותיהם ותוכניות החיסכון שלהם. לקונצרנים הבנקאיים פחתה עוד יותר כדאיות שיווק התעודות, כאשר במרבית השנה לא נתאפשר להם להנפיק איגרות חוב צמודות, פעולה המצמיחה רווחים, והקרנות הן קונות בכוח שלהן²³.

במהלך 1978 נפתחו 12 קרנות נאמנות חדשות, גידול של 40 אחוזים. 7 קרנות חדשות החלו לפעול ליד ההנהלות הוותיקות, כדי לגוון את התמחויות ההשקעה. ארבעה מנהלים פתחו גם 5 קרנות חדשות, ושלושה ממנהלים אלה אינם קשורים כלל בבנקים²⁴. כן החלו שתי קרנות קיימות ליצור תעודות חדשות, לאחר שמוזה שנים לא עשו כך.

קבוצת הקרנות, שהנפיקה תעודות בהיקף הנרחב ביותר ב-1978, הקרוב להנפקת הסקטור כולו, היתה זו המתמחה בהשקעה באיגרות צמודות למדד (ראה לוח י"ט-12). הנפקתה גברה במחצית השנייה, משנתעצמו הציפיות לאינפלציה, והסתכמה ב-1.8 מיליארד ל"י. לעומת זאת, בלטה קבוצת הקרנות שאינה מתמחה בהשקעה בנכס מסוים בהיקף הפדיון נטו של תעודותיה: 0.4 מיליארד ל"י, שעיקרן ברביע הראשון של השנה, כשגאה הביקוש למניות ולפת"מ. כן בלטה בהיקפה ההנפקה הגדולה של הקרנות המשקיעות באיגרות חוב צמודות ובמטבע חוץ, ברביע השלישי של השנה 0.6 מיליארד ל"י, ובמטבע חוץ — 0.4 מיליארד ל"י.

שיעור התשואה הריאלי הכולל להשקעה בקרנות הנאמנות היה קרוב ל-5% (אחוזים, בדומה לחזוי על פי תשואת השוק לרכיבים השונים של תיק ההשקעה של הקרנות. התשואה הנמוכה נבעה בעיקר מהשקעה בנכסים הקשורים במטבע חוץ. יצוין, כי להשקעה בקרנות יתרון של תנודתיות נמוכה בתשואה, בשל פיוזר ההשקעה יותר מאשר עשוי משקיע רגיל להשיג.

בהרכב תיק נכסי הקרנות, ניכרה עלייה בשיעור 25 אחוזים במשקל המניות, עלייה קלה ברכיב ההשקעות במטבע חוץ, וירידה של כ-6 אחוזים בצמודי המדד.

²³ חיזוק לסברה, שיש מגיע מוסדי לירידה בהנפקות הסקטור, טמון בהבדלים הגדולים שבשנתי בהנפקות הקרנות, הממוינות על פי הקונצרו, שאליו משתייך ניהולן. התפתחות זו מלמדת, שכאשר קונצרו מעוניין בכך — קרנותיו מנפיקות.

²⁴ אפשר לנצל השקעה בקרן כדי לעקוף את הוראות המס, החלות על השקעה באמצעות מנהל תיק השקעות. כך נמנעת החשיפה לסיכון של הגדרה כסוחר בניירות ערך, המחייבת במס על רווחי הון. כן ניתן לזכות בהקלות מס על רווחים מסוימים, הצומחים מהשקעות במטבע חוץ, שאחרת היו חייבים במס השולי של הנישום. לעומת זאת, אפשר שהמרת השקעה באמצעות מנהל תיק, בהשקעה בקרן, מונעת מהמשקיע יתרון, הכרוך בניהול תיק המותאם לטעמיו ולצרכיו.