

רעיונות יסוד

בהשקעות ופיננסים

חמשת סוגי הטקסטים המסובכים ביותר שקראתי, בסדר סיבוכיות עולה, הם: מאמרים אקדמיים, ספרי מיתולוגיה של טולקין, קוד של ungifted-programmers, קוד אסמבלי, והסברים על נושאים פיננסיים. התרשמתי שמרבית הטקסטים הפיננסיים כלל אינם מנסים לסייע להבנה הכוללת של הקורא, ומעדיפים להטביע אותו בפרטים ותקנות ותיקוני תקנות. אולי מתוך הרגל, אולי כדי להימנע מחוסר דיוק, ואולי כדי להישמע חכמים ולזכות באמונו העיוור של הקורא. כך או כך, מסמך זה נכתב במטרה להסביר את רעיונות היסוד בעולם ההשקעות והפיננסים, ולסדר אותם לכדי תמונה רחבה של עולם זה, מבלי שהקורא ירגיש שהוא טובע בפרטים או בייאוש.

אין לי כל רישיון מקצועי, ידע נרחב בתחום או ניסיון אישי בניהול השקעות ישיר. עיקר הידע במסמך מגיע מקריאה, שיחות (עם אנשים שגם להם אין רישיון) וניסיון מצומצם בהתנהלות מול גופים פיננסיים. בפרט אין לראות בכל הכתוב המלצה לפעולה. כמו כן, סביר להניח שהמסמך לוקה באי דיוקים טרמינולוגיים, מספריים, עקרוניים ואחרים. כל מי שמזהה כאלה מוזמן לתקן או להעיר.

תודה לעופר בן שלום, סער טבול ודורון לזין שהפכו את המסמך לנכון ומועיל יותר ☺

תוכן

2	תמצית
3	פרק I: למה לחסוך
4	פרק II: מהו תיק השקעות ומה משפיע על הרווחים שלו
5	פרק III: גישות לניהול תיק השקעות
8	פרק IV: מכשירים פנסיוניים
11	פרק V: רכישת דירה לעומת השקעה בשוק ההון
12	מקורות

תמצית

1. חשוב לחסוך, וחשוב להתחיל את זה מוקדם (פרק I).
2. רווחים מהשקעות של החיסכון מושפעים מתשואת ההשקעות ומהעלויות – מיסים למדינה, עמלות לברוקר ודמי ניהול למנהל התיק (פרק II).
3. מטרת החוסך היא להגדיל את רווחי ההשקעות על פני תקופת ההשקעה המיועדת. פרק III מבחין בין שתי גישות עיקריות לניהול תיק השקעות:
 - a. גישה אקטיבית: תשואת התיק היא הגורם המשמעותי ביותר ברווחים, משום שקיימת בו השונות הגבוהה ביותר בין תיקים שונים. לכן חשוב להקפיד על ניהול איכותי של התיק כדי להגיע לתשואות גבוהות, בין אם דרך בחירת בית השקעות / מנהל תיק שמאמינים בו, ובין אם דרך פיתוח מיומנויות מסחר וניהול עצמאי של התיק.
 - b. גישה פסיבית: התשואה היא אכן הגורם המשתנה ביותר שמשפיע על הרווחים, אולם לא ניתן לנבא את התשואות של משקיעים שונים, ולכן לניסיונות "להכות את השוק" אין ערך מוסף על פני עקיבה פשוטה אחרי מדדים. תחת זאת חשוב להקפיד על פיזור גדול של ההשקעה (כדי לצמצם סיכון) ועל מזעור עמלות ומיסים.
4. אם כבר חוסכים ומשקיעים גם לטווח הארוך, ניתן להעביר חלקים מההשקעה הזו מתיק ההשקעות הרגיל אל מכשירים פנסיוניים, שמזכים בהטבות על המיסים בתמורה לאילוצים על מועדי משיכת הכספים. המכשירים הפנסיוניים מפורטים בפרק IV.
5. מניתוח ראשוני המוצג בפרק V, נראה כי במונחים של תשואה היסטורית השקעה בשוק ההון עדיפה באופן משמעותי על פני רכישת דירה.
6. לסיכום, יש יתרונות בלהקפיד לחסוך מספיק כבר מגיל צעיר, לשים חלק גדול ככל האפשר מהחיסכון ארוך הטווח במכשירים פנסיוניים פטורים ממס, לבחור מדיניות השקעה ורמת סיכון רצויה, להתמקח על עמלות מול כל גורם אפשרי, ולבנות את תיק ההשקעות לפי המדיניות שנבחרה ומול הגורמים שהציעו את התנאים הטובים ביותר.

פרק א: למה לחסוך

חיסכון פיננסי חשוב ממגוון סיבות:

1. עצמאות כלכלית – חיסכון משמעותי מאפשר לנו לקבל החלטות בחיים תחת אילוצים כלכליים מקלים. בפרט זה מאפשר לנו להתרכז בלהציל/לכבוש/ללמוד את העולם במקום בלפרנס את עצמנו.
2. הוצאות גדולות עתידיות – צפויות (למשל דירה) ובלתי צפויות (למשל ניתוח).
3. עליה עתידית בהוצאות השוטפות (למשל משפחה וילדים).
4. במיוחד בטווח הארוך מאוד – להיות זקן זה יקר, ולרוב לא מאוד מכניס.

כל השיקולים הנ"ל מצדיקים חיסכון גם ללא השקעה – חשוב לבזבז פחות היום כי ייתכן שנצטרך לבזבז יותר בעתיד. האפשרות להשקיע את החיסכון ולהגדיל אותו הופכת אותו לאטרקטיבי עוד יותר, שכן החיסכון יגדיל את סך כל הכסף שנוכל לבזבז בחיים! ☺

ואם כבר חוסכים, אז עדיף מוקדם – גם כי לרוב קל יותר לצמצם הוצאות בגיל צעיר, אבל בעיקר כי האופי האקספוננציאלי של השקעות (ריבית-דה-ריבית וכו') הופך השקעות ארוכות טווח למשתלמות מאוד. בהינתן השקעה חד פעמית של סכום מסוים ורווח שנתי של 4% נטו, לדוגמה, יתקבל רווח של 48% לאחר 10 שנים, 119% לאחר 20 שנה, 224% לאחר 30 שנה ו-380% לאחר 40 שנה.

פרק III: מהו תיק השקעות ומה משפיע על הרווחים שלו

תיק השקעות הוא חשבון שהכסף שבו מושקע בנכסים פיננסיים (זו לא הגדרה "רשמית", יכול להיות שהטרמינולוגיה לא מדויקת). כדי לפתוח תיק השקעות נדרש ברוקר (חבר בורסה) – גוף (לרוב בנק או בית השקעות) שמחזיק את התיק ומקיים את האינטראקציה מול הבורסה. כסף שנכנס לתיק הינו נזיל (במקרה של חשבון בנק, לדוגמה, הוא פשוט בעו"ש), וניתן להתחיל להשקיע אותו על ידי רכישה של ניירות ערך. את ההשקעות בתיק ניתן לבצע באופן עצמאי או דרך מנהל חיצוני שמקבל הרשאה לקנות ולמכור ניירות ערך.

הרווח של תיק השקעות נקבע על ידי הגורמים הבאים:

- תשואת התיק – סכום תשואות הנכסים בהם מושקע התיק. ככלל, התשואה הינה המרכיב בעל השונות הגבוהה ביותר בין תיקי השקעות שונים.
- מיסים למדינה – בישראל 25% מהרווחים על ההשקעות משולמים כמס, למעט בתיקי השקעות המנוהלים במסגרת מכשירים פיננסיים המזכים בהטבות.
- עמלות לברוקר – בעיקר (אבל לא רק) דמי שמירה שנתיים תמורת החזקת תיק ההשקעות אצלו, ועמלות קניה ומכירה תמורת כל פעולה שהוא מבצע עבורנו מול הבורסה. ככלל הבנקים מנצלים את היותם ברירת מחדל כדי לגבות עמלות גבוהות יותר מברוקרים אחרים, אם כי לעיתים ניתן לקבל תנאים דומים – בהינתן מו"מ קשוח ונכונות אותנטית להעביר את חשבון ההשקעות למקום אחר.
- דמי ניהול – תמורת ניהול התיק, כלומר ההחלטה במה להשקיע בכל זמן, גובה מנהל התיק דמי ניהול שנתיים. כאשר הברוקר הוא גם המנהל (לדוג' יועץ ההשקעות בבנק), דמי הניהול יגולמו לרוב בתוך דמי השמירה. כמובן שבניהול עצמאי של תיק השקעות לא נגבים דמי ניהול.
 - אחד מאפיקי ההשקעה האפשריים הוא קרן נאמנות, שהיא מעין צינור להשקעה במגוון ני"ע אחרים (ראה פרק III). במקרה של השקעה בקרן נאמנות, מנהל הקרן (שמחליט באילו ני"ע לפזר את ההשקעה) יגבה גם הוא דמי ניהול. תיאורטית ייתכן מצב של תשלום דמי ניהול כפולים, אם כי לרוב זה לא קורה. לדוגמה, כאשר תיק מנוהל בבית השקעות, בית ההשקעות ישקיע בקרנות המנוהלות על ידיו בלבד, ובאותן קרנות יגבו דמי ניהול, אבל מנהל התיק כולו לא יגבה דמי ניהול על החלק שיושקע בקרנות.

סיכום הגורמים הקובעים את הרווח של תיק השקעות:

גורם משפיע	מול מי	אקראיות	יכולת השפעה	פירוט
תשואה	משקיעים אחרים	אקראיות גבוהה	?	
מס רווח הון	המדינה	צמוד לתשואה	מכשירים פנסיוניים מזכים בהטבות	בכל מכירה – 25% מהרווחים
דמי שמירה	ברוקר (חבר בורסה)	דטרמיניסטי וידוע מראש	מו"מ	שנתי – אחוז מהכסף המושקע או סכום קבוע
עמלת קניה/מכירה				בכל עסקה – אחוז מהעסקה
עמלות נוספות				תלוי עמלה
דמי ניהול	מנהל התיק קרנות בתיק		מו"מ / ניהול עצמי ניתן לבחור קרנות זולות (לא ניתן להשפיע על עלות הקרנות שנבחרו)	שנתי – אחוז מהכסף המושקע

פרק III: גישות לניהול תיק השקעות

כפי שמוסבר בפרק II, תשואת תיק ההשקעות היא הגורם בעל השונות הגבוהה ביותר המשפיע על רווח התיק. פירוש הדבר הוא שבשנה נתונה, תיק בעל תשואה גבוהה יחסית יהיה לרוב רווחי יותר מאשר תיק בעל עמלות נמוכות יחסית. ככלל, ניתן להבחין בין שתי דרכים להגדלת תשואת התיק:

1. הגדלת **רמת הסיכון** – אם נניח באופן פשטני שני"ע A ו-B נסחרים באותו מחיר, הערך העתידי של ני"ע A מתפלג $f_A(X)$ ושל ני"ע B מתפלג $f_B(X)$, ולשתי ההתפלגויות תוחלות שוות אך ל- f_A שונות גדולה יותר – אז אנשים ימכרו את A ויקנו את B (כדי לקבל את אותה תוחלת תשואה בפחות סיכון), עד שהמחיר של B יגדל ביחס ל-A, ולכן תוחלת הרווח של A תגדל ביחס ל-B. כמובן שבפועל אין התפלגות תשואות ידועה ומוסכמת על כולם, אך ככלל נשמר העיקרון של סיכון מוגבר = תוחלת רווח מוגדלת.
2. ניהול חכם של ההשקעות ("**להכות את השוק**") – ניבוי ני"ע אשר צפויים לעלות בערכם יותר מאחרים וזיהוי הנקודה בה ערכם מפסיק לעלות מאפשרים, לכאורה, את הגדלת התשואות בהתאם ליכולות המסחר של המשקיע.

לאור האמור לעיל, גישה פופולרית בניהול תיקי השקעות הינה **השקעה אקטיבית**: ננסה לקנות ני"ע לפני שיעלו ולמכור אותם לפני שיירדו, ובאופן זה נגדיל את התשואות ואת הרווחים. גישה זו ניתנת למימוש באופן עצמאי – ואז מצריכה פיתוח מיומנויות מסחר גבוהות; או דרך מומחי השקעות – ואז מצריכה זיהוי של גופי ההשקעות הצפויים להשיג תשואות גבוהות.

באופן אינטואיטיבי, הגדלה של תוחלת תשואת התיק ביחס לרמת הסיכון מצריכה ידע רב ו/או יכולות ניתוח גבוהות יותר משל המשקיעים המתחרים. זאת משום שאם לני"ע תוחלת תשואה גבוהה יותר מלני"ע אחרים, והדבר ניתן לניבוי על ידי יתר המשקיעים, אז הם יקנו ממנו עד שמחירו יאזן את התשואה העודפת. לכן המשקיע נדרש ליכולות ניבוי ייחודיות בכדי להגדיל את תוחלת התשואה שלו, כפי שמיושם, לדוגמה, בחברת "רנסנס" [4]. חברה זו משקיעה את הכספים השייכים לה ואינה מנהלת השקעות עבור לקוחות. עבור גופי השקעות המנהלים כספי לקוחות, מגוון מחקרים [2,3] מראים שאינם מצליחים "להכות את השוק" באופן עקבי כמעט לעולם, ובפועל משיגים לאורך זמן תשואות נמוכות יותר מהמדדים ברמות הסיכון המתאימות. לפיכך, גם אם תשואת התיק היא הגורם המשתנה ביותר ברווחים, היא אינה ניתנת לשליטה או לחיזוי. תיאוריה זו מכונה "השערת השוק היעיל", מפורטת בהרחבה ב-[1], ומלווה לעיתים קרובות בסיסמאות כגון "אי אפשר להכות את השוק", "אל תאמין לאף אחד שאומר לך שהוא יודע", ו-"nobody knows shit" [5].

השערת השוק היעיל גוזרות את הגישה של **השקעה פסיבית**, המנסה בעיקרה למזער את עלויות התיק במטרה לשמור על התשואה, ועושה זאת באופן הבא:

1. **בחירת ברוקר** לפתיחת חשבון השקעות בניהול עצמי:
 - מו"מ והשוואת חלופות בין ברוקרים שונים לקבלת עמלות נמוכות ככל האפשר, בדגש על דמי שמירה שנתיים. לרוב יהיה צורך לעבור לגוף השקעות חיצוני, אולם שווה לבדוק אם הבנק מסוגל להתחרות בעמלות. בכל מקרה מומלץ להחזיק את הכסף אצל גוף גדול ומוכר מספיק – יש מספיק כאלה לצורך תחרות ראויה, וחלקם מפורטים ב-[6].
 - היות שחשבון ההשקעות מונהל עצמאית, אין מנהל תיק הגובה דמי ניהול.
2. **בחירת רמת סיכון**: היות שרמת סיכון גבוהה יותר נותנת תוחלת תשואה גבוהה יותר, נרצה לבחור ברמת הסיכון המרבית שנוכל להרשות לעצמנו:
 - פרקטית: השיקול המרכזי הוא פרק הזמן להשקעה. אם מתכוונים לקנות דירה בעוד שנתיים, לדוגמה, מומלץ להימנע מסיכון משמעותי.
 - פסיכולוגית: כלל אצבע פופולרי – נניח ש-P מהתיק מושקע במניות ו-1-P בני"ע "בטוחים", ונניח שערך המניות צונח בחצי בן-לילה, כך ששווי התיק יורד בשיעור P/2. מהו שיעור הצניחה המרבי שיאפשר לנו להמשיך לישון טוב בלילה? אם נוכל, לדוגמה, לאבד עד 20% מהתיק שלנו בלי לפרוץ בבכי, אז לפי כלל האצבע הנ"ל נקצה 40% מהתיק לני"ע מסוכנים.

3. בניית תיק השקעות: בחירת ני"ע להשקעה, בתמהיל שתואם לרמת הסיכון שנבחרה.

- היות שאנחנו לא יודעים מה יעלה ומה ירד, אין חשיבות לבחירה פרטנית של ני"ע: אם לשני ניירות אותה רמת סיכון, ואנחנו מאמינים בהשערת השוק היעיל, ואין לנו ידע ייחודי עליהם – אז תוחלת התשואה שלהם תהיה זהה בכל מקרה.
- תחת זאת, מומלץ להשקיע במכשירים המחקים מדדים מרכזיים בעלי פיזור גבוה: כך גם אם לכל ני"ע רמת סיכון מסוימת, רמת הסיכון הכוללת פוחתת (כל עוד אין קורלציה מלאה בין הניירות).
- ניתן לממש השקעה כזו דרך תעודות סל או קרנות מחקות מדד כמוסבר בתחתית הפרק. דוגמאות לתיקי השקעה כאלה מפורטות ב-[7], ומיפוי קרנות מחקות אפשריות לרכישה מופיע ב-[8].
- היות שכל הקרנות המחקות מדד מסוים עושות בערך אותו דבר, ניתן לבחור בזו שמציעה את דמי הניהול הנמוכים ביותר. כמו כן, היות שניהול קרן מחקה הוא פשוט למדי, דמי הניהול של קרנות כאלה מלכתחילה יהיו נמוכים יחסית.

4. תחזוקת תיק ההשקעות:

- היות שאנחנו לא יודעים לתזמן עליות וירידות של ני"ע, אין טעם להרבות בקניה ומכירה. והיות שכל פעולת קניה או מכירה מחויבת בעמלה, נשתדל להימנע מפעולות ככל האפשר (כיף, נכון? ☺).
- איזון התיק – לאורך זמן מרכיבים בתיק משתנים במידה שונה (לדוגמה המניות עשויות לעלות יותר מהאג"חים), ולכן החלק היחסי של כל מרכיב בתיק משתנה. ניתן לאזן את זה, לדוגמה, על ידי ניתוב הפקדות חדשות למרכיבים שירדו, או בחינת התיק אחת לשנה ותיקון סטיות משמעותיות על ידי קניה ומכירה [9]. באופן זה, מעבר לשמירה על איזון, ממומש העיקרון של "buy low, sell high": כשמרכיב אחד עולה ביחס לאחרים אנחנו לא בונים על זה שימשיך לעלות (הרי לפי השערת השוק היעיל, אם המחיר היה צפוי להמשיך לעלות בעתיד, אז הוא היה עולה בהתאם כבר עכשיו), ופשוט מוכרים אותו ברווח.

מי שמתחבר לגישת ההשקעה הפסיבית ובכל זאת נרתע מניהול חשבון השקעות עצמאי, יכול לנסות גישה מתפשרת:

- גישה פסיבית עצלה במיוחד – להישאר בבנק ורק להתמקח על דמי השמירה ועמלות קניה ומכירה (אף על פי שללא נכונות אמיתית לעזוב, כושר המיקוח יורד מאוד); לבנות תיק השקעות פסיבי בהתאם למפורט לעיל או בשיתוף יועץ ההשקעות של הבנק (אע"פ שלאחרון עלולים להיות אינטרסים זרים); ולהתעלם באלגנטיות מטלפונים תדירים של יועץ ההשקעות.
- גישה לא-ממש-פסיבית – לבחור בית השקעות לניהול אקטיבי של התיק – אך לבחור אותו לפי דמי הניהול המוצעים ולא לפי תשואות עבר; ולפתוח את חשבון ההשקעות בבנק שמציע את העמלות הנמוכות ביותר (לבנקים שונים יש הסדרי עמלות שונים מול בתי ההשקעות). אם יש בתי השקעות שמציעים תיק מנוהל לפי העקרונות הפסיביים, בתמורה לדמי ניהול נמוכים יותר, זה עשוי להיות פתרון עצל נוח במיוחד להשקעה פסיבית.

חשוב להדגיש שוב כי מלבד הגישה הפסיבית, הנסמכת על המקורות המפורטים לעיל (שגם הם אינם מהווים ייעוץ מקצועי), יתר גישות ההשקעה המוצגות בפרק הינן פרי ניסיונו והבנתו של כותב המסמך, ובפרט אין משקפות ניתוח מקצועי או מיפוי חלופות שיטתי, ועשויות להימצא בלתי-מעשיות או משוללות-היגיון.

כמו כן, עבור בעלי אזרחות זרה, חשוב לבדוק סוגיות מס ייעודיות לפני תחילת מסחר עצמאי.

מושגי יסוד בני"ע

כדי לבנות תיק השקעות – בלי תלות בגישת ההשקעה הרצויה – חשוב לרענן כמה מושגי יסוד בניירות ערך:

- חלק מסוגי הני"ע המרכזיים – ממוינים לפי רמת סיכון בסדר עולה:
 - פק"מ (פיקדון קצר מועד) ומק"מ (מלווה קצר מועד) – הלואה נזילה לבנק (פק"מ) או למדינה (מק"מ) לטווח קצר (לרוב עד שנה) בריבית ידועה מראש.

- אג"ח ממשלתי – הלוואה למדינה תמורת התחייבות להחזיר את הלוואה בתוספת ריבית במועד/ים מסוימים.
- אג"ח קונצרני – הלוואה לחברה עסקית, שהינה מסוכנת יותר מהלוואה למדינה (כי סביר יותר שהחברה תפשוט רגל ולא תוכל להחזיר את הכסף), ועל כן החברות נדרשות להציע ריבית גבוהה יותר.
- מניות – רכישה אחוזים מחברה, שערכם משתנה עם ערך החברה.
- מדד מניות – ממוצע משוקלל של ערכיהן של מניות שונות (לדוג' – מדד ת"א 25 עוקב אחרי 25 המניות הגדולות ביותר הנסחרות בבורסה בת"א). מדדי מניות הינם שימושיים כנקודת ייחוס למדידת תשואות וניתן להסתכל עליהם כעל מדדים לביצועי השוק.
- כלים להשקעה מבוצרת בני"ע: פיזור ההשקעה על פני ני"ע רבים מקטין את הסיכון בתיק כל עוד אין קורלציה מלאה בין תשואת הניירות השונים. במקום לבחור ולרכוש באופן ידני מגוון רחב של ני"ע, ניתן להשקיע באחד מבין מספר סוגי מכשירים המפזרים את ההשקעה בין ני"ע שונים [10]:
 - קרן נאמנות – מעין תת-תיק-השקעות – כאשר משקיעים בקרן, קונים למעשה את החלק היחסי מהניירות אותם היא מחזיקה. הני"ע נבחרים על ידי מנהל הקרן אך שייכים למשקיע, בדומה לתיק השקעות מנוהל. בפרט, עבור קרן המושקעת במניות, דיבידנדים (רווחים של חברה המחולקים לבעלי המניות) שייכים למשקיע ומתווספים לחיסכון שלו בקרן.
 - קרן מחקה – קרן שהרכב הני"ע בה עוקב אחרי מדד מסוים (עד כדי שגיאות עקיבה הנובעות מהצורך לקנות ולמכור בכל שינוי של הרכב המדד). לקרן כזו דמי ניהול נמוכים.
 - קרן מנוהלת – קרן שמתיימרת להכות את המדדים באמצעות ניהול אקטיבי, ובהתאם גובה לרוב דמי ניהול גבוהים. קרנות אלה פטורות מעמלת קניה/מכירה של הברוקר.
- תעודת סל – התחייבות של חברה לשלם את ערכו של מדד מסוים. בתעודת הסל אין שגיאת עקיבה, אך המחזיק בה אינו מחזיק בפועל בניירות המרכיבים את המדד, ועל כן חשוף לסיכון נוסף על הסיכון האינהרנטי למדד (אם כי לרוב הגוף המנפיק את התעודה יהיה גוף פיננסי גדול בעל סיכויי פשיטת רגל נמוכים, ולכן הסיכון הנוסף נמוך). מדיניות חלוקת הדיבידנדים נקבעת על ידי מנפיק התעודה.

פרק IV: מכשירים פנסיוניים

הרווחים של תיק השקעות מושפעים באופן משמעותי ממיסי מדינה (לצד תשואות, דמי ניהול ועמלות ברוקר, כמפורט בפרק II). המדינה מעניקה הטבות מס בתמורה להעברת חסכונות **למכשירים פנסיוניים**, שמגבילים את התנאים למשיכה ושימוש בכסף (במטרה לעודד חיסכון לטווח ארוך). היות שאנחנו ממילא חוסכים לטווח ארוך (פרק I), אנחנו שמחים על ההזדמנות לחסוך במס (וחסרי המשמעת העצמית בינינו שמחים על ההזדמנות להגביל את השימוש בכסף).

להלן סיכום מאפייני הסוגים העיקריים של מכשירים פנסיוניים – עבור שכירים (עבור עצמאיים קיימים הבדלים בהטבות המס, בהפקדות ובמסלולי ההשקעה):

מכשיר פנסיוני	מרכיבים		הטבות מס ומגבלות הפקדה	שבירה מוקדמת	ערבות לחיסכון ולביטוח	גמישות בניהול	עמלות	
	ביטוח	חיסכון					תקרה (מהפקדה/שנתי)	בפועל
קרן פנסיה מקיפה	<p>חובת ביטוח שארים וביטוח נכות (רק לנכות חמורה במיוחד), בגובה משתנה לפי המסלול</p>	<p>פדיון כקצבה חודשית החל מהפרישה (גיל 60-67 [11])</p>	<p>הפקדות: 6-7% (עובד), 6.5-7.5% (מעסיק), 6-8.3% (פיצויי פיטורין ע"ח המעסיק) – סה"כ 18.5-22.8%.</p> <ul style="list-style-type: none"> פטור ממס רווחי הון: על הכל. פטור ממס הכנסה (במקומו ישולם מס על הקצבה בפדיון): על הפקדות של עד כ-4000 ש"ח לחודש. זיכוי של 35% במקום הפטור ממס הכנסה: על הפקדות עובד של עד כ-600 ש"ח לחודש. <p>כל התקרות הן עבור סכום ארבעת המכשירים. הפקדות מעבר לתקרה הינן אפשריות (למעט קרן פנסיה מקיפה, שם המגבלה קשיחה בגלל האג"ח המיועדות) אך ללא הטבות המס. חלק מההטבות חלות על חשבונות שלמים בלבד, ולכן חריגה מהסכומים הזכאים מובילה לפתיחה אוטומטית של חשבון חדש עבור החלק שאינו זכאי בהטבה. חלק מהמספרים צמודים לשכר הממוצע במשק, וחלקם סתם משתנה באופן תדיר. [16,17]</p>	<p>המס על משיכת פיצויי פיטורין מוקדמת תלוי במספר גורמים [22]; כל משיכה מוקדמת נוספת מחייבת במס של 35% (או מס ההכנסה השולי – הגבוה ביניהם) על כל החיסכון [21]</p>	<p>הדדית בין החוסכים</p>	<p>30% באג"ח מדינה מיועדות (תשואה שנתי מובטחת של 4.86%); השאר באחד מבין מספר מסלולי השקעה</p>	0.5%/6%	נמוך
							אופצית ביטוח שארים וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי המסלול	פדיון כקצבה חודשית החל מגיל 60
קרן פנסיה משלימה	אופצית ביטוח שארים וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי המסלול	פדיון כקצבה חודשית החל מגיל 60	פטור ממס רווחי הון. תקרת הפקדה: 70 אש"ח לשנה ע"ח העובד .	<p>יתור על הפטור ממס רווחי הון (רק על החלק שנפדה)</p>	<p>אישית מצד המבטח</p>	<p>מגוון רחב של מסלולי השקעה</p> <p>פברואר 17: עבר חוק שמאפשר פתיחת קופ"ג בניהול אישי (IRA)</p>	גבוה	בינוני
ביטוח מנהלים	אופצית ביטוח מוות וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי חזזה אישי ללא	פדיון כקצבה חודשית החל מגיל 60	פטור ממס הכנסה ומס רווחי הון. תקרת הפקדה: 2.5% (עובד) ו-7.5% (מעסיק); ועד כ-1600 ש"ח לחודש בסה"כ.	<p>מטע מסלולי השקעה, ניתן לשלב ביניהם</p>				
קופת גמל לתגמולים	אופצית ביטוח מוות וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי חזזה אישי ללא	פדיון כקצבה חודשית החל מגיל 60	פטור ממס הכנסה ומס רווחי הון. תקרת הפקדה: 2.5% (עובד) ו-7.5% (מעסיק); ועד כ-1600 ש"ח לחודש בסה"כ.	<p>48% מס מהפרשות המעסיק ומכלל הרווחים</p>	<p>לא רלוונטי (אין קצבה או ביטוח)</p>	<p>מגוון מסלולי השקעה, אפשרות לניהול אישי (IRA)</p>	בינוני	בינוני
קופת גמל להשקעה	אופצית ביטוח מוות וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי חזזה אישי ללא	פדיון כקצבה חודשית החל מגיל 60	פטור ממס הכנסה ומס רווחי הון. תקרת הפקדה: 2.5% (עובד) ו-7.5% (מעסיק); ועד כ-1600 ש"ח לחודש בסה"כ.	<p>48% מס מהפרשות המעסיק ומכלל הרווחים</p>	<p>לא רלוונטי (אין קצבה או ביטוח)</p>	<p>מגוון מסלולי השקעה, אפשרות לניהול אישי (IRA)</p>	בינוני	בינוני
קרן השתלמות	אופצית ביטוח מוות וביטוח נכות, בגובה משתנה לפי חזזה אישי ללא	פדיון חופשי 6 שנים מההפרשה הראשונה או לצרכים ייעודיים	פטור ממס הכנסה ומס רווחי הון. תקרת הפקדה: 2.5% (עובד) ו-7.5% (מעסיק); ועד כ-1600 ש"ח לחודש בסה"כ.	<p>48% מס מהפרשות המעסיק ומכלל הרווחים</p>	<p>לא רלוונטי (אין קצבה או ביטוח)</p>	<p>מגוון מסלולי השקעה, אפשרות לניהול אישי (IRA)</p>	בינוני	בינוני

טרמינולוגיה והערות:

- "מכשירים פנסיוניים" לעיתים מתכוונים גם לקופת גמל להשקעה ולקרן השתלמות, ולעיתים לא. בכל מקרה, שני המכשירים הללו הם נפרדים וההפקדה אליהם אינה באה על חשבון הפקדה לקרן פנסיה, ביטוח מנהלים או קופת גמל לתגמולים.
- באופן רשמי, "קופת גמל" היא שם כולל לקבוצת מכשירים שהמרכזי בהם הוא קופת גמל לתגמולים (אבל כוללת גם קרן השתלמות, קרן מחלה ועוד) [12]. בפועל, קופת גמל מתייחסת לרוב לקופת גמל לתגמולים.
- במכשירים פנסיוניים, העמלות מגלמות הן את דמי הניהול והן את עמלות הברוקר. יש לקחת זאת בחשבון אם מבצעים השוואה בין עמלות של מכשיר פנסיוני לאלו של תיק השקעות רגיל (לדוגמה כדי להחליט אם להשקיע בקופת גמל להשקעה).

הטבות מס – משמעויות:

- פטור מלא ממס רווח הון כל עוד פודים את החיסכון בזמן המיועד – 25% מהרווחים.
- תשלום מס הכנסה על הקצבה במקום על ההפקדה:
 - לרוב מס נמוך יותר במידה משמעותית, כי הקצבה נמוכה מהמשכורת בעת ההפקדה.
 - על חלק מההפקדה לפנסיה ניתן לקבל זיכוי גדול יותר של 35% במקום הפטור ממס.
 - דחיית המס ← בינתיים אפשר לעשות רווחים על המס שלא שולם.
- הפקדה מעבר לתקרה – כלומר ששולם עליה מס – לא תהיה חייבת במס בקצבה, אבל העובד נדרש להוכיח שכבר שילם מס באמצעות טופס 106, אותו צריך לשמור במקרים מסוימים במשך עשרות שנים [17]. כי מסתבר שאפשר לעקוב אחרי הפקדות של אנשים, אבל לא אחרי המס שהם שילמו עליהן.
- קופת גמל להשקעה נותנת אף היא דחיית מס – ולכן עשוי להיות לה ערך גם אם מתכוונים לשבור אותה לפני הפרישה.

ערבות לחיסכון ולביטוח – משמעויות:

- ערבות אישית מצד המבטח = קיים סיכום מול החברה המבטחת / קופת הגמל, ואותה חברה/קופה מחויבת לתנאי הסיכום כאשר המבוטח מממש את הביטוח או את הפנסיה.
- ערבות הדדית = כל מבוטח ("עמית") מפקיד לחיסכון ולביטוח, ובעת המימוש – במידה שקיים חוסר/עודף בכסף – ההפקדות החדשות מתעדכנות בהתאם כדי לאזן זאת ("איזון אקטוארי").
- תוחלת ה"רווח" מהביטוח: בערבות אישית המבטח נדרש להרוויח וגם לקחת שולי ביטחון (למקרה שימותו יותר מבוטחים מהצפוי, לדוגמה), ולכן תוחלת הרווח למבוטח תמיד תהיה שלילית (נכון באופן כללי לביטוחים – התוחלת שלילית אבל בתמורה יש פחות חוסר וודאות). בערבות הדדית התוחלת היא 0 כי בממוצע מה שמופקד זה בדיוק מה שמשולם ("תוחלת הרווח" בהקשר זה מתעלמת מהרווח על השקעות, שמזיז את הסקאלה אבל לא משנה את ההשוואה).
- בערבות אישית תנאי החיסכון/ביטוח מובטחים ללקוח על פי חוזה (כלומר עד כדי פשיטת רגל של המבטח), בעוד שבערבות הדדית התנאים עשויים להשתנות לטובה או לרעה על פי התשואות שהושגו או היקפי מימוש הביטוחים.

חשיבות רצף הפקדות [13]:

- לאחר 5 חודשים ללא הפקדות לחיסכון פנסיוני נפסקים הביטוחים (שארים/מוות ונכות), מתאפס הוותק לתקופת האכשרה (תקופה שרק בסיימה העובד מבוטח על מחלות שקדמו להצטרפותו

(לביטוח), והפקדות המעביד לפנסיה במקום העבודה הבא נדחות ל-6 חודשים לאחר תחילת ההעסקה.

- במקרה של הפסקת העבודה לתקופה ארוכה ניתן למנוע את איבוד הזכויות בשני אופנים:
 - "הסדר ריסק" שבו משלמים סכום נמוך לגוף הפנסיוני עבור שימור הכיסוי הביטוחי והוותק.
 - המשך ההפקדה לחיסכון הפנסיוני באופן עצמאי (לרוב הגוף הפנסיוני יקבע מגבלת מינימום על ההפקדה, אחרת אפשר פשוט להפקיד שקל בחודש ולחסוך את כל הבלאגן).

כלים לניהול ומעקב אחרי חשבונות פנסיוניים [14, 19]:

- "הר הכסף" (משרד האוצר) – מנגנון חינמי לאיתור חשבונות לא פעילים (חשבונות בנק, פנסיה וכו', שהפסיקו ההפקדות אליהם או ששייכים לקרוב שנפטר).
- המסלקה הפיננסית (משרד האוצר) – פלטפורמה לאיתור כלל החשבונות הפנסיוניים (פעילים או בלתי פעילים) וריכוז הפרטים שלהם, בעלות של 40 ש"ח.
- WOBI (חברה פרטית) – עטיפה של המסלקה הפנסיונית לניהול נוח ויעיל של החשבונות הפנסיוניים, ללא עלות (הם אפילו סופגים את העלות של השימוש במסלקה [23]), ובדגש על הנגשת מידע אישי, עמלות מקובלות ופעולות אפשריות.

דרגות חופש לעובד:

פנסיה:

1. קביעת גובה הפרשת העובד, ומו"מ על גובה הפרשת המעביד.
2. בחירת מכשיר פנסיוני – קרן פנסיה / ביטוח מנהלים / קופת גמל לתגמולים.
3. בחירת קופה מנהלת – לפי תשואות עבר (אם מאמינים שמעיד על העתיד, ראה פרק III) ודמי ניהול (הנתונים למו"מ).
 - במקומות עבודה מסוימים יש הסדר ברירת מחדל לפנסיה, בשאר המקרים קיימת ברירת מחדל גלובלית שנבחרה במכרז ע"י משרד האוצר, ובכל מקרה העובד תמיד רשאי לבחור קרן בעצמו.
4. בחירת מסלול השקעה (קובע רמת סיכון וחלוקת חיסכון/ביטוח).
 - בקרן פנסיה, אם יש שארים אז ביטוח שארים הוא מחייב (לא ברור למה, הרי מי שרוצה יכול להתחמק ממנו דרך מכשיר פנסיוני אחר), ואם אין אז הוא חסר משמעות ומומלץ לבטלו. נראה שמבחינת המדינה מסובך לסנכרן את קיום ביטוח שארים בפנסיה עם קיום שארים ע"פ הרישום במשרד הפנים, ולכן גם לאחר הביטול, הביטוח מתחדש אוטומטית כעבור שנתיים.

קרן השתלמות:

5. קביעת גובה הפרשת העובד (מקסימום!), ומו"מ על גובה הפרשת המעביד.
6. בחירת קופה מנהלת.
7. בחירת מסלול השקעה.

קופת גמל להשקעה:

8. בחירת גובה ההפקדה.
9. בחירת קופה מנהלת.
10. בחירת מסלול השקעה.

פרק V: רכישת דירה לעומת השקעה בשוק ההון

פרק זה מציג ניתוח ראשוני המשווה בין השקעה במניות לבין רכישת דירה להשקעה, על בסיס [15] (פורסם גם ב-[16]). ככלל, בחינת השקעות חלופיות לני"ע (דוגמת זהב) הינה מחוץ לתיחום המסמך, אבל קשה להתעלם כליל מנדל"ן במסמך שמקווה לתת overview להשקעות פיננסיות.

בתמצית, על בסיס נתונים מעשרות השנים האחרונות, [15] מראה שהשקעה במדדי מניות בישראל הינה מניבה יותר באופן משמעותי מהשקעה בדירה ממוצעת, ואף לא מסוכנת בהרבה – גם בהשקעות קצרות יחסית ל-5 שנים.

הניתוח נועד לענות על השאלה הנפוצה – בהינתן צבירת הון עצמי גדול מספיק – אם להשקיע את ההון ברכישת דירה להשקעה או בשוק ההון. קיימים שיקולים "רכים" רבים ומשמעותיים, דוגמת הזמן הנדרש לרכישה והשכרה של דירה, נזילות תיק השקעות שעלולה לפתות לבזבז מוקדם של הכסף, ועוד. עם זאת, השיקול המרכזי עבור מרבית החוסכים הינו התשואה השנתית הצפויה באפיק ההשקעה.

מהשוואת מדד מחירי הדירות (נתון באתר בנק ישראל) למדד המניות הכללי (ניתן ע"י בורסת ת"א), מתקבל שבשנים 1980-2016 עלו מחירי הדירות בערך פי 2, בעוד שערכי המניות גדלו פי 13 (!) – כל זאת במונחים ריאליים (ביחס למדד המחירים לצרכן).

עם זאת, מדד המניות תנודתי יותר באופן משמעותי, כך שהרווח מהשקעה במניות תלוי בתזמון תחילת וסיום ההשקעה. לכן נבחנה התשואה כתלות במועד תחילת ההשקעה – עבור השקעה לפרק זמן קבוע של 15 שנים – בכל אחד מהאפיקים:

1. מדד מניות כללי – בניכוי עמלות ומס רווחי הון.
2. דירה ממוצעת – בתוספת שכ"ד ובניכוי ההוצאות הנלוות לרכישה ולמכירה.

ההשוואה מראה כי השקעה במניות הינה משתלמת יותר בלמעלה מ-80% ממועדי תחילת ההשקעה שנבחנו. התשואה השנתית הריאלית הממוצעת הייתה 4.9% מהשקעה במניות ו-2.6% מדירה ממוצעת. באופן מפתיע, אין שינוי גדול בתוצאות גם בהשקעה לפרק זמן קצר יותר של 5 שנים. כמו כן, נראה שניתן להקטין את התלות במועד תחילת ההשקעה על ידי מדיניות פשוטה של הארכת ההשקעה במקרה של היעדר רווחים מספקים (מקטין את הסיכוי למכירת המניות בשפל).

לכאורה אפיקי השקעה שונים אמורים להניב תשואות דומות לאורך זמן – שהרי אחרת אין טעם להשקיע בזה שמניב פחות. עם זאת, נראה שבמקרה זה ההשקעה בדירות מקודמת על בסיס התנודתיות הנמוכה בערכן, הטיות תרבותיות, והעובדה שדירות רבות נרכשות למטרת מגורים ולא רווח.

סייגים:

1. כמובן שנתוני העבר אינם מעידים בהכרח על העתיד.
2. רבים מהפרמטרים המספריים (מסים, עמלות וכו') הוערכו באופן גס. עם זאת, נראה שהתוצאות אינן רגישות להנחות המספריות, מלבד אולי שכר הדירה – שהוערך ב-3% לשנה (אחרי מיסים והוצאות שוטפות).
3. נבחנו שני מדדים ספציפיים שלא בהכרח מייצגים את ההשקעות האפשריות. לדוגמה, מרבית החוסכים אינם משקיעים במסלול מנייתי מלא; ונכסי נדל"ן מסוימים עשויים להיות מניבים יותר מאחרים.
4. לא נלקחה בחשבון האפשרות למינוף מבוסס משכנתא על דירה נרכשת.

מי שמתעניין בהשקעה בנדל"ן שלא דרך רכישה אישית של דירה, עשוי למצוא עניין בקרנות *Reit* [20], המאפשרות השקעה מפוזרת בנדל"ן מניב (כזה שמספק הכנסה חודשית בנוסף לתשואה).

מקורות

1. [הסולידית / השערת השוק היעיל](#)
2. [Almost no one can beat the market / marketwatch.com](#)
3. [Who routinely trounces the stock market? / NYT](#)
4. [חברת ההשקעות "רנסנס" / סניף, 2016](#)
5. פורום פיננסי ל – דיון בתוצאות הסקר / דורון לוי, פברואר 2017
6. [הסולידית / השוואת בתי השקעות למסחר עצמאי](#)
7. [הסולידית / 8 תיקי השקעות עצלים](#)
8. [הסולידית / קרנות מחקות](#)
9. [הסולידית / איזון תיק השקעות](#)
10. [הסולידית / מה ההבדל בין קרן סל לתעודת סל](#)
11. כל זכות / [גיל פרישה מעבודה](#)
12. כל זכות / [קופת גמל](#)
13. כל זכות / [שמירה על רצף זכויות פנסיוניות](#)
14. משרד האוצר / [איתור כספים אבודים](#) (יש ללחוץ על "הדרכים לאיתור כספים אבודים")
15. [השקעה בדירה או בשוק ההון? / חובב דרור, בלוג "כמותית", ספטמבר 2016](#)
16. [האם לקנות דירה או להשקיע במניות? / סניף, ספטמבר 2016](#)
17. פנסיון / [הטבות מס בחסכון הפנסיוני](#)
18. [Savey / תקרות הפקדה לקרן פנסיה וקרן השתלמות – שנת 2017](#)
19. [איפה הכסף שלנו / כלכליסט, דצמבר 2015](#)
20. [השקעה בקרנות ריט / HON](#)
21. פנסיוני / [משיכת כספים מקרן פנסיה](#)
22. כל זכות / [משיכת פיצויי פיטורין](#)
23. [Wobi / כלכליסט, מרץ 2015](#)