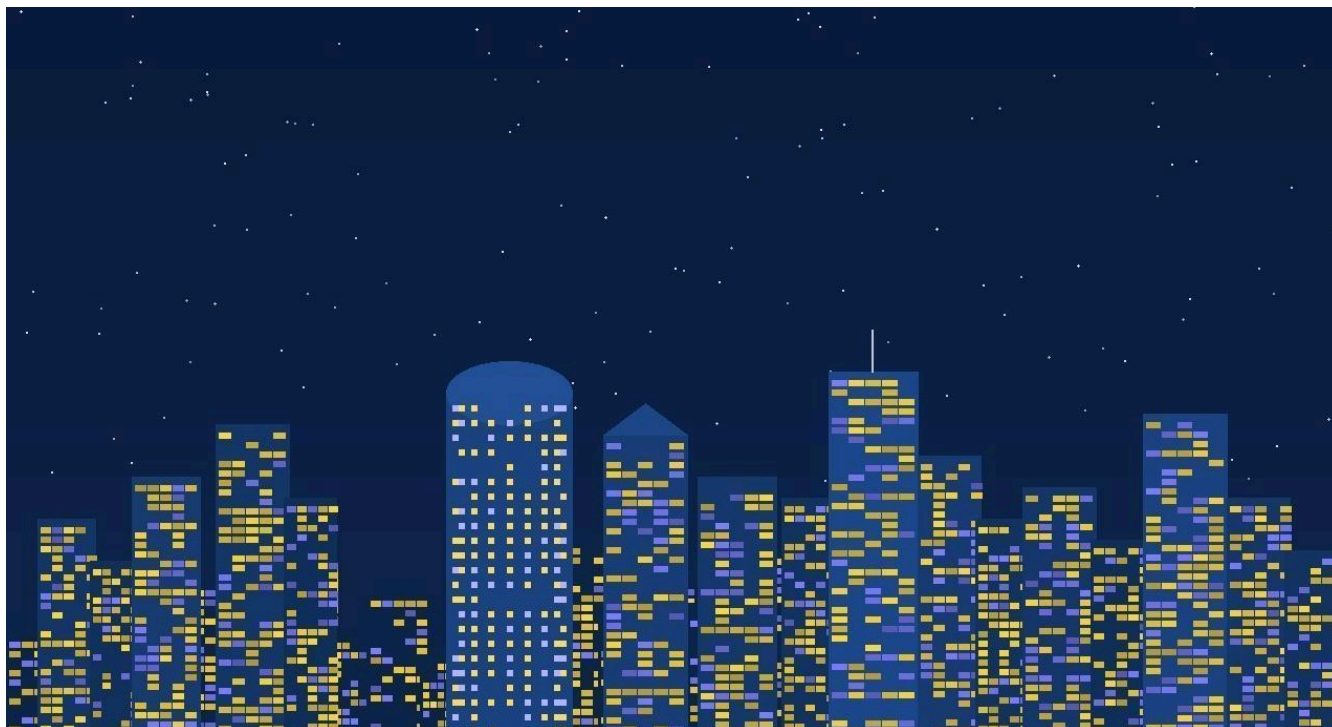


סיכום מדיניות של מעבדת חדשנות פיננסית

המצאה מחדש של שוקי ההון בישראל: עשור של אמפקט ואג'נדה שטרם הושלמה

הטיעון בעד מעבדת חדשנות פיננסית חדשה



תקציר מנהלים

מעבדת החדשנות הפיננסית של מכון מילקן, שהתכנסה במרץ 2014, אבחנה משבר נזילות בבורסה לניירות ערך בתל אביב והציעה 15 המלצות רפורמה פיננסית ורגולטורית בסדרי עדיפות, שאורגנו בשלוש קבוצות פתרונות: לחשוב גלובלית, להגדיל נפח וערך, וליצור פלטפורמה טכנולוגית חדשה (בורסה 2.0).

במהלך העשור שלאחר מכן (2014–2026), מספר מרשים של המלצות אלו אומצו — בשלמותן או בגרסה מותאמת — על ידי רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון (כיום רשות שוקי ההון בישראל), בנק ישראל, רשות החדשנות הישראלית ומשרד הכלכלה, לעתים קרובות באמצעות שיתוף פעולה בין-משרדי.

מתוך 15 המלצות הנפרדות, לפחות 10 יושמו באופן מהותי, שתיים נמצאות בשלבי חקיקה מתקדמים, והשאר טופלו חלקית באמצעות רפורמות משיקות. עם זאת, ההצעות השאפתניות ביותר מבחינה מבנית — חברות לפיתוח עסקי (BDC), קרנות הון סיכון נסחרות בשלב מאוחר, ושוקי CLO — התגלו כקשות יותר להשתלה מהצפוי, והכלים שנוסו (קרנות נאמנות ממשלתיות להיי-טק ושותפויות מוגבלות למו"פ) הניבו תוצאות מעורבות עד גרועות. מסמך זה ממפה את המסלול המלא מהמלצה ליישום, מזהה את הפערים שנתרו, ומציע אג'נדה מסכמת למעבדת החדשנות פיננסית חדשה.

שוקי ההון בישראל (ציבוריים ופרטיים) הניבו עסקאות הון בהיקף של למעלה מ-111 מיליארד דולר ב-2025 — כמעט פי ארבעה מהשנה הקודמת ובעלייה על שיא 2021 — ובכל זאת תרומתם לתוצר המקומי הגולמי הייתה שטוחה במשך שנתיים רצופות. פרדוקס זה מגדיר את האתגר המרכזי: האם ישראל יכולה להמיר את כושר החדשנות יוצא הדופן שלה לצמיחה כלכלית רחבת בסיס, או שכלכלת ההיי-טק שלה תצטמצם עוד יותר סביב קומץ חברות ענק, תוך שחיקת המערכת האקולוגית הרחבה יותר שעליה תלויה צמיחה מתמשכת ומכלילה?

חלק א': האבחנה של המעבדה (2013–2014)

עד 2013, שוקי ההון בישראל עמדו בפני מפגש של בעיות מבניות. מחזור המסחר היומי הממוצע בבורסה ירד ביותר מ-50% בין 2008 ל-2012 (מ-2 מיליארד ש"ח ל-כ-800 מיליון ש"ח), הנזילות בבורסה דורגה במקום ה-31 בעולם, ושוק ההנפקות קרס — 95% מהסטארט-אפים נמכרו באמצעות מיזוגים ורכישות לגורמים זרים. מימון בשלב מאוחר כמעט ולא היה קיים (רק 20% מהון הסיכון לעומת 52% בארה"ב), מה שאילץ יציאות מוקדמות וגרם להגירת קניין רוחני.

המעבדה כינסה מנהיגים עולמיים בפיננסים וטכנולוגיה — כולל פרופ' שמואל האוזר ואורנית קרביץ מרשות ניירות ערך, פרופ' יוג'ין קנדל ומוריס דורפמן מהמועצה הלאומית לכלכלה, ודמויות מובילות מ-State Street, Canyon Partners, BlueStar Global Investors ו-Liquidnet — והפיקה 15 המלצות בסדרי עדיפות בשלוש קבוצות פתרונות. ועדת רשות ניירות ערך לקידום השקעה בחברות ציבוריות העוסקות במו"פ ("ועדת האוזר"), שחלקה מספר משתתפים, פרסמה המלצות משלימות ביוני 2013.

חלק ב': קבוצת פתרונות 1 — לחשוב גלובלית

דיווח בשפה האנגלית

המלצת המעבדה: לחייב חברות לפרסם דוחות שנתיים באנגלית כדי להגביר שקיפות ונגישות למשקיעים זרים.

תוצאה: באוקטובר 2020, ועדת הכספים של הכנסת אישרה את תקנות ניירות ערך (דיווח באנגלית) תשפ"א-2020, המאפשרות לחברות הרשומות בבורסה להגיש דוחות באנגלית בלבד. יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, כינתה זאת "תיקון פשוט שיוצר שינוי משמעותי... צעד חשוב בפתיחת שוק המניות למשקיעים בינלאומיים." הרשות אף עודדה חברות לפרסם דוחות ESG/CSR באנגלית כדי לענות על דרישות משקיעים בינלאומיים וסוכנויות דירוג גלובליות.

תאימות ל-IFRS

המלצת המעבדה: לעמוד בתקני חשבונאות IFRS ו-FASB.

תוצאה: ישראל כבר חייבה IFRS לכל החברות הנסחרות החל מ-1 בינואר 2008, כאשר חברות דואליות הורשו להשתמש ב-US GAAP. בסיס קיים זה תאם את כוונת המעבדה, ושיפורים מתמשכים לכיוון תיוג IXBRL המשיכו לשפר את ההשוואתיות למשקיעים בינלאומיים. העבודה המרכזית שנותרה, אם מטרת המדיניות היא רישום דואלי קל יותר (כולל עם

תעודות סל הרשומות בארה"ב ומדדים גלובליים

המלצת המעבדה: ליצור תעודות סל המבוססות על מדד (BlueStar Israel Global (BIGI) כדי לתקן את הייצוג הדרמטי בחסר של חברות טכנולוגיה ישראליות במדדים קיימים. הראיות ההולכות וגוברות מצביעות על כך שתעודות סל יכולות להקל על גישה ומסחר בשווקים שקשה להגיע אליהם ובלתי נזילים. חדשנות במוצרי ETF יכולה לפתוח גישה למגזרים נישתיים ולפלחים אזורים עם כיסוי מוגבל של קרנות, אך היא אינה פותרת העמקת שוק ההון הראשוני.

תוצאה: תעודת הסל (VanEck Israel (ISRA), שהושקה ב-NYSE ביוני 2013 על בסיס מדד BIGI, צמחה לכ-140 מיליון דולר בנכסים נטו. תעודת הסל (Amplify BlueStar Israel Technology (ITEQ), העוקבת אחר מדד BIGTech, מספקת חשיפה גלובלית יעודית למגזר הטכנולוגיה הישראלי ללא קשר למקום הרישום. מוצרים אלה מימשו ישירות את חזון המעבדה של כלי השקעה מאוגדים המתקנים שווי שוק חופשי, בעלות מרוכזת ואחזקות צולבות מורכבות. ישנם עדיין צעדים שניתן לנקוט כדי לאותת על יציבות ותמיכה ארוכת טווח בפיתוח שוק ההון, שכן תפיסות סיכון פוליטי וממשלי נותרות מרתיעות לא מבטלות הן לרישום מחדש והן לתזרימי תיק השקעות זרים.

מאגרי השקעות מוסדיים טרום-הנפקה-המלצה 8

המלצת המעבדה: לבנות "גשר טכנולוגי" למשקיעים מוסדיים עבור חברות טרום-הנפקה באמצעות שוק מניות פרטיות שאינו נסחר בבורסה — המספק מסלול ארוך יותר לפני הנפקה, חותמת אישור מוסדית, וגישה למשקיעים פסיביים ברובם.

תוצאה — TASE UP: במרץ 2021, הבורסה השיקה את TASE UP, פלטפורמה המאפשרת לחברות פרטיות לגייס הון ממשקיעים מוסדיים וכשירים ללא פרסום תשקיף או כפיפות לדרישות דיווח של חברה ציבורית. החברה הראשונה שנרשמה הייתה Veev, חברת פרופ-טק שגייסה כ-100 מיליון דולר ממוסדות ישראלים מובילים.

מאפייני עיצוב מרכזיים משקפים את מפרטי המעבדה: ללא תשקיף או חובות גילוי שוטפות; מספרי ISIN ותשתית סליקה של הבורסה; השתתפות מוגבלת למשקיעים מוסדיים וכשירים; ויכולת להנפיק מניות, אגרות חוב קונצרניות ומכשירים להמרה. משקיעים זרים פטורים מניכוי מס במקור על תשלומי ריבית.

הערכה: TASE UP הוא מימוש משמעותי אך חלקי של מושג המעבדה. משתתפי המעבדה חזו משהו קרוב יותר למאגרי נזילות פרטיים ומערכות מסחר אלטרנטיביות בסגנון אמריקאי — פלטפורמה שאינה בורסה למסחר דיסקרטי בגושים גדולים של מניות טרום-הנפקה עם גילוי מחירים פעיל בין משקיעים מתוחכמים. TASE UP ניתן לתיאור מדויק יותר כפלטפורמת רישום להשמה פרטית המספקת תשתית (סליקה, ISIN, מסחר) ולא גילוי מחירים פעיל. היקפו נותר צנוע ביחס לשאיפות המעבדה, אך הוא הקים את הגשר הרגולטורי והטכנולוגי בין שוקי ההון הפרטיים לציבוריים שהמעבדה יזמה. מאז המעבדה, שווקים משניים להון סיכון והשקעות פרטיות הפכו לכלי נזילות וניהול תיקים מרכזי, עם חדשנות מהירה סביב מבנים מובלי GP, מכשירי הון מובנים ומימון מגובה קניין רוחני/מו"פ, במיוחד בהיי-טק. יש לחקור אותם עוד כדי לשמר יצירת ערך.

חלק ג': קבוצת פתרונות 2 — הגדלת נפח וערך

קרנות הון סיכון נסחרות בשלב מאוחר ו-BDCs (המלצות 9–10)

המלצת המעבדה: ליצור שלושה כלים קשורים: (א) קרנות הון סיכון נסחרות בשלב מאוחר (TLVFs) — קרנות נאמנות סגורות המשקיעות את רוב ההון בניירות ערך טכנולוגיים נסחרים ו"מיעוט משמעותי" (20%–30%) באחזקות הון מהותיות בחברות טכנולוגיה לא רשומות בשלב מאוחר; (ב) חברות לפיתוח עסקי (BDCs) וקרנות הון סיכון (VCT) — קרנות השקעה סגורות מפוקחות; ו-(ג) התחייבויות הלוואה מגובות ביטחונות (CLOs) — מכשירים מובנים מגזריים המאגדים הלוואות לחברות טכנולוגיה. יו"ר רשות ניירות ערך האזור ייחס את הקרדיט למעבדה ולעבודה הנלווית של עמיתי מילקן, נתן המנדינגר, אסף חובב, ענת ארבל-שמיר, מאיה הרן-רוזן, ומחקרים יישומיים של עמיתים נוספים.

ועדת רשות ניירות ערך ("ועדת האוזר") המליצה ביוני 2013 לאפשר קרנות הון סיכון נסחרות בבורסה תחת מודל קרן נאמנות סגורה, עם עד 30% מההון בחברות היי-טק ישראליות פרטיות ו-70% בהיי-טק נסחר. המלצה זו יושמה באוגוסט 2016, כאשר ועדת הכספים של הכנסת אישרה תקנות לקרנות נאמנות סגורות להיי-טק.

מכרז הקרנות הממשלתיות להיי-טק (2017–2018)

ביולי 2017, החשב הכללי של משרד האוצר ורשות ניירות ערך פרסמו מכרז לארבעה מנהלי קרנות, כל אחד נדרש לגייס מינימום 400 מיליון ש"ח (1.6 מיליארד ש"ח סך הכל). המדינה הציעה הגנת חסרון באמצעות ערבויות כנגד הפסדי משקיעים וערבויות אשראי.

תוצאה: כישלון ברובו. מבין חמש קבוצות מתחרות — IBI, איילון/הלמן אלדובי, אלמות, קסם אקסלנס, ואקליפטוס (תמיר פישמן) — רק IBI עמדה במינימום, וגייסה 403 מיליון ש"ח. IBI נאלצה להפחית את דמי הניהול מ-2% ל-1.3% ולשנות את מבנה דמי ההצלחה רק כדי למשוך משקיעים.

לאחר הרישום, הבורסה חזרה בה מהחלטתה לכלול את קרן IBI 5D Tech במדד TA-Tech Elite מכיוון שהקרן הושקעה בעיקר באג"ח ממשלתיות, מק"מ ומזומן — לא בחברות טכנולוגיה. מצב זה נמשך לפחות שישה חודשים.

מדוע המודל נכשל:

1. תיאבון משקיעים לא מספיק: מושג ההיברידי של הון סיכון/קרן נאמנות לא היה מוכר למשקיעים המוסדיים הישראליים. בניגוד ל-BDCs בארה"ב, שיש להם עשרות שנים של תשתית רגולטורית ושוקית, אלה היו מוצרים חדשניים ללא רקורד.
 2. דחיסת דמי ניהול: מנהלי הקרנות לא הצליחו לשמור על דמי ניהול מסורתיים של 2%, מה שפגע ביכולתם למשוך כישרונות ולבצע בדיקת נאותות.
 3. בעיית פריסה בהתנעה קרה: הבעיה המעגלית — הקרן צריכה השקעות טכנולוגיה כדי להתאים למדדי הטכנולוגיה אך צריכה הכללה במדד כדי למשוך הון.
 4. היעדר מסגרת רגולטורית ל-BDC: לישראל אין מקבילה להוראות ה-BDC של חוק חברות ההשקעה האמריקאי, המספקות מסגרת רגולטורית מותאמת לקרנות השקעות פרטיות נסחרות בציבור.
 5. היעדר שוק איגוח: רכיב ה-CLO היה בלתי אפשרי ללא מסגרת איגוח מתפקדת, שלישראל עדיין חסרה במידה רבה.
- מצב נוכחי:** קרן IBI 5D Tech (IBITEC.F) ממשיכה להיסחר בבורסה עם שווי שוק של כ-439 מיליון ש"ח. היא ביצעה מספר השקעות פרטיות מוצלחות — בעיקר ב-Solidus — אך נותרה המוצר היחיד מסוגה. מטרת הממשלה לפרוס 1.6 מיליארד ש"ח דרך ערוץ זה הושגה רק ברבע.
- עדיין יש עבודה רבה לביצוע כדי לאפשר באופן מלא השקעות פרטיות נסחרות בציבור — כלי הון פרטי נגישים לציבור שיכולים לדמוקרטיזציה של הגישה ולבנות גילוי מחירים חזק יותר להזדמנויות היי-טק בשלב מאוחר.

שותפויות מוגבלות למו"פ (המלצה 6)

המלצת המעבדה: לאפשר שותפויות מוגבלות למו"פ עם הטבות מס המאפשרות לחברות ישראליות ושותפים זרים להשקיע יחד במו"פ מבלי להפעיל השלכות מס מיידיות.

תוצאה: מסגרת שותפויות מוגבלות למו"פ נחקקה ב-2016 והפכה לכלי משמעותי. עד סוף 2024, הוקמו כ-40 שותפויות, עם היוון כולל של כ-5 מיליארד ש"ח, שמשכו משקיעים מוסדיים זרים ומקומיים.

שותפויות מו"פ נבחרות

תאריך	גודל הנפקה	מגזר	שותפות
2016	\$180M	אבטחת סייבר	TechFlow Partners I
2017	\$240M	ביוטק/מדטק	BioVentures Israel
2018	\$160M	בינה מלאכותית	AI Collective Fund
2019	\$125M	קלינטק	GreenTech Israel
2020	\$200M	תוכנה/SaaS	Digital Innovation Pool

איגוח והתחייבויות הלוואה מגובות ביטחונות (המלצה 11)

המלצת המעבדה: להקים תשתית רגולטורית ושוקית לאיגוח, כולל CLOs המתמקדים בהלוואות ותקבולים של חברות טכנולוגיה.

איגוח בישראל נתקל בקשיים רגולטוריים. רשות ניירות ערך שמרה על כללים מחמירים לניירות ערך מגובי נכסים, שתוכננו במקור למנוע הדבקה של ניירות ערך מגובי משכנתאות בעקבות 2008, אך לתקנות הייתה תוצאה בלתי מכוונת של מניעת בנקים ומלווים לא-בנקאיים ישראלים מלאגד הלוואות של חברות טכנולוגיה לניירות ערך סחירים.

אבני דרך באיגוח בישראל

מצב	תאריך	אבן דרך
פורסמו	2016	הנחיות איגוח v1 של רנ"ע
נוסחה, אימוץ מוגבל	2018	יוזמת איגוד הלוואות טק ראשונה
הושק, 35 מ' דולר AUM	2022	Highrise Israel Bond Fund (מיני-CLO)
בבחינה חקיקתית	2024	הצעת רפורמת איגוח רנ"ע
בדיון	2025–2026	התאמה מוצעת למסגרת ה-EU

מצב נוכחי: איגוח הלוואות טכנולוגיה נותר מינימלי. CLO קטן אחד הונפק ב-2022 (Highrise Israel Bond Fund), אך היה מוצר חד-פעמי. שוק CLO מתפקד ידרוש התאמה רגולטורית לתקנים אירופיים ואמריקאיים, נכונות רשות ניירות ערך להקים משטר חיתום סטנדרטי, ופיתוח תשתית הערכת צד שלישי. זוהי העבודה הגדולה ביותר שלא הושלמה ממעבדת 2014.

יוזמה 2.0 ורפורמת מס הון סיכון (המלצה 7)

המלצת המעבדה: לחדש את הטיפול המסוי בהשקעות הון סיכון כדי לעודד השתתפות מוסדית וזרה, תוך הפקת לקחים מתכנית יוזמה המקורית (1993–2005) אך עם מבנים מעודכנים ל-LPs גלובליים.

תכנית יוזמה המקורית, שהושקה ב-1993, זרעה 10 קרנות הון סיכון ישראליות עם השקעה משותפת ממשלתית ותמריצי מס, ומיוחסת באופן נרחב כזרז למערכת ההון סיכון של ישראל. המעבדה הציעה לעדכן מודל זה עם תמריצים מחודשים להשתתפות מוסדית.

הרפורמה הייתה הדרגתית. רשות החדשנות הישראלית הרחיבה תכנית השקעה משותפת ממשלתית, ורשות ניירות ערך הבהירה את הטיפול המסוי ב-carried interest ובמבני קרנות. עם זאת, אין חקיקת יוזמה 2.0 מקיפה. במקום זאת, השיפורים באו דרך תכניות ממוקדות.

חלק ד': קבוצת פתרונות 3 — בורסה 2

ביטול הדדיות הבורסה (יושם 2019)

המלצת המעבדה: לבצע דה-מוטואליזציה של הבורסה (המרה מקואופרטיב בבעלות חברים לבורסה למטרות רווח) כדי ליישר תמריצים, לאפשר הון חיצוני ולמדרג את הממשל התאגידי.

תוצאה: הבורסה השלימה את דה-מוטואליזציה והנפיקה את עצמה באוגוסט 2019, וגייסה 200 מיליון דולר ממשקיעים מובילים כולל קרן סונברג. הדבר שינה את מודל הממשל של הבורסה ושחרר הון למודרניזציית הפלטפורמה.

לפני ואחרי דה-מוטואליזציה

אחרי	לפני	ממד
תאגיד ציבורי למטרות רווח	קואופרטיב בבעלות חברים	מבנה בעלות
דירקטוריון, משקיעים חיצוניים	אסיפת חברים, גישה מוגבלת להון	ממשל תאגידי
אגרסיבית; שדרוגי מערכות מסחר	מינימלית; רווחים מחולקים לחברים	השקעה בטכנולוגיה
מונעות שוק, איטרציות מהירות	מונעות קונצנזוס, איטיות	החלטות אסטרטגיות
בעלי מניות נהנים מצמיחת היקפי מסחר	חברים נהנים ממסחר, לא מעומק שוק	ניגודי עניינים

מדדי טכנולוגיה ומדד TA-Tech

צעדים נגד ריכוזיות (פירוק הפירמידות)

המלצת המעבדה: לפרק מבני בעלות פירמידליים המרכזים כוח כלכלי, מפחיתים שקיפות, יוצרים ניגודי עניינים ומעכבים גילוי מחירים.

חוק הריכוזיות (התחרות) של ישראל, שנחקק בדצמבר 2013, חייב פירוק מבני פירמידה. צעדים אלה היו יעילים למדי בהפרדת קבוצות עסקיות-פיננסיות מרוכזות מהכלכלה הריאלית, אך רק יעילים חלקית בהפחתת ריכוזיות שוקית ומגזרית רחבה יותר. סקירות עוקבות מציינות כי בעוד פירמידות בעלות פורקו וניגודי עניינים צומצמו, מגזרי מפתח רבים נותרו מרוכזים, כך שרווחי התחרות לצרכנים היו לא אחידים.

רפורמת עושי שוק

המלצת המעבדה: הגברת הנזילות באמצעות תשתית מסחר חדשה.

תוצאה: הבורסה השיקה רפורמת עושי שוק מקיפה ב-2024–2025, עם השקעה של 6 מיליון ש"ח בשנה. לראשונה, לכל מניות TA-90 יש עושי שוק ייעודיים, עם גדלי ציטוט מינימליים שגדלו ביותר מ-300% ומרווחים שצומצמו ביותר מ-80%. (שלב TAL (Trading At Last) הוכנס ביולי 2025 לשיפור נוסף של גילוי מחירים.

התאמה ליום מסחר גלובלי

המלצת המעבדה: להתאים את הבורסה לשווקים בינלאומיים.

תוצאה: החל מ-5 בינואר 2026, הבורסה עברה ממסחר ראשון-חמישי לשני-שישי, בתיאום רשות ניירות ערך, הבורסה ובנק ישראל. המסחר מתנהל ימים שני-חמישי עד 17:35; מושב יום שישי מסתיים ב-14:00 בהתחשב בשבת.

שותפות NYSE-TASE ומעבר לה

המלצת המעבדה: לקדם שותפויות בורסאיות גלובליות ורישום צולב.

תוצאה: באפריל 2024, NYSE והבורסה חתמו על מזכר הבנה לשיתוף פעולה ברישום דואלי, תעודות סל, מדדים, נתונים ו-ESG. באופן רחב יותר, יו"ר SEC פול אטקינס ורשות ניירות ערך בוחנים מינואר 2026 את תהליך קידום מנגנון הכרה הדדית ברישום ניירות ערך, בהתבסס על מערכות כמו MJDS. חשוב, ככל שהסכמי אברהם מתקדמים לאחר המלחמה הנוכחית, לשקול מודל MJDS-lite ליצירת פלטפורמה מוסדית לאירוח יוזמות שוק הון אזוריות.

ארגז חול נתונים רנ"ע-רשות החדשנות לפינטק

ב-2020, רשות ניירות ערך ורשות החדשנות הישראלית השיקו במשותף את תכנית ארגז החול לנתונים, המספקת לסטארט-אפים בתחום הפינטק גישה למאגרי נתונים של רשות ניירות ערך והבורסה לפיתוח פתרונות עשיית שוק, זיהוי חריגות, KYC ונגישות למשקיעים.

פיתוח שוק ריפו

בפברואר 2025, החשב הכללי של משרד האוצר, בנק ישראל, רשות ניירות ערך והבורסה פרסמו במשותף קול קורא לפיתוח שוק ריפו (עסקאות רכישה חוזרת) בישראל — כלי נפוץ בשווקים מפותחים אך "מוגבל ולא מפותח" בישראל. בנק ישראל ציין כי היעדר שוק ריפו הוא "אחת הסיבות למצב הלא מפותח הנוכחי של שוק ההון בישראל".

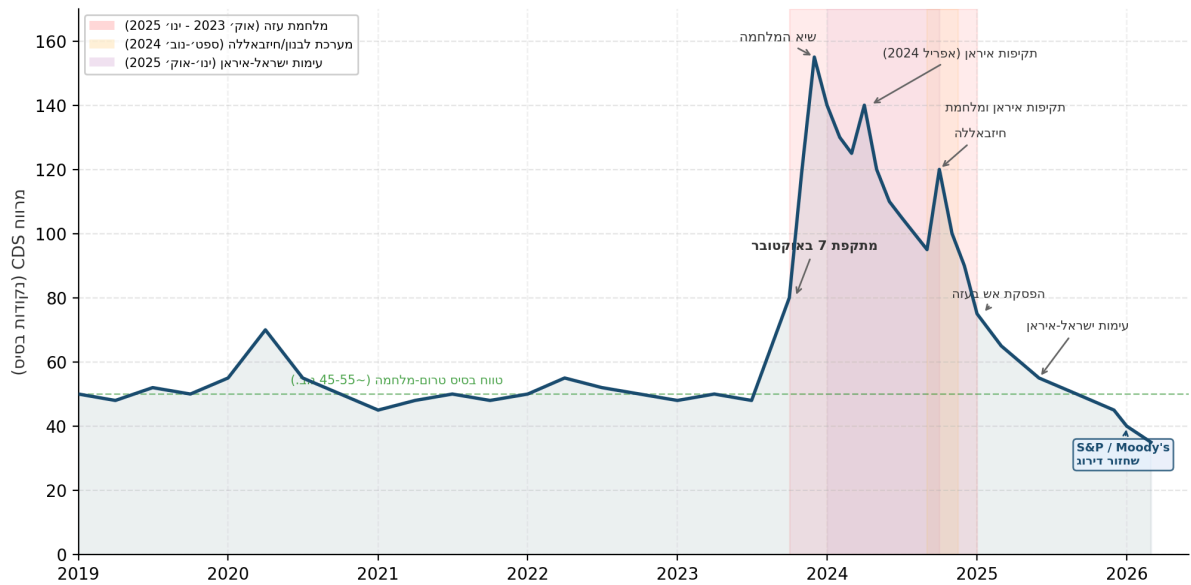
חלק ה': הנוף הנוכחי (2025–2026)

- נתוני השוק של 2025 מדגימים את ההשפעה המצטברת של הרפורמות שנחקקו מאז 2014:
 - מדד TA-125 זינק ב-51% ב-2025, בביצועים עודפים על ה-S&P 500 (+16.9%), דאו ג'ונס (+13.3%) ונאסד"ק (+21%).
 - משקיעים זרים שפכו למעלה מ-8 מיליארד ש"ח (2.3 מיליארד דולר) למניות הבורסה ב-2025, כאשר אחזקות מוסדיות הגיעו ל-19.2 מיליארד דולר — עלייה מ-11.2 מיליארד דולר בסוף 2024.
 - השקעות זרות ישירות הגיעו ל-10.2 מיליארד דולר במחצית הראשונה של 2025, עלייה של 35%.
 - תשע הנפקות במחצית הראשונה של 2025 — כמעט כפול מכל 2024 — שגייסו 1.4 מיליארד ש"ח.
 - השקל התחזק ב-7% מול הדולר, מה שהגביר את התשואות למשקיעים זרים (תשואה דולרית של 72% על מדד TA-35).
- ובכל זאת, פערים מבניים משמעותיים נמשכים. קרנות הפנסיה הישראליות (למעלה מ-2.5 טריליון ש"ח בנכסים מנוהלים) צמצמו את החשיפה להיי-טק ולהון סיכון, כאשר חלק ההשקעה הפרטית המוסדית המופנה לקרנות ישראליות ירד מ-40% לפני עשור ל-פחות מ-20% היום.
- מגזר הטכנולוגיה של ישראל נכנס ל-2026 בעמדה פרדוקסלית: תזרימי הון ויציאות שיאיים מתקיימים לצד תעסוקה מקפאת, ירידה בהקמת סטארט-אפים ובריחת מוחות מואצת. המגזר הניב עסקאות הון בהיקף של למעלה מ-111 מיליארד דולר ב-2025 — כמעט פי ארבעה מהשנה הקודמת — ובכל זאת תרומתו לתוצר הגולמי הייתה שטוחה במשך שנתיים רצופות.
- חברות היי-טק ישראליות ציבוריות מעסיקות כעת רק 60,000 מתוך 260,000 עובדים בסך הכל בישראל. מחצית העובדים בחברות היי-טק ישראליות פרטיות מבוססים בחו"ל, כולל במו"פ — היסטורית מעוז מקומי של ישראל.
- תרומת ההיי-טק לתוצר עמדה על כ-317 מיליארד ש"ח ב-2024 — 17.3% מהתוצר הלאומי — כמעט ללא שינוי מ-2023. הצמיחה האטה לפחות מ-2% בשנה, ירידה מיותר מ-5% במוצע בעשור האחרון. קיפאון זה על רקע תזרימי הון שיאיים מרמז על כך שיצירת הערך נלכדת יותר ויותר מחוץ לישראל.
- עמיד מגזר הטכנולוגיה אינו ניתן להפרדה מתשתית שוקי ההון של ישראל והציווי להאיץ צמיחה בתקופה שאחרי המלחמה. הבורסה עברה רפורמה דרמטית מאז 2014, כולל דה-מוטואליזציה והנפקה עצמית (2019), המעבר למסחר שני-שישי (ינואר 2026), רפורמת עושי שוק, השקת TASE UP לחברות פרטיות ומדד TA-Technology 35 החדש (פברואר 2026).
- תכנית יוזמה 2.0 (מיליארד דולר בהשקעה מוסדית מותאמת ממשלתית בקרנות הון סיכון) ורפורמת מס הון סיכון המקיפה של נובמבר 2025 מייצגות תגובות מדיניות לאתגר זה. האם מנגנונים אלה יצליחו להפוך את סחף הים של יצירת ערך הטכנולוגיה הישראלית תהיה שאלה מכרעת למגזר. מגמות אלה מצביעות על הדחיפות של כינוס מחדש של חדשנים עסקיים ומדיניותיים לטיפול באג'נדה זו באמצעות מעבדת החדשנות הפיננסית המוצעת.

הנחת סיכון המדינה: כימות מחיר שוקי הון רדודים

- הפערים המבניים שתוארו לעיל נושאים מחיר מדיד. השוק הישראלי נסחר כיום ביחס מחיר-רווח של כ-20x, לעומת כ-24x למדד MSCI World — הנחת שווי של כ-17%. הנחת סיכון מדינה זו משמעותה שחברות ישראליות המגייסות הון בבורסה מוערכות באופן שיטתי בפחות מחברות דומות במקומות אחרים, פשוט בגלל שהן רשומות בישראל.
- ההשלכות על שווי השוק בולטות. עם שווי שוק כולל של הבורסה בכ-450 מיליארד דולר, הנחת סיכון מדינה של 20% מרמזת על כ-110–112 מיליארד דולר בערך "חסר" — ההפרש בין שווי החברות הישראליות בבורסה לבין שוויין אילו היו רשומות בבורסה מקבילה ללא פרמיית הסיכון הישראלית. זהו קו הבסיס בזמן שלום. גם לפני 7 באוקטובר, גם בהיעדר עימות פעיל, שוקי ההון של ישראל השאירו כ-111 מיליארד דולר על השולחן.
- בתקופה שלאחר 7 באוקטובר, ההנחה התרחבה משמעותית. מרווח ה-CDS הריבוני של ישראל כמעט הכפיל את עצמו — מכ-50 נקודות בסיס ל-120 נקודות בסיס — מה שמרמז על הנחת שווי של 35–40% ופוטנציאל של 150–200 מיליארד דולר בשווי שוק שלא מומש. התרשים להלן עוקב אחר מסלול זה.

מרווחי החלפת סיכון אשראי (CDS) ל-5 שנים של ישראל כמדד להנחת סיכון המדינה על מניות הבורסה



מקורות: World Government Bonds; Investing.com; MacroVar; מרווחי סיכון מדינה ופרמיית סיכון של דמואראן (ינו' 2026).
הערה: מרווחי CDS מייצגים ערכי סוף חודש (מקור: Financial Times, 2026). מרווחים גבוהים מעידים על סיכון מדינה גבוה יותר.

איור 1. מרווח CDS ל-5 שנים של ישראל כמדד להנחת סיכון מדינה על מניות הבורסה, 2019–מרץ 2026.
(מקורות: World Government Bonds; Investing.com; MacroVar; Damodaran (NYU Stern)).

1 ניתן למדוד את הנחת סיכון המדינה על מניות ישראליות במספר דרכים מעבר להשוואת P/E פשוטה. ראשית, חברות דואליות — חברות ישראליות הנסחרות הן בבורסה והן בנאסד"ק או NYSE — מציעות ניסוי טבעי: כאשר אותה חברה נסחרת בשווי נמוך יותר בתל אביב מאשר בניו יורק, המרווח מבודד תמחור סיכון מדינה. שנית, מרווחי CDS ריבויים מספקים מדד מתומחר שוק. שלישית, מרווחי תשואת אגרות חוב לוכדים את הפרמיה הריבויית ישירות. לבסוף, אומדני פרמיית סיכון ההון המדינתית השנתיים של דמואראן (NYU Stern) מספקים מסגרת שיטתית. כל שיטה לוכדת ממד שונה; באופן אידיאלי, מעבדת החדשנות הפיננסית תבחן את כל הארבע.

המשמעות המדינית ישירה: הנחת סיכון המדינה אינה מונעת כולה מגיאופוליטיקה. מרכיב משמעותי משקף גורמים מבניים הנמצאים בהישג יד של רפורמה — נזילות דלילה, היעדר מכשירי מימון בשלב מאוחר, עומק מוסדי מוגבל ובסיס משקיעים צר. אם העמקת הבורסה באמצעות הרפורמות המתוארות בסיכום זה הייתה דוחסת אפילו רבע מההנחה (מכ-20% ל-15%), התוצאה הייתה כ-25–30 מיליארד דולר בשווי שוק נוסף.

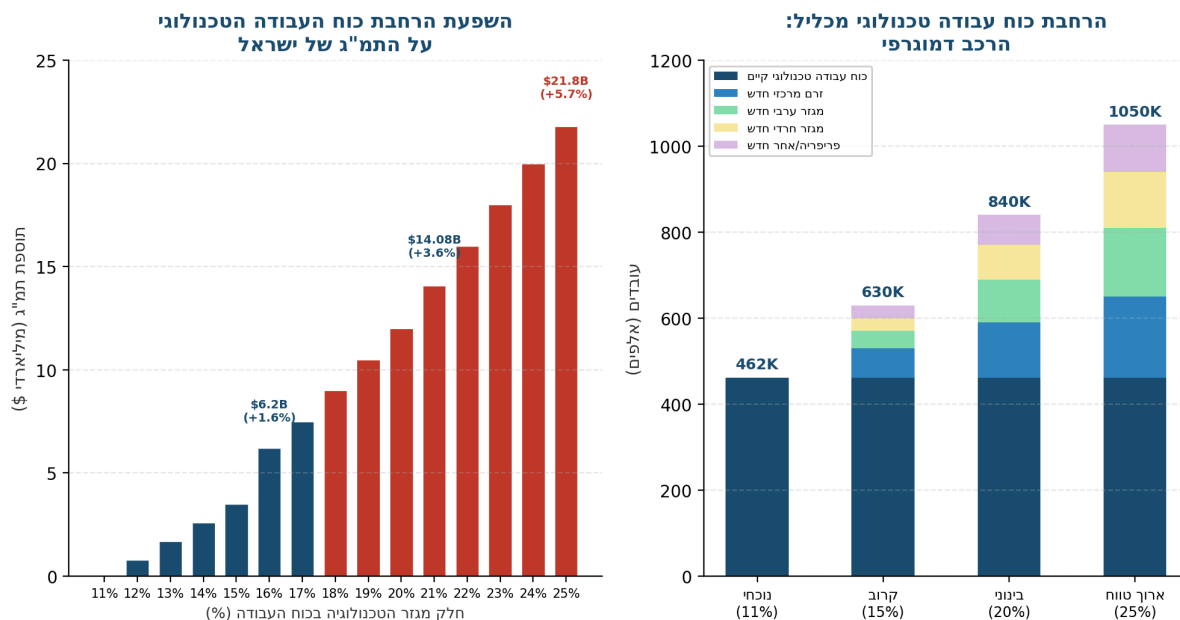
יתרה מזאת, הקשר מחזק את עצמו. שווי גבוה יותר מושך יותר הנפקות, מה שמעמיק את הנזילות, מה שמצמצם מרווחי קנייה-מכירה ואת ההנחה, מה שמושך עוד הון — מעגל חיובי. ההפך נכון באותה מידה: ההנחה דוחפת חברות לחו"ל, מה שמדלל את השוק המקומי, מה שמרחיב את ההנחה עוד יותר. שבירת מעגל זה היא בדיוק מה שמעבדת החדשנות הפיננסית המוצעת נועדה לטפל בו.

גישור על פער הפריזון ופער אי-השוויון בו-זמנית

אג'נדת רפורמת שוקי ההון אינה טיעון יעילות גרידא. זהו טיעון הכללה. כיום, כ-11% מכוח העבודה בישראל עובדים במגזר הטכנולוגיה בעל הערך הגבוה, ומייצרים כ-160,000 דולר לעובד בתפוקה. שאר 89% עובדים במגזרים מסורתיים בממוצע 83,000 דולר לעובד — פער פריזון של כמעט 2:1 המניע חלק ניכר מאי-השוויון בהכנסות בישראל. הקהילות המודרות ביותר מהכלכלה בעלת הערך הגבוה — אזרחים ערבים (21% מהאוכלוסייה, כ-3% מתעסוקת ההיי-טק), קהילות חרדיות (13% מהאוכלוסייה, בקושי 1% מההיי-טק), ואוכלוסיות פריפריאליות בנגב ובגליל — הן בדיוק הדמוגרפיות שאינטגרציה שלהן חיונית לצמיחה כלכלית מתמשכת.

אם רפורמות שוקי ההון המוצעות בסיכום זה יצליחו לשמור על יותר חברות טכנולוגיה שמתרחבות בארץ — במקום לצאת מוקדם מדי לרוכשים זרים או להעביר את מקום הרישום לחו"ל — ההשפעות התעסוקתיות יהיו ניכרות.

המודלים האילוסטראטיביים שלנו מכמתים את הפוטנציאל. הרחבת כוח העבודה בהיי-טק מ-11% ל-20% מכוח העבודה — כ-380,000 עובדים נוספים — תניב כ-14 מיליארד דולר בתוצר נוסף, דחיפה של 3.6%. הגעה ל-25% — 588,000 עובדים נוספים, הנשאבים במכוון מקהילות ערביות, חרדיות ופריפריאליות לצד הרחבה מיינסטרימית — תוסיף כ-22 מיליארד דולר בתפוקה, רווח של 5.7%.



הערה: הנחות פריז — עובדי טכנולוגיה קיימים: 160K/עובד; נכנסים חדשים: 120K/עובד (75% עקומת למידה).
 מגזר לא-טכנולוגי: \$83K/עובד. כוח עבודה — 4.2M. נתוני תמ"ג הם אומדנים להמחשה ליוון מדינית.
 מקורות: הלמ"ס, OECD, IVC, מחקר מרכז מילקן לחדשנות.

איור 2. השפעת התוצר של הרחבת כוח עבודה טכנולוגי מכליל (שמאל) והרכב דמוגרפי של נכנסים חדשים לפי תרחיש (ימין). מקורות: הלמ"ס, OECD, IVC, מחקר מרכז מילקן לחדשנות.

עבור תרחיש 25%, ההרכב הדמוגרפי של כ-588,000 עובדי היי-טק חדשים יכלול כ-176,000 מהמגזר הערבי (30%), 88,000 מקהילות חרדיות (15%), 88,000 מאוכלוסיות פריפריאליות ומהגרים (15%), ו-235,000 מהרחבה מיינסטרימית (40%).

התבונה המכרעת היא שגישור על פער הפריון וגישור על פער אי-השוויון אינם סדרי עדיפויות מדיניותיים מתחרים — הם אותו סדר עדיפות, מזווית אחרת של אותו פער שוקי הון. אותן רפורמות שיצמצמו את הנחת הבורסה, ישמרו חברות בארץ ויעמיקו שוקי הון גם ייצרו את המעסיקים הגדולים שיכולים לקלוט עובדים מקהילות הנעולות כיום מחוץ לכלכלה בעלת הערך הגבוה. מגזר היי-טק הישראלי הכולל מהנדסים ערבים מנצרת, מדעני נתונים חרדים מבני ברק וחוקרי ביוטק מבאר שבע אינו רק כלכלה פרודוקטיבית יותר. זהו חברה לכידה יותר — ומוכנה טוב יותר לקיים את החוסן שסביבת הביטחון של ישראל דורשת.

מיסגור כפול זה — פריז והכללה כאג'נדה מאוחדת — צריך להיות מרכזי במעבדת החדשנות הפיננסית המוצעת. המכשירים והמוסדות שעדיין חסרים בשוקי ההון של ישראל אינם מופשטים למהנדסים פיננסיים. הם התשתית של כלכלה מכלילה יותר.

חלק ו': כרטיס ציון יישום

המלצת המעבדה	מצב	גורם מוביל
דיווח בשפה האנגלית	[יושם] נחקק (2020)	רנ"ע, כנסת
תאימות IFRS/FASB	[יושם] קיים מראש (2008)	רנ"ע
שילוב משקיעים זרים ברגולציה	[יושם] רפורמות מרובות	רנ"ע, בורסה
אימוץ מדדים פיננסיים בינלאומיים	[יושם] IFRS + IXBRL	רנ"ע
הנפקות מדף למשקיעים מוסדיים זרים	[יושם] בשימוש פעיל	רנ"ע
הפצת מחקר מלאה ושקופה	[חלקי] חלקית (רפורמת עושי שוק)	בורסה
תעודות סל ישראליות בארה"ב	[יושם] ISRA, ITEQ הושקו	מונע שוק
מאגרים מוסדיים טרום-הנפקה	[יושם] TASE UP (2021)	בורסה, רנ"ע
קרנות הון סיכון נסחרות / BDCs / CLOs	[נכשל] IBI שרד יחיד	רנ"ע, אוצר, רשות חדשנות
הרשאת BDCs להון סיכון בשלב מאוחר	[נכשל] לא נחקקה מסגרת	—
הנפקות מוקדמות / פלטפורמת טכנולוגיה	[יושם] מדדי TA-Tech	בורסה, רנ"ע
הבורסה כצעד ביניים לשווקים עולמיים	[יושם] TASE UP + NYSE MOU	בורסה
הפחתת עלויות רישום	[יושם] רפורמות מתמשכות	רנ"ע, בורסה
פחות דרישות רגולטוריות	[יושם] רפורמות גילוי	רנ"ע
סבסוד כיסוי אנליסטים	[חלקי] חלקית באמצעות עושי שוק	בורסה
דה-מוטואליזציה של הבורסה	[יושם] הנפקה אוגוסט 2019	רנ"ע, כנסת
רפורמת פירמידות/ריכוזיות	[יושם] חוק הריכוזיות (2013–2019)	מל"כ, כנסת, רנ"ע
שוק איגוח / CLO	[חלקי] ממתין (צפוי 2026–2027)	בנק ישראל, רנ"ע, אוצר
התאמה ליום מסחר גלובלי	[יושם] שני-שישי מינואר 2026	רנ"ע, בורסה, בנק ישראל
תמריצי מס למשקיעי קרנות	[חלקי] חלקי (תוכנית 43, חוק אנג'לים)	אוצר, רשות חדשנות

- .Glenn Yago and Steven Zecher, "(Re)Inventing Israel's Capital Markets," Milken Institute Financial Innovations Lab Report, March 2014 .1
- .Committee to Promote Investment in Public Companies Engaged in R&D," TASE Press Release, June 4, 2013" .2
- .Tel Aviv Stock Exchange to accept companies' reporting exclusively in English," Calcalist/CTech, October 26, 2020" .3
- .Israel Securities Authority, "Disclosure of Corporate Social Responsibility," ISA, May 13, 2021 .4
- .Israel — IFRS Application," IAS Plus/Deloitte" .5
- .IFRS Standards — Jurisdiction Profile: Israel," IFRS Foundation, June 2023" .6
- .ISRA — VanEck Israel ETF," VanEck" .7
- .ITEQ — Amplify BlueStar Israel Technology ETF," Amplify ETFs" .8
- .TASE UP — Innovative Trading Arena," TASE" .9
- .TASE Announcing the first company to list its shares on TASE UP platform," PR Newswire, March 21, 2021" .10
- .First companies join TASE UP tech investment platform," Grant Thornton Israel, 2022" .11
- .Business Development Company Guide for Capital Markets," Mayer Brown, 2022" .12
- .Knesset Committee approves high-tech mutual funds," Globes, August 8, 2016" .13
- .Treasury issues tender for high-tech investment fund managers," Globes, July 8, 2017" .14
- .Just one gov't backed tech fund set for TASE offering," Globes, June 6, 2018" .15
- .Only Tech Fund to Succeed in Israeli Government Tender," Calcalist/CTech, July 16, 2018" .16
- .Proposed New Israeli Legislation Regulating Securitization Transactions," Arnon, Tadmor-Levy, March 22, 2025" .17
- .Bank of Israel welcomes approval of the memorandum on the Securitization Law," Bank of Israel, July 21, 2024" .18
- .IBI 5D Tech Fund — High Technology," Globes Financial Data" .19
- .GHP is paving the way for listing R&D companies in TASE," Goldman Hirsh Partners, February 2020" .20
- .Millennium Food-Tech partnership completes TASE IPO," Calcalist/CTech, July 18, 2020" .21
- .Agri-tech R&D partnership Smart Agro plans TASE IPO," Globes, October 21, 2020" .22
- .Agri-tech R&D partnership Smart Agro completes TASE IPO," Globes, October 28, 2020" .23
- .TASE Annual Review 2020 .24
- .Millennium Food Tech Limited Partnership (TASE: MIFT)," Simply Wall St, 2026" .25
- .Smart Agro (TASE: SMAG)," Simply Wall St, 2026" .26
- .Bank of Israel Research Department, "Long-Term IPO Performance .27
- .Millennium Food-Tech raises NIS 26m in TASE IPO," Israel High-Tech & Investment Report, 2020" .28
- .Israel Securities Authority Working to Launch Securitization Market," Barnea & Co., August 30, 2023" .29
- .Joint Press Release by the Bank of Israel, the ISA, and the CMISA," Bank of Israel" .30
- .Lending & Trending Q1/2025," Shibolet & Co., April 19, 2025" .31
- .Israel's Public RMBS Market Takes Off," S&P Global Ratings/Maalot, February 27, 2025" .32
- .Israeli Government Approves program to Promote Institutional Investment," Israel Innovation Authority" .33
- .Israel's IPO Boom," ISS Governance Insights, March 2021" .34
- .Israeli pension funds shift toward private investments," Calcalist/CTech, October 20, 2024" .35
- .Record Demand for the Israel Innovation Authority's Yozma 2.0 Fund," IIA, 2024" .36
- .Israel channels \$450 million into venture capital," Calcalist/CTech, January 13, 2026" .37
- .Comprehensive Reform of Taxation in Israel's High-Tech Sector," Y-Tax, December 3, 2025" .38
- .Natan Hemminger, "Demutualization: Background and Impact," Milken Innovation Center Applied Research 105, July 2016 .39
- .Tel Aviv Stock Exchange," Wikipedia" .40
- .TASE Reports its Financial Results for Q3 2025," PR Newswire, November 10, 2025" .41
- .TASE to Expand the Range of Equity Indices: The TA-Technology 35 Index," TASE Press Release, January 27, 2026" .42
- .Glenn Yago, "Geography is Not Destiny," Milken Institute Review, March 30, 2022 .43
- .Israel's Anti-Concentration Law," Wikipedia" .44
- .Israel's Anti-Concentration Law: An Opportunity for New Players," XBMA, December 5, 2017" .45
- .Economic Review — Description and Analysis of the Concentration Law," Knesset Research Division" .46
- .TASE Continues to Develop the Capital Market," PR Newswire, August 20, 2024" .47
- .Tel Aviv Stock Exchange's New Market-Making Program Kicks Off," Mondovisione, May 3, 2025" .48
- .Launching a Trading At Last (TAL) Trading Phase," TASE, July 2025" .49
- .Modification of Tel Aviv Stock Exchange Trading Days," ISA, January 2026" .50
- .Tel Aviv Stock Exchange To Shift To Monday–Friday Trading," i24NEWS, December 30, 2025" .51
- .NYSE and TASE Sign Memorandum of Understanding," Nasdaq.com, April 4, 2024" .52
- .Israel's securities and innovation authorities team up to launch 'Data Sandbox'," Calcalist/CTech, June 8, 2020" .53
- .Pilot Program with the ISA — 2nd Call for Proposals," Israel Innovation Authority, November 2023" .54
- .TASE Continues to Upgrade the Israeli Capital Market — Developing a Repo Market," Mondovisione, February 5, 2025" .55
- .Call for Proposals to Assess the Feasibility of a Repo Market," Bank of Israel, February 2025" .56
- .Development of the Repo market," Bank of Israel" .57
- .TA-125 surges 51% in 2025," Calcalist/CTech, December 31, 2025" .58
- .TASE Reports the Results for Q2 and H1 2025," PR Newswire, August 4, 2025" .59

מרכז מילקן לחדשנות

מכון ון ליר בירושלים

רחוב ז'בוטינסקי 43, ירושלים 9214116, ישראל

Phone: +972.2.5605288

www.milkeninnovationcenter.org