

תוכן העניינים

עמוד

מבוא.....	3
סקירת ספרות.....	3
מחקר.....	16
ממצאים.....	19
סיכום.....	22
מקורות.....	23
נספח.....	24

## מבוא

נכון ליום 26.05.2021 מדד ת"א – פמילי כולל 33 חברות

מדד תל אביב 125 (שעד אמצע פברואר 2017 נקרא "תל אביב 100") הוא מדד תשואה כוללת העוקב אחר 125 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. מאז הקמתו, המדד הצליח להכות את מדדי המניות המובילים, והוא מציג ביצועים טובים ממדדי המניות המובילים - גם בהתייחס לשנת 2020, שנת הקורונה

המדד התפרסם לראשונה על ידי הבורסה לניירות ערך ב-3 בינואר 1999

באוגוסט 2016 הודיעה הבורסה בתל אביב על "רפורמת המדדים", במסגרתה מדד ת"א 100 יוחלף על ידי מדד "תל אביב 125". שינוי זה נכנס לתוקף ב-12 בפברואר 2017

בשנת 2020 מדד פמילי הניב תשואה שלילית של 8.9% לעומת 18.4% של מדד ת"א 125

עבודה זו תסקור מחקרים והשערות לגבי יתרונה של חברה משפחתית פרטית וציבורית, חסרונותיה, והאם אכן מדדי פמילי משיגים תשואה עודפת על מדדים אחרים. בהמשך יובא מחקר שהתבצע על חברות בבורסה בתל אביב בנושא.

## סקירת ספרות

חברה מוגדרת כמשפחתית אם למשפחה או למספר משפחות יש שליטה בעסק והמשפחה שואפת להמשיך את העסק בעתיד ולהעביר את השליטה בעסק מדור לדור.

השאיפה להעביר את השליטה בעסק לדור הבא הינה הבסיס לעסק משפחתי

חברות ציבוריות משפחתיות מתייחדות במספר מאפיינים:

- מסורת ותרבות משפחתית
- נאמנות ואמינות לטווח ארוך
- מחויבות מתוקף היות החברה משפחתית
- יציבות

אלו גורמים שיש לשער שמביאים לחברות כאלה תשואה עודפת על זו של השוק.

ואכן, בנק CREDIT SUISSE הקים בשנת 2002 את Family Index, המאפשר השקעה בחברות ציבוריות שנשלטות על ידי משפחות הגדולות בעולם. המדד הזה השיא תשואה עודפת על פני תקופות זמן ארוכות. אכן היו מחקרים בעולם שמצאו תשואות עודפות של חברות משפחתיות על פני תשואות השוק, למשל

תשואה עודפת תועדה במחקר מקיף על ידי קבוצת חוקרים בראשות Joern Block מהולנד (2015) (Journal of Family Business Strategy).

מחקרים מראים רמת מימשל תאגידי גבוהה יותר בחברות ציבוריות בשליטת משפחות/

בארץ – רמת בקרה פנימית גבוהה יותר ( דן וייס 2014 EUROPEAN ACCOUNTING REVIEW).

בחו"ל – MICHAEL KARNEY (ETP 2005) מצביע על אופן מימוש יתרונות הנובעים מתרבות ומימשל תאגידי בחברות משפחתיות.

גם בישראל יש חברות ידועות כאלה: שטראוס, רמי לוי ועוד. לחברות אלו יש מוניטין ותדמית של הצלחה. גם כאן נערכו מספר מחקרים שאכן הראו על תשואה עודפת על זו של השוק.

הסיבות העיקריות לתשואה העודפת של חברות אלו הן: תרבות, גישה ותהליכי קבלת החלטות לטווח ארוך. בישראל נוסד מדד פמילי בשנת 2018 (וייס, 2018)..

מאמר אחר שופך אור על הערכת השווי של חברות משפחתיות בהשוואה לחברות שאינן משפחתיות כיעדים מעניינים להשקעה. המחקרים טוענים שלמרות שרוב המחקר התיאורטי והאמפירי אכן מראה ומוכיח שכיחות נאה של ביצועים מעולים של חברות משפחתיות ברחבי העולם, משקיעים נוטים להתייחס לחברות כאלה כאל ארגונים לא מקצועיים ולא יעילים ובכך זה משפיע לרעה על הערכתם את כדאיות ההשקעה בהן בהשוואה לחברות לא משפחתיות. ניתוח אמפירי של המחקרים הראה כי חברות רוכשות מעדיפות את נקודת המבט של הפוטנציאל לצמיחה ולא את נקודת המבט של הניהול ומי עומד מאחוריו, וכך לרכוש במחיר זול יחסית עבור חברה משפחתית מאשר לא משפחתית.

במחקר הנוכחי נבחנה הערכת שווי חברות משפחתיות בהקשר של רכישות, בעיני משקיעים. יש שתופסים את החברה המשפחתית כארגון לא מקצועי ולא יעיל, לפיכך המשפיע לרעה על הערכת השווי שלה בהשוואה לא יעד יציב שאינו משפחתי. בהתאם, כאשר הבחינה- בהכפלת EBIDTA הניתוח האמפירי כאן ביסס את ההשערה כי רוכשים משלמים פחות (כלומר, רוכשים בהנחה) עבור חברה משפחתית מאשר עבור משפחה שאינה משפחתית. כמו כן, למרות שמכפל ה EBIT- הפיק תוצאה לא משמעותית סטטיסטית, הוא מציע אינטרסים כלשהם ותובנות עיקריות. ואכן, נראה כי ה EBIT- של שני סוגי החברות מוערך באופן דומה, מה שמרמז על כך שרוכשים אינם מפלים בין מטרות משפחתיות למטרות שלכאורה נראות מוצקות יותר. לאור מתוצאה זו, החוקרים עשויים לשער כי משקיעים אינם מסוגלים לזהות את היתרונות הקשורים ביעד של חברה משפחתית בהשוואה ללא משפחתית.

עם זאת יש לציין גם כמה מגבלות. החוקרים טוענים כי חברה משפחתית היא ארגון מוצק יותר בהשוואה לחברה לא משפחתית בהתחשב בכך שבני המשפחה משקיעים משאבים גדולים יותר בהדרכת עובדים, קשרי לקוחות חברות ופיתוח עסקי. למרות שהחוקרים עשו כמיטב יכולתם להבטיח שהנתונים במחקרם ישתקפו מידה מסוימת של השפעת ניהול משפחתי לאחר העסקה של ההשקעה, הנתונים שלהם לא אפשרו להם להשקיע באופן מלא ולשער האם מאפייני חברות משפחתיות הם יעילים עקבית גם לאחר הרכישה. הפער הנוכחי צריך להיות מטופל במחקרים עתידיים על רכישות והערכות שווי של חברות משפחתיות. למרות שהחוקרים מודעים לקושי בהשגת מטרות, בניית מערך נתונים גדול יותר כולל של חברות משפחתיות – בדרך כלל ממוקד בו בן משפחה מרובת עובדים בחברה, שעוסק בניהול פעיל של החברה ויש לצפות שיעזור בכיוון