



כשמשפחה פוגשת קרן השקעות: שותפות, שליטה ויצירת ערך בעסקים משפחתיים



נאוה מיכאל-צברי אילון פנחס

ד"ר נאוה מיכאל-צברי היא חברת סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר ומנהלת מרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים. הדוקטורט שלה מהטכניון הוא הראשון בארץ בתחום העסקים המשפחתיים. תחומי המחקר שלה כוללים רגשות, תרבות ארגונית ומועסקים בעסקים משפחתיים. מחקריה זכו בהוקרה ובפרסים, ובין השאר בפרס המאמר הטוב ביותר לשנת 2014 בעיתון *Family Business Review*. בנוסף על הקורסים האקדמיים, היא מלמדת מעל לעשור קורס פתוח לציבור המיועד לבני משפחות המנהלים עסקים ביחד.

אילון פנחס הוא מייסד ושותף כללי בקרן לגאסי ישראל, קרן פרייבט אקוויטי המתמקדת בהשקעות בחברות ישראליות בשלות, בדגש על תחומי התעשייה, השירותים והעסקים המשפחתיים. בעל ניסיון של למעלה מ-25 שנה בפרייבט אקוויטי, ניהול השקעות, בניית חברות והשבת ערך, הכולל הובלת עסקאות, גיבוש אסטרטגיה עסקית, עיצוב מבני בעלות, חיזוק ממשל תאגידי וליווי הנהלות ודירקטוריונים. בעבר כיהן במשך כשני עשורים כשותף-מנהל בקרנות Viola Partners מקבוצת ויולה, והיה שותף מרכזי בבניית פעילות ההשקעות של הקבוצה. לאורך השנים שימש כיו"ר וכדירקטור בחברות פרטיות וציבוריות במגוון תחומים, ובהם שירותים פיננסיים, ביטוח, שירותים עסקיים, קמעונאות ותשתיות מחשוב. בעל תואר ראשון בכלכלה ותואר שני במנהל עסקים מהאוניברסיטה העברית, ומשלב בעשייתו ניסיון השקעות מעשי, היכרות עמוקה עם חברות ישראליות, ראייה ארוכת טווח ומשמעת ניהולית ופיננסית.

תקציר

האם הכנסת משקיע חיצוני לעסק משפחתי מחזקת את הארגון או פוגעת בו? שאלה זו עומדת במרכז דיון מתמשך בעולם הניהול. מצד אחד מודגשים יתרונות השליטה המשפחתית, ומנגד עולים קשיים הקשורים לקונפליקטים, תהליכי ירושה וניהול לא פורמלי.

במאמר זה, המבוסס על מחקר שפרסמנו ב-2025, אנו בוחנים שותפות בין עסקים משפחתיים לבין סוג ייחודי של קרנות פרייבט אקוויטי (PE) הפועלות בגישת Stewardship, כלומר משקיעים לטווח ארוך השואפים לשמר את מעורבות המשפחה. באמצעות ניתוח עומק של מקרה שבו קרן השקעות רכשה שליטה בשלוש חברות משפחתיות תוך השארת המשפחה כשותפה פעילה, אנו מזהים תהליך בן שלושה שלבים שבאמצעותו מתפתחת שותפות אפקטיבית: בחינת התאמה בין הצדדים, הפחתת בעיות ניהוליות ומשפחתיות, ובניית יכולת בעלות משותפת לאורך זמן.

הממצאים מראים כי שילוב בין משפחה למשקיע אינו מוביל בהכרח לאובדן שליטה או לפגיעה בערכים, אלא יכול לשפר את איכות קבלת ההחלטות, לחזק מנגנוני ניהול, וליצור איזון בין שיקולים עסקיים למשפחתיים. אנו דנים בהשלכות של ממצאים אלה עבור בעלי עסקים משפחתיים, מנהלים ומשקיעים, ומציעים לראות בשותפות מסוג זה כלי ניהולי ולא רק פיננסי.

מעורבות המשפחה והמשכיות ארגונית (Kammerlander & Khoury, 2025).

למרות העלייה בהיקף השותפויות מסוג זה, הידע המחקרי לגבי האופן שבו הן מתפתחות בפועל עדיין מוגבל יחסית. בפרט, עדיין לא ברור כיצד נוצרת בעלות משותפת בין משפחה לבין משקיע מקצועי, כיצד מתמודדים הצדדים עם מתחים וקונפליקטים, וכיצד שותפות כזו משפיעה על יכולת הבעלות של העסק המשפחתי (Khoury et al., 2025).

מאמר זה מבקש לתרום להבנה זו באמצעות בחינה מעמיקה של שותפות בין עסקים משפחתיים לבין קרן Steward PE. על בסיס מחקר איכותני שלנו שפורסם לאחרונה (Khoury et al., 2025), אנו בוחנים כיצד מתפתחת שותפות מסוג זה לאורך זמן, אילו מנגנונים מאפשרים את בנייתה, וכיצד היא עשויה לחזק את איכות הניהול ואת קבלת ההחלטות בעסק המשפחתי.

מאמר זה תורם לספרות המחקר בשלושה מובנים מרכזיים. ראשית, הוא מרחיב את הדיון ביכולות בעלות בעסקים משפחתיים באמצעות בחינה אמפירית של האופן שבו יכולת בעלות אינה רק תכונה של בעלים יחיד, אלא יכולה להתפתח גם במסגרת של בעלות משותפת בין משפחה לבין משקיע מקצועי. בעוד שמרבית הספרות בתחום מתמקדת בסיכונים ובמתחים הנלווים לבעלות משפחתית, הממצאים שלנו מראים כיצד שותפות עם משקיע חיצוני יכולה דווקא לחזק את יכולת הבעלות של המשפחה באמצעות הפחתת control hazards והכנסת מנגנוני ניהול חדשים.

שנית, המחקר תורם להבנת הדינמיקה של שותפויות בין עסקים משפחתיים לבין קרנות פרייבט אקוויטי. בניגוד לחלק גדול מהספרות הקיימת, המתמקדת בקרנות השקעה "קלאסיות" ובתוצאות פיננסיות של עסקאות, אנו מתמקדים ב-Steward PE, סוג ייחודי של משקיעים המדגישים שותפות ארוכת טווח, שימור מעורבות המשפחה והמשכיות ארגונית. בכך, המחקר מציע פרספקטיבה מורכבת יותר על תפקידם של משקיעים חיצוניים בעסקים משפחתיים.

שלישית, המחקר תורם להבנת התהליך שבאמצעותו מתפתחת בעלות משותפת לאורך זמן. במקום לראות בשותפות אירוע חד-פעמי של רכישה או העברת מניות, הממצאים מצביעים על תהליך מתמשך של בניית אמון, שינוי דפוסי ניהול, ועיצוב

עסקים משפחתיים נחשבים לאחת מצורות הארגון היציבות והמשפיעות ביותר בעולם. הם מאופיינים במחויבות ארוכת טווח, זהות ארגונית חזקה, וקשרים עמוקים עם עובדים, לקוחות וקהילות. במקרים רבים, דווקא המעורבות המשפחתית היא שמאפשרת לעסקים אלו לשרוד לאורך דורות ולשמר יציבות גם בתקופות של אי-ודאות (Zellweger et al., 2012).

אולם אותה מעורבות משפחתית, המהווה מקור לחוזקה, עשויה להפוך גם למקור לקושי. ריכוז כוח, קבלת החלטות המבוססת על יחסים אישיים, קונפליקטים בין בני משפחה, וקושי בהעברת שליטה בין דורות – כל אלו עלולים לפגוע ביכולת של העסק להתפתח, להשתנות ולקבל החלטות אפקטיביות לאורך זמן (De Massis et al., 2008; Schulze & Zellweger, 2021). מחקרים מראים שבעיות כגון הטיית אישיות, מנגנוני בקרה חלשים ובעיות הורשה עשויות לצמצם את "יכולת הבעלות" (ownership competence) של בעלי העסק, כלומר את יכולתם להפעיל את זכויות הבעלות שלהם באופן שיוצר ערך לאורך זמן (Foss et al., 2021; Schulze & Zellweger, 2021).

מתח זה מעמיד עסקים משפחתיים בפני דילמה מהותית: כיצד ניתן לשמר את היתרונות של שליטה משפחתית מבלי להישאר לכודים במגבלות שהיא יוצרת?

אחת הדרכים להתמודד עם דילמה זו היא הכנסת שותף חיצוני, ובפרט קרן פרייבט אקוויטי (Private Equity; PE). משקיעים מסוג זה יכולים להביא עימם הון, ניסיון ניהולי, מנגנוני בקרה ויכולות מקצועיות שעשויות לחזק את הארגון. (Schickinger et al., 2018) אולם לעיתים קרובות מהלך כזה מעורר חשש עמוק בקרב המשפחה: אובדן שליטה, פגיעה בזהות הארגונית, והעדפת שיקולים פיננסיים קצרי טווח על פני המשכיות ומורשת.

למרות חששות אלו, בשנים האחרונות הולכת ומתפתחת תופעה של שותפויות בין עסקים משפחתיים לבין סוג ייחודי של קרנות השקעה – קרנות Steward PE – שאינן מבקשות להחליף את המשפחה, אלא לפעול עימה לאורך זמן. בניגוד לקרנות פרייבט אקוויטי "קלאסיות", המתמקדות לעיתים קרובות בהשבחה מהירה ובאקזיט בתוך מספר שנים, קרנות מסוג זה מדגישות שיתוף פעולה ארוך טווח, שימור

מחדש של יחסי הכוח והאחריות בארגון. במובן זה, המחקר מדגיש כי הערך של שותפות מסוג זה אינו נובע רק מהזרמת הון, אלא גם מהיכולת של הצדדים לפתח יחד צורת בעלות חדשה ומשותפת.

מחדש של יחסי הכוח והאחריות בארגון. במובן זה, המחקר מדגיש כי הערך של שותפות מסוג זה אינו נובע רק מהזרמת הון, אלא גם מהיכולת של הצדדים לפתח יחד צורת בעלות חדשה ומשותפת.

עסקים משפחתיים: יתרונות לצד אתגרים

כאמור, עסקים משפחתיים הם חלק ניכר מהפעילות הכלכלית בעולם (La Porta et al., 1999). מחקרים מראים שמעורבות משפחתית עשויה להוות מקור ליתרון תחרותי משמעותי. משפחות נוטות לפעול בזהירות פיננסית, להשקיע בפרספקטיבה ארוכת טווח, ולפתח קשרים יציבים עם עובדים, ספקים ולקוחות (Zellweger et al., 2012). בנוסף, עסקים משפחתיים נהנים לעיתים ממחויבות גבוהה במיוחד של בני המשפחה, מהיכרות עמוקה עם הענף, ומיכולת לקבל החלטות במהירות יחסית.

אחד ההסברים המרכזיים ליתרונות אלו הוא העובדה שבעלי העסק המשפחתיים אינם רואים בחברה רק נכס פיננסי, אלא גם חלק מזהותם האישית והמשפחתית. לכן הם נוטים להעדיף המשכיות, יציבות ושימור המוניטין של העסק לאורך זמן, גם במחיר של ויתור על רווחים קצרי טווח.

עם זאת, לצד יתרונות אלו, הספרות המחקרית מצביעה גם על שורה של קשיים אופייניים לעסקים משפחתיים. במקרים רבים, הקשרים המשפחתיים חוזרים לתוך תהליכי הניהול וקבלת ההחלטות, ולעיתים יוצרים מתחים בין שיקולים מקצועיים לשיקולים רגשיים או משפחתיים (De Massis et al., 2008). כך למשל, בני משפחה עשויים לקבל תפקידים שאינם תואמים את כישוריהם, החלטות עסקיות עשויות להיות מושפעות ממאבקי כוח פנימיים, ולעיתים קיים קושי להכניס מנגנוני בקרה או ניהול פורמליים.

הספרות העוסקת ב-Property Rights Theory (PRT) מספקת מסגרת חשובה להבנת דינמיקות אלו. לפי גישה זו, בעלי העסק מחזיקים בזכויות שליטה המאפשרות להם לקבל החלטות, להקצות משאבים ולעצב את הארגון בהתאם לתפיסת הערך שלהם (Foss et al., 2021; Schulze & Zellweger, 2021). אולם עצם הבעלות אינה מבטיחה בהכרח ניהול אפקטיבי. כדי ליצור ערך לאורך זמן נדרשת "יכולת בעלות"

מחקרים בתחום מזהים מספר סוגי סיכונים העלולים לפגוע ביכולת זו. הראשון הוא בעיות אחריותיות (reliability hazards), הנוצרות כאשר אין מנגנוני בקרה ברורים והחלטות מתקבלות על בסיס יחסים אישיים ולא על בסיס שיקולים מקצועיים (Schulze & Zellweger, 2021). השני הוא הטיית אישיות (egocentrism hazards), שבהן בעלי השליטה פועלים באופן המשרת את האינטרסים האישיים שלהם גם כאשר הדבר פוגע בארגון. הסוג השלישי הוא בעיות הורשה (succession hazards), הכוללות קושי להעביר סמכויות לדור הבא, עיכוב בתהליכי ירושה, או בחירת יורשים שאינם מתאימים.

בנוסף, בעסקים משפחתיים קיימים לעיתים דפוסים של קונפליקט משפחתי, קואליציות פנימיות וחוסר גמישות, הפוגעים ביכולת לקבל החלטות משותפות ולהוביל שינוי (Michael-Tsabari & Lavee, 2012). אחד המראיינים במחקר, שחלק את הבעלות והניהול בחברה עם עוד שני בני משפחה (שלושתם בני דור שני בבעלות), תיאר זאת כך:

"כל אחד לקח לעצמו חלק מהחברה – ובפועל לא היה ניהול בכלל".

בעיות מסוג זה אינן בהכרח מובילות לקריסת העסק, אך עשויות לצמצם את יכולתו להתפתח, לחדש ולהתמודד עם אתגרים לאורך זמן. במקרים רבים הן גם יוצרות קושי בתהליכי מעבר בין דורות, אחד האתגרים המרכזיים של עסקים משפחתיים.

על הרקע הזה, בשנים האחרונות גוברת המגמה של הכנסת משקיעים חיצוניים לעסקים משפחתיים, ובפרט קרנות פרייבט אקוויטי. משקיעים אלו עשויים להביא עימם ידע ניהולי, משמעת ארגונית, מנגנוני בקרה ומשאבים פיננסיים שיכולים לסייע בהתמודדות עם בעיות כאלה (Schickinger et al., 2018). עם זאת, שותפות כזו גם יוצרת מתחים חדשים, שכן היא מחייבת את המשפחה לחלוק שליטה עם גורם חיצוני, ולעיתים אף לשנות דפוסי ניהול שהתקבעו לאורך שנים.

בפרט, קיים פער משמעותי בין האופן שבו משפחות תופסות את העסק – כמערכת של יחסים, מורשת וזהות – לבין האופן שבו קרנות השקעה נתפסות לעיתים קרובות: שחקניות

פיננסיות המתמקדות בתשואה וביעילות. המתח הזה עומד במרכז הדיון המחקרי בשנים האחרונות, ומעלה את השאלה האם ניתן ליצור שותפות שבה שני הצדדים אינם מבטלים זה את זה אלא משלימים זה את זה.

שותפות עם משקיעים חיצוניים: בין איום להזדמנות

הכנסת משקיע חיצוני לעסק משפחתי נתפסת לעיתים כאחת ההחלטות הרגישות והמורכבות ביותר בחיי הארגון. עבור משפחות רבות, העסק אינו רק מקור הכנסה, אלא גם ביטוי לזהות משפחתית, למורשת בין-דורית ולמערכת יחסים רגשית עמוקה עם עובדים, לקוחות וקהילה. לכן מכירת חלק מהבעלות לגורם חיצוני עשויה להיתפס לא רק כמהלך פיננסי, אלא כאיום על עצם אופיו של העסק.

חשש זה בולט במיוחד לגבי קרנות פרייבט אקוויטי. קרנות אלו מזהות לעיתים קרובות כבעלות ניהול פיננסית אגרסיבית יחסית, המתמקדת בהשאת תשואה מהירה, התייעלות, ולעיתים גם שינוי משמעותי במבנה הארגוני ובניהול החברה. (Schickinger et al., 2018) מחקרים קודמים מראים שמשפחות רבות חוששות כי הכנסת קרן השקעות תוביל לאובדן שליטה, לפגיעה בתרבות הארגונית, ואף להחלשת הערכים שעליהם נבנה העסק לאורך שנים.

עם זאת, לצד חששות אלו, הספרות מצביעה גם על יתרונות אפשריים לשותפות מסוג זה. קרנות השקעה עשויות להביא עימן ניסיון מקצועי, משמעת ניהולית, מנגנוני בקרה ויכולת להוביל תהליכי שינוי וצמיחה (Molly et al., 2018). במקרים מסוימים, הכנסת משקיע חיצוני יכולה גם לסייע בהתמודדות עם בעיות משפחתיות שהצטברו לאורך זמן, כגון קונפליקטים פנימיים, מבני כוח לא ברורים, או קשיים בתהליכי ירושה.

אחד ההסברים האפשריים לכך הוא שכניסתו של משקיע חיצוני עשויה לערער דפוסיים קיימים ולהוביל לאימוץ של סטנדרטים חדשים של ניהול ואחריותיות. במקום שהבעלות תישען בעיקר על קשרים אישיים, היא מתחילה להישען גם על מנגנונים פורמליים יותר של תכנון, בקרה וקבלת החלטות.

אולם הספרות המחקרית מראה שלא כל קרנות ה-PE פועלות באופן דומה (Kammerlander et al., 2025). בעוד שחלק

מהקרנות מתמקדות בהשבחה מהירה וביצירת אקזיט בתוך מספר שנים, קיימות גם קרנות מסוג אחר – Steward PE – המאמצות גישה ארוכת טווח יותר. קרנות אלו אינן מבקשות בהכרח להחליף את המשפחה או לצמצם את מעורבותה, אלא לפעול יחד עימה לאורך זמן.

גישה זו באה לידי ביטוי כבר בשלב בחירת ההשקעה. כפי שתיאר אחד המשקיעים במחקר הנוכחי:

“אנחנו אומרים לא להשקעה אם אין כימיה [עם האנשים], אפילו אם זאת חברה טובה”.

כלומר, ההתאמה האישית והערכית בין הצדדים נתפסת כחלק מרכזי בהחלטה להשקיע, לא פחות מהביצועים העסקיים של החברה.

בניגוד לגישה הפיננסית הקלאסית, קרנות Steward PE מדגישות יציבות, שותפות ארוכת טווח ושימור הידע והמעורבות של המשפחה. במקרים רבים, בני המשפחה ממשיכים להחזיק במניות החברה ולמלא תפקידים ניהוליים גם לאחר כניסת הקרן. במובן זה, מדובר לא בהחלפת הבעלות המשפחתית, אלא ביצירת מבנה חדש של בעלות משותפת.

למרות העלייה בהיקף השותפויות מסוג זה, הידע המחקרי על האופן שבו הן מתפתחות בפועל עדיין מוגבל יחסית. רוב המחקר בתחום התמקד עד כה בתוצאות פיננסיות, במבני העסקה, או במתחים בין משפחות למשקיעים (Schickinger et al., 2018). פחות ידוע כיצד נוצרת בפועל שותפות בין משפחה לבין משקיע מקצועי, כיצד הצדדים לומדים לעבוד יחד לאורך זמן, ואילו מנגנונים מאפשרים להפוך את המתח בין הצדדים למקור של יצירת ערך.

בפרט, עדיין לא ברור כיצד שותפות כזו משפיעה על “יכולת הבעלות” של העסק המשפחתי, כלומר על יכולתם של בעלי העסק להפעיל את זכויות הבעלות שלהם באופן אפקטיבי וליצור ערך לאורך זמן (Schulze & Zellweger, 2021). לאור זאת, המחקר הנוכחי מבקש לבחון כיצד מתפתחת בעלות משותפת בין משפחות לבין קרן Steward PE, וכיצד תהליך זה משפיע על דפוסי הניהול, קבלת ההחלטות ויכולת הבעלות של העסק המשפחתי.

מתודולוגיה

של Ownership Competence ושל Control Hazards שפיתחו (Schulze and Zellweger (2021).

תהליך הניתוח הוביל לזיהוי מודל תלת-שלבי של התפתחות השותפות: (1) בחינת פוטנציאל השותפות. (2) הפחתת בעיות ניהוליות ומשפחתיות. (3) בניית יכולת בעלות משותפת לאורך זמן. בנוסף, זוהו מספר מנגנונים מרכזיים שבאמצעותם פעלה הקרן לצמצום בעיות קיימות ולחיוזוק יכולת הבעלות של המשפחה ושל השותפות המשותפת. גישה איכותנית זו אפשרה לנו להתבונן לא רק בהחלטות הפורמליות שהתקבלו, אלא גם בדינמיקות האישיות, במתחים, ובאופן שבו נבנה אמן בין הצדדים לאורך זמן – מרכיבים שקשה ללכוד באמצעות מחקר כמותי בלבד.

ממצאים: כיצד מתפתחת שותפות בין משפחה למשקיע?

ניתוח הראיונות והמסמכים העלה כי השותפות בין המשפחות לבין קרן ה-Steward PE לא נבנתה באופן מיידי, אלא התפתחה לאורך זמן בתהליך בן שלושה שלבים. תהליך זה כלל בחינה ראשונית של פוטנציאל השותפות, התערבות אקטיבית להפחתת בעיות ניהוליות ומשפחתיות, ולבסוף בנייה הדרגתית של יכולת בעלות משותפת. הקרן אינה מסתפקת בהזרמת הון אלא פועלת בשלושה אופנים: ראשית, היא יוצרת מנגנוני בקרה, תכנון ומשמעת ניהולית. שנית, היא מובילה תהליכי שינוי בשיתוף המשפחה ולא במקומה. לבסוף, היא מסייעת לבסס מקורות סמכות חדשים – למשל חיוזוק מנכ"ל חדש או דור ההמשך – כך שהארגון יכול לקבל החלטות באופן אפקטיבי יותר. הממצאים מראים שהקרן לא פעלה רק כמשקיע פיננסי, אלא גם כגורם המעצב מחדש את מבנה הכוח, מנגנוני קבלת ההחלטות והיחסים בין בני המשפחה. במקביל, בני המשפחה לא נותרו פסיביים, אלא המשיכו למלא תפקיד מרכזי בניהול העסק ובהובלתו.

שלב ראשון: בחינת פוטנציאל השותפות

השלב הראשון בתהליך התרחש עוד לפני ביצוע ההשקעה עצמה. בניגוד לתפיסה הרווחת שלפיה קרנות השקעה

כדי לבחון כיצד מתפתחת שותפות בין עסקים משפחתיים לבין קרן Steward PE, ביצענו מחקר איכותני המבוסס על מקרה בוחן יחיד (Embedded single-case study), גישה המתאימה במיוחד לחקר תהליכים מורכבים ודינמיים בתוך ארגונים ומשפחות (De Massis & Kotlar, 2014). גישה זו אפשרה לנו להתבונן לעומק באופן שבו מתעצבת בעלות משותפת לאורך זמן, ולבחון לא רק את תוצאות השותפות אלא גם את המנגנונים שבאמצעותם היא מתפתחת בפועל.

מקרה הבוחן שנבחר כלל קרן Steward PE שפועלת בישראל ורכשה שליטה בשלוש חברות משפחתיות, תוך השארת בני המשפחה כבעלי מניות מיעוט וכמנהלים פעילים בארגון. בחירה במקרה זה אפשרה לבחון מצב ייחודי שבו המשפחה אינה "יוצאת" מהעסק לאחר המכירה, אלא ממשיכה להיות מעורבת באופן משמעותי בניהול ובקבלת ההחלטות.

המחקר כלל 25 ראיונות עומק חצי-מובנים עם מגוון רחב של משתתפים: בני משפחה, מנכ"לים, עובדים בחברות, מנהלי הקרן ומשקיפים חיצוניים בעלי ניסיון בתחום. בנוסף על הראיונות, נאספו גם מסמכים פנימיים, חומרי תקשורת, מידע מאתרי החברות ונתונים נוספים שאפשרו לבצע הצלבה (triangulation) בין מקורות המידע השונים.

הראיונות התמקדו בשלושה נושאים מרכזיים: (1) ההיסטוריה והדינמיקה של העסק המשפחתי לפני כניסת הקרן. (2) תהליך קבלת ההחלטות על הכנסת המשקיע. (3) השינויים שחלו לאחר יצירת השותפות.

במהלך הראיונות עלו שוב ושוב תיאורים של קונפליקטים משפחתיים, קשיי ניהול, מתחים סביב ירושה ודפוסים של ריכוז כוח. אחד המשתתפים, מנהל ושותף בחברה משפחתית שבה היו פעילים מספר בני משפחה מענפי משפחה שונים, תיאר זאת כך: "היו קואליציות בתוך המשפחה, וזה הפך לבלתי אפשרי לקבל החלטות".

בשלב הראשון בוצע קידוד פתוח של הראיונות, ללא ניסיון לכפות קטגוריות תיאורטיות מראש. בהמשך, עם הופעת דפוסים חוזרים הקשורים לבעיות של שליטה, אחריותיות וקונפליקטים משפחתיים, נעשה שימוש במסגרת התיאורטית

מתמקדות בעיקר בביצועים פיננסיים, הקרן שנחקרה הקדישה תשומת לב רבה דווקא להיבטים האישיים והמשפחתיים של העסק. המשקיעים ניסו להבין לא רק את מצב החברה, אלא גם את הדינמיקה בין בני המשפחה, מוקדי הכוח בארגון, והיכולת של הצדדים לעבוד יחד לאורך זמן. כפי שתיאר אחד המשקיעים: "אתה צריך למפות מי הם בני המשפחה מעורבים ומה הם היחסים שלהם".

במקרים מסוימים הקרן אף זיהתה קואליציות פנימיות ומאבקי כוח בתוך המשפחה. אחד המרואיינים הסביר: "אנחנו מזהים קואליציות בתוך המשפחה ואז מנסים לפרק את מוקדי הכוח".

בנוסף על בחינת המבנה המשפחתי, המשקיעים הדגישו שוב ושוב את חשיבות ההתאמה האישית והערכית בין הצדדים. מבחינתם, הצלחת השותפות הייתה תלויה במידה רבה ביכולת לבנות יחסי אמון ושיתוף פעולה לאורך זמן. כפי שתיאר אחד מהם: "שותפות היא מסע. אם אתה לא נהנה לשבת ביחד, זה לא יעבוד".

הקרן אף הייתה מוכנה לוותר על השקעות שנראו אטרקטיביות מבחינה עסקית אם לא התקיימה התאמה אישית מספקת. במובן זה, שלב הבחירה נתפס לא רק כבדיקת נאותות פיננסית, אלא גם כתהליך של הערכת "יכולת השותפות".

שלב שני: הפחתת בעיות ניהוליות ומשפחתיות

לאחר כניסת הקרן לחברה, החל שלב של התערבות אקטיבית במבנה הניהולי ובדפוס קבלת ההחלטות בארגון. שלב זה התמקד בצמצום הבעיות שפגעו ביכולת הבעלות של המשפחה. בכמה מהמקרים שנחקרו, העסק המשפחתי סבל ממבנה כוח לא ברור, מהיעדר מנגנוני בקרה, ומקושי לקבל החלטות באופן עקבי. אחד המרואיינים שחלק את הבעלות והניהול בחברה עם עוד שני בני משפחה תיאר זאת כך: "כל אחד לקח חלק מהחברה לעצמו, ולא הייתה למעשה הנהלה אמיתית".

הקרן פעלה להכניס מנגנונים פורמליים יותר של ניהול, תכנון ובקרה. כפי שתיאר אחד המשקיעים: "צריך להיות תקציב, צריכה להיות תוכנית אסטרטגית, ואנחנו עוקבים אחרי נושאים באופן מתמשך".

במקביל, הקרן ניסתה להפחית את השפעתם של מוקדי כוח בלתי פורמליים בתוך הארגון. באחת החברות תיאר המשקיע כיצד היה צורך "לפרק חצרות ביונטיות", כלומר רשתות נאמנות ישנות בתוך החברה, שהיו מחוברות לדור המייסדים והקשו על יצירת סמכות ניהולית חדשה.

בכמה מהמקרים התערבה הקרן גם בתהליכי ירושה ובהעברת סמכויות לדור הבא. לעיתים בני הדור המבוגר התקשו לוותר על השליטה, ולעיתים בני הדור הצעיר עצמם לא הרגישו לגיטימציה להוביל את העסק. כפי שתיאר אחד מבני המשפחה (שחשב שהוא כשיר לניהול): "כששמעתי שהם מביאים מנכ"ל חדש, זה הרגיש כמו הצבעת אי אמון בי".

הקרן ניסתה להתמודד עם מצבים אלו באמצעות יצירת מבני ניהול חדשים, הגדרת תחומי אחריות ברורים, וחיוזוק הלגיטימציה של מנהלים חדשים בתוך הארגון. עם זאת, חשוב לציין כי ההתערבות לא נתפסה כניסיון "להחליף" את המשפחה, אלא להפך – כניסיון לחזק את יכולתה לפעול באופן אפקטיבי יותר. כפי שתיאר אחד המשקיעים: "הידע המשפחתי הוא קריטי. אנחנו לא רוצים למחוק אותו, אנחנו רוצים להתבסס עליו".

שלב שלישי: בניית יכולת בעלות משותפת

לאחר שהופחתו חלק מהבעיות הניהוליות והמשפחתיות, החלה להתפתח בהדרגה צורת עבודה חדשה בין המשפחה לבין הקרן – בעלות משותפת. שלב זה התבסס לא רק על חזים או מבני שליטה פורמליים, אלא בעיקר על יצירת יחסי אמון, תקשורת ויכולת לנהל קונפליקטים לאורך זמן. אחד המשקיעים תיאר זאת כך: "זה כמו נישואין. יושר הוא קריטי".

הממצאים מצביעים על כך שהשותפות לא ביטלה את המתחים בין הצדדים, ולעיתים אף יצרה מתחים חדשים. אולם במקרים המוצלחים, הצדדים הצליחו להפוך את המתח למנגנון של למידה ואיזון. מצד אחד, המשפחה המשיכה להביא עימה מחויבות ארוכת טווח, היכרות עמוקה עם העסק וקשרים חזקים עם עובדים ולקוחות. מצד שני, הקרן הביאה משמעת ניהולית, כלים מקצועיים ומנגנוני בקרה.

כך נוצר בהדרגה שילוב בין שני סוגי היגיון:

- היגיון משפחתי – המבוסס על המשכיות, זהות וקשרים אישיים.
- היגיון עסקי – המבוסס על מדידה, תכנון ואחריותיות.

בשלב של בניית היכולות המשותפות התאפיינה מערכת היחסים בין המשקיע החיצוני והמשפחות בתקופה של עליות ומורדות: מאורעות של חוסר הבנה, צורך בתיאום ציפיות וקשיים של הסתגלות לכללים חדשים של התנהלות, לצד מאורעות של התקדמות, בניית הסכמות ונישור בין צרכים וכלים חדשים. הממצאים מראים כי כאשר שני סוגי ההיגיון הללו הצליחו לפעול יחד, ולא אחד במקום השני, נוצרה יכולת בעלות משותפת חזקה יותר מזו שהייתה קיימת לפני כניסת המשקיע.

דיון: בין שליטה משפחתית לניהול מקצועי

הממצאים מראים שהשאלה המרכזית אינה האם עסקים משפחתיים צריכים להכניס משקיע חיצוני, אלא כיצד שותפות כזו מתעצבת ומתנהלת בפועל. בעוד שחלק ניכר מהספרות המקצועית נוטה להציג את היחסים בין משפחות לבין קרנות השקעה כיחסים המאופיינים במתח ואף בניגוד אינטרסים, הממצאים שלנו מציעים תמונה מורכבת יותר.

ראשית, המחקר מראה כי הכנסת משקיע חיצוני אינה מובילה בהכרח לפגיעה בזהות המשפחתית של הארגון. להפך – במקרים מסוימים השותפות אף חיזקה את יכולתה של המשפחה להמשיך ולהוביל את העסק לאורך זמן. בניגוד לתפיסה שלפיה שליטה משותפת מחלישה את המשפחה, נראה כי במקרים שנחקרו נוצר מעבר מצורת שליטה ריכוזית ולא פורמלית, לצורת שליטה משותפת ומבנית יותר.

ממצא זה מתחבר לדיון הרחב יותר בספרות על Ownership Competence. לפי גישה זו, הערך של בעלות אינו נובע רק מעצם ההחזקה בנכס, אלא מהיכולת להפעיל את זכויות הבעלות באופן אפקטיבי. הממצאים שלנו מצביעים על כך שהקן לא "החליפה" את יכולת הבעלות של המשפחה, אלא פעלה לחיזוקה, בעיקר באמצעות הפחתת Control Hazards כגון ריכוז כוח, קבלת החלטות לא פורמלית ובעיות

יירושה. זוהי תרומה נוספת של המחקר שלנו באפיון משקיע מסוג ה-Stewardship, שכן משקיעי פרייבט אקוויטי בדרך כלל אינם מעריכים מעורבות של משפחת הבעלים לאורך זמן, ולכן שואפים להחליף את יכולת הניהול שלהם. במקרה שלנו המשקיע בחר במקסום הסינרגיות בינו לבין המשפחות, לשם מיצוי היכולות המיוחדות שצברו לאורך זמן. במובן זה, השותפות בין המשפחה לבין הקרן אינה רק הסדר פיננסי, אלא גם מנגנון של למידה ושינוי ארגוני. הקרן הכניסה מנגנוני בקרה, תכנון ומדידה, אך במקביל שמרה על הידע, המחויבות והקשרים שהמשפחה הביאה עימה. כך נוצר שילוב בין שני סוגי יכולות:

- יכולות משפחתיות, המבוססות על מחויבות, המשכיות ויחסים ארוכי טווח.
- יכולות מקצועיות, המבוססות על מבנים פורמליים, מדידה ותהליכי ניהול.

שנית, המחקר מדגיש את החשיבות של תהליך בחירת השותפות עצמו. בניגוד לתפיסה הרווחת שלפיה עסקאות PE מבוססות בעיקר על שיקולים פיננסיים, במקרה שנחקר ההתאמה האישית והערכית בין הצדדים הייתה מרכיב מרכזי בתהליך. הקרן בחנה לא רק את נתוני החברה, אלא גם את הדינמיקה המשפחתית, את מבני הכוח ואת היכולת של הצדדים לעבוד יחד לאורך זמן.

הדגש על "כימיה" ועל יחסי אמון חוזר ושוב ושוב בראיונות, וממחיש כי שותפות מסוג זה נתפסת על ידי הצדדים כמערכת יחסים ארוכת טווח, כמעט "משפחתית" בפני עצמה. גם חברה אטרקטיבית מבחינה עסקית לא תיחשב להשקעה מתאימה אם לא קיימת יכולת לבנות יחסי אמון ושיתוף פעולה בין הצדדים.

שלישית, הממצאים מראים שהצלחת השותפות לא נבעה מהיעדר קונפליקטים, אלא דווקא מהיכולת לנהל אותם באופן בונה. בחלק מהחברות שנחקרו התקיימו מתחים משמעותיים בין בני המשפחה לבין המשקיעים, ולעיתים גם בתוך המשפחה עצמה. אולם במקום לנסות "להעלים" את הקונפליקט, הקרן פעלה לייצר מבנים ותהליכים שאפשרו להתמודד עימו.

ממצא זה חשוב במיוחד לאור הספרות המקצועית על עסקים משפחתיים, שמדגישה פעמים רבות את ההשפעה השלילית של קונפליקטים משפחתיים על ביצועי הארגון (Kellermanns & Eddleston, 2004). המחקר הנוכחי מציע כי קונפליקט

טבלה 1: המלצות מעשיות לאורך שלבי השותפות בין עסק משפחתי לקרן השקעות

שלב בתהליך	למשקיע	למשפחה
1. לפני ההשקעה – בחינת ההתאמה	להשקיע זמן בהבנת הדינמיקה המשפחתית, מוקדי הכוח, והפוטנציאל לשיתוף פעולה. לבחון האם קיימת נכונות אמיתית לשינוי ולבנייה משותפת של מערכת היחסים	לבחון לא רק את המחיר ואת תנאי העסקה, אלא גם את ההתאמה הערכית, הכימיה האישית והנכונות לשותפות ארוכת טווח. לקיים שיח פתוח על ציפיות, תפקידי בני המשפחה ומטרות העסק
2. לאחר ההשקעה – בניית מנגנוני עבודה משותפים	לפעול כשותף פעיל ולא רק כמקור הון: לחזק תהליכי ניהול, לפתח את הדור הבא ואת ההנהלה, ולהימנע מהחלפת הידע המשפחתי כאשר ניתן לבנות עליו	לאמץ מנגנוני ניהול פורמליים (תקציב, דירקטוריון, אסטרטגיה ומדדי ביצוע), תוך שמירה על הידע והערכים המשפחתיים. לראות בשינוי הזדמנות לחיזוק העסק ולא איום על המשפחה
3. לאורך השותפות – טיפוח האמון וניהול מתחים	לשמור על אופק השקעה ארוך טווח, לנהל קונפליקטים באופן בונה, ולהימנע מהפעלת כוח שליטה אלא כחוצא אחרון. הצלחת השותפות תלויה באמון מתמשך ולא רק בביצועים העסקיים	להבין שמחלוקות הן חלק טבעי מהשותפות. להשקיע בדיאלוג, בשקיפות ובפתרון קונפליקטים, ולא לצפות להרמוניה מלאה בכל עת

מהי המשמעות עבור מנהלים ומנהלות?

מהדיון עולה כי עבור מנהלים ובעלי עסקים משפחתיים, הכנסת משקיע לעסק משפחתי אינה רק החלטה פיננסית, אלא החלטה אסטרטגית עמוקה הנוגעת לאופן שבו הארגון מנוהל. שותפות מוצלחת דורשת מהמשפחות נכונות לבחינה עצמית, פתיחות לשינוי, והבנה כי שליטה אינה בהכרח נחלת. ומהשותף של פרייבט אקוויטי – סבלנות לתהליכים ארוכים יותר, נכונות לעסוק בנושאים משפחתיים, ויכולת להוביל הכנסת כלי ניהול של מבנה דירקטוריון וקבלת החלטות מסודרת. גם מציאת מקורבים לתהליך שיכולים לתווך בין הצדדים, כפי שקרה ברכישות הללו, יכולה להקל על מציאת שפה משותפת בין המשקיע למשפחות. באופן כזה, שותפות שעל פניו אינה צפויה בין עסק משפחתי למשקיע פיננסי, יכולה להוסיף ערך לכל המעורבים.

טבלה מספר 1 מסכמת את התובנות וההמלצות המרכזיות שלנו עבור משפחות בעלים ועבור משקיעים חיצוניים המעוניינים בחברות משפחתיות.

חשוב לזכור כי אף שהטבלה מציגה שלושה שלבים עוקבים, השותפות אינה מתפתחת באופן ליניארי. גם לאחר גיבוש מנגנוני העבודה המשותפים, עשויים להתעורר מתחים חדשים המחייבים את שני הצדדים לחזור ולהשקיע בבניית אמון, בתיאום ציפיות ובניהול הקשר לאורך זמן.

אינו בהכרח בעיה בפני עצמה; הבעיה המרכזית היא היעדר מנגנונים המאפשרים לנהל אותו. כפי שתיאר אחד המשקיעים:

”אתה צריך לאזן ציפיות בין הבעלים וליצור מחויבות הדדית לקדם את העסק”.

ציטוט זה ממחיש כי תפקידה של הקרן לא היה רק להכניס הון או להוביל שינוי ניהולי, אלא גם לבנות מסגרת משותפת של ציפיות, אחריות ודרך פעולה.

עוד הראה המחקר שבחלק מהעסקאות היו מעורבים גורמי צד שלישי שעזרו בתהליך: במקרה אחד הייתה זו עורכת דין שהייתה אשת אמונה של אם המשפחה ותיווכה את הדיונים עם המשקיע החיצוני, ובמקרה אחר הייתה זאת בת משפחה שלא הייתה מעורבת בעסק קודם, אך תפקידה כבכירה בארגון בין-לאומי עזר לה בתיווך המסרים בין המשקיע למשפחתה שלה. איתור מקורבים כאלה למשפחה, שהם פחות מעורבים רגשית ואמונים על שיח מקצועי, יכול לעזור לגשר על פני פערי התקשורת בתוך התהליך.

בנוסף, המחקר מרחיב את ההבנה הקיימת לגבי קרנות פרייבט אקוויטי. מרבית הספרות בתחום מתייחסת לקרנות PE כמשקיעים פיננסיים קצרי טווח, המתמקדים בהתייעלות ובהשאת תשואה. אולם הממצאים שלנו מראים שקיימים גם מודלים אחרים של השקעה, מודלים המדגישים יציבות, שיתוף פעולה והמשכיות ארגונית.

סיכום

במחקר שלנו נראה כי Steward PE פועל לא רק כבעל הון, אלא גם כגורם מתווך ומארגן, המסייע למשפחה לבנות מחדש את מנגנוני הניהול והבעלות שלה. בכך, הקרן אינה רק "משקיעה" בחברה, אלא גם משתתפת בעיצוב האופן שבו העסק מנוהל ופועל לאורך זמן.

זאת ועוד, נראה כי המבנה הייחודי של קרנות Steward PE, המאפשר אופק השקעה ארוך-טווח יחסית, הולם במיוחד שותפות עם בעלי חברות משפחתיות. אורך הרוח והראייה ארוכת-הטווח המאפיינים את ניהול הקרן משתלבים באופן

מיטבי עם המאפיינים הייחודיים של חברות משפחתיות ועם אופן ניהולן, ותורמים ליצירת זהות אינטרסים מובהקת יותר בין הקרן לבין המשפחה.

לבסוף, חשוב להדגיש כי שותפות כזו אינה מתאימה לכל עסק משפחתי. הממצאים מלמדים שהצלחתה תלויה במידה רבה בנכונות של המשפחה לבחינה עצמית, לשינוי דפוסיים קיימים, ולחלוקת שליטה עם גורם חיצוני. במקרים שבהם המשפחה אינה מוכנה לכך, גם משקיע מקצועי ומנוסה יתקשה לייצר שינוי משמעותי.

ד"ר נאוה מיכאל-צברי navamichael@tauex.tau.ac.il

- De Massis, A., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2008). Factors preventing intra-family succession. *Family Business Review*, 21(2), 183–199.
- De Massis, A., & Kotlar, J. (2014). The case study method in family business research: Guidelines for qualitative scholarship. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 15–29.
- Foss, N. J., Klein, P. G., Lien, L. B., Zellweger, T., & Zenger, T. (2021). Ownership competence. *Strategic Management Journal*, 42(2), 302–328.
- Kammerlander, N., & Khoury, C. (2025). Family firm exit: A vignette study on selling to an activist versus a steward private equity investor. *International Small Business Journal*, 43(3), 274–302.
- Kammerlander, N., Kurta, E., & Heider, A. (2025). The role of financial investors in successful family-firm takeovers: A configurational approach. *European Management Review*, 22(2), 453–476.
- Kellermanns, F. W., & Eddleston, K. A. (2004). Feuding families: When conflict does a family firm good. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(3), 209–228.
- Khoury, C., Michael-Tsabari, N., & Kammerlander, N. (2025). Joint Ownership between Family and Steward Private Equity Investors: An Ownership Competence View. *Journal of Small Business Management*, 64(2), 598–637.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Michael-Tsabari, N., & Lavee, Y. (2012). Too close and too rigid: Applying the circumplex model of family systems to first-generation family firms. *Journal of Marital and Family Therapy*, 38(1), 105–116.
- Schickinger, A., Leitterstorf, M., & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of Family Business Strategy*, 9(4), 268–292.
- Schulze, W., & Zellweger, T. (2021). Property rights, owner-management, and value creation. *Academy of Management Review*, 46(3), 489–511.
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2012). Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. *Organization Science*, 23(3), 851–868.