

ידידיה צ' שטרן

תכלית החברה העסקית

### פרק 3 : ביקורת התכלית הנוהגת: שיקולי יעילות כלכלית

האם החברה, כאישיות משפטית נפרדת וחסרת בעלים, טעונה תכלית כלשהי? האם יש בעיה מעשית בתפקודן של חברות שקביעה נורמטיבית בדבר תכלית החברה עשויה לרפאה? האם ניתן לאתר כשל תפקודי של דיני החברות, שנוצר עקב שתיקתו הסטטוטורית המתמשכת של הדין המקובל בסוגיה והתקבלותה הרחבה, המעשית והאנליטית, של התכלית הנוהגת המנחה חברות להשיא את הרווחים של בעלי המניות?

המעוניין לשעבד את החברה העסקית ואת דיני החברות לקידום הרעיון של מדינת רווחה או לשם הכתבה של יעדים סוציאליים או העדפות אידאולוגיות כלשהן<sup>1</sup> – תשובתו ברורה וסדורה: על הדין להתערב ולקבוע תכלית לחברה העסקית כדי לקדם את היעד החברתי-הרעיוני המבוקש. אין להפקיר את ההכרעה בדבר התכלית בידיהם של המעורבים בחברה, משום שכפי שהניסיון במשפט המקובל מלמד, הדבר משחק לידיהם של בעלי ההון. בה במידה אפשר לדון בתכלית החברה מנקודת ראות של צדק חלוקתי. על פיה, דיני החברות חייבים לפעול למען חלוקה צודקת של עושר בין המעורבים בתפקוד החברה. הכרעה "נכונה" בדבר תכלית החברה היא אמצעי חשוב להשגת מטרה זו. כך למשל נשמעות טענות שהתכלית הנוהגת במשפט המקובל מייצרת אי-צדק: היא מעודדת את העדפת האינטרסים של בעלי המניות בדרך שמקפחת את האינטרסים, את הזכויות או את הרכוש של אחרים. לכן נדרשת קביעה סטטוטורית של תכלית "מאוזנת" לחברה, כך שהאחרים לא יקופחו.

1 לספרות ברוח זו ראו למשל R. Dahl *After the Revolution? Authority in a Good Society* (1970); D. Vogel *Lobbying the Corporation: Citizen Challenges to Business Authority* (1978); R. Nader, M. Green, and J. Seligman *Taming the Giant Corporation* (1976); C. Stone *Where the Law Ends: The Social Control of Corporate Behavior* (1975); D. L. Engel "An Approach to Corporate Social Responsibility" 32 *Stan. L. Rev.* (1979) 1

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

אנו לא נפתח כאן כיווני מחשבה אלו. אין בכך הבעת עמדה (מתנגדת או תומכת) באשר לשימוש בחברות ובנורמות המסדירות את פעולתן לשם קידום חזון חברתי כלשהו, אלא בחירה מודעת לדון כאן בסוגיית התכלית מנקודת ראות כלכלית. זאת ועוד: בעיניי, אף שיש לייחס חשיבות רבה לדרך ההקצאה של עושר בין המעורבים בחברה, עדיף להימנע מלעשות זאת באמצעות שימוש בפרמטרים של "צדק". קביעת סטנדרט לצדק היא משימה חלקלקה במיוחד, הדורשת בחירות ערכיות "כבדות" ומסיטה את הדיון לפסים פוליטיים מובהקים.

תחת זאת נמקם את הדיון בתכלית החברה במגרש המשחקים הכלכלי. נניח, כנקודת מוצא, שהחברה העסקית איננה מוסד שיש לו מאפיינים, יעדים או מטרות חוץ-כלכליים אלא שהיא זירה (וירטואלית, על פי התאוריה החוזית; ממשית, על פי התאוריה הראלית) המאפשרת לקבוצה גדולה של גורמים כלכליים אינטרסנטיים להתקשר ביניהם בדרך היעילה ביותר לכולם. נשמיט מהדיון כל דיבור על תפקיד סוציאלי, תרבותי, לאומי או אחר של החברה, ונבדוק את דבר קיומן או היעדרן של סיבות לקביעה נורמטיבית של תכלית לחברה שמקורן בשיקולי יעילות כלכלית.

ברוח זו השאלה העומדת כאן לדיון היא זאת: האם קיימים שיקולי יעילות כלכלית המצדיקים החלפה של פעולת היד הנעלמה של כוחות השוק בפעולה של היד הגלויה והמתערבת של המדינה באמצעות חוק שיכתיב לחברה תכלית כלשהי?<sup>2</sup> דוק: גם מי שסבור שלחברה אין "תפקיד" (ואפילו מי שסבור כי תכלית פעולתה אמורה להיקבע במשא ומתן פרטי בין הצדדים לפקעת החוזית), איננו פטור מלשאול את עצמו אם הכלל המעשי שהתגבש במסורת המשפט המקובל – תכלית החברה היא השאת הרווחים של בעלי המניות (להלן: התכלית הנוהגת) – הוא אכן הכלל המיטבי מנקודת הראות של יעילות.

בפרק זה אסרוק סריקה ביקורתית את השפעות התכלית הנוהגת על היעילות הכלכלית. אאתר שלושה סוגים מרכזיים של בעיות יעילות פוטנציאליות. הסוג הראשון בוחן את יכולתה של התכלית הנוהגת לגרום לכך שחברות תפעלנה אך ורק

2 ידועה לכול התשובה השלילית הנחרצת של דבריה המרכזיים של התאוריה החוזית: "An approach that emphasizes the contractual nature of a corporation removes from the field of interesting questions one that has plagued many writers: what is the goal of the corporation? [...] Our response [...] is: who cares?" F. H. Easterbrook and D. R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (1991) 35-36

בדרך משפרת יעילות פֶּרְטוֹ. קרי, האם התכלית הנוהגת מביאה לידי כך שחברות עסקיות תנקוטנה רק אותן פעולות כלכליות שאף אחד מן המעורבים – ספקי התשומות – איננו מפסיד בהן, ואף על פי כן יש מי שמרוויח? במסגרת זו תידון האפשרות של החצנת עלויות אל המעורבים והתאמת התכלית הנוהגת להפנמתן על ידי החברה. הסוג השני של בעיות מציג רף נמוך יותר לשפיטת התכלית הנוהגת. הוא בוחן את יכולתה של התכלית הנוהגת לגרום לכך שחברות תפעלנה אך ורק בדרך שתביא לידי יעילות קלדור־היקס. קרי, האם התכלית מביאה לידי כך שחברות תנקוטנה רק אותן פעולות כלכליות שסך התועלות שלהן עולה על סך העלויות שלהן? על פי זה, גם אם קיימת החצנה של עלויות, אין בכך כדי להכתיר את הפעולה כבלתי יעילה, ובלבד שעוגת המשאבים הכוללת של החברה כולה תתפתח. הסוג השלישי של בעיות נוגע לתוכן הסטנדרט עצמו. האם התכלית הנוהגת מספקת תשובה ברורה לסוגיית התכלית כך שהכול – בעלי סמכות הביצוע ובעלי סמכות הפיקוח – יכולים להעריך נכוחה את דרך התנהלותה המעשית של החברה אל מול הסטנדרט? תשובה שלילית על שאלה זו אמורה להעכיר את המוכנות שלנו לאמץ את התכלית הנוהגת.

בפתח הדברים חשוב להדגיש את מהלך הבירור. בפרק זה יוצגו הבעיות הפוטנציאליות שעלולות להתעורר עקב התכלית הנוהגת. בשער הבא נבדוק אם אפשר למצוא להן מענה באמצעות פתרונות חוזיים (קרי, האם הצדדים לפקעת החוזית מסוגלים לפתור את הבעיות בכוחות עצמם, על ידי תניות חוזיות מוסכמות); שוקיים (קרי, האם גם במקרה של כישלון החוזים תבואנה הבעיות על פתרון באמצעות הכוחות התחרותיים בשווקים הרלוונטיים) או רגולטוריים כלליים (קרי, האם במקרה של כשל שוק בפתרון הבעיות אפשר ליישבן על ידי הסדר חוקי כללי, מחוץ לדיני החברות). במילים אחרות, ההצדקה לדחיית התכלית הנוהגת ולקביעת תכלית אחרת לחברה מותנית לא רק באיתורה של בעייתיות בתכלית הנוהגת (נושא פרק זה), אלא גם בהוכחת כישלונם של פתרונות חוזיים, שוקיים או רגולטוריים כלליים במתן מענה (נושא השער הבא).

### 3.1. החצנת עלויות

על פי עקרון היעילות של פרטו, כל פעולה היא משפרת יעילות אם כתוצאה ממנה נוצרים רווחים לפחות לאחד המעורבים, ובלבד שאין היא מטילה הפסדים על

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

אחרים. היעד הוא תפקוד העומד בתנאים של "זה נהנה וזה לא חסר". לפיכך פעולה של חברה עסקית המחצינה עלויות<sup>3</sup> אל הזולת בלי שהלה יכול להגן על עצמו מפניה מלכתחילה או להשתפות כנגדה בדיעבד איננה פעולה יעילה.<sup>4</sup> בהקשר הנידון כאן עלינו לברר אם לאורה ובעקבותיה של עמדת המשפט המקובל, המנחה חברות לפעול למען השאת הרווחים של בעלי המניות, הן מחצינות בפועל עלויות אל מי מספקי התשומות האחרים – עובדים, נושים, מנהלים, ספקים וצרכנים, הקהילה שבה החברה מתקיימת והסביבה בכללותה.

כבר במבט ראשון ברור שהכפפת תכלית החברה לאינטרסים של בעלי המניות – כשהיא מתקיימת לצדו של הדין הנוהג המעדיף את בעלי המניות בהקשרים רבים ומעניק להם את עמדת המנהיגות במשטר ובמשל של החברה<sup>5</sup> – יוצרת מצע נוח להתנהגות אופורטוניסטית של בעלי המניות באופן שמעדיף את האינטרסים שלהם אגב פגיעה באינטרסים של שאר ספקי התשומות. היינו, יש בידיהם הכוח הפוטנציאלי לנווט את החברה בדרך שתחצין עלויות אל הזולת. אולם מהן האפשרויות המעשיות העומדות לפניהם לשימוש בכוח, וכלפי מי ובאילו מצבים מתעורר אצלם תמריץ להפעיל אותו? ככל שאפשרויות ההחצנה רחבות יותר וככל שהיקף הנפגעים הפוטנציאליים רחב יותר, כן גדלה ההשפעה השלילית של התכלית הנוהגת על השגת יעד של יעילות פרטו. לפיכך אפנה תחילה לבירור אפשרויות שכיחות וזמינות אחדות להעברת עושר מכלל השחקנים בחברה אל בעלי המניות ולאחר מכן לבדיקה של מערכות היחסים שבין בעלי המניות לבין כל אחד מספקי התשומות המרכזיים לחברה.

3 החצנה של עלויות מתקיימת כאשר חברה או פרט אינם נושאים במלוא העלות הסוציאלית של הפעולה שהם נוקטים.

4 "Roughly speaking, the negative externalities of a business entity are the costs or burdens that it creates for others but for which it doesn't pay. In microeconomic theory, a system of free markets in goods and services will maximize social welfare only if certain conditions are met, one of which is that all costs are internalized. Hence, under such theory it may be a desirable function of government to intervene in markets to control negative externalities." R. Clark *Corporate Law* (1986) 31  
Fn. 10

5 ראו הדיון בפרק 4.2 בחיבור הקודם.

### 3.1.1. אפשרויות ההחצנה

#### א. נטילת סיכונים

לחלק גדול מהאוכלוסייה בעולם המערבי המתועש יש חסכוניות וכסף פנוי מצריכה. רבים בוחרים להשקיע אותו בשוק ההון ברכישת מניות. גם אחרים "מושקעים" במניות בעל כורחם באמצעות קרנות פנסיה, תכניות גמל, ביטוחים ושאר מוצרים פיננסיים. בעלי המניות אינם קבוצה מוגדרת על בסיס כלכלי, מעמדי או אחר, אלא הם הציבור הרחב. בעלי המניות הם גם עובדים של חברות, מנהלים אותן וצרכנים של מוצריהן, והם גם מרכיבים את הקהילה שהחברות מתקיימות בה. לפיכך יחסו של בעל המניות הממוצע לסיכון איננו אמור להיות שונה מיחסם של העובדים, המנהלים, הצרכנים ושאר ספקי התשומות של החברה. ואכן, לו היינו מציגים לפני "בעל מניה", "עובד" או "צרכן" את אפשרות הבחירה בין קבלת מתנה של 100 ש"ח לבין כרטיס הגרלה שייתן לו סיכוי של 10% לרווח של 1,000 ש"ח, סביר להניח שהתשובה הממוצעת שהיינו מקבלים לא הייתה משתנה מקבוצה אחת לאחרת. אולם אילו היינו מפנים את אותה שאלה אל כל אחד מחברי הקבוצות באשר לדרך הפעולה שהוא היה מעוניין שהחברה תבחר בה, היו מתגלים הבדלים בתשובות: בעל המניות הממוצע יעדיף שהחברה תעסוק בפעילות כלכלית דומה במהותה לכרטיס ההגרלה (סיכוי נמוך לרווח גדול), ואילו העובד הממוצע יעדיף שהחברה תעסוק בפעילות כלכלית דומה במהותה למתנה (סיכוי גבוה לרווח קטן). ההבדלים בין ההעדפות הרציונליות של ספקי התשומות ביחס לפעילות החברה נובעים כמובן מהאופי המיוחד של מערכת היחסים שיש לכל אחת מהקבוצות עם החברה. אף שהשווי הכלכלי הנוכחי של שתי אפשרויות הפעולה זהה מנקודת הראות של החברה, אין הוא זהה מנקודת הראות של כל אחד מספקי התשומות.

תופעה זו ידועה ומובנת. בעלי מניות מקרב הציבור הם אוהבי סיכון מחושב ביחס לפעולת החברה משום שהם יכולים לאחוז את החבל בשני קצותיו – גם ליהנות מההחזר הגבוה המאפיין נטילת סיכונים (בממוצע) וגם להתגונן מפני העלות הגבוהה הכרוכה בהימור (במקרה של כישלון ספציפי). אפשרות קסמים זו מושגת באמצעות ביזור ההשקעה בין חברות רבות. כיוון שהחזר הממוצע על השקעות מסוכנות גבוה יותר, הרי שאם כל חברה בתיק ההשקעות תפעל ברמת סיכון גבוהה

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלי

יחסית, יעלה ההחזר של בעל המניות על כלל השקעותיו. מנגד, אם תיק ההשקעות מבוזר היטב, בעל המניה ניטרלי לסיכון.<sup>6</sup>

תאורטית גם ספקי התשומות האחרים יכולים לנקוט טקטיקה של ביזור ולהצטרף בכך לבעלי המניות ברדיפה אחר סיכונים מחושבים. אלא שבפועל, הביזור איננו זמין להם באותה דרך שהוא זמין לבעלי המניות. בעלי מניות יכולים לחלק את כספם המיועד להשקעה בין מניותיהן של חברות רבות בעלות נמוכה יחסית. הם גם יכולים, תמורת עמלה לא גבוהה, לפטור את עצמם מהטרחה הכרוכה בביזור שנעשה באמצעות רכישה של יחידות השתתפות בקרנות נאמנות שהשקעותיהן מבוזרות באופן מקצועי. שוק הקרנות מציע מגוון עצום של אפשרויות ביזור על פי קטגוריות מכל סוג שהוא. שאר ספקי התשומות של החברה אינם נהנים מאפשרות קורצת זו, משום שסוג ההשקעה שלהם בחברה וגודלה מקשים על אפשרויות הביזור. הדוגמה הבולטת הם העובדים והמנהלים, המשקיעים בחברה את הקריירה שלהם. בהיעדר אפשרות לביזור של הון אנושי, העובדים חשופים לתוצאות שעלולות להיגרם לחברה המעבידה הבוחרת לתפקד ברמת סיכון גבוהה. הימור שכשל עלול לעלות להם בפרנסתם. לפיכך, לו היה הדבר תלוי בעובדים, חברות עסקיות היו מתפקדות ברמת סיכון נמוכה.

ניגודי השאיפות בין ספקי התשומות באשר למדיניות החברה ביחס לסיכון נובעים ממקורות נוספים.<sup>7</sup> רגישותם של ספקי התשומות של החברה לביצועיה איננה זהה והיא תלויה במצבה הכלכלי של החברה: בחברה שכושר הפירעון שלה נראה מובטח ויציב, בעלי המניות רגישים לביצועי החברה הרבה יותר מאחרים; בחברה שעומדת על סף חדלות פירעון גם שאר בעלי התשומות מפתחים רגישות גבוהה לביצועי החברה. על רקע זה הבה נשקול מי מרוויח ומי מפסיד משינוי ברמת הסיכון (וממילא – גם הסיכוי) של פעילות החברה. ככל שהחברה בעלת כושר פירעון מובטח יותר, כן משפיעות השלכות השינוי בעיקר על רווחיהם של בעלי המניות – בשונה מערך התביעות החוזיות של יתר המעורבים, אשר יושפע רק בשוליים מהצלחה או מכישלון של המהלך העסקי המסוכן. (כמובן, גם כאן יבחרו בעלי המניות בחלופה המסוכנת בגלל השיקול שנידון לעיל – הביזור.) מנגד, ככל

6 להסבר מפורט יותר ראו סעיף 3.2.1 (א) להלן.

7 לפירוט ראו פרק 4.3.2 בחיבור הקודם.

שהחברה מתקרבת למצב של חדלות פירעון, כן יש לשינוי ברמת הסיכון השלכות דיפרנציאליות: במקרה של הצלחת המהלך העסקי עתיר הסיכון – הכול ירוויחו, אך בעלי המניות ירוויחו יותר, שהרי ערב העסקה שאף ערך מניוניהם לאפס; במקרה של כישלון, בעלי המניות כמעט שלא יינזקו (באשר אחריותם מוגבלת, ולכן הפסדם יתמצה באבדן מניות שהיו חסרות ערך עוד לפני שהחברה פנתה למהלך המסוכן), אך שאר בעלי התביעות יינזקו גם יינזקו, שהרי החברה תהפך להיות חדלת פירעון ולא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה כלפיהם. לכן, ככלל, העלאה ברמת הסיכון של חברה משפרת את מצבם של בעלי המניות ופוגעת באינטרסים של שאר ספקי התשומות.<sup>8</sup> ובחזרה לתכלית הנוהגת. אם מנהלי החברה אמורים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות, עליהם להניע את החברה לתפקד מתוך העדפת סיכונים בדרך התואמת את האינטרסים של בעלי המניות. דברים אלו יפים הן בחברה בעלת כושר פירעון מוצק (הביזור מאפשר לבעלי המניות לבטל את הסיכון) הן בחברה שכושר פירעונה מוטל בספק (בעלי המניות אינם יכולים להפסיד, רק להרוויח). ברם העברת משאבי החברה מהשקעה בטוחה להשקעה ספקולטיבית – אף שהיא מגדילה את העושר של בעלי המניות, היא אינה משפרת יעילות פרטו משום שהיא פוגעת בעושרם של שאר בעלי התביעות החוזיות נגד החברה. יישום התכלית הנוהגת ביחס לבחירת רמת הסיכון של פעילות החברה יוצר פוטנציאל ממשי להחצנת עלויות אל שאר ספקי התשומות של החברה.

## ב. ניצול תלות: השקעות מתמחות

החברה צורכת תשומות מסוגים שונים: בעלי המניות והנושים מספקים לחברה כסף; העובדים והמנהלים מספקים לה עבודה – "הון אנושי"; ספקים מספקים לה חומרי גלם; הקהילה שהיא מתפקדת בה מספקת לה תשתיות ומשאבים. תשומת

8 M. C. Jensen and W. H. Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" 3 *J. Fin. Econ.* (1976) 305, 334-335; W. Smith, Jr. and J. B. Warner "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants" 7 *J. Fin. Econ.* (1979) 117, 118-119; J. Coffee, Jr. "Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web" 85 *Mich. L. Rev.* (1986) 1, 61; J. R. Macey "Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes" *Duke L. J.* (1989) 173, 181



שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלי

הכסף נושאת אופי בלתי מתמחה. בעל המניה יכול למכור את המניה שלו בשוק ו"לחלץ" בכך את השקעתו ממנה (ברוח או בהפסד). גם את שאר התשומות אפשר לעתים לחלץ מהחברה. העובד יכול לעבור למקום עבודה אחר, הקהילה יכולה להעביר את התשתיות שהקימה לצרכיה של חברה אחת לשימושה של חברה אחרת, וכדומה. אולם לעתים מזומנות ספקי שאר התשומות נדרשים להיכנס להשקעה מתמחה בחברה (firm-specific investment). השקעה מסווגת כמתמחה אם תוחלת הרווח המלאה ממנה יכולה לצמוח רק במסגרת מערכת היחסים שבין ספק התשומה ובין חברה נתונה. בעל ההשקעה המתמחה איננו יכול לחלץ את השקעתו מהחברה ולעשות בה שימוש אחר שיעניק לו את מלוא ערכה הכלכלי. בהיעדר ביקוש בשוק להשקעה המתמחה, ספק התשומה לכוד בידי החברה ותלוי בה.<sup>9</sup>

התלות שספקי תשומות מסוימים בחברה נתונה מפתחים והעובדה שעל פי התכלית הנוהגת על החברה לפעול למען השאת הרווח של בעלי המניות (תוך התעלמות מהאינטרסים של שאר ספקי התשומות) הן כר פורה להתנהגות אופורטוניסטית. חברות עלולות לנצל את הפגיעות המיוחדת של ספק התשומה – הן תלחצנה עליו בעת ניהול משא ומתן על חוזה חדש, תתכחשנה להסכמות מכללא ואף תפרנה חוזים קיימים. ניצול התלות של בעלי ההשקעות המתמחות נוטל מהם עושר ומעביר אותו אל בעלי המניות. התכלית הנוהגת, הרואה באינטרסים של בעלי המניות את חזות הכול, מנחה את החברה לנצל תלות זו.

### ג. הפרת ציפיות: התחייבויות משתמעות

תפקידם של חוזים הוא לבטא במפורש את שהוסכם בין הצדדים. עם זאת, עקב מגבלות הצדדים ומגבלות המכשיר החוזי, יש פערים בין הציפיות הלגיטימיות של הצדדים זה מזה, כפי שהוסכמו ביניהם בעת המשא ומתן לקראת כריתת החוזה, ובין דרך הביטוי החוזית שלהן. הציפיות המוסכמות אך הבלתי מפורשות יוצרות התחייבויות משתמעות בין הצדדים ומכוננות "תניות מכללא".

מערכות היחסים שבין מקצת מספקי התשומות ובין החברה הן מערכות מתמשכות, לעתים לאורך שנים רבות. המציאות שהחברה פועלת בה דינמית וקשה

9 B. Klein, R. G. Crawford, and A. A. Alchain "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process" 21 *J. L. & Econ.* (1978) 297

לצפייה מדויקת מראש. עקב כך סביר להניח שהחוזים המסדירים מערכות יחסים אלו, גם אם ינוסחו בידי טובי עורכי הדין, ייכשלו מלהציע פתרונות מפורטים למרקם המלא והעשיר של שאלות שיתעוררו בעתיד. בין שהחוזים כוללים פתרונות פתוחים (כגון מנגנון לפתרון בעיות) ובין שהם שותקים כליל, ברור כי הצדדים לפקעת החוזית מבטיחים זה לזה הבטחות משתמעות שהם מתקשים לבטאן מפורשות בחוזה.

בנסיבות שהדבר תואם את האינטרסים של החברה, נושאי משרה עלולים להתפתות להביא את החברה לידי כך שהיא לא תעמוד בהתחייבויותיה המשתמעות לספקי התשומות בשל הרפיפות המשפטית הטבועה בהתחייבויות.<sup>10</sup> על פי התכלית הנוהגת, האינטרסים של החברה נגזרים מהאינטרסים של בעלי המניות. לכן כאשר קיום ההתחייבות המשתמעת מנוגד לאינטרסים של בעלי המניות, הפיתוי האמור

10 רונלד דניאלס קובע כי עצם העובדה שציפיות הצדדים לא פורשו בחוזה מעלה לפחות שתי שאלות: ראשית, האם מדובר בציפיות מוסכמות? האם החברה התחייבה כלפי ספקי התשומות כנטען על ידיה? שנית, גם אם יוכח כי מדובר בציפיות מוסכמות על דעת שני הצדדים, נותרת פתוחה השאלה אם הצדדים התכוונו לאכוף את מימושן באמצעות סנקציות משפטיות דווקא, או שמא כוונתם הייתה לאכיפה חוץ-משפטית (nonlegal sanctions). החברה עלולה לטעון כי שתיקת החוזה מלמדת שההסכמה בין הצדדים הייתה שההתחייבות המשתמעת לא תהיה אכיפה כמו התחייבות חוזית מפורשת, אלא מימושה יהיה תלוי ברצון הטוב של הצדדים. ראו R. Daniels "Stakeholders and Takeovers: Can Contractarianism be Compassionate?" 43 *U. Toronto L. J.* (1993) 315, 331-340 דרך פעולתן של סנקציות חוץ-משפטיות והסביר שכוחן נובע מהצורך של הצד המבטיח "to maintain reputation or profitable relationships, the concern for standing among peers, and the force of conscience" D. Charny "Nonlegal Sanctions in Commercial Relations" 104 *Harv. L. Rev.* (1990) 373, 375 ואכן, דברים אלו יפים גם למערכת היחסים שבין החברה ובין ספקי התשומות: אפשר שספקי התשומות לא כללו את ציפיותיהם בחוזה משום שהם מצפים שהחברה תממש אותן בשל רצונה לשמור על שמה הטוב, להויל את התקשרויותיה העתידיות עם ספקי תשומות, להתנהג באופן מוסרי ומצפוני, וכדומה. מכאן הרפיפות המשפטית של ההתחייבות המשתמעת: החברה הפועלת למען השאת רווחי בעלי המניות עלולה להתנער ממימוש ההתחייבות המשתמעת בטענה שאין היא קיימת (תוכנה לא הוסכם), או לחלופין בטענה שהיא קיימת רק בספרה החוץ-משפטית, ולכן משהחליטה החברה כי היא מוכנה לשאת בעלויות של הסנקציה החוץ-משפטית, אין ספקי התשומות יכולים לאכוף את ההתחייבות על החברה באמצעים משפטיים.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

מתחזק. התכלית הנוהגת עלולה להתפרש כהמלצה למנהלים להתכחש לציפיות המקוריות של ספקי התשומות שאינן מפורשות בחוזה, אם יש בכך כדי להעביר מעושרם של ספקי התשומות אל בעלי המניות.<sup>11</sup>

#### ד. ניצול טעויות: התחייבויות היפותטיות

את שתיקת החוזה אפשר לייחס לא רק לקושי של הצדדים לתת ביטוי חוזי לציפייה המוסכמת שלהם, אלא גם לטעות בהערכת המציאות. בעוד שבמקרה של התחייבות משתמעת נתנו הצדדים את דעתם על האפשרות שהתרחשה בפועל אך לא הסדירו אותה, במקרה הנידון כאן לא העלו הצדדים על דעתם כלל את המאורע שהתרחש. כיוון שכך הם גם לא פיתחו ציפייה, וממילא גם לא הסכמה, באשר לדרך הטיפול במאורע. במקרים מעין אלו פרשנות החוזה צריכה להישען על השאלה ההיפותטית הזאת: מה היו הצדדים כותבים בחוזה אילו היו מודעים בעת עריכתו לאפשרות שהמאורע יתרחש?

כאמור לעיל, החוזים שבין החברה ובין ספקי התשומות משתדלים להסדיר קיום ארוך טווח במציאות דינמית ביותר. שינויים בטכנולוגיה, בדרכי מימון, בתחרות, ברגולציה ובפרמטרים רבים נוספים מתרחשים במציאות אחרי חתימתם של החוזים. סביר להניח שהקיום הממשי מציף אל פני השטח תרחישים ודילמות שהצדדים לא היו ערים להם כלל בעת שהתקשרו בחוזה. לפיכך החברה נדרשת לקרוא לתוך חוזי

11 “Modern institutional economics views the corporation as a ‘nexus of contracts’ – a complex institutional mechanism, which is designed, at least in part, to uphold (and thus permit reliance upon) ‘implicit contracts’ reached between the shareholders and other ‘stakeholders’ in the corporation (e.g., managers, creditors, employees and possibly certain suppliers). The nature of these implicit contracts – that is, what is exchanged – can be variously defined [...] For present purposes, the differences among these ‘implicit contract’ theories are of secondary importance because in common all recognize the possibility that shareholders could opportunistically breach the implicit contracts. In so doing, shareholder wealth is increased but social wealth is not.” J. Coffee, Jr. “The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Shareholders, Stakeholders, and Bust-Ups” *Wis. L. Rev.* (May-June, 1988) 435, 446

ההתקשרות עם ספקיה השונים תנאים היפותטיים.<sup>12</sup> החשש הוא שעקב התכלית הנוהגת תנצל החברה את שתיקת החוזה, תולדת הטעות ההדדית, על מנת להעביר בשיטתיות עושר מספקי התשומות אל בעלי המניות. כל התרחשות בלתי צפויה עלולה לשמש מנוף להעדפת האינטרסים של בעלי המניות ולהחצנת עלויות אל יתר השחקנים.<sup>13</sup>

עולה במקובץ שהחד-צדדיות של התכלית הנוהגת, הדורשת מהחברה לפעול על פי האינטרסים של בעלי המניות בלא להתחשב באינטרסים של שאר ספקי התשומות, עלולה להוליך להפעלה שיטתית של סמכויות החברה בדרך שמעבירה עושר מכל השחקנים אל בעלי המניות. המנהלים יעשו כל אשר לאל ידם – יעדיפו סיכון, ינצלו תלות ופגיעות, יתכחשו לציפיות מוסכמות, ישתמשו בהתרחשויות בלתי צפויות – כדי להכניס את ידם של בעלי המניות לכיסם של העובדים, הנושים, המנהלים, הצרכנים, הספקים והקהילה שבה החברה מתקיימת. ברור, אם כן, שהתכלית הנוהגת איננה משפרת יעילות פרטו, שהרי בעלי המניות נהנים מכוחה אבל כל השאר – חסרים.<sup>14</sup>

12 כן למשל, ביחס לתופעת ההשתלטויות נאמר: “In the context of stakeholders and takeovers, it is arguable that the parties, rather than having negotiated an explicit or implicit allocation of risk, never turned their attention to the issue of dislocation from a takeover transaction. This interpretation is plausible in light of the dramatic and relatively recent impact that globalization has had on domestic product, capital, and labour markets”, Daniels, הערה 10 לעיל, בעמ’ 341–342.

13 “[...] There is no inherent reason that responsibility for contractual failure, particularly when it does not derive from strategic behavior of one of the parties, must be resolved by an *ex-post* transfer of wealth from one contracting party to the other. It may be appropriate for society, rather than either of the contracting parties, to bear the responsibility for assisting the victims of contractual failure”, שם, בעמ’ 342.

14 לא מיותר להזכיר כי אין אנו בודקים בפרק זה את דבר קיומה של אפשרות ששאר השחקנים יצליחו להתגונן מפני החצנת העלויות. ברור שאם יש אפשרות יעילה כזו, המקיפה את כל המצבים, התכלית הנוהגת יכולה לחזור ולהתהדר בכתר היעילות. את הבדיקה האמורה נעשה בשער הבא.

### 3.1.2. ההחצנה בפועל

כיצד מתממשות אפשרויות ההחצנה שנמנו לעיל ביחס לכל אחד מספקי התשומות של החברה? האם לחששות מפני החצנה יש אחיזה במציאות תפקודן של חברות, ואם כן – מי הם המפסידים המרכזיים מהעברת העושר לבעלי המניות? כפי שעולה מהניתוח לעיל, האפשרויות להחצנה מרובות הן, אולם הספרות המשפטית והכלכלית בוחנת אותן בעיקר בהקשר של עסקאות לרכישת שליטה בחברות (בין בדרך של השתלטות עוינת ובין בעסקה ידידותית). הסיבה לכך ברורה: העברת שליטה היא מאורע דרמטי מבחינתה של החברה. לכאורה זוהי עסקה בין בעלי מניות, כך שלשאר ספקי התשומות אין עניין לענות בה. אולם בעקבות העסקה מושפעים האינטרסים של שאר ספקי התשומות לחברה, לעתים באופן מרחיק לכת. לא נדיר לגלות שעם התפזרות האבק שהעלתה העסקה, מצבם של בעלי התביעות החוזיות נגד החברה משתנה לרעה – הנושים (למשל, עקב שינוי מבנה המימון של החברה והעלאת רמת המינוף), המנהלים (מוחלפים בקבוצת הניהול של הרוכש), העובדים (מפוטרים), ספקים וצרכנים (שהחוזים עמם "נפתחים" לדיון מחדש), הקהילה (עקב סגירה או העתקה של מפעלים) או הציבור בכללותו (למשל, בגלל הקטנת התחרות). לפיכך בשני העשורים האחרונים התגלע ויכוח בין המלומדים בארצות הברית באשר לשאלה אם החצנת עלויות אל שאר ספקי התשומות היא מניע בעל משקל לתופעת ההשתלטויות.<sup>15</sup> יש הסוברים כי מקורה של הפרמיה שהרוכשים מוכנים לשלם לבעלי השליטה המוכרים הוא, בין היתר, ביכולתם להעביר לעצמם עושר משאר ספקי התשומות (ולא ביצירת עושר חדש).<sup>16</sup> לדידם, תכלית

15 בהקשר של השתלטויות עוינות היה מי שהציג את השאלה כך: "Thus, the central question is whether the shareholders who are the big winners are enjoying the premiums they do because bidders with better ideas are willing to share the wealth (which is fine), or whether premiums sometimes (or even often) are paid out of savings expected to be generated by the acquirer's reneging on contracts with managers, suppliers, customers, or employees (which may not be fine)." R. A. Booth "State Takeover Statute Revisited" 88 *Mich. L. Rev.* (1989) 120, 127

16 ראו למשל B. Cornell and A. C. Shapiro "Corporate Stakeholders and Corporate Finance" 16 *Fin. Mgmt.* (1987) 5 "We argue that hostile takeovers facilitate opportunistic

החברה הנוהגת מעניקה "רישיון נורמטיבי" לבעלי המניות לערוך השתלטויות בלתי יעילות ובלתי הוגנות.

לצורך הדיון כאן לא ניכנס בעובי הקורה, והיא עבה למדי. העדויות האמפיריות סותרות זו את זו. גם אם ההחצנה איננה מניע של ממש לרכישות,<sup>17</sup> היא לכל הפחות תוצאה שלהן. מנקודת הראות שלנו, הבודקת שיקולים של יעילות פרטו, דינו שנחשוף את הקשר המעשי הבולט בין תכלית החברה הנוהגת ובין הפגיעה באינטרסים של שאר ספקי התשומות.<sup>18</sup>

#### א. עובדים

העובדים נתפסים כחוליה חלשה בפקעת החוזית; מטרה חשובה וברורה להחצנה של עלויות על ידי השולטים בחברה. מצטברות אצלם כל אפשרויות ההחצנה שנמנו בסעיף הקודם. ראשית, כפי שכבר ראינו, ההשקעה הממוצעת של עובד בחברה המעבידה – הן בערכים מוחלטים הן יחסית לסך הנכסים של עובד ממוצע – גדולה מאוד. היא עולה בדרך כלל לאין ערוך על הערך המוחלט והיחסי של ההשקעה של

behavior at the expense of stakeholders. In this way hostile takeovers enable shareholders to transfer wealth from stakeholders to themselves more so than to create wealth. The available empirical evidence suggests that the redistributions associated with takeovers can be large and that perhaps some inefficiencies result as well. It is then incorrect to gauge the efficiency gains from takeovers by looking at event study measures of increases in shareholder wealth." A. Shleifer and L. H. Summers "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (A. Auerbach ed., 1988) 33

17 ראו י"צ שטרן **רכישת חברות** (תשנ"ו) פרק 7.

18 "Although stockholders have benefited greatly from takeovers and restructurings, stockholder wealth is not synonymous with social wealth. It is now recognized that stockholder gains have come in part at the expense of other corporate constituencies, primarily creditors and employees. A portion of the premium paid to stockholders in a takeover consists of a transfer payment from other groups to the stockholder group. These wealth transfers to stockholders represent a redistribution of wealth, which is a negative externality." M. W. McDaniel "Stockholders and Stakeholders"

21 *Stetson L. Rev.* (1991) 121, 124

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

בעל מניות ממוצע בחברה<sup>19</sup> או של כל ספק תשומות אחר. את הקריירה אי-אפשר לבזר (אלא אם כן עובדים במשרות חלקיות). לפיכך העובדים הם שונאי סיכון ביחס לפעולות החברה ומושפעים מאוד מכל העלאה ברמת הסיכון שלה. שנית, תלותם בחברה גבוהה גם משום שהם משקיעים בה שנות שירות ארוכות, שבמהלכן רבים מהם מפתחים התמחות מקצועית הקשורה לעסקי החברה. לשם רכישת ההתמחות הם משקיעים זמן, מאמץ והוצאות בעין. ההתמחות כוללת מיומנויות, ידע וניסיון ספציפיים, כמו גם כשרים אישיים ובין-אישיים רלוונטיים לסביבה הארגונית של החברה שבה הם עובדים. העובדים עלולים להתקשות בהעברת ההשקעה שלהם, על כל גווניה, ממקום עבודה אחד לאחר.<sup>20</sup> שלישית, יש הסוברים כי הקשר של עובדים לחברה המעסיקה איננו מתמצה רק בערכים כלכליים. רבים מאתנו מחוברים בנימים לא כלכליות עם מקום העבודה. הוא מהווה קהילה, מקור זהות, מרכיב מרכזי באיכות החיים של העובד.<sup>21</sup> פיטורים של עובד פוגעים לא רק בכיסו, אלא גם ברוחו. לפיטורים יש השלכות רגשיות, משפחתיות וחברתיות מורכבות. רביעית,

19 “[E]mployees [...] are as much members [of the firm] as shareholders who provide the capital. Indeed, the employees may have made a much greater investment in the enterprise by their years of service, may have less ability to withdraw, and may have a greater stake in the future of the enterprise than many of the stockholders.”

L. H. Summers “Codetermination in the United States: A Projection of Problems and Potentials” 4 *J. Comp. L. & Sec. Reg.* (1982) 155, 170

20 ישנן דרכים מגוונות לניצול התלות של העובדים. למשל, החברה שולחת קבוצת עובדים (בעיקר בדרגים הנמוכים יחסית) לרכוש מיומנות ייחודית שהחברה היא הצרכן הפוטנציאלי הבלעדי שלה. החברה מכשירה במתכוון מספר עובדים גדול מזה הדרוש לה. עקב כך נוצרת לחברה הזדמנות טובה עוד יותר לנצל את פגיעותם: עלות ההכשרה, עבור החברה, איננה תופחת באופן משמעותי, משום שהחברה נהנית מיתרונות לגודל בהכשרה של קבוצת העובדים. לאחר שהעובדים יוכשרו, היא תוכל לשאת ולתת עמם על תנאי העסקתם מעמדת כוח כפולה: לא רק שהעובדים אינם יכולים לעשות שימוש בהשקעה מחוץ לחברה, אלא אפילו בתוך החברה אין מובטחת להם התשואה על ההשקעה, שהרי לחברה יש יותר מועמדים בעלי הכשרה ממשרות פנויות. ראו Schleifer and Summers, הערה 16 לעיל, בעמ' 41-42, 49.

21 F. Raday “Individual and Collective Dismissal: A Job Security Dichotomy” 10 *Comp. Lab. L. J.* (1989) 121, 150

חוזי עבודה הם ארוכי טווח, ולכן – מטבע הדברים – העובדים נסמכים ביחסייהם עם החברה על הבטחות משתמעות. מאותה הסיבה חוזי עבודה גם מתגלים לעתים כבלתי מספקים, ונדרשת קריאה של התחייבויות היפותטיות לתוכן. "פרצות" אלו קוראות לניצול אופורטוניסטי.<sup>22</sup> פרנק איסטרברוק ודן פישל ערים לכך. בהתייחסם לחוזי עבודה הם קובעים:<sup>23</sup>

Such contracts could be made explicit, but they would be very hard to write, and attempts to enforce them in court would be worse than no contracts at all. Hence, the attraction of implicit promises – and the opportunity for exploitation. Managers could decide to squeeze other employees, cutting wages (knowing that the workers' specific capital is worthless at other firms), firing those that no longer justify their salaries (despite implicit promises to 'carry' workers late in life in exchange for highly productive work earlier). They could abolish severance pay (a form of refunding to workers accumulated firm-specific capital) and cut pensions (another form of deferred payment for work).

כל קורא עיתונים מכיר את הדיווחים על עובדי חברה שהקדישו לה את נעוריהם ובחרותם, אך בהגיעם לגיל מתקדם הם מפוטרים מסיבות של ייעול. כרוניקה שכחה זו מבטאת לפעמים החצנה של עלויות מצד בעלי המניות (והמנהלים) אל העובדים:<sup>24</sup>

22 לניתוח טיעון זה ולהפניות לספרות מתחום כלכלת עבודה המפתחת את המודלים הרלוונטיים (a theory of life cycle earnings), ראו K. Van Wezel-Stone "Employees as Stakeholders Under State Nonshareholder Constituency Statutes" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 45, 48-53

23 Easterbrook and Fischel, הערה 2 לעיל, בעמ' 182.

24 Van Wezel-Stone, הערה 22 לעיל, בעמ' 51-52. עקב כך יש המציעים לקבוע חובת אמונים של נושאי משרה בחברה כלפי העובדים. ראו M. A. O'Connor "Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers" 69 *N. C. L. Rev.* (1991) 1189



שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלי

The implicit contract in the internal labor market is that in the early phases of their career, employees will be paid less than the value of their marginal products and less than their opportunity wage in exchange for a promise of job security and a wage rate that is greater than the value of their marginal products and their opportunity wages later in their working lives. Thus, employees are investing in the firm during their training and high productivity periods with the expectation of recouping on the investment in their declining years. [...] [I]f they lose their investment at the point that they are about to recoup as a result of decisions that are made by and for the benefit of other constituent groups within the firm – e.g., if their implicit contract to defer compensation is breached and their investment expropriated by shareholders – then they have been treated unfairly and should have some means of legal recourse.

עם זאת יש להודות כי המחקרים האמפיריים חלוקים ביניהם באשר להערכת ההשפעות של גל ההשתלטויות של שנות השמונים בארצות הברית על האינטרסים של העובדים.<sup>25</sup>

## **ב. מנהלים**

המנהלים הם ידם הארוכה של בעלי המניות בהפעלת התכלית הנוהגת לשם החצנת עלויות אל העובדים. אולם הם עצמם עלולים להיות קרבן להחצנה דומה. המנהלים הם סוג של עובדים, ולכן כל "ראשי הנזק" שנמנו לעיל רלוונטיים גם לגביהם. ראוי לציין מיוחד החשש מפני החצנה של עלויות אל מנהלים עקב הפרת ציפיות. מנהלים בתחילת דרכם מוכנים להסתפק בתגמול נמוך יחסית, תגמול חסר, שאיננו מבטא את מלוא הערך של תרומתם לחברה. הם עושים זאת מתוך ציפייה מוסכמת (שכאמור, קשה לנסחה בחוזה) שהם יפוצו בעתיד, לאחר שנות שירות, כאשר

25 לסקירת שורה ארוכה של מחקרים אמפיריים סותרים ראו Van Wezel-Stone, הערה 22 לעיל, בעמ' 45-46; Daniels, הערה 10 לעיל, בעמ' 315 הערה 4, ובעמ' 319-321.

יעפילו בסולם הקידום בחברה, בתגמול נדיב, תגמול יתר, שיעלה על הערך הממשי של תרומתם לחברה באותה עת. קיימת הסכמה מכללא שכלל שעבודתם תעמוד בסטנדרטים ידועים מראש, מובטח להם המעבר ההדרגתי ממשד צר, חסר חלונות בקומה נמוכה, למשרד רחב מידות, פינתי, בקומה גבוהה. אלא שהמודלים שמנתחים, לאורך זמן, את ערך העבודה של המנהלים עבור החברה מול גובה התמורה שהם מקבלים ממנה מלמדים שיש תקופה מועדת שבה משתלם לחברה להפר את הציפייה של המנהלים. באותה נקודת זמן המנהלים כבר תרמו את חלקם לעסקה, אך טרם קיבלו את המובטח להם מכללא מהחברה. ג'ון קופי טוען כי חלק מהרווחים שבעלי המניות צוברים בעסקאות להעברת שליטה בחברה מקורם בהזדמנות שהעסקה מייצרת לרוכש השליטה, חסר המחויבות האישית, לפטר מנהלים בדרגי ביניים ובדרגים הגבוהים תוך הפרה של ההתחייבויות המשתמעות (אך הבלתי מפורשות) של החברה כלפיהם. על פי עמדה זו, תופעת ההשתלטויות העוינות נועדה לאפשר לבעלי המניות לשאת ולתת מחדש על הסכמות עבר בין החברה ובין המנהלים (בעיקר בדרגי הביניים).<sup>26</sup>

## ג. נושים

הנושים, כמו בעלי המניות, מספקים לחברה כסף, ולכן אינם נדרשים להשקעות מתמחות בחברה ואינם מפתחים בה תלות שיכולה להיות מנוצלת לרעה נגדם. אולם יתר אפשרויות ההצננה – שינוי ברמת הסיכון, הפרת ציפיות וניצול טעויות – רלוונטיות גם לגביהם. כך למשל, הנהלת חברה אשר פועלת להעלאת החשיפה של החברה לסיכון גורמת במעשיה לירידה בערך החוב המונפק של החברה (מפני שיש קשר הפוך בין רמת הסיכון ובין הסיכוי לפירעון החוב) ובד בבד – כמו בחוק כלים

26 “[T]he hostile takeover can be seen not simply as a mechanism that compels a management to accept that level of business risk that shareholders deem appropriate, but as a means by which shareholders outflank the safeguards managers obtained to protect the promises of deferred compensation and job security [that shareholders have given to managers]. Thus, what appears from the bidder’s perspective to be a process of purging organizational slack looks from the manager’s viewpoint more like deceptive renegeing on the original understanding.” Coffee, *Deceptive Reneging on the Original Understanding*, 8 *עליל*, בעמ’ 24.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

שלובים – לעלייה בערך המניות המונפקות. הספרות מתעדת ומסבירה היטב כיצד ההפסד של ספקי החוב מיתרגם לרווח של ספקי ההון. לפיכך הנהלה השואפת לציית לתכלית הנוהגת אמורה לעשות כל אשר לאל ידה על מנת להוריד את ערך החוב המונפק.<sup>27</sup>

ועוד: אף שחווה הלוואה – בין שהוא איגרת חוב ובין שלא – הוא בדרך כלל הסכם מפורט ומתוחכם, עדיין אין הוא יכול לכלול הסדרים שיצפו מראש את כל שעתיד להתרחש. חוזה הלוואה כוללים גם הם התחייבויות משתמעות, ולעתים על פרשניהם להידרש להשלמתם באמצעות ניחוש בדיעבד של מה שהצדדים היו מעוניינים בו לו היו ערים למציאות – התחייבויות היפותטיות. בעניין זה בולטת הדוגמה הזאת: בשנות השמונים של המאה העשרים עלתה לראשונה האפשרות של רכישה ממונפת (leverage buyout) של חברה באמצעות הנפקת חוב חדש – "אג"ח זבל" (junk bond). בגלל חדשנותה המופלגת של טכניקת מימון זו, פרי השראתו של אשף המימון מייקל מילקן (Milken), לא צפו אותה חוזה הלוואה שהיו תקפים באותה עת, ולכן לא כללו הגנה לנושים מפניה. בהינף עסקה קיבלו עליהן חברות לוות, שנחשבו לבעלות כושר פירעון מוצק, הלוואות ענק ושיעבדו את נכסי החברה לבנקים המלווים – כל זה למען קידום האפשרות של העברת השליטה לידי בעלי מניות חדשים (לעתים קרובות – לידי הנהלת החברה, יוזמת העסקה) בלי שהחברה הלווה תקבל כל תמורה. עם השלמת הרכישה השתנתה רמת המינוף של החברה שינוי דרמטי, סיכויי החזור של חובותיה המקוריים השתנו לרעה, והערך של האג"ח המונפק, רכושם של הנושים, נפגע.<sup>28</sup>

27 "For any corporation, let  $A = \text{Assets}$ ,  $B = \text{Bonds}$ , and  $C = \text{Common Stock}$ , where all values are at market. In that case,  $A = B + C$ . It is easy to see that any decrease in  $B$  will increase  $C$  by a corresponding amount. If you want bonds to lose value, you make them more risky", McDaniel, הערה 18 לעיל, בעמ' 125.

28 ראו למשל "Leveraged Management Buyouts and Shareholders Wealth" in Y. Amihud *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences* (1989) 2-11; K. Lehn and A. Poulsen "Leveraged Buyouts: Wealth Creation or Wealth Redistribution?" in M. L. Weidenbaum and K. W. Chilton *Public Policy Toward Corporate Takeovers* (1988) 104. המקרה המפורסם ביותר הוא ההשתלטות הממונפת על החברה הענקית נביסקו. עקב השינוי ברמת המינוף השתנה הדירוג של האג"ח המונפק מ-Aaa ל-A, ושוויו המצרפי ירד במיליארד דולר. לדיון המשפטי שדחה את זכות הנושים

הנה כי כן, אפילו הנושים – שהם ספקי תשומות מתוחכמים (הנהנים, בין היתר, משירותים מקצועיים של נאמנים, חתמים וחברות לדירוג אשראי) – עלולים לשמש מטרה להחצנת עלויות מטעם חברה המנוהלת למען השאת הרווחים של בעלי המניות.

#### ד. ספקים וצרכנים

לפעמים ספקים נדרשים להשקעות מתמחות. בספרות מובאת דוגמה קלסית:<sup>29</sup> חברה לייצור כלי רכב מתקשרת עם ספק שמתבקש לספק לה דלתות שתתאמה לרכב מדגם מסוים שהחברה מייצרת. הספק משקיע בהקמת קו ייצור ייחודי של דלתות שאין להן שום שימוש חלופי סביר. לאחר שנלכד הספק בקוריה, עלולה החברה לנצל את תלותו בה. היא תישא ותיתן מחדש על תנאי הרכישה של הדלתות מתוך ניצול חולשות בחוזה הרכישה או כל תירוץ אחר. תלותו של הספק בחברה יכולה לנבוע גם מנסיבות אחרות, כגון מהעובדה שהיא הצרכנית הגדולה ביותר של מוצריו. התכלית הנוהגת, המחייבת את החברה לפעול אך ורק למען קידום האינטרסים של בעלי המניות, מנחה את הנהלת החברה לנקוט דרך פעולה כוחנית ואופורטוניסטית שאיננה מביאה בחשבון את האינטרסים של הספק.

צרכנים עלולים להפוך לקרבנות של הפרת ציפיות. הניחו צרכן שרכש רכב מהחברה דלעיל. יום לאחר הרכישה החברה מחליטה להפסיק את ייצור הרכב הזה, לחדול מייצור חלפים בשבילו ולקצץ בשירות שהיא נותנת לו במוסכיה המורשים. אין כל ספק שעם היוודע החלטת החברה ירד ערך השוק של הרכב פלאים. בעיות מסוג זה שכיחות בתעשיית המחשבים, כאשר חברות מוכרות חומרה ומפסיקות לייצר תוכנה המתאימה לה. החלטתה החד-צדדית של החברה המוכרת, בשני המקרים, עומדת בניגוד לציפיות הלגיטימיות של הצרכנים. אולם בהיעדר ביטוי חוזי מפורש להתחייבות המשתמעת של החברה, הצרכן – שהוא בדרך כלל הצד החלש בעסקה – עלול להתקשות בגיוס תוקף משפטי לציפיותיו. החברה עלולה לנצל זאת בהיותה נתמכת על ידי התכלית של השאת הרווחים של בעלי המניות.

לפיצוי ראו *Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.* 716 F. Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989)

29 ראו Klein, Crawford, and Alchain, הערה 9 לעיל, בעמ' 308-310.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

## ה. קהילה

כאשר קהילה מקומית מחליטה להקים בית ספר, בית חולים, מערכת כבישים ושאר השקעות תשתית למען חברה שהקימה את מפעלה בסביבת הקהילה, הדבר נעשה מתוך תקווה שהחברה תמשיך לקיים את עסקיה שם. במקרים רבים מערכת היחסים שבין החברה ובין הקהילה איננה נושאת אופי חוזי-פורמלי, עובדה המקשה כמובן על הגנת הקהילה מפני החצנת עלויות אליה מצד החברה (בפעלה למען השאת הרווחים של בעלי המניות), למשל כשהיא מחליטה לסגור את מפעלה או להעתיקו למקום אחר.

זאת ועוד, אפילו כאשר קיימים חוזים ואפילו כאשר אין מדובר בקהילה מקומית אלא בשלטון מרכזי, כוחן של חברות עסקיות הוא לעתים כה גדול והתחרות בין קהילות עליהן כל כך קשה,<sup>30</sup> שהאפשרות שלהן להחצין עלויות אל הסביבה רבה ומעשית. כבר בשנות החמישים נשמע התיאור הבא לכוחן של חברות ביחס לקהילות מקומיות בארצות הברית ואפילו ביחס למדינות:<sup>31</sup>

The large national-market firm has available to it the promise of locating, in a particular area or expanding its operations there, the threat of moving or contracting its operations as potent bargaining points in its dealings with local and even state political leaders. The branch manager of the company whose plant is the largest employer in a town or the vice-president of the firm proposing to build a plant which will become the largest employer in a small state deals with local government not as a citizen but as a quasi-sovereign power. Taxes, zoning laws, roads, and the like become matters of negotiation as much as matters of legislation. [...] the corporation's scope of choice, its financial staying power, its independence of significant local forces are all sources of strength in dealing with the characteristically weak governments at the local and often at the state levels.

30 R. B. Tyler "Other Constituency Statutes" 59 *Miss. L. Rev.* (1994) 373, 414-415 ראו

31 C. Kaysen "The Corporation: How Much Power? What Scope?" in *The Corporation in Modern Society* (E. Mason ed., 1959) 88, 100-101

אפשר שהקורא יוכל לזהות בדברים אלו תיאור רלוונטי של מערכות היחסים שבין, למשל, חברת כימיקלים לישראל ומדינת ישראל באשר לניצול אוצרות הטבע של ישראל באזור ים המלח, או בין חברת אינטל העולמית ובין ממשלת ישראל באשר למענקים שאינטל דרשה לשם הקמת מפעלה בקריית גת.

חברת הפלדה United Steel Company הייתה הבעלים של שני מפעלים שסיפקו את עיקר התעסוקה לתושביה של העיירה ינגסטאון (Youngstown) שבאווהיו. החברה החליטה לסגור ולהרוס את שני המפעלים הוותיקים משום שהטכנולוגיה שלהם התיישנה והייתה לא יעילה; החישובים הובילו להחלטה שלא להשקיע את הכסף הנדרש לשדרוג המפעלים. החלטת החברה פגעה במישרין בכמה קבוצות של קהלים: קודם לכול, 3,500 עובדים עמדו לפני פיטורים ואלפי עובדים נוספים היו עתידים להינזק; ושנית, הקהילה וגורמים פרטיים למיניהם השקיעו בעיירה משאבים רבים, ואלה עמדו לרדת לטמיון עקב סגירת המפעלים. ההשקעות היו ספציפיות ומתמחות, משום שההצדקה הכלכלית היחידה לקיומן הייתה הספקת שירותים ומוצרים לעובדי החברה ולמשפחותיהם, ולא היה ספק שרובם יעזבו את העיירה עם סגירת המפעלים. העובדים ניסו למנוע את הטרגדיה הכלכלית בכל מיני דרכים, בין היתר באמצעות הצעה שהפנו לחברה לרכישת המפעלים בערך השוק שלהם. החברה סירבה למכור את המפעלים לארגון העובדים בשל החשש שהרכישה תמומן על ידי הלוואות של המדינה כך שתיווצר תחרות לא הוגנת כלפי החברה עצמה. בית המשפט סירב להכיר בקיומה של זכות קניינית לעובדים, לעיירה ולאחרים בהמשך קיומו של המפעל ודחה את תביעתו של ארגון העובדים למנוע את הסגירה על ידי מכירת המפעלים לעובדים. בית המשפט קבע בשתי ערכאות שלחברה יש זכות חוקית לעשות במפעליה כרצונה, בכלל זה הריסתם, גם אם כתוצאה מכך תיהפך ינגסטאון לעיירת רפאים.<sup>32</sup> כך העבירו מנהלי החברה עושר מהעובדים, מהקהילה וממשקיעים פרטיים שהשקיעו בעיירה אל בעלי המניות.

32 ראו *Local 1330, United Steel Workers v. United States Steel Corp* 631 F. 2d 1264 (6<sup>th</sup> Cir. 1980). ג'וזף זינגר טען כי ההחלטה מוטעית, מכיוון שיש להכיר באינטרס ההסתמכות (reliance) של העובדים, הקהילה והתושבים: אף שלכל הקהלים הללו אין קשר חוזי פורמלי עם החברה שמפרש את זכותם לכך שהמפעלים לא ייהרסו, יש להכיר בקיומה של זכות קניינית שלהם, הנובעת מהסתמכותם על המשך קיומו של המפעל באותו אתר. ראו J. Singer "The Reliance Interest in Property" 40 *Stan. L. Rev.* (1988) 611

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

לסיכום, כל הצדדים לפקעת החוזית תלויים בהצלחת החברה. ההחלטות שהחברה מקבלת במהלך חייה משפיעות על ערך ההשקעות הטבועות (sunk investments) של כל אחת מהקבוצות של ספקי התשומות. יש להחלטותיה פוטנציאל של העברת עושר מקבוצה אחת לקבוצה אחרת. התכלית הנוהגת איננה מגלה רגישות לפוטנציאל זה. היא איננה קובעת נורמה שמשתדלת לאזן בין האינטרסים כך שלא יועבר עושר בדרך העולה כדי פגיעה שיטתית או העדפה שיטתית של מי מהקבוצות. היפוכו של דבר: התכלית הנוהגת מנחה את קברניטי החברה לקבל החלטות שתעברנה עושר בכיוון קבוע אחד – מכל ספקי התשומות של החברה אל בעלי המניות.<sup>33</sup> כפי שראינו, האפשרויות המעשיות להעברות כאלה רבות. החצנת עלויות מרחפת כאיום ממשי מעל לראשו של כל אחד מספקי התשומות של החברה.

### 3.2. פגיעה באינטרסים של החברה

שלא כמו עקרון היעילות של פרטו, הבוחן את יעילותה של פעולה בהשפעותיה על כל אחד מהצדדים, יעילות קלדור-היקס (להלן: יעילות) מתמקדת בהשלכות המצרפיות של הפעולה. גם אם הפעולה מעבירה עושר בין המעורבים, כך שיש מי שחסר ויש מי שנהנה, הפעולה יכולה להיחשב למשפרת יעילות אם סך כל הרווחים שצמחו ממנה (תועלות) עולה על סך כל ההפסדים (עלויות). בהקשר הנידון כאן ומנקודת הראות של יעילות החברה עלינו לבחון אם פעולה של חברה למען התכלית של השאת הרווחים של בעלי המניות עתידה להשיא תמיד את רווחיה של החברה עצמה. גם את התכלית הנוהגת איננה משפרת יעילות פרטו, משום שהיא מאפשרת החצנה של עלויות אל אחרים, אפשר שהיא תשפר יעילות קלדור-היקס אם למרות ההחצנה אל מי מספקי התשומות יהיו לחברה עצמה תמיד רווחים נטו בעקבות פעולה על פי התוואי של התכלית הנוהגת. מנגד, אם יש ניגודי עניינים בין בעלי המניות ובין החברה עצמה, כך שעקב פעולת החברה למען השאת הרווחים של בעלי המניות ישתנה מצבה של החברה לרעה, או אז התכלית הנוהגת איננה עומדת גם באמת מידה זו של יעילות.

33 ניתוח דומה הניב קריאה לשינוי של דיני החברות כך שיכללו "anti-theft measures". ראו M. McDaniel " 'Other Constituency' Statutes: Necessary or Misguided" 12 *Corp. Coun. Wkly. (BNA)* (May 30, 1990) 8

הדיון להלן ממפה את האפשרויות הקיימות לניגוד עניינים בין החברה כאישיות משפטית נפרדת, עצמאית וחסרת בעלים ובין בעלי המניות בארבעה תחומי תפקוד מרכזיים של החברה העסקית: (א) הניהול השוטף; (ב) החוזים שהחברה כורתת עם ספקי התשומות השונים; (ג) חלוקת הרווחים של החברה; (ד) עסקאות סופיות.

### 3.2.1. ניהול שוטף של החברה

החוזים שהצדדים לפקעת החוזית כורתים אינם יכולים לכלול פרטים מדויקים באשר לדרך הניהול השוטף של החברה. ריבוי המשתנים וחוסר האפשרות המעשית לחזותם מראש מסכלים כל אפשרות לתת מענה חוזי לכתחילי נקודתי לשאלות, קטנות וגדולות, שקיום החברה מעורר מעת לעת. במציאות שבה "הכול זורם" נדרש ניהול זורם על ידי גורם המוסמך להפעיל שיקול דעת ששוליו אינם צרים. על פי דיני החברות, הגורם המוסמך – ההנהלה המעשית, ולעיתים הדירקטוריון – נבחר לתפקידו בידי בעלי המניות. התכלית הנוהגת גם קובעת שעל שיקול הדעת של הגורם המחליט לכוון את עצמו להשאת הרווחים של בעלי המניות. בהינתן כללי משחק אלו ברור שהניהול השוטף של החברה יהיה ממוקד באינטרסים של ספקי ההון.

מאליה מתבקשת השאלה: האם יש חפיפה מלאה בין האינטרסים של ספקי ההון ובין היעילות המצרפית בעבור החברה חסרת הבעלים? ככל שהיא מתקיימת, מובטח לנו שהתכלית הנוהגת פועלת לקידום היעילות. אולם ככל שיש ניגוד בין האינטרסים הייחודיים של בעלי המניות ובין האינטרסים של האישיות המשפטית הנפרדת, ככזו, וככל שהיקפו של ניגוד האינטרסים גדול ורחב יותר, כן יתגבש ויתעצם טיעון כלכלי נגד התכלית הנוהגת.

הניתוח מעלה כי בחלק גדול מהמקרים, ניהול שוטף של החברה המכוון ליצור עושר עבור בעלי המניות מגדיל אגב כך את עוגת המשאבים הכוללת של החברה ויש לקטלגו כמשפר יעילות. אולם יש מצבים שכיחים וחשובים שבהם לצורך הגדלת חלקם של בעלי המניות בעווגה, מתבקשת הקטנת היקפה הכולל. במצבים אלו בעלי המניות אינם מעוניינים בטובתה של החברה, כיוון שטובתם שלהם סותרת אותה. נדגים כמה מהם.



## א. יחס לסיכון

כל החלטה עסקית שחברה מקבלת במהלך חייה מאופיינת ביחס מסוים לסיכון – היא יכולה לבחור בדרך פעולה שתבטיח לה רווחים ודאיים וצנועים, והיא יכולה לבחור בדרך פעולה שתאפשר לה בשיעור הסתברות נמוך יחסית להפיק רווחים גבוהים יחסית. כיצד עליה לפעול? בבחירה בין האפשרות הראשונה, המבטאת שנאת סיכון, ובין האפשרות השנייה, המבטאת אהבת סיכון, החברה אמורה להעדיף את האפשרות שהערך הנוכחי שלה הוא הגבוה ביותר בעבורה. בדרך כלל האינטרס של בעלי המניות זהה: בהיותם מושפעים מהרווח וההפסד השיורי של החברה, גם הם מעוניינים שהחברה תבחר באפשרות שהערך הנוכחי שלה הוא הגבוה ביותר בעבורה. אולם המצב השכיח איננו המצב היחיד האפשרי. ייתכנו מצבים אחרים שבהם – עקב העובדה שהחברה ובעלי המניות הם ישויות נפרדות, בעלי סדר יום והעדפות פרטיות – יתגלעו ביניהם הבדלים שיבואו לידי ביטוי ביחס שונה לסיכון. נציג שתי דוגמאות-אב: הראשונה מדגישה את המשמעות של האחריות המוגבלת של בעלי המניות ביצירת ניגודי עניינים ביניהם ובין החברה; השנייה מתעכבת על ההשפעות של ביזור ההשקעה המאפיין את בעל המניות הרציונלי בחברה ציבורית. כל אחת מהן מצביעה על קיומו של מתחם רחב של מקרים שבהם יפגע ניהול החברה למען האינטרסים של בעלי המניות ביעד היעילות של החברה עצמה.

(1) **אחריות מוגבלת.** בעלי המניות והחברה אינם חולקים אותו יחס כלפי האפשרות שעקב החלטה עסקית שהחברה תקבל, היא תיעשה חדלת פירעון ותפסיק להתקיים. לחברה חסרת הבעלים, ההישרדות היא מטרה עליונה. כאשר פעולה שלה עלולה להביא אותה אל עברי פי חדלות פירעון, היא נעשית שונאת סיכון מובהקת. מנגד, בעל מניות נהנה מאחריות מוגבלת לתוצאות הכלכליות של חברה נתונה. כיוון שכך נטייתו הרציונלית תהיה להמריץ את החברה לקבל עליה סיכונים שהיא הייתה מבכרת – על סמך האינטרסים העצמיים שלה – להימנע מהם. מבחינתו הזכייה, במקרה של הצלחה, היא מלאה; ההפסד, במקרה של כישלון, מתחלק בינו לבין אחרים.<sup>34</sup>

34 להמחשת מקרה זה נשתמש בדוגמה שהציעו אחרים, תוך שאנו נוטלים לעצמנו חירות לשפץ אותה כראות עינינו. ראו S. M. H. Wallman "The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties" 21 *Stetson L. Rev.* (1991)

משעמדנו על נקודה זו אפשר להשתמש בה כבמנוף לעריכת הבחנה כוללת בין האינטרסים של בעלי המניות שאחריותם מוגבלת ובין האינטרסים של החברה עצמה. כשם שבמקרה הקיצוני, קרי תפקוד על סף חדלות פירעון, נבֶּעָה פער במכנה המשותף שבין השניים, כך גם בכל החלטות הניהול השוטפות שהחברה מקבלת – לעולם תהיה החברה הססנית יותר מבעלי מניותיה ביחסה לסיכון בגלל החשש שתיקלע למצב הקצה האמור. כמובן, ככל שהנתונים העובדתיים מרחיקים אותנו מקיום על סף חדלות פירעון, כן הולך ומתאחה הפער האמור וקטן ניגוד העניינים בהקשר האמור בין בעלי המניות ובין החברה עצמה; אולם עקרונית ההבדל קיים תמיד, ורק שיעורו משתנה ממקרה למקרה.

163, 178. חברה בעלת כושר פירעון, הנמצאת על סף חדלות פירעון, עומדת לפני בחירה בין שני מיזמים עסקיים חלופיים: אופציה א, שהחזר הצפוי שלה הוא 900,000 ש"ח (50% סבירות של החזר של 1,500,000 ש"ח ו-50% סבירות של החזר של 300,000 ש"ח); ואופציה ב, שהחזר הצפוי שלה הוא 1,200,000 ש"ח (100% סבירות). העלות שהחברה תישא בה כתוצאה ממימוש כל אחת משתי האופציות (למשל שכר לעובדים, תמורה לספקים, בלאי של החוב וכו') היא בסך של 1,000,000 ש"ח. לכן הרווח הצפוי לחברה הוא שלילי במקרה של האופציה הראשונה (הפסד של 100,000 ש"ח) וחיובי במקרה של האופציה השנייה (רווח של 200,000 ש"ח). על בסיס נתונים אלו קל לקבוע כי מנקודת הראות של החברה (ושל המשק בכללותו), האופציה הראשונה אינה באה בחשבון. גם חברה בעלת כושר פירעון יציב, אשר תעדיף אופציות מסוג זה באופן קבוע, לא תתקיים לאורך זמן. אולם מהי ההעדפה הרציונלית מנקודת הראות של בעלי המניות שיש להם תיק השקעות מבוזר היטב? בהנחה שבעלי המניות יכולים לגרוף לכיסיהם את כל הרווח שתפיק החברה מהמיזם (למשל על ידי חלוקתו כדיווידנד), השווי הנוכחי של האופציה השנייה לבעלי המניות הוא 200,000 ש"ח (ההפרש שבין החזר הוודאי – 1,200,000 ש"ח – ובין העלות הוודאית – 1,000,000 ש"ח). לעומת זאת השווי הנוכחי של האופציה הראשונה לבעלי המניות גדול יותר – 250,000 ש"ח. מבחינתם, השווי הנוכחי של האפשרות הגרועה – שבה ייגרם לחברה הפסד של 700,000 ש"ח – הוא אפס. החברה תהפוך להיות חדלת פירעון, וההפסד יוטל על בעלי התביעות כלפי החברה. השווי הנוכחי של האפשרות הטובה הוא 250,000 ש"ח; זהו ההפרש בין החזר – 50% סבירות של החזר בסך של 1,500,000 ש"ח – ובין העלות – 1,000,000 ש"ח. לכן אם האינטרס של בעלי המניות הוא שאמור להנחות את דרך הפעולה של החברה, עליה לבחור באופציה הראשונה, בעלת תוחלת הרווח השלילית. הנה כי כן מתעוררים מצבים שבהם דרך הפעולה המשיאה את רווחיהם של בעלי המניות היא שפוגעת ברווחי החברה.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

(2) **ביזור ההשקעות.** בעלי מניות רציונליים מבזרים את השקעותיהם בין חברות רבות; כל חברה נתונה מייצגת בשבילם רק פיסה אחת בתצרוף השלם שתיק ההשקעות שלהם מורכב ממנו. על ידי כך הם מגנים על עצמם מפני סיכונים ספציפיים בחברה נתונה, והביזור מאפשר להם להיות ניטרלים לסיכון.<sup>35</sup> כמוכן, אין משמעות הדבר שהם אדישים לסיכון. אדרבה, משקיע מבזר מעוניין שהנהלה של כל אחת מהחברות תתפקד ברמת סיכון גבוהה המגדילה את אפשרויות הרווח שלה. הוא אוהב סיכון. הוא אינו מעוניין בהנהלה שרואה את חזות הכול בצמצום הפסדים (ולכן נמנעת מהחלטות מסוכנות), אלא דווקא בהנהלה שרואה את חזות הכול בהגדלת רווחים (ולכן נוטלת סיכונים מחושבים).<sup>36</sup> מחקרים מלמדים כי תיק השקעות המורכב ממניות של עשרים חברות מגן על בעל המניות מפני 99% מהסיכון הספציפי שכרוך בכישלונה של אחת החברות.<sup>37</sup> השקעה ב־200 עד 300 חברות מבטלת את הסיכון

35 R. A. Booth "Stockholders, Stakeholders, ראו למשל, *Law*. (1998) 429, 442-447. "53 *Bus.* and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty)"

36 הדוגמה שבות מציע (שם, בעמ' 443) מועילה: חברה א מייצרת רווח שנתי צנוע של 5% לבעלי מניותיה (בכלל זה רווחי הון וחלוקת דיווידנדים). החברה שוקלת לפתח קו ייצור חדש, שאם יצלח, יאפשר לה להקטין את הוצאותיה ולהגדיל את רווחיה השנתיים. יש סיכון של 40% שמעבר לקו הייצור החדש יגרום לעיכובים בייצור, כך שהחברה עלולה לאבד את חלקה בשוק לטווח הקצר, ואפשר כי הדבר אף יוביל לפירוקה. מצד שני, יש סיכוי של 60% שהמעבר יתרחש ללא תקלות, כך שרווחיה השנתיים של החברה יגיעו לכדי 20%. בחישוב כולל, המעבר לקו הייצור החדש הוא מעבר כדאי, משום שלאחר חישוב כולל של הסיכוי והסיכון הכרוכים בו מסתבר שהחזר השנתי הצפוי כתוצאה ממנו הוא 12% (לעומת החזר נוכחי של 5%). מי יהיה מעוניין במעבר? ברור שבעל מניות מבזר יחפוץ במעבר, שהרי אם הוא מחזיק במניות של חברות רבות וכולן יאמצו את המדיניות אוהבת הסיכון, הוא עתיד להרוויח: 60% מהחברות יגדילו את רווחיהן ב־20% ו־40% מהחברות תיכשלנה ותיסגרנה, כך שבמוצע יצמח החזר תיק ההשקעות שלו מ־5% ל־12%.

37 B. G. Malkiel *A Random Walk Down Wall Street* (4<sup>th</sup> ed., 1985) 185-209; ראו M. Statman "How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?" 22 *J. Fin. & Quant. Anal.* (1987) 353

לחלוטין.<sup>38</sup> קיימים כיום מוסדות פיננסיים המאפשרים גם למשקיעים קטנים להשיג את הביזור הרחב בעלות נמוכה יחסית כך שברור שבעל המניות הרציונלי יעדיף לבזר את השקעותיו. לכן אם תכלית החברה היא השאת הרווחים של בעלי המניות המבוזרים היטב, היא חייבת לתפקד בלי להתחשב בסיכון המסוים שפעולת החברה מעוררת,<sup>39</sup> שהרי בעלי המניות ניטרלים כלפי סיכון זה באופן מושלם.<sup>40</sup> במקרה הקיצוני מכולם ייתכן שהאינטרס של בעל מניות מבוזר הוא שהחברה הספציפית תפורק על מנת להקטין את התחרות בענף כך שרווחיו מהשקעתו בחברות האחרות שבתיק ההשקעות שלו יגדלו.<sup>41</sup> מנגד, האינטרס העצמי של החברה מחייב אותה לשקול את הסיכון ואת הסיכוי בדרך אחרת לגמרי. בניגוד לבעל המניה, החברה איננה שוות נפש לצעידה בשביל המסוכן, שהרי התהום הפעורה בצדו היא איום של ממש על רווחיה, ולעתים גם על עצם הישרדותה.

טיעון זה יפה באשר לחברה הציבורית שבעל המניה הטיפוסי בה הוא משקיע מבוזר היטב, אך כוחו תש כאשר מדובר בחברות פרטיות (ובחברות ציבוריות שאינן בשליטת ההנהלה), שיש בהן בעל דבוקת שליטה מובחן, המחזיק חלק גדול מרכושו הפרטי בחברה. סביר להניח שמחמת ריכוז ההשקעה והחשיפה הגבוהה של בעל דבוקת השליטה להשלכות של התוצאות הכלכליות של החברה יהיה יחסו לסיכון זהיר, כך שיצטמצם הפער בין האינטרסים שלו ובין האינטרסים של החברה בהיבט הנבדק. אולם מצד אחר, המקרה האחרון מעורר חשש מסוג אחר לפגיעה באינטרסים של החברה – כאשר הם עומדים בסתירה לאינטרסים הפרטיים של בעל דבוקת השליטה.

- 38 להפניות ראו J. H. Lorie et al. *The Stock Market: Theories and Evidence* (2<sup>nd</sup> ed., 1985) 21-24
- 39 למעשה, פירוקה של חברה אחת בתיק ההשקעות של בעל מניות מבוזר היטב הוא חסר משמעות כלכלית ("matter of indifference"). ראו D. Fischel "The Business Judgment Rule and the Trans Union Case" 40 *Bus. Law.* (1985) 1437, 1442
- 40 הסיכון היחיד שהם חשופים לו נובע משינויים המתרחשים בשוק כולו.
- 41 כך למשל, משקיעים מוסדיים, המחזיקים בדרך כלל תיק השקעות מבוזר היטב, אינם מעוניינים בהצלחת חברה נתונה, אלא בהצלחה של ענף או בהצלחה של הכלכלה כולה. בכל מקום שמתעורר בו ניגוד אינטרסים בין טובת החברה ובין טובת הענף או הכלכלה כולה, הם עלולים – מצד האינטרסים הפרטיים שלהם – לפעול בניגוד לטובת החברה.

## ב. אינטרסים פרטיים

היעילות הפרטית של בעל מניה מושפעת מגורמים אישיים, ממשתנים ייחודיים ומסביבת התפקוד שלו. כשם שפרצופיהם של בעלי המניות שונים זה מזה, כך גם מערך האינטרסים שרווחתם האישית נגזרת מהם. לפיכך כאשר התכלית הנוהגת מתמקדת בהשאת הרווחים של בעל המניה בחברה נתונה, אין היא יכולה לממש את ייעודה במנותק מהקשר הנסיבות הייחודי שהיעילות הפרטית עבור בעל השליטה נמדדת על פיו. לשם הדגמה הבה נניח אשכול חברות. חברה אֶם היא בעלת מניות שליטה בחברה בת. כזו יש לה בוודאי אינטרסים בהצלחת הבת, אך בד בבד יש לה גם אינטרסים אחרים – פרטיים – הקשורים למצבה הייחודי כחברה אֶם. היא תרצה לפעול לאופטימיזציה של הסיכון שהיא לוקחת, ולצורך זה היא יכולה לבחור מדיניות ניהול שתמריץ חלקים מהאשכול לנטילת סיכונים גבוהים וחלקים אחרים להימנעות מסיכון. ברמת החברה האֶם משיא מינון זה של הקצאת הסיכונים את הערך הנוכחי של החברה, אך ברמת כל אחת מהחברות שבאשכול אפשר שהסיכון שהחברה האֶם בחרה להשית עליה, מכוח שליטתה בה, גדול מדי או קטן מדי יחסית לאפשרות היעילה המיטבית בשבילה. ושוב, מקרה זה לא ללמד על עצמו יצא, אלא ללמד על הכלל כולו: כמו החברה האֶם באשכול, כך גם כל בעל מניה שליטה, בכל חברה, פועל מתוך מצב אישי ספציפי המכתיב לו את העדפותיו הרציונליות. יש בעלי מניות שתיק ההשקעות שלהם מוטה באופן מסוים (למשל, חשוף לסיכון שבשער החליפין, ולכן הם יחפצו לאזן אותו באמצעות השקעתם בחברה הנתונה); יש בעלי מניות שמצבם הכלכלי שונה מהממוצע (למשל, בעלי הכנסות רבות בשנה נתונה, כך שמתוך רצון להימנע מתשלום מס גבוה הם עלולים להכתיב לחברה שבשליטתם התנהגות מסוימת); יש בעלי מניות בעלי העדפות ערכיות אישיות (למשל, "ירוקים" המעוניינים בשמירה על הסביבה מעבר לדרישת החוק הנוהג, ולכן יגבילו פעולות חוקיות של החברה שעשויות לזהם); יש בעלי מניות בעלי אמונות פרטיות (למשל, בעל שליטה דתי המעוניין להפסיק את פעולת קו הייצור בשבת אף שהחוק מתיר פעולה זו) וכדומה. ובאופן כללי: אינו דומה בעל שליטה העולה בחופה של עכו לבעל שליטה העולה בחופה של אספמיה. התכלית הנוהגת עלולה לסחוף את ניהולה השוטף של החברה בהתאם לאינטרסים הייחודיים של בעל השליטה על מנת להביא לאופטימיזציה של היעילות הפרטית שלו גם במחיר פגיעה ביעילות התפקוד של החברה עצמה.

### ג. טווח ההשקעה

בעלי המניות שואפים להשיא את ערך ההחזקות שלהם בחברה, לא את ערכה של החברה עצמה. ככל שטווח ההשקעה הממוצע של בעלי המניות בחברה נתונה קצר יותר, כך הפער שבין שני הערכים נעשה בעל נפח ממשי יותר. בחברות ציבוריות רבים מהמשקיעים אינם מבצעים החלטות מתוך ראייה אסטרטגית. הם נכנסים להשקעה בחברה ויוצאים ממנה במהירות יחסית, ותשומת לבם ממוקדת בעיקרה בהחזר (תשואה שוטפת ורווח הון) שיקבלו על ההשקעה בטווח קצר עד בינוני. אולם בהחלטות שעל החברה לקבל יש גם כאלה שדורשות "נשימה עמוקה" והמתנה עד להבשלה של תהליך. כמו התנא הזקן ששתל עץ חרוב בשביל הדור הבא, כך גם חברה, מצד האינטרסים העצמיים שלה, חייבת לפעול לטווחים ארוכים גם במחיר פגיעה בערך המניות בטווח הקצר.<sup>42</sup>

### 3.2.2. חוזים עם ספקי תשומות

ראינו כי התכלית הנוהגת עלולה לשמש מכשיר רב ערך בידי בעלי מניות המעוניינים להחצין עלויות אל שאר ספקי התשומות של החברה. כאשר הניהול השוטף של החברה דורסני, בלתי מתחשב ונצלני כלפי שאר ספקי התשומות, ייאלצו הללו, במשך הזמן, להתגונן כמיטב יכולתם מפני האיום. הם ינקטו שורה של צעדי מנע, שיקטינו אמנם את היכולת של בעלי המניות להחצין אליהם עלויות, אך בד בבד יקטינו את יעילות התפקוד של החברה ואת שווייה הכלכלי.

עובדים, מנהלים, ספקים ולקוחות עלולים להסס בטרם ייאותו להיכנס להשקעות מתמחות בחברה, והיצע כוח האדם שמעוניין להתמחות יקטן. בידעם כי ההשקעה המתמחה קולעת אותם לעמדת תלות בחברה, שעלולה להיות מנוצלת נגדם לצורך העברת עושר מהם לבעלי המניות, אלו שייאותו להתמחות יבקשו פיצוי לכתחילי

42 לדיון בבעיה זו ראו T. L. Hazen "The Short-Term/Long-Term Dichotomy and Investment Theory: Implications for Securities Market Regulation and Corporate Law" 70 *N. C. L. Rev.* (1991) 137, 139-142. לכאורה, בשוק יעיל אמור השווי העתידי של ההשקעה הנוכחית לבוא לידי ביטוי בערך הנוכחי של המניה, כך שלא יתקיים ניגוד אינטרסים בין המשקיעים לטווח קצר ובין החברה. אולם בפועל, התרחשות זו איננה מתממשת (מסיבות שיפורטו בהמשך).

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

על הסיכון העודף, כך שמחיר חוזים שחברות זקוקות להם יעלה. ניהול החברה בדרך שמפרה ציפיות שאינן מעוגנות בחוזה או מנצלת טעויות בחוזה עלול להניע מתקשרים עם החברה לנהוג במשאם ומתנם עמה בדרך שבה נוהגים עם מי שחושדים בכוונותיו. הצדדים לפקעת החוזית יהדקו את המערך החוזי באופן שיעלה ויתפית, לכולם, את עלויות העסקה. החוזים יהיו מפורטים שלא לצורך, ומערכת היחסים בין הצדדים תלבש לבוש משפטי עודף. החוזים יסתרבלו בסעיפי סל מכבידים ובתניות כלליות לא מדויקות (במטרה לצלוף בחשכה בנושאים שקשה לצפותם מראש). המחיר הבלתי נמנע של התפתחויות אלו יהיה פגיעה בוודאות וביציבות של מערכות היחסים והיזקקות מוגברת לפרשנות שיפוטית ולאכיפה משפטית.

באופן כללי התכלית הנוהגת, המעדיפה את האינטרסים של ספק תשומות אחד ומנחה את החברה לפעול ככל האפשר להשאת רווחיו, עלולה לפתח חששות מוצדקים אצל שאר הצדדים לפקעת החוזית מפני התנהגות חד-צדדית, נצלנית ובלתי הוגנת. "מקדם היסטריה" גבוה ייעשה לסטנדרט מאפיין במערכות היחסים הפנים-חברתיות, והכול יישאו בעלות הבזבוז.<sup>43</sup>

### 3.2.3. דרך חלוקת הרווחים

תופעת המחסור היא מאפיין יסוד של הקיום האנושי. אפילו אדם וחוה בגן עדן, שהכול היה מזומן להם, סבלו ממנה – הם היו מנועים מעץ הדעת.<sup>44</sup> ברור לפיכך שלעולם תהיה שמיכת הרווחים של החברה קצרה מדי יחסית לרצונות ולשאיפות של כל המעורבים. מאבק בין הצדדים על חלוקת רווחי החברה ביניהם הוא בלתי נמנע.

43 לכאורה, חשש זה אין בו ממש. גם בעלי המניות, בהיותם בעלי אינטרס שיווי בחברה, מעוניינים למנוע את הבזבוז האמור. אולם בפועל כוחו של טיעון זה איננו עומד להצדקת התכלית הנוהגת במקרים הרבים שנסקרו לעיל, שבהם קיים ניגוד אינטרסים בין בעלי המניות ובין החברה. או אז לא יפעלו בעלי המניות למנוע את החצנת העלויות אל יתר בעלי התביעות נגד החברה, גם במחיר הפגיעה בחברה עצמה, משום שהחצנת העלויות משיאה את היעילות הפרטית שלהם.

44 קישור זה למדתי בזמנו מפרופ' יעקב רוזנברג, בשיעורי הפתיחה של הקורס "מבוא לכלכלה". אפשר שהמגבלה שהושתה על אדם וחוה הייתה הכרחית לשם אפיון קיומם בגן עדן כקיום אנושי, רלוונטי לדורות.

לחלוקת הרווחים חשיבות מרובה. ראשית, איכותית: מבחינתם של הצדדים לפקעת החוזית, חלוקת הרווחים היא המעשה המכריע שלשמו הם התקשרו עם החברה מלכתחילה. שנית, כמותית: חלוקת הרווחים נוגעת לחלק גדול מן החלטות הניהוליות שמתקבלות בחברה העסקית. כך למשל, בעלי המניות תאבים לדיווידנד ולהעלאת ערכה של המניה; עובדים מעוניינים במשכורות ובשיפור של סביבת העבודה ותנאיה; מנהלים חושקים במה שהעובדים מעוניינים, אך גם בבנוסים, תנאי פרישה ייחודיים, עסקאות עם בעלי עניין ואפילו הגדלת האימפריה העסקית שבשליטתם; ספקים ולקוחות מעוניינים למכור לחברה ולקנות ממנה (בהתאמה) במחיר טוב ככל האפשר ובתנאי תשלום נוחים; הנושים מעוניינים לא רק בריבית גבוהה, אלא גם בבטוחות מוצקות, ברמת מינוף נמוכה ובניהול שמרני. ניהול שוטף של החברה, המקבל החלטות על נושאים אלו, עוסק בחלוקת רווחיה בין ספקי התשומות.

בהינתן מציאות כלכלית שבה איש איננו "שמח בחלקו", השאלה היא אם תכלית החברה הנוהגת מספקת הנחיה באשר לחלוקת הרווחים, בכל המובנים שהוזכרו לעיל, בדרך שהיא משפרת יעילות. לצורך בחינת שאלה זו אשתמש בניתוח החברה העסקית כמערכת ייצור קבוצתי (team production).

מתבקשת הקדמה מבהירה: מרגרט בלייר ולין סטאוט העלו הצעה מעניינת לסדר היום של דיני החברות.<sup>45</sup> בהצעתן הן קוראות תיגר על העמדה המקובלת הרואה בבעיית הנציג – בין השולח (בעלי המניות) ובין השלוח (המנהלים) – את הסיבה העיקרית לקיומם של דיני חברות. כפי שהוסבר, עמדה זו קשורה לכלל ההעדפה של בעלי המניות ולתכלית הנוהגת במשפט המקובל, שעל פיה בעלי המניות הם הגורם שהחברה אמורה לתפקד למענו. השתיים טוענות כי ראייה זו של החברה מתעלמת מהאינטרסים של שאר הגורמים המעורבים בתאגיד. יתרה מזו, לדעתן בחיי היום-יום של חברות מתקיים שיתוף פעולה מעשי בין הגורמים השונים

45 M. M. Blair and L. A. Stout "A Team Production Theory of Corporate Law" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 247, reprinted in 24 *J. Corp. L.* (1999) 751 (להלן: "A Theory"). בעקבות מאמרו התקיים סימפוזיון על הנושא של ייצור קבוצתי. השתיים הקדימו לו הקדמה המציגה בקצרה את התזה שלהן. ראו M. M. Blair and L. A. Stout "Symposium: Team Production in Business Organizations: An Introduction" 24 *J. of Corp. L.* (1999) 743 (להלן: "Introduction").



שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

לקידומן של מטרות החברה, גם מעבר לאינטרסים הייחודיים לכל אחד מהגורמים.  
זו לשון הצעתן:<sup>46</sup>

The heart of the matter may lie in recognizing that some productive activities depend at least as much upon horizontal relationships as vertical ones. Put differently, some kinds of outcomes can only be achieved through joint effort – sometimes the joint effort of large numbers of people. If the activities and inputs of those participants are adequately coordinated, their collective output can be qualitatively different and vastly larger than the sum of what each individual could produce separately. Yet, transaction costs and other market imperfections often make it impossible to achieve the required coordination through impersonal individual exchanges in markets or even through a set of explicit contracts.

היות שכך הן סבורות שהמודל של בעיית הנציג איננו מספק. אמנם בעיות נציגות קיימות בחברה העסקית, אולם הארגון המשפטי-הכלכלי עצמו, החברה, נועד לפתור בעיות אחרות. לדעתן, הסוגיה המרכזית שדיני החברות מתמודדים עמה ואשר הייתה הצדקת קיומם היא הבעיה של ייצור קבוצתי.

מהו ייצור קבוצתי?<sup>47</sup> תהליך ייצור נעשה קבוצתי בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: (1) תהליך הייצור דורש את קיבוצן יחדיו של תשומות אחדות שמקורן ביותר מגורם אחד. מקום שכל התשומות החיוניות – זמן, כסף, ידע וכו' – מקורן בגורם אחד בלבד אין נדרש שיתוף פעולה של קבוצה, ולכן הבעיה של ייצור קבוצתי אינה מתעוררת. (2) לפחות חלק מהמשאבים שחברי הקבוצה חייבים להשקיע

46 Blair and Stout, A Theory of the Firm, שם, בעמ' 264.

47 בלייר וסטאוט מסתמכות על עבודתם של כלכלנים שחקרו את הבעיה של ייצור קבוצתי, ובהם A. A. Alchian and H. Demsetz "Production, Information Costs, and Economic Organization" 62 *Am. Econ. Rev.* (1972) 777; B. Holmstrom "Moral Hazard in Teams" 13 *Bell J. Econ.* (1982) 324; R. G. Rajan and L. Zingales "Power in the Theory of a Firm" 113 *Q. J. Econ.* (1998) 387

בתהליך הייצור הם משאבים ייחודיים לקבוצה ("team specific"). דהיינו, כאשר משתמשים בהם במסגרת הקבוצה יש להם ערך גבוה בהרבה בהשוואה לשימוש החלופי הטוב ביותר באותם משאבים. (3) הרווחים הנוצרים בתהליך הייצור הקבוצתי ("the economic rent") משותפים או בלתי ניתנים להפרדה, כך שקשה לייחס חלק מסוים כלשהו ברווחים לתוצאה של פעולתו של חבר כלשהו בקבוצה השותפה לתהליך הייצור.

חברות עסקיות ציבוריות עומדות בשלושת התנאים הללו: תהליך הייצור במסגרת החברה דורש את קיבוץ יחדיו של תשומות אחדות (הון, חוב, עבודה, ניהול וכדומה) שמקורן בכמה גורמים (בעלי מניות, בעלי איגרות חוב, עובדים, מנהלים). כפי שראינו לעיל, חלק מהמשאבים הנדרשים לפעולת החברה הם משאבים ייחודיים לקבוצה. נוסף על כך לדידן של בלייר וסטאוט, אפילו ספקי ההון והחוב משקיעים בחברה הון פיננסי, שלאחר שהחברה משתמשת בו לצרכיה – למשל לשם רכישת ציוד ייחודי – הופך להיות ספציפי לקבוצה. גם הקהילה המקומית משקיעה לעתים בדרך שנועדה לענות על הצרכים הייחודיים של חברה נתונה. משהחל תהליך הייצור הקבוצתי להפיק רווחים, אף אחד מהגורמים החברים בקבוצה, ובכללם ספקי ההון האנושי וספקי ההון הפיננסי, איננו יכול להוכיח כי חלק מסוים של רווחי החברה נובע דווקא מהשקעתו שלו.<sup>48</sup>

הייצור הקבוצתי, בגלל אופיו האמור, מעורר קושי של ממש: כל אחד מחברי הקבוצה תורם את חלקו לתהליך, אך אף אחד מהם איננו יכול לקבל את ההחזר המרבי על השקעתו באופן פרטי, מחוץ לקבוצה. מתעוררת אפוא השאלה כיצד יחולקו רווחי הקבוצה בין החברים. בחברה העסקית, שהיא עסק חי ומורכב, אי אפשר לחלק את הרווח בין החברים בהתאם למידת התרומה היחסית של כל אחד מהם, מפני שאין אפשרות מעשית לקבוע את מידת התרומה. כלל חלוקה שייקבע, מראש או בדיעבד, עלול לפגוע בתהליך הייצור הקבוצתי; כלל חלוקה של רווחים שייקבע מלכתחילה, למשל כלל חלוקה שוויוני, עלול ליצור אופורטוניזם וטפילות (the free-rider problem). הכלל ייתן תמריץ לכל חבר להתחמק מלהעביר לחברה את מלוא התשומה שהתחייב לה – ובכך ירוויח באופן אישי את החיסכון בהשקעה – תוך שהוא דורש את החלק הקבוע ברווחים המובטח לו על פי כלל

48 "Introduction", Blair and Stout, הערה 45 לעיל, בעמ' 745.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

החלוקה שנקבע מלכתחילה (shirking).<sup>49</sup> זאת ועוד: אם החברים יבחרו להסכים ביניהם על דרך חלוקת הרווחים רק בדיעבד, לאחר יצירתם, הם עלולים להיקלע לוויכוחים ולסכסוכים בשאלה למי מגיע יותר, כיוון שחלקו במאמץ הקבוצתי היה גדול יותר (rent-seeking). שתי האפשרויות מסוכנות לחברה ופוגעות בה.<sup>50</sup> זה הקושי המרכזי – לדעת בלייר וסטאוט – בתפקודו של עסק מסחרי שעוסק בתהליך ייצור קבוצתי. יעד מרכזי של דיני החברות הוא לתת מענה סביר לקושי זה.

דומה בעיניי שהתכלית הנוהגת, המעדיפה את האינטרסים של בעלי המניות, לא רק שאיננה עומדת במשימה אלא אף מעצימה, מחריפה ומאששת את החששות שתהליך הייצור הקיבוצי מעורר אצל שאר חברי הקבוצה.<sup>51</sup> אף על פי שההשקעה של כל אחד מהם חיונית לתהליך הייצור, ואף על פי שהשקעותיהם נושאות לעתים אופי מתמחה שאיננו מאפשר להם לעשות שימוש סביר אחר בהשקעה, הדין הנוהג מתעלם מהאינטרסים שלהם. תהליך הייצור הוא תהליך קבוצתי, אך השליטה בו מסורה לאחד מחברי הקבוצה, והאינטרסים האישיים שלו הם המגדירים את תכלית הפעולה של הקבוצה.

עקב כך ההחלטות הרבות הנוגעות לחלוקת רווחי החברה בין ספקי התשומות הופכות להיות מוטות לטובת בעלי המניות. כפי שהוסבר לעיל, חלוקת הרווחים עומדת בלב המאמץ הקיבוצי: היא מתרחשת בהקשרי תפקוד מגוונים ביחס לכל החוזים המרכיבים את הפקעת החוזית, והיא סיבת ההתארגנות כקבוצה. לפיכך ברור

49 כך למשל, עובד יתחמק מלהשקיע בעבודה את מלוא מרצו; ספק יספק לחברה מוצר נחות; מנהל יתרושל במלאכתו. כל אחד מאלה יגרוף את מלוא היתרונות האישיים הנובעים מתפקודו התת-מיטבי (בהתאמה: ישתעשע במשחק שש-בש בזמן העבודה, יחסוך בעלויות הייצור של המוצר, יקבל עליו עוד משרה במקום עבודה אחר), אך ההחזר שיקבל מהחברה לא ייזק (אלא רק בחלק היחסי, הזעיר בדרך כלל, של הפגיעה בחברה, שישפיע על ערך תביעתו ממנה).

50 Blair and Stout, "Introduction", הערה 45 לעיל, בעמ' 745.

51 בלייר וסטאוט קוראות את הדין הנוהג בדרך אחרת. לדין אין למצוא בו העדפה של בעלי המניות (שם, חלק II), אלא הן משליכות את יהבן על עצמאות הדירקטוריון, המשמש לדעתן הייררכיה מתוכנת שמיישבת את הקשיים המתעוררים בעת חלוקת הרווחים של תהליך הייצור הקבוצתי. דעתי שונה. לפירוט ולניתוח המחלוקת הפוזיטיבית (מהו הדין הנוהג?) והנורמטיבית (מהו הדין הרצוי?) ראו הדין בפרק 15.2.5 להלן.

שהתכלית הנוהגת בידי החברות – המשעבדת את פעולת הקבוצה כולה להעדפות פרטיות – איננה משביעת רצון מנקודת הראות המצרפית של הקבוצה עצמה.<sup>52</sup>

### 3.2.4. עסקאות סופיות

ניגוד העניינים בין בעלי המניות ובין החברה בולט במיוחד בעסקאות שבעקבותיהן עתידים בעלי המניות לצאת מהשקעתם בחברה. הניחו, למשל, הצעת מיזוג בין שתי חברות שהתמורה המשולמת בה היא מזומן. בעלי המניות בחברה הנרכשת ישקלו את תגובתם לעסקה מתוך הפרספקטיבה הבלעדית של גובה התמורה שיקבלו תמורת מניותיהם. הם אדישים לחלוטין לעתיד החברה לאחר העסקה, מפני שהם כבר לא יהיו מושקעים בה באותה עת. אולם ייתכנו מצבים שבהם גובה התמורה לבעלי המניות ישיא את רווחיהם מהשקעתם ואף על פי כן העסקה עצמה תהיה מנוגדת ליעד היעילות של החברה גופא. או אז בעלי המניות עלולים להעדיף החלטות המשפרות את היעילות הפרטית שלהם גם במחיר פגיעה ביעילות החברה.<sup>53</sup> באופן כללי מצבים אלו מתקיימים בעסקאות להעברת שליטה שבמסגרתן מוקצה מחדש העושר בחברה בין ספקי התשומות. כפי שראינו לעיל,<sup>54</sup> להעברת שליטה בחברה יכולות להיות השפעות שליליות מנקודת הראות של בעלי התביעות החוזיות כלפי החברה; העסקה עלולה לשנות לרעה את מצבם של הנושים (עקב העלאת רמת המינוף), של המנהלים ושל העובדים (המפוטרים בטרם מיצו את אופק הקריירה המלא שלהם בחברה) או הקהילות שהחברה מתקיימת בהן (כאשר היא זונחת אותן לטובת מקומות אחרים). ההפסדים שנגרמים לקבוצות אלו עלולים להיות דלק מניע של עסקה המעבירה את השליטה בחברה לידיים של משתמש נחות באותה חברה עצמה (יחסית לבעל השליטה הקודם). וכך, בעלי המניות המוכרים יאותו למכור למשתלט התת-מיטבי משום שיקבלו פרמיה ויתנתקו סופית מהחברה. בד בבד הרוכש יסכים לשלם את הפרמיה, אף שהשימוש שלו בנכסי החברה עתיד

52 אפשר שלא יהיה מיותר להזכיר שההסברים המנסים להצדיק את ההעדפה של בעלי המניות – למשל עקב היותם בעלי זכות שיווית לרווחי החברה ולכן בעלי אינטרסים זהים לשלה – נידונו לעיל והוכחו כבלתי משכנעים. ראו פרק 4.3.2 בחיבור הקודם.

53 ראו שטרן, הערה 17 לעיל, פרק 46.

54 ראו הדיון בתחילת סעיף 3.1.2 לעיל, וההפניות בהערות 15–18 שם.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

להיות נחות, משום שרכישת השליטה יוצרת לו, כאמור, הזדמנות לגרוף עושר על חשבון שאר ספקי התשומות.

גם מי שסבור שהקצאה מחדש של העושר בקרב הקהלים אינה סיבה מרכזית להשתלטויות על חברות אינו יכול לפטור כלאחר יד את החשש הזה: על פי התכלית הנוהגת, העברת שליטה בחברה לידי משתמש נחות אך בוזזי יכולה להתבצע. המניע לעסקה הוא יכולת הבזיזה המשופרת של רוכש השליטה לעומת יכולת הבזיזה של המוכר. ההבדלים בין השניים יכולים לנבוע מאופי אישי (הרוכש חסר מעצורים, יחסית למוכר), מנסיבות מסחריות (הרוכש הוא מתחרה של החברה) ומנסיבות אחרות (למשל, המוכר פיתח יחסי קרבה עם מי מבעלי התביעות החוזיות כלפי החברה, ולכן הוא מתקשה לפגוע בהם. מה שאין כן הרוכש). כך או כך, אם הנהלת החברה (וגופים אחרים של החברה) אמורה להגיב על הצעת הרכישה רק מתוך התחשבות באינטרסים של בעלי המניות, מוטלת עליהם חובה לקדם את העברת השליטה לידיים הבוזזיות. מנקודת הראות של בעלי המניות המוכרים זו עסקה סופית, ולכן התמורה בה היא דאגתם היחידה. הנה כי כן, התכלית הנוהגת עלולה לקדם "מרוץ לתחתית" במה שנוגע לאיכותם של בעלי השליטה בחברות.

### 3.3. תוכן הסטנדרט הקבוע בתכלית הנוהגת

כיצד ייקבע אם חברה היא מוצלחת או כושלת; אם תוצאותיה הכלכליות מיטביות, משובחות, ממוצעות או קטסטרופליות; אם מנהליה נאמנים או בוזזניים? נדרש מדד שכנגדו יתבצעו הערכות אלו. משקיפים שונים עלולים שלא להסכים ביניהם על תוכנו של המדד הראוי.<sup>55</sup> כל אחד בוחר מדד המשקף את האינטרסים, סדרי העדיפויות, עולם הערכים, המעמד הכלכלי-החברתי, ניסיון החיים והשקפות העולם שלו. אולם עולם המשפט זוקק ודאות. יישומן של נורמות אזרחיות ופיליות במקרה נתון תלוי בקיומה של אמת מידה חותכת שמכוחה תיקבע תחולתן. כך גם בדיני

55 כך למשל, פעילי זכויות אדם וכלכלנים יעריכו את ביצועיה של חברת מוצרי הספורט נייקי (שיש המקשרים בין רווחיה המופלגים ובין מה שנטען להיות שימוש בלתי הומני בכוח עבודה זול במדינות העולם השלישי) באופן שונה. פועלו של ביל גייטס עלול להיות שנוי במחלוקת בין בעלי המניות במיקרוסופט ובין הרשות האמריקנית המופקדת על עידוד התחרות.

החברות: רק אם תאומץ אמת מידה מוסכמת, קו פרשת מים חד וברור, אשר תבחין בין ראוי לבלתי ראוי, יהיה אפשר להעריך, מבחינה נורמטיבית, את תפקודן של חברות ושל נושאי משרה בהן. על פי המדד ייקבע אם נושאי המשרה פעלו כשורה או הפרו את חובת ההתנהגות שלהם; מכוחו ייטענו מונחים גמישים ופתוחים הרווחים בדיון – כגון "טובת החברה", "קיפוח", "הגינות" או "יעילות" – בתוכן מוגדר. ערכו של המדד איננו מוגבל רק להערכה שלאחר מעשה (אם נשמר הדיון או הופר), אלא גם, ובעיקר, הוא אמור לשמש הנחיה לדרך הפעולה הראויה מלכתחילה. על רקע זה יש לראות את החשיבות של קביעת נורמה לתכלית פעולתן של חברות. תכלית החברה היא המדד המוסכם שכנגדו הכול אמורים להעריך אותה, את מנהליה ואת ביצועיה.<sup>56</sup> כל אחד יכול להחזיק בהשקפה סובייקטיבית באשר לדרך ההערכה הראויה של חברות עסקיות; אך אמת המידה של תכלית החברה, הקבועה בשיטה המשפטית, אמורה לשמש מכנה משותף לכולם לשם גיבוש ציפיות באשר לפעולת החברה מלכתחילה ולשם הערכה, בקרה ופיקוח על פועלה בדיעבד. מהי אמת המידה להערכת אמת המידה?<sup>57</sup> דומה שתכונה מרכזית של תכלית החברה המבוקשת היא שקיפות וחדות. אם הביצועים של חברות ושל נושאי משרה נשפטים באמצעות אמת מידה מעורפלת, עמומה ורבת משמעויות, מנהלי החברה אינם מקבלים הנחיה של ממש, והיכולת (וגם ההצדקה) של אחרים לבקר את פעולתם נפגמת. מנגד, אם הסטנדרט הקבוע בתכלית החברה ברור, קל ליישום וחד־משמעי, התביעה מנושאי המשרה שיפעלו על פי הסטנדרט מתחזקת מאוד. גם מלאכת הפיקוח והבקרה עליהם נעשית קלה יחסית ופשוטה. תכונה זו של תכלית החברה חיונית למי שרואה את דיני החברות בפריזמה של בעיית הנציג. השקיפות והחדות של אמת מידה תלויות במידה רבה במספר המשתנים שנדרשים להפעלתה. אמת מידה שהפעלתה תלויה משתנה יחיד קלה יחסית ליישום. מנגד,

56 מייקל ג'נסן קובע כי תכלית החברה ממלאת עבור עולם העסקים את התפקיד המקביל לזה של שבעת היפורטס עבור הרופאים. ראו M. C. Jensen "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function" 14 *J. Applied Corp. Fin.* (2001) 8, 10

57 דוק: אינני שואל איזו הצעה של תכלית לחברה תשמש את המשק טוב יותר מכל הצעה אחרת. בשאלה מרכזית זו אעסוק בהרחבה בשער הרביעי להלן. כאן אני מתחקה אחר קנה המידה שבאמצעותו יהיה אפשר להעריך את טיבן של ההצעות השונות לתכלית החברה, תהיינה אשר תהיינה.

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלי

אמת מידה השופטת את המציאות על ידי בדיקה של מספר משתנים מכבידה על המשתמש. כאשר יש ניגודים ישירים בין המשתנים, אמת המידה מרובת המשתנים עלולה לאבד כליל את יכולתה לפעול. בהקשר של פעולת החברה עלולים להתפתח במקרה כזה שני תרחישים קשים: או שנושאי המשרה יפסיקו לתפקד מאחר שאין הם יודעים את הגבול בין מותר לאסור; או – וזו כמובן האפשרות השכיחה – שהם יתפקדו כרצונם, באופן אופורטוניסטי, בהיעדר חשש מעשי שתוטל עליהם אחריות.<sup>58</sup> במקרה הראשון החברה תשותק, במקרה השני היא תיבזז. בשני המקרים תיפגע יעילות התפקוד שלה.

על רקע כללי זה ראוי לבחון את התאמתה של תכלית החברה הנוהגת במשפט המקובל להסדרת המציאות.

רבים סוברים כי תכונה חשובה של התכלית הנוהגת היא היותה ברורה וחדה.<sup>59</sup> היא מופנית כלפי דמות אחת – בעל המניות – ולכן היא תלויה משתנה אחד בלבד. מנהל החברה איננו נדרש לפעול למען כל ספקי התשומות בחברה או למען כמה מהם. מחויבותו היא רק כלפי האינטרסים של שחקן יחיד ומוגדר – ספק תשומות ההון של החברה. גם תוכן המחויבות כלפי בעלי המניות מוגדר וברור – השאת הרווח בגין השקעתו בחברה. מדידת ההצלחה בהשגת היעד פשוטה יחסית, שהרי המידע על רווחיהם של בעלי המניות זמין לכול. לכן, לכאורה, התכלית הנוהגת מספקת למנהלים הנחיה ברורה באשר לדרך שעליהם ללכת בה ומאפשרת פיקוח נאות והדוק על הנציג. בכך היא מצמצמת את השלכותיה הקשות של בעיית הנציג. דומה בעיניי כי הערכה חיובית שכיחה זו של התכלית הנוהגת בטעות יסודה. היא מניחה ש"בעלי המניות" הם קבוצה הומוגנית שחבריה חולקים מכנה משותף רחב של אינטרסים והעדפות, כך שההנחיה למנהלי החברה להשיא את רווחיהם היא תלויה משתנה אחד. אולם בפועל בעלי המניות אינם עשויים מעור אחד.<sup>60</sup>

58 "A manager responsible to two conflicting interests is in fact answerable to neither." F. H. Easterbrook and D. R. Fischel "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer" 94 *Harv. L. Rev.* (1981) 1161, 1192

59 ראו למשל Easterbrook and Fischel, הערה 2 לעיל, בעמ' 38; Clark, הערה 4 לעיל, בעמ' 20.

60 שורה של מלומדים ערים לטעות זו. הם כולם מצביעים על העובדה שקיומה של חובת אמונים של נושאי משרה כלפי בעלי המניות משאירה שאלה חשובה פתוחה – מיהו בעל

כפי שאוכיח בהמשך דבריי, יש שונות רלוונטית גדולה בין חלקי הקבוצה, והיא בעלת אופי הטרוגני מובהק. מכיוון שכך, כך אטען, התכלית הנוהגת מאמצת למעשה אמת מידה מרובת משתנים. אין היא מנחה את המנהלים לילך בשביל אחד מסומן היטב, אלא מובילה אותם אל מבוך של שבילים מתפצלים, שכל אחד מהם מייצג אינטרסים ייחודיים של מי מבעלי המניות, אך אף אחד מהם איננו מוליך אל היעד המבוקש – השאת הרווחים של כלל בעלי המניות.

במה נבדלים בעלי המניות זה מזה? ראשית, ביחס לסיכון: בעבר, במאה התשע עשרה, עת הייתה החברה השכיחה חברה פרטית שהיו בה רק משקיעים אסטרטגיים שהשקיעו בה חלק ניכר מהונם, אפשר היה להכליל בהיבט הנבדק את בעלי המניות כקבוצה הומוגנית של שונאי סיכון, המעדיפים החזר נמוך יחסית, אך ודאי. כיום, לעומת זאת, פועלים בחברות הציבוריות השכיחות, זה בצד זה, משקיעים אסטרטגיים (למשל בעלי עניין או דבוקת שליטה), משקיעים מקרב הציבור (שמחזיקים בתיק השקעות מבוזר) ומשקיעים מוסדיים (שפיזור ההשקעות שלהם הוא כזה שהם רגישים בעיקר לשינויים מקרו-כלכליים). היחס האופייני לסיכון של כל אחת מקבוצות המשקיעים הללו שונה לחלוטין.<sup>61</sup> כך למשל, המשקיע

D. K. Sampson “The Fiduciary Duties of Corporate Directors to ‘Phantom’ Stockholders” 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995) 1275; D. J. H. Greenwood “Fictional Shareholders: For Whom Are Corporate Managers Trustees Revisited” 69 *S. Cal. L. Rev.* (1996) 1021; H. T. C. Hu “New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare” 69 *Tex. L. Rev.* (1991) 1273; L. E. Mitchell “The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It)” 51 *Bus. Law.*

443 (1996); וכן Wallman, הערה 34 לעיל, בעמ' 173-177; Booth, הערה 35 לעיל.  
 61 “If management duty is measured by the interests of a diversified stockholder, management duty is to maximize profits even at the risk of bankrupting the firm. A diversified stockholder cares little about firm-specific risk so long as return is adequate. A diversified stockholder cares only about the overall risk in his or her portfolio. [...] On the other hand, if management duty is measured by the interests of an undiversified stockholder, the duty is to maximize profits and to minimize risk. An undiversified stockholder will likely prefer a merely adequate return to a high return with high risk. Such an investor cares very much about the survival of the firm” Booth, הערה 35 לעיל, בעמ' 429-430.



שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

האסטרטגי, הבלתי מבוזר, דומה מבחינת יחסו לסיכון לנושה ולעובד יותר משהוא דומה לבעל המניות המבוזר.

שנית, כפי שהוסבר לעיל,<sup>62</sup> בעלי המניות הם גם בעלי אינטרסים פרטיים ייחודיים, ואלה מכתבים להם העדפות רציונליות אישיות ביחס לפעולתה של חברה נתונה. שלישית, בעלי המניות נבדלים גם בטווח ההשקעה שלהם בחברה נתונה. האם מנהלים המעוניינים לפעול על פי התכלית הנוהגת אמורים להשיא את הרווחים של ארביטרז'רים (שרוכשים מניות לתקופה קצרה מאוד – שעות או ימים), של משקיעים מזדמנים מהציבור (שמשקיעים בחברה למשך ימים או שבועות), של קרנות פנסיה (שטווח המעורבות שלהן בחברה נתונה מתפרש על פני חודשים ושנים) או של בעלי שליטה (בעלי זיקה אסטרטגית לחברה הנמשכת, לעתים, שנים רבות)? כנגד מהשוני במשך ההשקעה של כל אחת מהקבוצות גם האינטרסים שלהן בחברה שונים זה מזה. החלטה ניהולית המשיאה את הרווח של הארביטרז'ר איננה משיאה בהכרח את הרווח של משקיע לטווח ארוך, כגון קרן הפנסיה.<sup>63</sup>

62 ראו סעיף 3.2.1 לעיל.

63 Wallman (הערה 34 לעיל, בעמ' 173–174) מדגים נקודה זו: הניחו חברה שעם ספקי תשומות ההון שלה נמנים ארביטרז'ר, שרכש את המניה לפני חודש במחיר של 50 דולר, ומשקיע ארוך טווח, שרכש את המניה לפני עשר שנים במחיר של 5 דולרים. להנהלת החברה מוצעת עסקת מיזוג שבמסגרתה יירכשו כל מניות החברה במזומן במחיר של 52 דולר למניה. כיצד אמורים המנהלים להגיב על ההצעה אם הם מעוניינים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות כקבוע בתכלית הנוהגת? אף אם נניח שהארביטרז'ר והמשקיע ארוך הטווח מחזיקים באותן ציפיות לגבי החזר השנתי העתידי על ההשקעה במניות החברה, תגובתם המסתברת להצעת המיזוג תהיה שונה: מנקודת הראות של הארביטרז'ר, ביצוע העסקה יבטיח לו תשואה חודשית של 4% על השקעתו. במונחים שנתיים החזר הוא פנטסטי. אך מנקודת הראות של המשקיע ארוך הטווח אין העסקה מבטיחה כל כך. הוא ראה עד כה תשואה שנתית ממוצעת על השקעתו בשיעור של 25.9%, והוא מצפה לקבל החזר דומה גם בהמשך. מהעובדה שבמהלך כל התקופה, וגם עתה, הוא ממשיך להחזיק במניה, מסתבר כי הוא איננו מזהה אפשרויות השקעה אחרות עדיפות, שתענקנה לו החזר משופר. ביצוע המיזוג אמנם יגדיל בשוליים את התשואה השנתית הממוצעת שלו (26.4%), אך הוא ייוותר עם הכסף המזומן ללא חלופות השקעה בנות תחרות עם ההשקעה שמימש. מסתבר אם כן שהמשקיע ארוך הטווח היה בוחר שלא להיענות למיזוג (על מנת שיוכל להמשיך ליהנות מהתשואה הממוצעת הקיימת), ואילו הארביטרז'ר היה קופץ על ההזדמנות. כיצד, אם כן, אמורים מנהלים המעוניינים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות להגיב? מיהו "בעל המניות" שהאינטרסים שלו ידריכו את החלטת המנהלים?

רביעית, בעלי המניות אינם קבוצה אחידת אינטרסים גם משום שעיתוי ההשקעה שלהם בחברה נבדל. הבה נניח שני בעלי מניות בעלי אותו יחס לסיכון, אותם אינטרסים פרטיים ואותו טווח השקעה (למשל חמש שנים). ההבדל היחיד ביניהם הוא שהאחד רוכש את מניות החברה היום (ועתיד למכרן בעוד חמש שנים), ואילו השני עתיד לרכוש את המניות בעתיד, בעוד עשר שנים (ולמכרן בעוד חמש עשרה שנים). הנהלת החברה נדרשת להכריע בשאלה אם להשקיע היום במחקר ובפיתוח של מוצר שפיתוחו יושלם ויניב רווחים נאים לחברה רק בחלוף תריסר שנים. אם החברה תחליט להיכנס לתהליך הפיתוח, יהיה עליה לשמור זאת בסוד על מנת שמתחרים לא ינסו ללכת בדרכה. כתוצאה מכך צפוי שבתקופה הראשונה – עת תשקיע החברה במחקר בלי שתקצור פירות ובלי שהשוק יהיה מודע לכך – תרד רווחיות החברה, יקטן הביקוש למניותיה, ולכן ייפגע מחיר השוק של המניה. לפיכך בעת שהמשקיע הנוכחי ימכור את מניותיו הוא יקבל תמורה נמוכה יחסית. מנגד, המשקיע העתידי ירכוש את מניותיו במחיר זול (בטרם ייודע דבר הפיתוח), אך ימכור אותן במחיר גבוה, המבטא את העובדה שהחברה השלימה את תהליך הפיתוח של המוצר והחלה בשיווקו המוצלח. בהינתן עובדות אלו, כיצד מצווה ההנהלה לפעול לאור התכלית הנוהגת בעת שהיא שוקלת את ההשקעה היום? אם תחליט לפתח את המוצר, היא תפגע ברווחים של בעל המניה הנוכחי. הלה יידרש לסבסד, בעל כורחו, את הרוכשים העתידיים של המניה. מנגד, אם תחליט להגן על בעל המניה הנוכחי ולהימנע מההשקעה (או לחלופין לדווח עליה לשוק), היא מוותרת על הזדמנות עסקית מצוינת (או, במקרה של דיווח לשוק, היא מקטינה את הערך הנוכחי של ההזדמנות עבודה), ובכך היא פוגעת ביעילות המצרפית של החברה (ואף, במקרה של הימנעות מההשקעה, ביעילות המצרפית של המשק).<sup>64</sup>

חמישית, עד כה הנחנו שכל בעלי המניות בחברה נתונה מחזיקים בנייר ערך זהה. אולם לעתים חברות מנפיקות סוגי מניות הנבדלים זה מזה בזכויות ובחובות הצמודות אליהן. יש מניות חסרות זכות הצבעה, מניות בעלות עדיפות בקבלת דיווידנד וכדומה.<sup>65</sup> חברות מנפיקות לפעמים מניות מועדפות בעלות מאפיינים

64 גם דוגמה זו לקוחה מ־Wallman, שם, בעמ' 176.

65 אפשר להוסיף על האמור עוד כהנה וכהנה. כך למשל, על פי התכלית הנוהגת, כיצד אמורים המנהלים להתייחס לאינטרסים של אנשים המחזיקים באופציות למניות או בניירות ערך אחרים ההמירים למניות? למשקיעים אלו יש אינטרסים ייחודיים שאינם זהים בהכרח לאלו של בעלי המניות.

שמקרים את האינטרסים הכלכליים של בעליהן לאינטרסים הכלכליים של בעלי איגרות חוב. באופן כללי, עיצוב התכנים של נייר הערך הוא עניין המסור לחופש החוזים של הצדדים. לכן גיוון האינטרסים של בעלי המניות הוא למעשה אין-סופי. הוא שאמרנו: יש הבדלים ניכרים בין האינטרסים של הפרטים הנמנים עם קבוצת בעלי המניות. אי-אפשר להתייחס אליהם כאל קבוצה הומוגנית בעלת אינטרס אחד. מתברר שהתכלית הנוהגת איננה מופנית כלפי דמות אחת, אלא כלפי דמויות רבות. היא איננה תלויה משתנה אחד, כפי שהיא נחזית במבט ראשון, אלא היא תלויה משתנים רבים. על פי התכלית הנוהגת, נושאי המשרה מחויבים בעת ובעונה אחת בקידום אינטרסים המופנים לכיוונים שונים, שלעתים – כמו שחשפו הדוגמאות לעיל – אף סותרים זה את זה.

יש הממעיטים בחשיבותה של עובדה זו ויש המתנכרים לה. הממעיטים גורסים כי אין רבותא בריבוי הנאמנויות.<sup>66</sup> הם מצביעים על כך שעל פי דיני השליחות, שלוח רשאי לשרת יותר ממשלח אחד, ובלבד שהאופי הפוליגמי של השליחות ידוע לכל השולחים.<sup>67</sup> יתר על כן, השלוח אף רשאי לפעול למען צדדים שיש ביניהם ניגודי אינטרסים באותה עסקה, אלא שמוטלת עליו חובת התנהגות כלפי שניהם ועליו להגן על שניהם במידה שווה.<sup>68</sup> כך למשל, עורך דין יכול לייצג את כל הצדדים לעסקה, ובמקרה כזה יכונה, בלשונו של השופט ברנדייס, "עורך דין של העסקה".<sup>69</sup> המתנכרים לעובדה של ריבוי נאמנויות נמנים עם שני מחנות: יש הסוברים<sup>70</sup>

66 ראו למשל J. R. Macey "An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 22, 24, 31-36; W. S. W. Leung "The Inadequacy of Shareholder Primacy: A Proposed Corporate Regime that Recognizes Non-Shareholder Interests" 30 *Colum. J. L. & Soc. Probs.* (1997) 587, 623-624 הערה 18, McDaniel; לעיל, בעמ' 158-159.

67 סעיף 28(2) לחוק השליחות, התשכ"ה-1965, קובע כי "לא יהא שלוח של שולחים שונים לנושא שליחות אחד שלא על דעת שולחיו".

68 Restatement (Second) of Agency §392, §394, comment c (1957)

69 ראו R. M. Green "Shareholders as Stakeholders: Changing Metaphors of Corporate Governance" 50 *Wash. & Lee L. Rev.* (1993) 1409, 1418

70 ראו למשל R. A. Posner *Economic Analysis of Law* (3<sup>rd</sup> ed., 1986) 370-371, 380, Hu; הערה 60 לעיל, 407-411, 420, 549.

שהתכלית הנוהגת מנחה את החברה לפעול למען האינטרסים של בעלי המניות המבוזרים בלבד;<sup>71</sup> אחרים מחזיקים בעמדה הפוכה:<sup>72</sup> התכלית הנוהגת מחייבת להשיא את הרווחים של בעלי המניות הבלתי מבוזרים.<sup>73</sup>

דעתי שונה: המתנכרים אינם מעלים נימוק של ממש נגד החשש מפני ריבוי נאמנויות. עצם העובדה שדיני השליחות, דיני האתיקה של עורכי הדין ודיני החברות הנוהגים מאפשרים קיומם של יחסים מרובי נאמנויות אין בה כדי מענה לחשש ואין היא הוכחה מספקת שמצב של ריבוי נאמנות מניב תוצאות משביעות רצון.<sup>74</sup> המתנכרים, בשני המחנות, מתייחסים רק לפן אחד של ניגודי העניינים בין בעלי המניות – גורם הביזור. הם מתעלמים משאר הגורמים שנמנו לעיל. כמו כן, גם ביחס לביזור, דומה בעיניי שהטענות ששני הצדדים מעלים הן כבדות משקל,

71 כל כך למה? כל בעל מניות רצינוני אמור לבזר את השקעותיו על מנת להגן עליהן. אם הוא נמנע מלעשות כן, הרי שביודיעין, או לפחות מתוך רשלנות, קיבל עליו מרצונו החופשי את הסיכון. אין סיבה שהדין ינחה את מנהלי החברה להגן על מי שבחר שלא להתגונן או על מי ששגה באופן רשלני. כמו כן פעולה של החברה למען בעלי מניות בלתי מבוזרים היא בגדר בזבוז, משום שעלות ההגנה על בעלי המניות קטנה יותר לבעלי המניות (באמצעות יצירת תיק השקעה מגוון) מאשר לחברה (למשל באמצעות יצירת קונגלומרט). ראו Booth, הערה 35 לעיל, בעמ' 468-469. מנגד יש להודות כי לעתים משקיעים רצינוליים אינם יכולים להתגונן באמצעות ביזור. כך למשל, משקיע שאיננו עתיר נכסים המעוניין להשקיע בחברה פרטית, יתקשה להגן על ההשקעה באמצעות ביזור מכיוון שהיקף ההשקעה הממוצעת בחברה פרטית גדול יחסית. כמו כן אין שוק פעיל למניותיה של חברה פרטית, ולכן קשה למשקיע למכור את מניותיו בה כרצונו. שם, בעמ' 470.

72 ראו שם, בעמ' 434-436.

73 עמדה זו נשענת, בין היתר, על הטיעון המעשי הזה: המנהלים עצמם אינם יכולים לבזר את השקעתם בחברה (קריירה ולעתים גם אופציות ומניות של החברה המעסיקה אותם). לכן האינטרסים שלהם דומים לאלו של בעלי המניות הבלתי מבוזרים. לא מעשי ולא נבון לדרוש ממנהלי החברה להתנכר לאינטרסים הפרטיים שלהם ולפעול, בעקיבות, דווקא לטובת האינטרסים של בעלי המניות המבוזרים.

74 כך למשל, באשר לעורך דין של העסקה ישנן עדויות רבות על כך שהמחויבות הכפולה מניבה תוצאות לא טובות, לצדדים ולעורך הדין כאחד. ראו את ההפניות אצל S. M. Brainbridge "In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green" 50 Wash. & Lee L. Rev. (1993) 1423, 1436-1437

שער ראשון: ההסדר הנוהג וכשלו

ועל המנהלים להביא בחשבון הן את האינטרסים של המשקיעים המבוזרים הן את האינטרסים של המשקיעים הבלתי מבוזרים. באחת: ריבוי הנאמנויות של המנהלים על פי התכלית הנוהגת יוצר בעיית יעילות ממשית. המנהלים אינם מקבלים הנחיה כיצד לבחור בין אינטרסים מרובים, המתחרים זה בזה וסותרים זה את זה. התכלית הנוהגת מציינת את העולם העסקי באמת מידה מעורפלת, מבולבלת, רדופת סתירות פנימיות, ולכן, למעשה, בעלת שמישות מוגבלת. כיוון שכך אנו חסרים אמת מידה חדה וברורה שאפשר להעריך כנגדה את פעולת החברה ומנהליה, לבקר אותה ולפקח עליה (למעט, כמובן, הבקרה המופעלת עליהם על ידי כוחות השווקים השונים). המנהלים נעשים חסרי מחויבות כלשהי לתת דין וחשבון על דרך תפקודם (unaccountable). הם עלולים לנצל עובדה זו על מנת לעשות ברכוש החברה כרצונם, קרי לעשות לביתם – על חשבון ספקי התשומות, החברה והמשק בכללותו. הנה כי כן, התכלית הנוהגת, המתיימרת להשיא את רווחיהם של בעלי המניות, משיאה תחת זאת את עלויות הנציגות (agency costs) ופוגעת בכך ביעילות.

### 3.4. סיכום

תכלית החברה היא סוגיה מרכזית שהשלכותיה מורגשות בכל היבטי הקיום של החברה העסקית. מנקודת ראות כלכלית על התכלית לקדם יעילות. בשער זה בחנו את התאמתה של התכלית הנוהגת למימוש היעד. פרשנו שורה ארוכה של השגות: ראשית, העדפת האינטרסים של בעלי המניות פותחת את הדלת לפני ניהול של החברה בדרך שמחצינה עלויות אל שאר המעורבים, וכך לא מושג היעד של יעילות פרטו. שנית, השאת הרווחים של בעלי המניות עומדת בסתירה, לעתים שכיחה למדי, לאינטרסים העצמיים של החברה כאישיות נפרדת חסרת בעלים. שלא כפי שמקובל לחשוב, ניגוד אינטרסים בין בעלי המניות ובין החברה קיים בכל ההיבטים החשובים של תפקוד החברה. עובדה זו תומכת במסקנות הדיון בפרק הקודם, אשר הרהרו אחר החכמה המקובלת התומכת בפלל של העדפת בעלי המניות ודחו את ההצדקות שהושמעו בעניינה. הנה כי כן, אנו למדים שהתכלית הנוהגת גם איננה מקדמת את השגת היעד של יעילות קלדור-היקס. שלישית, אין בידינו לקבל את ההצדקה השכיחה לתכלית הנוהגת, הגורסת שהיא מבוססת על אמת מידה חדה, ברורה, בת יישום וניתנת לפיקוח. אדרבה, התכלית הנוהגת מחייבת את נושאי

המשרה בחברה לפעול לקידום אינטרסים שונים ולעתים אף סותרים, ולפיכך היא מציבה אותם במצב של ריבוי נאמנויות. עקב כך מתעוררים קשיים של ממש בבקרת פעולתם, ויעילות תפקודן של חברות נפגמת.<sup>75</sup>

פתחנו את הדיון בשאלה אם החברה טעונה תכלית כלשהי. לכאורה יש בידינו תשובה: הדין הנוהג, המעמעם את ההפרדה בין החברה ובין בעלי המניות, יוצר מציאות שבה חברות פועלות למען השאת הרווחים של בעלי המניות, גם כאשר הדבר פוגע באינטרסים של שאר המעורבים, ואפילו באינטרסים של החברה עצמה, וכל זה אגב חשיפה ניכרת לבעיית הנציג שמתחזקת עקב עמימות ההנחיה לפעולת החברה. דהיינו, בהינתן המסגרת הנורמטיבית הקיימת של דיני החברות, מתעוררת הצדקה ליצירת נורמה מתערבת שתקבע תכלית אחרת לחברה, אשר תוצאותיה תהיינה טובות יותר מנקודת הראות של יעילות כלכלית.

אולם במסקנה זו אין די. ייתכן שהתוצאות הבלתי יעילות, תולדות התכלית הנוהגת, נמנעות בפועל על ידי כל מיני מנגנונים – חוזיים, שוקיים ונורמטיביים כלליים. אם כך הוא, אין צורך בשינוי התכלית הנוהגת. נפנה אפוא לבירור שאלה זו בשער הבא.

75 חשוב לומר כי דיני החברות מנסים להתמודד עם חלק מהבעיות הללו בכל מיני אמצעים. לא נמנה כאן את הניסיונות האלה משתי סיבות מצטברות: ראשית, כלל ההעדפה של בעלי המניות והראייה השכיחה של החברה כרכושם של בעלי המניות מגמדים את ערכם של הניסיונות הללו. אדרבה, המהלך הכללי של דיני החברות משתלב היטב עם התכלית הנוהגת, ולכן תורם ליצירת הבעייתיות שנידונה בפרק זה. שנית, אנו מעוניינים כאן בסוגיית התכלית עצמה. ברור שעיקר המאמץ לפתרון הבעייתיות הנובעת מהתכלית הנוהגת חייב להיות מופנה לדיון בתכלית הראויה (ולא להסדרי לוואי שמשדלים למתן את הבעיה).