

הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני-החברות

מאת

אוריאל פרוקצ'יה

לטובת מי מתנהלות פירמות מסחריות? יש השקפה, כי ראוי לנהלן אך ורק לטובת "עצמן", קרי: לטובת מכלול בעלי-המניות שלהן. במקביל קיימת השקפה, שלפיה על נושאי המשרה בחברה לחוב חובות והירות ואמונים אך ורק כלפי אישיותה המשפטית הנפרדת של החברה. חיבור זה מבסס את התזה, כי שיקולי יעילות מחייבים להרחיב את מסגרת הנהגים ולכלול בתוכם גם בעלי-מניות אינדיבידואליים, בעלי ניירות-ערך מיוחדים, ספקים ועובדים. לעומת זאת, אין להרחיב את החובה לגבי הציבור בכללותו, כלומר: אין להחזיר לתאגידים מסחריים לעסוק בפילנטרופיה לשמה. בצד הניתוח העיוני, המבסס את התזה דלעיל, בחן המחבר דפוסי-חזרה המקובלים בשוק – בארץ ובחוץ-לארץ. הבחינה האמפירית הניבה את המסקנה, כי השוק נוטה להתכנס לפתרונות היעילים, כפי שהותוו בחלקו העיוני של החיבור. החיבור תוחם בבחינה מטה-תיאורטית של קריטריון היעילות ועימותו אל מול קריטריונים חלופיים שהיו יכולים להיות מופעלים בסוגיה זו.

א. הקדמה. ב. תיאוריה של קהילות בתוך התאגיד; 1. כללי; 2. נושים של חברות חדלות-פירעון; 3. נושים של חברות כשרות-פירעון; 4. מניות בכורה; 5. בעלי מניות אינדיבידואליים; 6. עובדים. ג. אמפיריקה של קהילות בתוך התאגיד; 1. כללי; 2. דפוסי-חזרה יעילים – עדויות בספרות זרה; 3. ניתוח פסיקה ותקיקה; 4. דפוסי-חזרה יעילים – מבט אמפירי בישראל. ד. תיאוריה של קהילות מחוץ לתאגיד; 1. כללי; 2. פילנטרופיה תאגידית בעולם נטול השפעות חיצוניות; 3. פילנטרופיה תאגידית והשפעות חיצוניות. ה. אמפיריקה של קהילות מחוץ לתאגיד; 1. כללי; 2. שיעור התרומה ומבנה השוק; 3. שיעור התרומה ופיזור האחזקות. ו. מטה-תיאוריה; 1. כללי; 2. הנחות היסוד; 3. על היעילות כערך. ז. סיכום.

נוסח מקוצר של חיבור זה שימש נושא להרצאתי ביום עיון לזכרו של אבי ז"ל, פרופ' ג' פרוקצ'יה, שהתקיים בפקולטה למשפטים, האוניברסיטה של תל-אביב, ב-4 ביוני 1991. טיוטה קודמת של החיבור נדונה בסדרה הבין-תחומית הישראלית בחסות מכון ון-ליר. תודתי למשתתפי הסדנה על הערותיהם המועילות. תודה מיוחדת לאורי פרייס על עזרתו באיסוף הנתונים ועריכתם מתוך תיקי הרשות לניירות-ערך ולאופיר קשת על עזרתו באיסוף הנתונים ועריכתם בשאלת הפילנטרופיה התאגידית. תודה גם לליאורה בילסקי על הערותיה לכתב-היד. לבסוף אני מודה לראש הרשות לניירות-ערך, מר אריה מינטקביץ, ולצוות עובדיו, על עזרתם במלאכה הסיכפית של עיבוד הנתונים הגלויים.

א. הקדמה

החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4) (אחריות נושאי משרה), התשנ"א-1991¹ עוסק, בין היתר, בחובות זהירות ובחובות אמונים של נושאי משרה בחברה. סעיף 96 כה קובע:

(א) נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הגזיקין.
(ב) אין באמור בסעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת זהירות של נושא משרה כלפי אדם אחר.

מיהו אותו אדם אחר?
סעיף 96 כז מוסיף וקובע:

(א) נושא משרה חב חובת אמונים לחברה...
(ב) אין באמור בסעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר.

ושוב: אותו אדם אחר, מיהו?

פקודת החברות עצמה מכסה טפחיים בשאלה זו. בכך נשאר מחוקק הפקודה נאמן לגישתו, לפיה מותר להותיר עקרונות יסוד בדיני החברות מחוץ לתחום הסטטוטורי². חכמי המשפט המקובל נוטים בדרך-כלל לגרסה, שחובותיהם של נושאי המשרה מופנים אך ורק כלפי החברה עצמה, כגוף ערטילאי. כך, פרופסור גואר מביע את הסברה, כי:

תובות האמונים מופנות כלפי החברה וכלפי החברה בלבד... באופן כללי, דירקטורים אינם חבים דבר לבעלי-מניות אינדיבידואליים בתור שכאלה, וקל וחומר שאין הם חבים דבר למי שטרם נעשה חבר בחברה, כגון קונה פוטנציאלי של מניותיה...³

בהמשך לאותו קרי-מחשבה, אין המשפט המקובל מטיל על נושאי המשרה בחברה תובות לגבי עובדי החברה, צרכניה או הציבור בכללותו⁴. קיימת גם גרסה — שאתמורד עמה בהמשך הדרך — שאין הוא מכיר גם בקיומה של תובה כלשהי כלפי הנושים⁵.

בהינתן החובה הפוזיטיבית לטובת החברה כולה, המוגדרת — אני מניח —

1 ס"ח 1352, התשנ"א, עמ' 132.

2 עמדתו המסורתית של המשפט האנגלי היתה, ועדנה, כי חלק-הארי מדיני-החברות מקומם בפסיקתם של בתי-המשפט. תפקידו המרכזי של החוק הוא להשלים את מסכת הדינים החרץ-סטטוטורית, ואם נמצאו חסרים או לקויים — להשליםם או לתקנם. לעניין זה ראה א' פרוקציה, דיני חברות חדשים לישראל (1989) 8 ואילך.

3 Gower, *Principles of Modern Company Law*, 573 (4th ed., 1979).

4 *Hutton v. W. Cork Ry.* (1883) 23 Ch. D. 654 (C.A.); *Parke v. Daily News* [1962] Ch. D. 927.

5 *In re Wincham Shipbuilding, Boiler, and Salt Co.* (1878) 9 Ch. D. 322 (C.A.) אך ראה

כמכלול בעלי-מניותיה (בהווה ובעתיד)⁶ ובהינתן העדר-החובה כלפי כל היתר, ניתן להסיק את המסקנה כי על נושאי המשרה בחברה מוטלת גם חובה נגטיבית: שלא לעשות דבר לטובתם של כל היתר, אם תוצאת העשייה עלולה לגרוע מן הנתח בעונה ה"שייך" לבעלי-המניות. כך, בהלכה המפורסמת בעניין *Parke v. Daily News*⁷ נקבע איסור על מדיניות פנסיונית נדיבה כלפי עובדים ותיקים שהושלכו לרחוב עם פירוקה של החברה, שכן נדיבות זו היתה חייבת בהכרח להתממן מכיסם של בעלי-המניות.

גישה מצמצמת זו, הרואה את האישיות המשפטית המאוגדת, המייצגת אך ורק את מכלול בעלי-המניות, כנהנית בלעדית מחובותיהם של נושאי המשרה – מעוררת שורה של שאלות נוקבות ועקרוניות.

טענה אחת המרבה לנסר בחלל-האוויר היא, שיש לחלק את נאמנותם של נושאי המשרה בין בעלי-המניות לבין העובדים בחברה. כשם שהחברה אינה יכול לייצר דבר ללא השקעה הוגנת (של בעלי-המניות), אין היא יכולה לייצר דבר ללא תשומות עבודה. הקצאת זכויות משפטיות לבעלי תשומות-ההון בלבד איננה הוגנת ויש בה כדי לבטא תפישה רגרסיבית, המבקשת להנציח, מטעמים של תפישת-עולם פוליטית, את כוחם של המעמדות עתירי-הממון ואת כפיפותו היחסית של הסקטור השכיד⁸.

ניתן היה להעלות עוד טענה אחת: שחובות המופנות אקסקלוסיבית לטובתם של בעלי-המניות יוצרות אפליה אפילו בין ספקי-ההון לבין עצמם, שהרי הפירמה משתמשת באופן שווה בשקלים שגייסה הן בהקצאת מניות הן באמצעות נטילת הלוואות – *Pecunia non olet*. על-כן יש לנתב את חובותיהם של נושאי המשרה כלפי כל משקיעי הכספים בחברה – יהיה כינוים של ניירות-הערך שבידיהם אשר יהיה⁹. עמדה שוריונית זו תחסוך גם בעיות קשות בהגדרת מעמדם של בעלי ניירות-ערך "מעורבים", כגון אגרות-חוב בנות המרה למניות¹⁰.

פסק-הדין האוסטרלי בפרשת *Walker v. Wimborne* (1976) 50 A.L.J.R. 446; Note, 40 Mod. L. Rev. (1977) 226.

6 ראה, למשל, דבריו של שומר המגילות, הלורד אברשרד (Evershed) ב-*Greenhalgh v. Arderne Cinemas* [1951] Ch. 286, 291 (C.A.).

7 לעיל, הערה 4.

8 Hadden, *Company Law and Capitalism* (2d ed., 1977) 439 ff. למאמצי חקיקה בבריטניה בכיוון זה ראה, למשל, Cmnd. 6706 (1977) Committee of Inquiry on Industrial Democracy; ובמישור האירופאי: Bull. of the European Communities 8/75. על תוצאות המאמצים הללו עוד ידובר להלן, בחיבור זה.

9 באספקלריה מימונית, גיוון מקורותיה של פירמה להון עצמי ולהון הלוואות אינו אלא החלטה של הפירמה, שמטעמים שיווקיים החליטה לפצל את תזרים המזומנים שלה לתזרים בטוח-יחסית המופנה לסיפוק תביעותיהם של הנושים, ולתזרים מסוכן יחסית המופנה לסיפוק תביעותיהם של בעלי-המניות. פונקציית המטרה של פירמה יעילה היא השאת הערך הנוכחי המנוכה של סכום התזרימים: R. Brealey and S. Myers, *Principles of Corporate Finance* (3d ed., N.Y., 1988) 383 ff. לכן ברור, כי אם פירמה תחליט לנקוט צעד המגדיל את שווי מניותיה ומקטין את שווי ציפיותיהם של הנושים, הצעד ייחשב למוצדק מבחינה מימונית אם ורק אם השינוי (לטובה) בערך המניות גדול מן השינוי (לרעה) בשווי החוב.

10 נחאר לעצמנו, שקברניטי הפירמה פגעו, במזיד או ברשלנות, בסיבוי ורווחיותה, ועקב כך המרתן של

לבסוף, קיים זרם צרכני חזק הקורא להרחבת חובותיהם של נושאי המשרה כלפי הציבור בכללותו. אלה הם האלמנט והיתומים הפרוכריאליים המשוועים לצדקה, אך אלה הם גם כל יתר תושבי כדור-הארץ הזקוקים לאוויר צח ולמים זכים, למוצרים בטיחותיים ולתעסוקה, למרכזים קהילתיים ולבריאות... בקיצור: הקול הקורא מופנה להתנהגות תאגידית ההולמת אזהר טוב בקהילה ולחובות של נושאי משרה המכוונות להשגתו של יעד מרחיק-לכת שכזה¹¹.

תיקון מס' 4 לפקודת החברות מאפשר את כל אלה. הוא מכיר – ולו גם בלשון מרומזת – באפשרות קיומן של חובות זהירות ונאמנות כלפי "אדם אחר" – אדם שאיננו בעל-מניות בחברה. ה"אחר" יכול שיהיה, אולי, עובד או נושה; לקוח של החברה או ספק חומרי-גלם; ויכול שיהיה, אולי, גם הציבור בכללותו, על שועיו וגביריו, על אלמנטיו ויתומיו.

מטרתו של חיבור זה היא ליצוק תוכן עיוני להגדרתו של אותו "אחר"; שהרי החוק מאפשר הכללתו של כל רכפין בתוך קהילת הנהנים, אך אין הוא מחייב את הכללתו של איש. לשונו הפתוחה של המחוקק מזמינה את הפרשן להציע מבחנים לקביעת זהותם של הנהנים, וחיבור זה מרים את הכפפה.

ב. תיאוריה של קהילות בתוך התאגיד

1. כללי

קורגבול עבה וברור חוצץ בין בעלי-המניות בחברה לבין בעלי תביעות אחרות בה, וקיומו של קורגבול זה מתועד היטב בספרות. הרציונל להבחנה בין בעלי-המניות לבין כל היתר הוא, שתביעתם של כל מי שאינם בעלי-מניות בחברה נושאת בדרך-כלל אופי חוזי, מוגדר וקבוע; ואילו תביעתם של בעלי-המניות נושאת בדרך-כלל אופי שיורי. החברה חייבת לשלם לנושים את קרן-ההלוואה ואת הריבית החוזית המוסכמת, לעובדים – את שכרם, לספקים – את נשיים, ואפילו לבעלי-מניות הבכורה – את הדיבידנד הקצוב המגיע להם בדרך-כלל עבור האחזקה במניותיהם. אחרי כל התשלומים החזיים הקבועים הללו ייתכן שלא נותר דבר לחלוקה לבעלי-המניות הרגילות. אור-אז לא רק שאין הם רשאים לכפות על החברה לחלק להם מטובה, אלא הם מנועים מלקבלו אף אם החברה התרצתה לחלק להם מרצונה החופשי. אם לאחר סיפוק התשלומים החזיים הקבועים נותר מעט לחלוקה לבעלי-המניות הרגילות, הריהם נוטלים מעט; ואם נותר הרבה – אז הרבה מאוד. כל השפע הזה שייך להם, ולהם בלבד.

האופי השיורי של זכותם של בעלי-המניות הוא הנותן, כי לבעלי-המניות יש הכי הרבה מה להפסיד מביצועים תת-אופטימליים של החברה: הם האחרונים בתור החלוקה. תנודות ברווחיות הפירמה משפיעות בראש-ובראשונה עליהם, ולכן

אגרות-החוב ההמידות שלה למיזת רגילות נעשתה בלתי-כדאית. פורמלית, מעמדם של בעלי האגרות ההמידות הוא מעמד של נושים; אך קשה להעלות על הדעת אפילו נימוק טוב אחד מדוע לא יוכלו לתבוע את קברניטי החברה בטיטואציה מעין זו על שפגעו בשוויה הכלכלי של זכות ההמרה למניות. 11 E.g. French, *Collective and Corporate Responsibility* (1984).

הסיכון הכרוך באחזקת מניותיהם הוא רב יותר מן הסיכון הרובץ על כל בעל תביעה אחרת מן החברה. אך בעלי-המניות הם גם אלה שיש להם הכי הרבה מה להרוויח מביצועים משופרים של החברה: זה שעומד אחרון בתור מקבל את כל הקופה שהשתיירה לאחר מילוי החיובים החוזיים הקצובים¹².

שתי מסקנות אופרטיביות ומוסר-השכל אחד מתבקשים לכאורה מן הניתוח דלעיל: ראשית, סביר להניח, כי הדין יעניק לבעלי-המניות הרגילות בחברה את מירב זכויות ההצבעה — לרבות הזכות למנות את חברי הדירקטוריון (הממנים, מצדם, את ההנהלה הפעילה). איכות הניהול משפיעה על רווחתם של בעלי-המניות יותר מאשר על רווחתם של בעלי התביעות הקבוצות, ולכן התמריץ של בעלי-המניות לבחור בצוות ניהולי טוב ולפקח כראוי על דרכי תפקודו הוא הבולט ביותר. אילו הופקד כוח ההצבעה, המיני והבקרה בידי בעלי התביעות הקבוצות, היו פונקציות אלה מתנוונות מחמת חוסר-תמריץ¹³. אכן, הדין "מספק את הסחורה": כוח ההצבעה מופקד בדרך-כלל בידי בעלי-המניות הרגילות. המסקנה השנייה המתבקשת לכאורה מן הניתוח דלעיל היא, שנושאי המשרה בחברה שמתו למשרתם בידי בעלי-המניות או שלוחיהם חבים חובות זהירות ואמונים ל"חברה", המוגדרת כמכלול קיבוצי (ובלעדי) של כל בעלי-מניותיה. בעלי התביעות הקבוצות אינם זקוקים לחובות זהירות ואמונים; הם מצוידים בחוזים. זכויותיהם מוגדרות יפה, וניתנות לאכיפה בתור שכאלה. לבעלי-המניות אין, ולא יכול להיות, חוזה להעברת עושר בסכום מוגדר, ולכן כל מה שנותר להם בתמורה להשקעתם בחברה אינו אלא חובת ההשתדלות של נושאי המשרה — חובה שאין דרך לקיים אותה אלא בזהירות ובנאמנות¹⁴.

מוסר-ההשכל הנובע מכל אלה הוא, שאין להשקיף על זכותם המיוחדת של בעלי-המניות לנאמנותם של נושאי המשרה כעל זכות המשקפת העדפה פוליטית: של עשירים על-פני עניים, של ספקי-הון על-פני עובדים ושל יזמים על-פני חוסכים קטנים. אם יש כאן העדפה, הריזי העדפת הפתרון ה"יעיל" — הפתרון המשיא את רווחי הפירמה לזמן ארוך; ובשורה התחתונה — גם את רווחתן של כל יתר הקהילות הקושרות עמה קשרי-חוזה. מוסר-ההשכל הזה משמש הצדקה לקביעתו של המשפט המקובל המגדיר את הפירמה — שהיא מכלול קיבוצי של בעלי-מניותיה — כנהנית בלעדית מחובותיהם של נושאי המשרה; ויש בו כדי להעמיד סימן-שאלה גדול על מיהותו של ה"אחר" שחוק החברות החדש מגניב אל תוך קהילת הנהנים.

שתי המסקנות ומוסר-ההשכל מקובלים עלי בדרך-כלל, אך לא תמיד. כפי שאראה להלן, ההנחה שעל-פיה בעלי-המניות הם בעלי האינטרס השיווי היחיד

12 ראה, למשל, בספרו של גואר (לעיל, הערה 3), 423.

13 חלוצי הגישה המדגישה את תפקידם של בעלי הזכויות השיוויות בפירמה כמפקחים על גורמי הייצור האחרים (לרבות המנהלים) הם A. Alchian and H. Demsetz, "Production, Information Costs and", 62 *Am. Econ. Rev.* (1972) 777 ו-R. Posner, "Economic Organization", 62 *Am. Econ. Rev.* (1972) 777. לפיתוחה של גישה זו ראה, Hetherington, "Defining the Scope of Controlling", 22 *Wake Forest L. Rev.* (1987) 9.

14 רובנא טרבה (ולא יחידה) לטיעון מסוג זה היא Hetherington, "Defining the Scope of Controlling", 22 *Wake Forest L. Rev.* (1987) 9.

בחברה איננה תמיד הנחה מדויקת; וכאשר זו אינה מתקיימת, מצטיירת מאליה דמותו של אותו "אחר", שגם כלפיו החוק מתיר לרחוש חובות זהירות ואמונים. ועוד: אם העדפתו של בעל הזכות השירותית מעוגנת בטעמים של יעילות, יש לעצב את כל דיני הזהירות והאמונים ביעילות. כך שהעוגנה העומדת לחלוקה תהיה תמיד הגדולה ביותר; וזאת, תוך התחשבות משולבת הן באינטרסים של בעלי-המניות הן באינטרסים של קהילות אחרות¹⁵.

לפני שנפרט, אפשר להתוות כבר בשלב זה את המתכון לאפייתיה של העוגנה הגדולה ביותר. לפי אותו מתכון, עלינו לדמיין שכל התביעות בחברה, הקבועות והשירותיות כאחד, מרוכזות כולן בידי בעלים יחיד. בעלים יחיד זה הוא בעל-מניות, נושה וגם עובד, ספק וגם צרכן של כל מוצרי החברה. פונקציית-המטרה של הבעלים היחיד היא להשיא את רווחיו מן החברה. על-פירוב, הבעלים היחיד ייטיב לעשות אם יתמקד בראשי-זבראשונה במה שיוותר לו מאחזקותיו במניות החברה. אך לעתים ייתכן כי הזנחת האינטרסים שלו כנושה, כעובד או כספק-חומרים, עלולה להסב לו נזק רב יותר מן התועלת שתצמח לו כבעל-מניות. בסיטואציה מעין זו הבעלים היחיד היה שמח לצמצם את תוחלת הרווח הצפוי ממניותיו, כדי להגדיל — ובשיעור רב יותר — את תוחלת התועלת שלו מתביעותיו האחרות בחברה. בסיטואציה שכזו מוצע לחייב את נושאי המטרה בחברה לפעול כאילו היו בעלים יחיד, וזאת אף אם לא קיימת זהות פרסונלית בין בעלי-המניות לבין בעלי התביעות האחרות בחברה. גישה זו איננה רק יעילה במובן המצרפי של הגדלת העוגנה כולה; היא גם "יעילה" — פראטור, קרי: מגדילה את רווחתן של כל קהילות התאגיד, לרבות בעלי-המניות (אם כי לאו דווקא באופן יחסי להגדלת חלקן של הקהילות האחרות). אילו, למשל, כלל משפטי פלוני היה מתיר לנושאי המטרה לנקוט הליך המסכ תועלת של 50 לבעלי-המניות ונזק של 100 ל"אחרים", ניתן היה לשפר את רווחת כולם על-ידי התנערות מאותו כלל משפטי, ובמקומו יבוא כלל משפטי אלטרנטיבי, האוסר על נקיטת הליך כזה: "האחרים" יהיו בוודאי נכונים לפצות אל בעלי-המניות בסכום העולה על 50 (אך הנופל מ-100) תמורת הסכמתם להחלפת הכללים המשפטיים. שתי הקהילות כאחד תמצאנה את עצמן במצב עדיף על-פני המצב שהיה שורר על-פי הכלל המשפטי המקורי.

15 יש המעדיפים להשקיף על הדרך להגדלת הרווחה המצרפית באספקלריה של ההוצאות דווקא: לפי גישה זו, דיני-החברות האופטימליים יהיו הדינים הממוזגים את הוצאות כריתתו והוצאתו אל הפרעל של ההסכם התאגידי. גישה זו יאה במיוחד עבור פירמות הפועלות בתנאי תחרות משוכללת. פירמות אלה רואות לנגד עיניהן מחיר שוק קבוע ולכן האסטרטגיה היחידה הבאה בחשבון מבחינתן להגדלת הרווח היא על-ידי צמצום בהוצאות. חלוץ הגישה הזו הוא R.H. Coase, "The Nature of the Firm" 4 (1937) 386. *Economica* (N.S.) רובר מורדני יותר הדוגל באותה גישה, הוא Williamson, "Corporate Governance" 93 *Yale L.J.* (1984) 1197. גישה זו איננה שלילמה: אם פונקציית המטרה היא השאת המצורף — גישה המקובלת ככל הנראה על מתכרים כמו קואס וויליאמסון — עלינו להתחשב לא רק במצורף הוצאותיה של הפירמה, אלא גם בהשאת רווחיה! בהערה זו, וכן לכל אורכו של החיבור, אני מתייחס אל "השאת הרווח" כאל פונקציית המטרה המרכזית של התאגיד המסחרי. האמת ניתנת להיאמר, שניתן להעלות על הדעת מספר לא-מבוטל של יעדים חלופיים, כמו השאת התועלת המשותפת של בעלי-המניות, התרחבות עסקית או מוצר הסיכון. מכחינה זו החיבור הנוכחי הולך בתלם המקובל, של זיהוי השאת הרווחים דווקא — כפונקציית המטרה העיקרית של החברה.

בכל האמור לעיל אין כמובן כל חידוש. מה שנותר לנו לעשות הוא לקרב את המבט אל כל הקהילות שאינן בעלי-מניות בחברה ולבדוק את ישימות הדברים דלעיל על כל אחת מהן בנפרד. בעשייתה של מלאכה זו יתבהר לנו כלפי מי מכל הקהילות האלה ראוי לכוון את חובות הזהירות והאמון של נושאי המשרה.

2. נושים של חברות חדלות-פירעון

אם הפירמה היא חדלת-פירעון, ערך זכותם השיורית של בעלי המניות הוא אפס. ניתן בקלות לקבוע, שעתה הזכות השיורית שייכת לנושי הפירמה; שכן הם הנוטלים את כל מה שנשתייר מקופתה חדלת-הפירעון¹⁶. ניתן היה לצפות שדין יעיל, הקושר בין מושג השיוריות לבין חובותיהם של נושאי המשרה, יקבע את הנושים כקהילת הנהנים הבלעדית של פירמה חדלת-פירעון. גם את הסחורה הזו הדין מספק, ובכירור רב. עם התחלת פירוקה של החברה – מנושלים האורגנים הרגילים שלה – אלה שהופקדו מטעם בעלי-המניות על השאת רווחתם – מכל תפקידיהם, וניהול הפירמה והשליטה בה עוברים לידי המפרק¹⁷. גם אם החברה נתונה בהליך של כינוס נכסים, שאיננו בגדר פירוק עסקים פורמלי, עוברים תפקידיהן של אסיפת בעלי-המניות ומועצת-המנהלים לידי כונס-הנכסים¹⁸. המפרק או כונס-הנכסים מופקדים על טובת הנושים, ומשימתם העיקרית אינה אלא השאת הדיבידנד המגיע לנושים בהליכי חדלות-הפירעון.

אך כאן יש להדגיש נקודה חשובה: המפרק או כונס-הנכסים מתמנים לתפקידם רק עם כניסתה של הפירמה למצוקת-אשראי; אך בכואם להשיא את עושרם של הנושים בהליכי הפירוק או הכינוס, מוטלת עליהם החובה לממש את כל נכסי החברה, לרבות זכויות התביעה שיש לה כנגד צדדים שלישיים. תפקיד זה כולל גם את הזכות להיפרע מנושאי המשרה שהפרו כלפי החברה חובות זהירות ואמון, וזאת בכל אחד משלבי פעילותה של החברה, גם בהיותה עוד פירמה כשרת-פירעון. כוחו של המפרק או הכונס הפועל בשלב חדלות-הפירעון, לממש זכויות כנגד מי שהפר חובות כנגד הפירמה בשלב כשרת-הפירעון, מחייב את נושאי המשרה של כל פירמה להביא בחשבון את האינטרסים של הנושים. נושא משרה של פירמה כשרת-פירעון שסייע במעשיו או במחדליו להתמוטטותה הפיננסית – עלול למצוא את עצמו נותן את הדין בפני הכונס או המפרק, המייצג בעניין זה את עניינם של נושי הפירמה. מן הראוי להתפנות אפוא ולהציע תשתית עיונית לחובות וזהירות ואמון כלפי נושיה של פירמה כשרת-פירעון.

16 ראה ספרם של ברילי ומאירס (לעיל, הערה 9), 743-744.

17 ראה סעיפים 305-307 לפקודת החברות; ע"א 343/62 החברה המרכזית לשיכון ובנין בע"מ נ' מפרק חברת "פלורד" בע"מ, פ"ד יז 399; 78 W.L.R. [1969] 1. *Re Mawcon Ltd.* בדרך-כלל הדין מסתפק בהענקת סמכויותיהם של האורגנים אל המפרק ואיננו "מקנה" את רכוש החברה במישרין למפרק: *Re a Debtor* (41 of 1951) [1952] Ch. 192. ואולם במקרים מיוחדים ניתן להורות אפילו על הקניה כזו. ראה לעיל, הלכת פלורד.

18 ע"א 141/74 פפרבוים נ' שריזלי, פ"ד (1) 20. יתירה מזו: אם מונו כונסי-נכסים לחברה שנכנסה גם להליכי פירוק, כוחם של הכונסים בדרך-כלל עדיף ואין המפרק נוטל אלא מה שהכונסים הותירו: ב"ש 68/92 "שמשון", בתי חרושת א"י למלט פורטלנד בע"מ נ' המוסד לביטוח לאומי, פ"ד (2) 79.

3. נושים של חברות כשרות-פירעון

בין בעלי-המניות לבין הנושים של פירמות כשרות-פירעון עלולים להתגלע ניגודי עניינים ברורים. לנושים אין עניין מובהק בהצלחתה העסקית של הפירמה מעבר לגדרש לה כדי למלא את חוביה; לבעלי המניות אינטרס למכסם את תוחלת הרווח לעצמם, אף אם האסטרטגיה העסקית המתאימה ביותר לשם כך כרוכה בהגדלת ההסתברות לחדלות-פירעון ולהקרכת האינטרסים של הנושים¹⁹.

כך, בבחירה בין אסטרטגיה המבטיחה בדיוק את יכולתה של הפירמה להתחזיר את חובותיה לנושים, אך איננה מותירה דבר לבעלי המניות, לבין אסטרטגיה הצופנת בחובה סיכויי הפסד, אך גם סיכויים להגדלה משמעותית של הרווח — יעדיפו הנושים את הראשונה: הרווח העודף מעניין אותם כמו שלג דאשתקד. אך בעלי-מניות רציונליים יעדיפו את האסטרטגיה השנייה, שכן זו הראשונה אינה מותירה להם דבר לעצמם, ואילו השנייה פותחת בפניהם סיכוי לרווח.

נתאר לעצמנו כי בעלי-המניות, המרכזים בידיהם את כוח ההצבעה, אכן בוחרים בחלופה המיטיבה עמם — היא החלופה השנייה — ובדיעבד מסתבר כי הפירמה שקעה לחדלות-פירעון ומתמנה לה כונס-נכסים או מפרק: האם הפרו בעלי-המניות את חובות האמון והזהירות שלהם כלפי הפירמה?

אם חפצים אנו בפתרון "יעיל", שומה עלינו לומר כי הדבר מותנה: אם תוחלת הרווח מן האסטרטגיה השנייה לפירמה "כולה" — קרי: על כל מרכיבי ההונויים — גדלה עקב הבחירה באסטרטגיה השנייה, יפה עשו בעלי-המניות כשבחרו בה, אף-על-פי שמנקודת-מבטם הצרה של חלק ממרכיבי הפירמה, הלוא הם הנושים, היה עדיף לדבוק בחלופה הראשונה. אך בעלי-המניות עשויים לבחור בחלופה השנייה, גם כאשר תוחלת הרווח ממנה לפירמה "כולה" היא קטנה יותר, כגון כאשר המעבר מן האסטרטגיה הראשונה לשנייה צופן בחובו הסתברות גבוהה להפסדים כבדים והסתברות נמוכה להגדלה קטנה בלבד של הרווח. הם יעשו זאת מפני שדבקות באסטרטגיה הראשונה מניבה עבורם — לפי הנחות הניתוח — רווח של אפס; ואילו המעבר לאסטרטגיה השנייה פותח בפניהם איזושהו סיכוי, ולו זעום, להשתתפות ברווחי הפירמה. אך כאן הפגיעה באינטרסים של הנושים — הגם שהיטיבה *ex ante* עם בעלי-המניות — היא גם פגיעה בפירמה "כולה", כלומר: באינטרס המצרפי של כל בעלי-התביעות בפירמה. בנסיבות כאלה ניתן לומר על בחירתם של בעלי המניות שהיתה כרוכה בהפרה של תוכנות זהירות ואמון כלפי נושי הפירמה.

ניתן להמחיש דברים אלה בעזרת כמה רוגמאות:

רוגמא א: פירמה א ממומנת בהון עצמי של מיליון ש"ח וכן בהון הלוואות,

19 קיימת ספרות ענפה בשאלת הקונפליקט בין נושים לבעלי-מניות, וניגוד העניינים הטבוע בעצם תפקידו של נושא המשרה שמונה לתפקידו מטעם בעלי-המניות. ראה, למשל, C.N. Smith and J.B. Warner, "On Financial Contracting — An Analysis of Bond Covenants" 7 *J. Fin. Econ.* (1979) 117; A. Kalay, "Stockholder — Bondholder Conflict and Dividend Constraints" 10 *J. Fin. Econ.* (1982) 211; K. John and A. Kalay, "Costly Contracting and Optimal Pay-Out Constraints" 37 *J. Fin. Econ.* (1982) 457.

המיוצג על-ידי אגרות-חוב צמיתות בערך של מיליון ש"ח, נושאות ריבית בשיעור של 10% לשנה. מסתבר, כי מזה שנים רבות הפירמה נוקטת אסטרטגיה עסקית המבטיחה לה רווח תפעולי קבוע ובטוח של 120,000 ש"ח (למשל: על-ידי השקעה באגרות-חוב בטוחות של הממשלה). רווח זה מאפשר לשלם לבעלי-האגרות את הריבית המובטחת להם, בסכום של 100,000 ש"ח, והיא מותירה רווח שיורי בידי בעלי-המניות בסכום של 20,000 ש"ח. הפירמה סולבנטית. בדרכם של נושאי המשרה בחברה נקרת הזדמנות להמיר את האסטרטגיה העסקית הנ"ל באסטרטגיה חלופית, הקשורה באי-ודאות. קיים סיכוי של 25% שהרווח התפעולי הקשור באסטרטגיה החלופית ירד ל-80,000 ש"ח, וסיכוי של 75% שהרווח התפעולי יעלה ל-160,000 ש"ח. נושאי המשרה מחליטים לזנוח את האסטרטגיה המקורית ולאמץ את החלופה.

אין ספק, שאימוץ החלופה פוגע באינטרסים של הנושים. אם החברה תגדיל את רווחיה התפעוליים מ-120,000 ש"ח ל-160,000 ש"ח, לא תשתנה התשואה לנושים, והיא תישאר ברמה הקבועה של 100,000 ש"ח. לעומת זאת, אם הרווחים התפעוליים ירדו ל-80,000 ש"ח בלבד, לא תוכל החברה להתמיד בטווח הארוך בתשלום הריבית החוזית, העולה בשיעורה על סך כל הרווחים התפעוליים. היא תיהפך לאינסולבנטית, והנושים לא יוכלו לממש אפילו את קרן ההלוואה. לעומת זאת, האסטרטגיה החלופית מגדילה את תוחלת הרווח נטו לבעלי-המניות. בהשוואה לאסטרטגיה המקורית, הללו רואים לנגד עיניהם אפשרות להפסיד 20,000 ש"ח בשנה בהסתברות של רבע (כלומר: תוחלת הפסד של 5,000 ש"ח) בצירוף אפשרות להרוויח 40,000 ש"ח בשנה בהסתברות של שלושה רבעים (כלומר: תוחלת רווח של 30,000 ש"ח). בהנחה שבעלי-המניות אדישים לסיכון המעבר אל האסטרטגיה החדשה, תפורש זו על-ידם כשוות-ערך לתוספת רווח של 25,000 ש"ח לשנה. במובן שטחי מסוים אפשר היה לטעון, שהירידה ברווח התפעולי מ-120,000 ש"ח ל-80,000 ש"ח מייצגת עבור בעלי-המניות הפסד של 40,000 ש"ח (ולא של 20,000 ש"ח), הואיל וההפסדים המתמשכים נוגסים בהונה העצמי של הפירמה, קרי: בהשקעתם של בעלי-המניות. ואולם יש לזכור, כי אף אם יתמשכו הפסדים אלה לנצח, לא יסבלו בעלי-המניות מפגיעה העולה בשיעורה על הרווח שנמנע מהם כל שנה, כלומר: 20,000 ש"ח. אחריותם המוגבלת כבעלי-מניות משמעה, שאין הם חייבים לפצות את הנושים על אי-יכולתה של הפירמה לעמוד בהתחייבויותיה כלפיהם, כך שמותר להתייחס אל השחיקה בהונה העצמי של הפירמה כאל אירוע חשבונאי שאין לו השפעה של ממש על רווחתם של בעלי-המניות.

את האינטרס של מי חייבים נושאי המשרה להעדיף? התשובה הפשוטה היא את טובת החברה. האסטרטגיה המקורית הניבה עבור החברה כולה, על כל בעלי-התביעות בה, רווח תפעולי של 120,000 ש"ח בשנה. עתה החברה תרוויח 80,000 ש"ח בהסתברות של רבע, בצירוף 160,000 ש"ח בהסתברות של שלושה רבעים: תוחלת הרווח התפעולי הכוללת של החברה היא עתה 140,000 ש"ח — תוספת רווח של 20,000 ש"ח ביחס לתוכנית המקורית. יוצא אפוא, שנושאי המשרה חייבים להעדיף את קידום האינטרסים של בעלי-המניות, ואפילו תוך הקרבת האינטרס של הנושים. אך הצדקת הכלל הזה מבוססת על כך, שטובת

בעלי-המניות פועלת בדוגמא זו באותו הכיוון כמו טובת החברה על כל מרכיביה. העדפת טובתם של בעלי האינטרסים השוויים משיגה במקרה זה את יעד היעילות של הגדלת העושה כולה, ועל כך הצדקתה.

דוגמא ב: מבנה ההון של חברה ב הוא כשל חברה א, וגם האסטרטגיה העסקית המקורית היא זהה. אך האסטרטגיה החלופית נראית אחרת לגמרי: קיימת הסתברות של 85%, שהרווח התפעולי ירד ל-80,000 ש"ח, והסתברות של 15% שיעלה ל-300,000 ש"ח.

כאן התנגדותם של הנושים להחלפת האסטרטגיה צריכה להיות נמרצת מאוד. הסיכוי להגדלת הרווח התפעולי ל-300,000 ש"ח אינו טומן עבורם כל פיתוי, אך ירידתו לרמה של 80,000 ש"ח בהסתברות כל-כך גבוהה (85%), עד שהיא מהווה איום אמיתי על שולי הסולבנטיות של החברה. ואולם בעלי-מניות אדישים לסיכון חייבים דווקא להיות מעוניינים באימוץ האסטרטגיה החלופית. תוחלת ההפסד עבורם אם החברה תרד ברווחיותה התפעולית ל-80,000 ש"ח היא בשיעור של 17,000 ש"ח (הירידה בחלקם בסך 20,000 ש"ח כפול ההסתברות של 85%), אך תוחלת הרווח עבורם אם החברה תשפר את רווחיותה התפעולית לרמה של 300,000 ש"ח היא בשיעור של 27,000 ש"ח (העלייה בחלקם ברווח בסך 180,000 ש"ח כפול ההסתברות של 15%). סך הגידול בתוחלת הרווח שלהם נטו הוא בשיעור של 10,000 ש"ח לשנה. האם גם כאן חייבים נושאי המשרה להעדיף את האינטרסים של בעלי-המניות תוך הקרבת האינטרסים של הנושים? דומני שלא. תוחלת הרווח של החברה מן האסטרטגיה החלופית היא הרווח התפעולי בסך 80,000 ש"ח כפול ההסתברות של 85% בצירוף הרווח התפעולי בסך 300,000 ש"ח כפול ההסתברות של 15%, ובסך הכול תוחלת הרווח לחברה היא בשיעור של 113,000 ש"ח, או ב-7,000 ש"ח לשנה פחות מן הרווח הוודאי שהיתה יכולה להפיק באסטרטגיה העסקית המקורית. כאן האינטרס של בעלי-המניות כבעלי התביעה השוויים בחברה איננו מוביל לעיצובו של כלל עסקי יעיל או להגדלת העושה, ולכן ניטל הטעם מהעדפתם על-פני בעלי ציפיות נוגדות. אם החברה תפזר, יוכל מפרק-החברה להעלות את הטענה כי נושאי המשרה התרשלו (או הפרו חובת אמונים) "כלפי החברה" בכך שעברו מאסטרטגיה עסקית אחת למשניה, הגם ש"טובת החברה" הצדיקה דווקא דבקות בסטטוס-קוו. המטפורה "טובת החברה" משרתת כאן מעין קיצור הלשון, שבעזרתו ניתן לבטא את הצורך להיחלץ להגנת זכויותיהם של הנושים כנגד ציפיותיהם האופורטוניסטיות – והבלתי-יעילות – של בעלי-המניות.

דוגמא ג: מבנה ההון של חברה ג הוא כמו זה של חברה א וחברה ב וגם האסטרטגיה העסקית המקורית זהה. עתה מוצע לנושאי המשרה להטיל מטבע הוגנת. הטלה מוצלחת תזכה את החברה בתוספת רווח של 40,000 ש"ח (סך הכול: רווח תפעולי של 160,000 ש"ח) והטלה כושלת תותיר בידיה 40,000 ש"ח פחות, קרי: רווח תפעולי של 80,000 ש"ח בלבד.

בדוגמא זו משתפרת תוחלת הרווח מן האחזקה במניות ונגרעת תוחלת הרווח מן האחזקה באגרות-החוב. תוחלת הרווח לפירמה כולה, על כל מרכיביה, נשארת ללא שינוי, ברמה של 120,000 ש"ח. קל לראות כי נטילת ההימור, הממיר זרם

הכנסה קבוע (ובטוח) בורם הכנסה הכרוך בסיכון, איננה מיטיבה עם הפירמה על כל מרכיביה. אם האסטרטגיה המקורית מניבה תוחלת רווח זהה לתוחלת הרווח של האסטרטגיה החלופית, אך רמת הסיכון הכרוכה באסטרטגיה המקורית היא יותר נמוכה, הבחירה באסטרטגיה החלופית איננה יעילה. מכאן גם נובע, שנושאי המְשרה שבחרו בה הפרו "כלפי החברה" את חובותיהם לנהוג בזכויות ובנאמנות. ההסבר התיאורטי לכל הדוגמאות הללו הוא פשוט. מוסד הגבלת האחריות בדיני-החברות מְקרה הזדמנויות על דרכם של בעלי-המניות להחציץ (to externalize) חלק מעלויות פעילותה של הפירמה על הנושים: תוחלת ההפסד מכל אסטרטגיה עסקית רובצת בחלקה על הנושים, שאינם זכאים לשיפוי מתוך נכסיהם הפרטיים של בעלי-המניות²⁰. במובן מסוים, זכות ההחצנה היא חלק מן החוזה הסמוי שבין בעלי-המניות לנושים: נושים המשקיעים בפירמה בערבון מוגבל מודעים לקיומה של הזכות, וגם סביר להניח כי תנאי ההלוואה מפצים אותם על נטילת הסיכון²¹. מנגד, אין להניח שהצדדים לאותו חוזה (קרי: הנושים ובעלי-המניות) הכיאו בחשבון כי בעלי-המניות ינהגו בזדון, בפזיזות או בחוסר-תבונה קיצוני בנכסי הפירמה, יקצרו את כל סיכויי הרווח ויחזירו לנושים את כל ההפסדים. חובת האמון של נושאי המְשרה – שלוחיהם של בעלי-המניות – כלפי הנושים נועדה להפנים את ההשפעות החיצוניות הללו²². לשון אחרת: דין הגבלת האחריות הוא מעין תנאי אחיד בחוזה שבין בעלי-המניות לנושים²³. תנאי זה מאפשר לבעלי-המניות להעמיס על שכם הנושים את עלויותיה של חדלות-הפירעון הקשורות באסטרטגיות ניהוליות, המשיאות *ex ante* את עושרה של הפירמה על כל קהילותיה, וזאת אף אם הסתבר *ex post* שהאסטרטגיה נכשלה והפירמה נקלעה לחדלות-פירעון. אך התנאי אינו מאפשר לבעלי-המניות להעמיס על שכם הנושים את העלויות של חדלות-הפירעון הנובעות מבחירה באסטרטגיות עסקיות נחותות, קרי: כאלה שאפילו *ex ante* לא ניתן היה לייחס להם את התכונה של השאת (תוחלת) עושרה של הפירמה על כל מרכיביה. אם הסתבר *ex post*, כי אסטרטגיה נחותה כזו אכן נכשלה, דין יעיל ישוב ויעמיס על שכם בעלי-המניות את עלויות האינסולבנטיות ולא יאפשר להם להחציץ את העלות על שכם הנושים²⁴.

עינינו הרואות, כי גם חובות המופנות כלפי הפיקציה המואגדת אינם מיועדים

20 התרופה הפשוטה ביותר להפגמתן בתורה של עלויות חיצוניות אלה היא להטיל את סיכון פשיטת-הרגל על בעלי-המניות, קרי: כלשון משפטית – להרים את המסך. ראה באופן כללי פוזנר (לעיל, הערה 13) 379 ואילך.

21 מלאכה ההתאמה של חוזה ההלוואה לסיכונים המיוחדים לכל פירמה לווה הטרידה דורות של משפטים והגיבה תחום החמחות העומד ברשות עצמו. ראה באופן כללי Rodgers, "The Corporate Trust Indenture Project" 20 Bus. Law. (1965) 551.

22 כפי שמציגים סמית וורנר (לעיל, הערה 19), ישנן התנהגויות אופורטוניסטיות מסוימות של בעלי-המניות שקל לזהותן ולפקח עליהן. חודי-אשראי טיפוסיים בין פירמות לבין נושיהן נוהגים לאסור על סוגי התנהגות שכאלה. דוגמאות רלבנטיות הן תשלום וריבוי לבעלי-המניות מעבר לסף מסוים או תנאי הגינם של אשראי נוסף, העלול לפגוע בזכויות נושים קודמים. מנגד, קשה ויקר מדי לאפשר לנושים לפקח על החלטות עסקיות של הפירמה, כגון כאיזה פרויקט כדאי להשקיע. לכן חודי-אשראי טיפוסיים אינם מכילים תגיות המתייחסות לשאלות שכאלה.

23 ראה מאמרי "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק?" – תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושג-היסוד במשפט משפטים יח (1988) 395.

24 דין כזה ייחשב ל"יעיל" משתי סיבות: בראש-דבר, מכיון שיפנים בחוזה אל בעלי-המניות את

בהכרח לשרת את האינטרסים הבלעדיים של בעלי-המניות. מעמד המיוחד של בעלי-המניות מוצדק רק אם השאת תועלתם הייחודית מתמוגגת עם התוצאה היעילה של הגדלת העוגה כולה וככל שהדבר אכן מתאפשר.

4. מניות-בכורה

חזקה על מניות-בכורה שהן מצטברות וחזקה עליהן שהן מקנות לבעליהן זכויות עריפות בפירוק על פני זכויותיהם של בעלי-המניות הרגילות.²⁵ החזקות הללו ממעיטות מן הסיכון הכרוך בהחזקתן של מניות-הבכורה, מקרבות אותן אל הסטטוס של אגרות-חוב ומרחיקות אותן מזה של מניות רגילות בחברה. חזקה נוספת היא, שמניות-בכורה אינן "משותפות" – לא בדיכידנר ולא בעודפי הפירוק.²⁶ חזקה א-השתתפות מצמצמת, או אפילו מבטלת, את הסיכוי לרווח שיורי גדול המאפיין את המניה הרגילה ואיננו מאפיין את אגרת-החוב. מניות הבכורה הן אפוא כמו אגרות-חוב ביחסן למניות הרגילות וכמו מניות רגילות ביחסן לאגרות-החוב. הן יצור-כלאיים שבין ניירות-הערך המייצגים את שני הקטבים: הון עצמי והון הלוואות. מהי מידת החובה שנושאי המשרה חבים כלפי בעלי מניות-הבכורה?

שאלה זו לא נדונה בהרחבה בספרות, אולם קצות החוט שברשותנו מאפשרים לנו כבר עתה ליתן לה תשובה הולמת. בדרך הדברים הרגילה, זכותם של בעלי מניות-הבכורה אינה שיוויון. מכאן שאין זה סביר להעניק להם זכות משמעותית להצביע באסיפות הכלליות או לבחור בנושאי המשרה. סביר גם, שנושאי המשרה יפרשו את חובות הזהירות והאמונים שלהם כמופנות בדרך-כלל כלפי בעלי-המניות הרגילות. אך כשם שתיכנן התנגשות אינטרסים בין בעלי-המניות הרגילות לבין הנושים, כך תיתכן התנגשות אינטרסים בינם לבין בעלי מניות-הבכורה. כל שלוש הדוגמאות שנותחו בפסקה הקודמת ישימות גם על התנגשות אינטרסים זו. ייתכנו אפוא מקרים רבים שבהם יש להכיר בחובות וזהירות ונאמנות כלפי בעלי מניות-הבכורה.

אופי היחסים בין בעלי-המניות הרגילות לבין בעלי מניות-הבכורה מעורר כמה שאלות ייחודיות. בשאלות אלו סוגיות של חובות וזהירות ואמונים משמשות בערבוביה עם סוגיות חוזיות טהורות. טול מקרה שבו מדובר בבעלי מניות-בכורה בלתי-מצטברות דווקא. המשמעות של סטייה מחזקה ההצטברות היא, שאם החברה אינה מחלקת דיבידנד בשנה פלונית, זכותם של בעלי מניות-הבכורה יורדת לטמיון, כך שאם קיימים רווחים שניתן היה לחלק אותם, על-פי דיני שמירת ההון, אך הם

ההשפעות החיצוניות שניסו להשליך על הנושים. שנית, מכיוון שיש בו כדי "לשכפל" את העסקה ההיפותטית שהיתה נכרתת בין הנושים לבין בעלי-המניות בעולם שיש בו אינפורמציה מלאה ואין בו עלויות עסקה. לרברי ביקורת על גישה זו ראה, למשל, ג' טרסקי, "על הדין הדיספוזיטיבי" עיוני משפט טו (1990) 5. וראה גם תגובתי, "הדין הדיספוזיטיבי באספקלריה של פרופסור גר טרסקי" עיוני משפט טו (1990) 385.

25 E.g. *Wedd v. Earle* (1875) L.R. 20 Eq. 556

26 *Will v. United Lankat Plantations Co.* [1914] A.C. 11

לא חולקו בפועל, הדבר שקול כנגד העברת עושר מכיסם של בעלי מניות הבכורה לכיסם של בעלי המניות הרגילות: האחרונים נהנים, כבעלי הזכות השיוויונית, ממלוא העודפים שנצטברו בחברה. נניח עתה, כי נושאי המשרה נקראים להחליט כיצד לייעד את רווחי הפירמה: אם יחליטו לחלקם, ייטיבו בכך עם בעלי מניות הבכורה. אם יחליטו להותירם בתוך הפירמה, ייטיבו בכך עם בעלי המניות הרגילות. שטחית ניתן היה לסבור, שההחלטה על יעוד הרווחים היא נטולת-משמעות במישור היעילות המצרפי, שהרי היא שקולה כנגד תשלום העברה טהור; בעלי המניות משני הסוגים חולקים ביניהם עוגה בגודל נתון. ואולם אם הכלל המשפטי יתיר לנושאי המשרה להותיר את הרווחים בחברה (גם כאשר אופי פעילותה העסקית אינו מצדיק את הגדלת נזילותה), ברור שנכונותם *ex ante* של משקיעים פוטנציאליים לרכוש מניות-בכורה בלתי-מצטברות תפחת מאוד, כך שיכולת גיוון ההון של החברה תיפגע, וגודלה של העוגה *ex post* יהיה בכל-זאת קטן יותר. אפשר לנסח אותו רעיון גם בכלי-שיח חוזיים. הכלל הדיספוזיטיבי המתאר את תוכן החוזה בין שני הסוגים של בעלי המניות חייב להיות כלל המחייב את נושאי המשרה להכריז על חלוקת דיבידנד כל-אימת שיש רווחים, ואין סיבה עסקית להותירם בקופת החברה. כל כלל אחר יעשה את קיומם של חוזים מעין אלו לבלתי-אפשריים, או, לחלופין, יאלץ את המשקיעים הפוטנציאליים במניות הבכורה הבלתי-מצטברות לגבות פרמיה מיוחדת תמורת סיכוני אי-החלוקה. פרמיה זו מיועדת כפיצוי על סיכון בר-מניעה ולכן היא מייצגת בזכו משאבים, שניתן היה לחוסכו באמצעות כלל משפטי (דיספוזיטיבי) המחייב את נושאי המשרה להכריז על חלוקת רווחים²⁷. אכן, החוזה היעיל הוא גם גבולה של החובה לנהוג בזהירות ובנאמנות כלפי הקהילות התאגידיות השונות, ובכללן גם בעלי מניות הבכורה. מניות הבכורה בלתי-מצטברות – מכשיר פיננסי נדיר כשלעצמו – אינן, כמובן, אלא בגדר משל. ניתוח רומה מוביל למסקנות זהות כשמדובר במניות-בכורה מצטברות, וזאת כל-אימת שדחיית חלוקתם של הרווחים עלולה להסב לבעלי מניות מסוג זה הפסדים הכרוכים בתשלומי העברה לבעלי המניות הרגילות. דוגמאות לתשלומי העברה כאלה הם כאשר הדיבידנד הצביר (והמעוכב) איננו צמוד למדד ריאלי המגן מפני השחיקה האינפלציונית או כאשר הדיבידנד הצביר (והמעוכב) איננו נושא ריבית.

27 לפחות במדינה אחת – ניו-ג'רסי – פסקו בתי המשפט, כי מניות-בכורה בלתי-מצטברות זוכות בכל-זאת בצבירה, זאת לגבי שנים שבהן ניתן היה לחלק דיבידנד ואף-על-פי-כן לא הוכרזה חלוקה. ראה, למשל, *Sanders v. Cuba RR Co.* 21 N.J. 78, 120 A.2d 849 (1956). לדעה הפוכה – המסרבת לנהוג בבעלי מניות-בכורה בלתי-מצטברות כ"חטויי בית-המשפט", "כאלו היו מלחים או שוטים או קטינים", והקובעת כי "חוזה הוא חוזה הוא חוזה" – ראה *Gutmann v. Ill. Central RR Co.* 189 F. 2d 927 (2d Cir., 1951). בהעדר כלל פסיקתי כמו במדינת ניו-ג'רסי חייבים בתי-המשפט להטות אוזן קשובה במיוחד לטענות של שימוש פסול בשיקול-דעת. ראה *N. Lattin, Corporations* (Minn. 2nd ed., 1971) 508 ff. לבסוף, בהעדר מודעות לצורך בקיומה של חובת אמן כזו, סביר להניח כי מניות-בכורה בלתי-מצטברות לא תשרדנה בשוק. צמצום זה של אפשרויות ההשקעה בוודאי איננו פתרון יעיל.

5. בעלי-מניות אינדיבידואליים

בפסק-דין אנגלי מפורסם, *Percival v. Wright*,²⁸ שידלו דירקטורים בחברה כמה מבעלי-מניותיה למכור להם את אחזקותיהם מבלי לגלות להם מידע-פנים שהיה ידוע להם באותה שעה. מידע-הפנים התייחס לחדשות טובות בקשר לעסקי החברה. משנודע הדבר לבעלי-המניות ששודלו למכור את מניותיהם, הגישו הללו תביעה כנגד הדירקטורים על הפרת חובת האמון כלפיהם. בית-המשפט פסק, כי חובת האמון מופנית אך ורק כלפי המטפורה המואגדת ולא כלפי בעלי-מניות אינדיבידואליים. התביעה נדחתה. יש לציין, כי חוק ניירות-ערך המגביל את השימוש במידע-פנים איננו חל על הסיטואציה שנדונה באותה פרשה; שהריהו מתייחס אך ורק לחברות שניירות-ערך שלהן הוצעו לציבור על-פי תשקיף או נסחרים בבורסה, והם נמצאים בידי הציבור.²⁹ עם זאת, פסק-הדין עורר ביקורת חריפה, גם בארץ וגם בעולם, וספק רב אם יש לו, לפי הלכות חדישות יותר, תוקף משפטי מחייב בישראל.³⁰ אך כאן מן הראוי לבחון את השאלה העקרונית שהוא מעורר ללא כל קשר לסוגיית מידע-הפנים, והיא שאלת חובתם של נושאי המשרה כלפי בעלי-מניות אינדיבידואליים בתאגיד.

דרך אחת להשיב על השאלה היא לבחון את מהות היחסים שבין בעלי-המניות האינדיבידואליים לבין נושאי המשרה בכלים השאולים מתורת הפירמה. אחד ממאפייניה של הפירמה, שהיא משמשת מכשיר לחלוקת עבודה ולניצול יתרונות ההתמחות. משקיעים חסרי כשירות-ניהול מפקידים את כספם בידי מנהלים מומחים חסרי אמצעים הוניים ומתגמלים אותם כדי שישארו עבורם את התשואה על השקעתם.³¹ חלוקת עבודה זו יוצרת הפרדה של הבעלות מן השליטה ומקרה הזדמנויות למנהלים למעול בתפקידם ולהשיא את טובת עצמם במקום את טובת שולחיהם. כדי להקטין את עלויות הנציגות (agency costs) הללו, ניתן היה לחשוב על קיום מערך-פיקוח הדוק המבטיח התנהגות הולמת של המנהלים. אך הואיל ופיקוח הדוק מדי הוא גם יקר מדי, ניתן להוזיל את עלויות הנציגות על-ידי הטלת נטלים כבדים על מנהלים שאינם שוקדים על השאת רווחי שולחיהם. נטלים אלה הם חובות הזהירות והנאמנות הרובצים על נושאי המשרה. תכלית החובות למזער את עלויות הנציגות וכך לאפשר לפירמה למלא את יעודה כמפגש בין ספקי הון ועבודה וכאמצעי לניצול יתרונות ההתמחות.³² בעלי-המניות האינדיבידואליים מפקידים את כספם בידי המנהלים ואף הם נתונים לסכנותיה של בעיית הנציגות (agency

28 421 Ch. 2 [1902]. הלכה זו נקלטה בישראל לפחות בפסק-דין מחחי אחד: ת"א 2603/56 המשוק נ' קופלר, פ"מ טו 372.

29 ראה סעיף 52א לחוק ניירות ערך.

30 היטיב לבטא זאת 13 ff. (1972) *A. Yoran, Insider Trading in Israel and England*. גם המשפט המקובל מגלה סימני התנערות מהלכה פסולה זו. ראה, למשל, את סקירתו הנרחבת של J.H. Farrar, *Company Law* (London, 3d ed., 1991) 380 ff. במיוחד לגבי מה שנפסק בפרשת *Coleman v. Myers* [1977] 2 NZLR 225.

31 ראה ספרו של פונור (לעיל, הערה 13), שם.

32 K. Scott, "Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project" 927 *Stan. L. Rev.* (1983).

(problem). מכאן מתבקשת המסקנה, כי חובות האמון והזהירות חייבות להיות מופנות גם כלפיהם ומאותה הסיבה שמטילים אותן לטובת "החברה בכללותה". אך ניתן להגיע לאותה מסקנה גם בכלים פשוטים יותר, התואמים את קו-הטיעון שנקט בפסקאות הקודמות. העוגה שחובותיהם של נושאי המשרה אמורים להשיא היא החברה כולה, המוגדרת כמכלול בעלי-התביעות בה: בעלי-מניות ונושים, ספקים ועובדים. על-ידי ריקון כיסיהם של בעלי-המניות האינדיבידואליים בחברה בנוסח *Percival v. Wright* מצטמצם שווי מכלול התביעות בחברה, שהרי בעלי-המניות האינדיבידואליים בוודאי נמנים בקהלם. מכאן מתבקשת המסקנה, כי יש להגדיר את החובה גם לטובת בעלי-מניות אינדיבידואליים. לא נעלם מעיני, שגם מנהל-הפירמה הם בעלי-תביעה (claimowners) בחברה. לכן בעולם שיש בו מקום רק לשיקולי יעילות (להבדיל מצדק חלוקתי) אין לכאורה כל משמעות לעוברת שקהילה אחת (מנהלים) מעבירה בדעיבה (*ex post*) עושר או רכוש השייך לקהילה אחרת (בעלי-מניות אינדיבידואליים) אל כיסה-שלה. לכאורה הכיס המצרפי אינו מידלדל, אך השאלה הקובעת היא כיצד ייראה עולם הפועל תחת כלל משפטי כזה מלכתחילה (*ex ante*). בעלי-מניות רציונליים שיהיו מודעים לכלל המשפטי ידרשו פיצוי מראש על נכונותם להיכנס לשותפות עם מי שמותר לו – על-פי הכלל המשפטי – להעביר עושר מכיסם אל כיסו. שיעור הפיצוי ישתווה לתוחלת הנזק הצפויה להם מתשלום ההעברה, בצירוף פרמיה נוספת בעד נטילת הסיכון. פרמיה זו מייצגת בזכו חברתי, שכן היא משתלמת להסרתו של סיכון שנוצר על-ידי הכלל המשפטי עצמו ושניתן היה לחסוך אותו על-ידי אימוצו של כלל משפטי אלטרנטיבי, האוסר על ביצועו של תשלום ההעברה. הנה כי כן, כלל משפטי המתיר עושר איננו רק בלתי-צודק; הוא גם בלתי-יעיל.

אך *Percival v. Wright* הוא המקרה הקל. הבעיה האמיתית מתעוררת כאשר קבוצות שונות של בעלי-מניות מייצגות שורה של אינטרסים נבדלים, ואולי גם מנוגדים. לעתים נושאי משרה מסוימים מתמנים לתפקידיהם מטעמן של אחת הקבוצות הללו, והם גם עלולים להיזרק לרחוב אם לא ישקדו לטפח את רווחתה³³. במובן מסוים השאלה כאן היא הפוכה מזו שהתעוררה בפרשת *Percival v. Wright*: לא האם מותר לנושאי המשרה להתעלם מרווחתם של בעלי מניות אינדיבידואליים, אלא האם מותר להם שלא להתעלם ממנה; לא האם מותר להם לפגוע בבעלי-מניות אינדיבידואליים, כי אם באיזו מידה כשר הדבר לפגוע באחרים כדי להעדיף אותם³⁴. בשורות הבאות אציג את הסברה, שיש לאפשר לנושאי משרה לפעול בשי-רותם הייחודי של בעלי-מניות אינדיבידואליים בחברה רק בנסיבות מיוחדות ויוצאות-דופן³⁵.

33 ראה גואר (לעיל, הערה 3), 580.

34 נראה, שהמשפט האנגלי הפוזיטיבי סירב להכיר בזכותו של נושא משרה שמונה לתפקידו מטעמה של קבוצת-אינטרסנטים פלונית לפעול לקידום עניינם, כאשר אין הוא עולה בקנה אחד עם טובת-הכלל. ראה, למשל, *Boulting v. A.C.T.A.T.* [1963] 2 Q.B. 606, 626; וכן המלצותיה של ה-Bullock Committee, Cmnd. 6706, Ch. 8 para. 40. עמדה זו נראתה שמרנית מדי בעיניו של פרופ' גואר. כאשר ניסח את קוד החברות של גאנה (1963) הורה בו במפורש [לעיל 203(3)], כי נושא משרה כעסקין רשאי להביא בחשבון (אם כי לא כשיקול בלעדי) את טובת הקבוצה שמינתה אותו למשרתו.

35 ראה ספרי (לעיל, הערה 2), בעיקר בסעיפים 114 ו-116.

ישנם הסבורים, כי הצלחתה של חברת-המניות בכלכלת המערב מבוססת בעיקרה על יכולתם של כל מקבלי ההחלטות בתאגיד להתלכד סביב פונקצית מטרה משותפת, והיא השאת הרווחים. קבוצת מחליטים בלתי-הומוגנית, שלכל אחד מפלגיה טעמים והעדפות משלו, שאינם עולים בקנה אחד עם אלה של הפלגים האחרים, איננה מסוגלת על-פירוב לקבל החלטות רציונליות לטובת הכלל³⁶. הטעמים לכך פותחו בהרחבה בספרות הכלכלית שהגיעה לשיאה בכתיבתו של קנת ארו (Arrow)³⁷ ומאז הניבה כמה פרטי נובל³⁸. כדי להשתחרר ממה שארו כינה "פרדוקסים של בחירה", יש להבטיח תחילה את התלכדות הטעמים סביב מטרה משותפת, ובהקשר של דינאמיקת החברות המטרה המשותפת הזו היא השאת הרווחים³⁹. מטרה זו אינה עולה בקנה אחד עם "מינויים מטעם" של נושאי המשרה, האמורים, כביכול, לשקוד על טיפוח מגמות הרצויות באופן ייחודי למי שמינה אותם אף כאשר הם סותרים את טובת הכלל. גם כאשר הכול מאוחדים בשאיפתם להשיא את רווחי החברה, עלולים להתגלע חילוקי-דעות בין המחליטים כאשר לאסטרטגיה האופטימלית להשגתו של היעד המשותף. אולם אז ניתן למצוא מנגנוני-החלטה כאלה המגדילים את ההסתברות כי היעד המשותף אכן יושג, כגון מתן כוח-הצבעה עדיף למחליטים שכישרוניהם לזהות את האסטרטגיה האופטימלית טובים יותר, קביעת כלל הכרעה המקשה על בחירה בחלופות עתירות-סיכונים וכדומה. זיהויים של מנגנונים מעין אלו נרדף בהרחבה אף הוא בספרות הכלכלית העוסקת בתורת-ההחלטות⁴⁰.

לפי הדברים האלה, אין להתפלא על כך שנושאי משרה שמונו מטעמם של בעלי-מניות אינדיבידואליים כלשהם מנועים בדרך-כלל מלשקול שיקולים שאינם עולים בקנה אחד עם טובת הכלל. כך, למשל, דירקטורים בחברה-בת שמונו לתפקידם מטעמה של החברה-האם, חייבים לשקול אך ורק את טובתה של החברה-הבת⁴¹. העדפה מוכחת (הוכחה לא קלה, כשלעצמה) של האינטרסים הייחודיים של החברה-האם שקולה כנגד עושה המיעוט⁴². הקצאה של הזדמנות עסקית בתוך אשכול-חברות שלא לאותו איבר באשכול שהזדמנות "שייכת" לו

36 H. Hansmann, "Ownership of the Firm" 4 J. of Law, Econ. and Org. (1988) 267
M.C. Jensen and W.H. Meckling, "Rights and Production Functions — An Application To Labor-Managed Firms and Codetermination" 52 J. of Business (1979) 469

37 התיאוריה הבסיסית של ארו היא, שכל כלל הכרעה קולקטיבי, האמור "לתרגם" את העדפות הפרטים החברים בקבוצת-מחליטים פלונית להעדפתה "החברתית" של הקבוצה כולה, הוא בהכרח לקוי. לשון אחרת: אפילו אם כל הפרטים רציונליים ומושכלים, הליך האגרגציה של העדפותיהם הפרטיות והפיכתן להחלטת הכלל הוא הליך פרדבלמטי ביותר העלול להניב תוצאות חברתיות קשות. ראה K. Arrow, *Social Choice and Individual Values* (N.W., 2d. ed., 1963)

38 מלבד ארו עצמו, הנדל מכולם, הצטרף לחברה גם הכלכלן גיימס בוקאנאן (Buchanan).
39 S. Nitzan and U. Procaccia, "Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms" 51 *Public Choice* (1986) 191
ראה גם הנסמן, (לעיל, הערה 36).

40 Nitzan and Paroush, "A General Theorem and Eight Colloraries in Search of a Correct Decision" 17 *Theory and Decision* (1984) 211

41 ראה לעיל, הערה 34.

42 אחת הסיטואציות הקלאסיות לעושה המיעוט — אולי החשובה שבהן — מתרחשת שעה שהדוב מוצל את שדרתו בחברה כדי להצתיק אל עצמו עושר או רכוש השייך לחברה. פסק-הדין המנחה הוא *Menier v. Hooper's Telegraph Works* (1984) L.R. 9 Ch. App. 350

— ולמכלול בעלי-מניותיו — היא הקצאה פטולה ומקפחת⁴³. לחברה-אם, אף אם היא בעלת רוב מוחלט במניותיה של החברה-הבת, אין, ולא צריכות להיות, כל זכויות-יתר בקבלת מידע מן החברה-הבת, אם זכויות קבלת המידע שמורות בה, כמקובל בדרך-כלל, רק לחברי מועצת-המנהלים⁴⁴; ולעמדה זו יש שורה של השלכות מעשיות חשובות⁴⁵.

אמיתי, כי זו צריכה להיות עמדתו של הדין המרשה — הוא ברירת המחדל. תפקידו של הדין המרשה הוא לחקות את החוזה, שלפי אומדנו של יוצר הדין הצדדים היו כורתים ביניהם מרצונם החופשי בעולם נטול עלויות-עסקה⁴⁶. אך כוחו של טיעון זה גם מסמן את גבולותיו הטבעיים. אם הצדדים טרחו וקבעו ביניהם הסכם מפורש אחר, ראוי לו לדין הדיספוזיטיבי שייסוג מפני רצונם המפורש: מושא חקיינותו של הדין המרשה הוא מצב-טבע משוער אמיתי, ולא מצב טבע "רצוי"⁴⁷. דוגמא יפה להיתר תחיי להפניית חובותיהם של נושאי המשרה אל בעלי-מניות אינדיבידואלי ניתן למצוא בחוק החברות הגרמני משנת 1965. חוק זה כולל פרק נרחב העוסק באשכול-של-חברות (Konzern) ובחובות אמן בתוככי האשכול. בעוד הכלל הרחב בגרמניה הוא כמו אצלנו, קרי: שיש להשקיף על כל חברה באשכול כמרכז אוטונומי להשאת רווחים, ונושאי המשרה בכל מרכז כזה נקראים לשקול את רווחתו בלבד — הדין בגרמניה מכיר מפורשות באפשרות כריתתו של חוזה המכונה "חוזה-כפיפות". החברה-האם רשאית לפצות את החברות-הבנות הכורתות אתה חוזה כזה, ובתמורה לקבל את נאמנותן הבלתי-מסויגת לטובת האשכול כולו או לטובתה הבלעדית של החברה-האם עצמה⁴⁸. מובן שקיומו של חוזה-הכפיפות רלבנטי לא רק עבור הבעלים של התאגידים הכפופים, אלא גם לגבי הנושים שלהם; הללו יודעים כי החברה החייבת לא תהיה בת-חורין לנקוט אסטרטגיות המבטיחות את המשך קיומה של כשרות הפירעון שלה. התוצאה המעשית של כריתתו של חוזה-הכפיפות היא, שאמנם התאגידים הכפופים שומרים על עצמאותם הנומינלית כאישיות משפטיות נפרדות, אך מבחינה מעשית נעשים למעין מחלקות בתוך

43 *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717 (Del., 1971); Brudney and Clark, "A New Look at Corporate Opportunities" 94 *Harv. L. Rev.* (1981) 998. והשווה *Motomura, Protecting Outside Shareholders in a Corporate Subsidiary — A Comparative Look at the Private and Judicial Roles in the United States and Germany* (1980).

44 מקובל לחשוב, למשל, כי פירוש הנכון של סעיף 202 לפקודת החברות הוא, שרק לירוקטורים ולעזריהם זכות גישה חופשית לספרי החברה; ובמפורש — לבעלי-המניות בתור שכאלה אין זכות לעיין בספרי החברה.

45 לאחרונה נפוצה בישראל פרקטיקה משונה במקצת, שחברות-אם ממנות את עצמן לירוקטורים של בנותיהן, וזאת כדי להבטיח לעצמן נגישות מלאה לספרי החברות-הבנות. לעניות דעתי, פרקטיקה זו היא בלתי-חוקית. אם פירוש הנכון של סעיף 202 (לעיל, הערה 44) הוא, שאין לבעלי-המניות זכות לקבל לעיונם את ספרי החברה, וירוקטור הפועל מטעמם ומעביר להם את המידע מועל לכאורה בתפקידו כירוקטור, והריהו צפוי לסנקציות הקבועות בחוק על הפרת חובות האמנים שלו בחברה.

46 ראה מאמרי (לעיל, הערה 23).

47 F. Easterbrook and D. Fischel, "The Corporate Contract" 89 *Col. L. Rev.* (1989) 1416.

48 Bringezu, *Parent-Subsidiary Relations Under German Law* (1973).

החברה הדומיננטית⁴⁹. חובות הזהירות והנאמנות מוסטות אל החברה הדומיננטית, והרי לנו ראייה נוספת כי שורשן של החובות הללו נערץ עמוק במושג האוטונומיה החוזית.

פקודת החברות אינה כוללת הוראות מפורשות המתירות את הסטתן של חובות נושאי המשרה באמצעים חוזיים לטובת בעלי-מניות אינדיבידואליים. אך — לדעתו — אין צורך בהסמכה מפורשת לעניין מעין זה. דיני-הממונות הם באופיים דינים מרשים⁵⁰, ומי שרוצה ליטול על עצמו נטלים חוזיים המחייבים אותו לזהירות או לנאמנות — בוודאי רשאי לעשות כן.

6. עובדים

סוגיית החובות כלפי עובדי החברה אפופה עשן סמיך של רטוריקה. חוסר-הבהירות נובע מן התחרושה שהשאלה טעונה במטען ערכי ואנושי כבד, החורג כביכול מהיבטי היעילות המשמשים נושא מרכזי לרשימה זו. אך מהם המטענים הערכיים והאנושיים הרלבנטיים בסוגיה? ומה מתבקש מהם להערכת זכותה של קהילת-העובדים להימנות בין הנהגים מתחובות הזהירות והנאמנות? לשאלה יסודית זו אין תשובה בהירה בשיטות המשפטיות הפוזיטיביות המובילות בעולם. את הדוגמא הטובה ביותר לעשייה מבוהלת בסוגיית העובדים שלא לוותה בתשתית או בהסבר תיאורטי כלשהו ניתן למצוא בשיטת-המשפט האנגלית. פסק-הדין האנגלי המפורסם בפרשת *Parke v. Daily News* כבר הוזכר לעיל⁵¹. הלכתו של בית-המשפט עוררה אי שביעות-רצון במכורתו, והמחוקק נקרא להתערב: הייתכן שהעובדים יזרקו לרחוב וכל עודפי הפירוק — גדולים ככל שיהיו — ייגרפו על-ידי בעלי-המניות? ואמנם, סעיף 719 לחוק החברות האנגלי משנת 1985 קובע, כי בפירוקה של חברה אין היא עוד בלתי-כשירה להפריש מנכסיה לפיצוי העובדים המפוטרים. יתירה מזו: לפי סעיף 309 לאותו חוק חייבים נושאי המשרה בחברה, גם בהיותה עסק חי, להביא בחשבון את האינטרסים של העובדים⁵². ואולם פרשני החוק הזה מאוחדים בדעה, כי אין הוא מעניק זכות תביעה ישירה לעובדים על הפרת החובה, ובאופן כללי הם סבורים כי הציווי הסטטוטורי החדש הוא בעיקרו חסר-שיניים⁵³. בקונטקסט האירופאי שאלת מעמדם של עובדי הפירמה איננה יורדת מעל סדר-היום הציבורי⁵⁴. בגרמניה נקבע, עוד בשלהי המאה התולפת, כי תאגידים ציבוריים גדולים חייבים למנות לפחות שליש מחברי הגוף המפקח (מעין דירקטוריון) מתוך קהילת-העובדים (הביטוי האנגלי השגור לשיתוף מעין זה הוא *codetermination*).

49 Bonanno, "The Protection of Minority Shareholders in a Konzern Under Germany and United States Law" 18 *Harv. Int. L.J.* (1977) 151.

50 ראה ד' פרידמן, "הסיכון החוזי וטעות ההטעה בכדאיות" עיוני משפט יד (1989) 459.

51 ראה לעיל, הערות 4 ו-7.

52 מקורן של החובות הסטטוטוריות הללו הוא בסעיפים (1)46 ו-74, בהתאמה, של חוק החברות האנגלי משנת 1980.

53 Boyle and Mordisly, "Note" 1 *Company Law* (1980) 280; J. Birds "Making Directors Do Their Duties" 1 *Company Law* (1980) 67.

54 Fabricius, "Co-Determination in European Company Law", in: C. Scmitthoff, (ed.), *The Harmonisation of European Company Law* (London, 1973) 105.

חקיקה מודרנית יותר הרחיבה את המספר עד כדי מחצית⁵⁵. הדירקטיבה החמישית המפורסמת של השוק האירופאי חייבה את כל המדינות החברות לאמץ אל חוקיהן הלאומיים גרסה זו או אחרת של המודל הגרמני⁵⁶. אך מלבד הולנד, שבה הניסוי פחות או יותר הצליח, דחו הנוגדנים הפנימיים של כל יתר שיטות-המשפט האירופאי את השתל הגרמני, והניתוח נכשל⁵⁷. הגם ששאלת שיתופם של העובדים בהליך קבלת ההחלטות בפירמה שימשה כר לדיונים נרחבים עד-זר, לא קיימת אחידות-דעים על מטרת השיתוף. אכן, ניתן להשקיף על השיתוף, למשל, כעל דרך לקנות שקט תעשייתי ולכן – כעל אמצעי להשאת הרווח לבעלי-המניות. אך ניתן גם להשקיף עליו כעל מטרה בפני עצמה, המיועדת להילחם בתופעת הניכור ממקום-העבודה המאפיינת את הזמנים המודרניים, כדרך להשיב לעובד את צלם אישיותו האוטונומית, ובשורה התחתונה – כביטוי לחובות בחברה, המעוצבות לטובת עובדיה⁵⁸. בשורות הבאות אציע דרך לפזר את הערפל האופף את הסוגיה. נניח תחילה, כי העובדים אינם משתתפים בבעלות על הפירמה, כך שהסכסוך העבודה הוא חוזה למכירת שירותים בתמורה קבועה מראש. בסיטואציה מעין זו אין לעובדים אינטרס משפטי אחר אלא קיום החוזה עצמו, ואין הם נבדלים מגושים אחרים של הפירמה. הניתוח שהוצע לעיל באשר לחובות אמונים וזהירות כלפי נושי הפירמה נראה לי ישים גם לגבי העובדים. מבחינה זו נראה לי, כי פסק-הדין בפרשת *Parke v. Daily News* דווקא נפסק כהלכה, חרף כל המתקפות עליו; שהרי לו צוידו העובדים בזכות חוזית לקבלת דבר מן החברה, כגון פיצויי פרישה או זכויות-פנסיה, ניתן היה לכבד את זכותם גם ללא חיובם של המפרקים לחוזה על השאת התמורה לבעלי-המניות – *Pacta sunt servanda*. הבעיה התעוררה מכיוון שהמפרקים ביקשו להעניק לעובדים תשלומי חסד שלא היו מעוגנים בזכויות חוזיות. זהו צורה של פילנטרופיה תאגידית, שעל מגרעותיה כשיטת-משפט מרשה (דיספוזיטיבית) נעמוד להלן⁵⁹.

אין צריך לומר, שעמדה זו אינה מעוגנת בתפישת-עולם השבויה על-ידי המגמה להעדיף את האינטרסים של ספקי-ההון על אלה של ספקי-העבודה. לשם הדגמת העניין, נניח עתה, כי העובדים קיבלו, פרט לזכויות קבועות בחוזים נוקשים, גם זכויות גמישות, המשתנות בהתאם לרווחיות הפירמה. הסכמי-שיתוף כאלה נפוצים ביותר⁶⁰. לעתים הם מקבלים ביטוי מפורש, כגון על-ידי הנפקת "זכויות" לעובדי

55 *Co-determination in the Federal Republic of Germany*, issued by the Federal Minister of Labour and Social Affairs (1976).

56 C.Schmitthoff, "Social Responsibility in European Company Law" 30 *Hastings L.J.* (1979) 1419; Roth and Fitz, "Corporate Social Responsibility – European Models" 30 *Hastings L.J.* (1979) 1933.

57 W.Daubler, "The Employee Participation Directive – A Realistic Utopia?" 14 *Common Market L. Rev.* (1977) 457.

58 K.Hopt, "Problèmes Fondamentaux de la Participation en Europe" 34 *Rev. Trim. Droit Com. et Econ.* (1981) 401.

59 ראה להלן, הפרקים השלישי והרביעי.

60 כפי שהראה פרופ' הנרי הנסמן במאמר חדש מפרס-טו, רווחות בעולם צורות שונות של שיתוף עובדים בבעלות על פירמות. צורת התפלגותה של הבעלות נקבעת, בעיקרו של דבר, על-פי שיקולי יעילות. בדרך-כלל (אך לא תמיד), לא יהיה שיתוף עובדים כאשר המדובר הוא בפירמות ציבוריות גדולות המונעות

הפירמה, שבאמצעותן העובדים הופכים לבעלי-מניות פורמליים בחברה. לעתים הביטוי לשיתופם של העובדים בבעלות הוא יותר מרומז, כגון על-ידי קביעת השכר כפונקציה של הרווח⁶¹. בסיטואציה מעין זו ייתכן, כי מבחינה טרמינולוגית יבשה העובדים אינם "בעלי-מניות", אך הם בוודאי בעלי זכויות שיוניות בפירמה, קרי: "אקוויטי". הואיל ולפי התפישה המוצעת חובות האמון והזהירות אינן מופנות כלפי בעלי-המניות ככאלה, כי אם כלפי בעלי-המניות כבעלי הזכויות השיוניות בחברה, נובע כי הכללתם של העובדים בין בעלי הזכויות השיוניות מסבה מאליה את החובות גם לטובתם. שאלה קשה היא, מהי בדיוק המשמעות האופרטיבית של התייחסות למי שאינם באופן פורמלי בעלי-מניות, אך הוקנו להם זכויות שיוניות בחברה "כאילו" היו בעלי-מניות. הדוגמא הבאה נועדה לחדד את הקושי.

נניח, כי נושא משרה פלוני התרשל במילוי תפקידו, בנסיבות המאפשרות לבעלי-המניות לתובעו לדין בשם החברה. אכן, תביעתם הנגזרת של בעלי-המניות מתאימה לעניין, שהרי כל סכום שנושא המשרה יאלץ לשלם לחברה בתור פיצוי על מעשיו הרשלניים יעשיר את בעלי-המניות כבעלי הזכות השיונית בפירמה. האם ראוי לאפשר גם לציבור עובדים שיש לו תביעה שיונית בחברה, או לחלק ממנו, להגיש תביעה נגזרת בשל אותה עילה? לעתים תרופה כזו עשויה להיות חיונית להגנת זכויותיהם של העובדים, כגון שידם של בעלי המניות רוחצת את ידם של נושאי המשרה, העושים בעניין זה קנוניה כנגד ציבור העובדים. לדעתי, אם לעובדים הוקנתה זכות שיונית ברווחי הפירמה, ראוי להקנות גם להם תרופה דיונית זו להבטחת זכותם. הפרדת הבעלות מן השליטה חלה גם ביחסים שבין נושאי המשרה לבנם, וללא זכויות אכיפה מתאימות לא תהיה דרך יעילה למוער את עלויותיה של בעיית הנציגות. עד כה לא הכירו בתי-המשפט בזכותו של מי שאיננו בעל-מניות פורמלי להגיש תביעות נגזרות⁶². אך לידי התביעה הנגזרת רציונל רחב, המאפשר לבתי-המשפט לפסוק פסיקה יוצרת וחדשנית, כגון הפסיקה שבראה לאחרונה יש מאין את מוסד "ההגנה הנגזרת"⁶³. בתי-המשפט גם לא פסקו מעולם, כי אין לעובד זכות לתבוע את עלבונה של החברה כנגד נושא המשרה

על-ידי התמרץ למכסס רווחים ושיש להן נגישות טובה למקורות הון וזלים בבורסה. ראה, H. Hansmann, "When Does Worker Ownership Work? ESOP's, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy" 99 Yale L.J. (1990) 1749.

61 M. Weitzman, *The Share Economy* (Mass. 1984).

62 ראה ספרי (לעיל, הערה 2), 404 ואילך.

63 ע"א 273/85 גיל נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד מא (2) 294. לעומת זאת, דחה בית-המשפט המחוזי, לאחרונה ממש, את בקשתו של בעל-מניות להצטרף לתביעה כ"מתערב נגזר" (החלטת-ביניים של השופט מ' בן-יאיר בפרשת בנק לאומי לישראל בע"מ נ' יפת ואח' – [לא פורסם]). הבקשה הוגשה על-יסוד סברתו של בעל-המניות כי החברה אכן תבעה למשפט את נושא המשרה הנתבע, אך אין היא מנהלת את התביעה בשקידה ראויה. מוצע כי יש להגביל את פסיקתו של השופט בן-יאיר לנסיבותיו המיוחדות של המקרה. עקרונית, קנוניה בין החברה לבין נושא המשרה הנתבע היא אפשרות קיימת ואין לנעול מראש את השער בפני אפשרות "ההתערבות הנגזרת", כשזו מתאימה להליך ולנסיבות. בכל המקרים האלה – "הגנה נגזרת", "התערבות נגזרת" וכן תביעה נגזרת המוגשת על-ידי עובדי החברה – ניתן לעגן את הבסיס המשפטי להתערבות באותה הוראה סטטוטורית גופה, היא תקנה 24 לתקנות סדר הדין האזרחי, תשמ"ד-1984, המקנה סמכות לבית-המשפט לצרף לדין כל אדם שנזכרתו נראית לו

סדרה, כך שהקרקע כשרה לחידושי הלכה – חידושים שאינם אלא יישום של העקרונות הכלליים שצוינו לעיל.

שאלה אחרת לגמרי היא, האם עובדים שהם גם בעלי תביעות שיוניות בפירמה צריכים להיות מוכרים כבעלי זכות עצמאית משל עצמם, הנבדלת מזכותם של כל יתר בעלי הזכויות השיוניות בפירמה, או שאין הם אלא מסתפחים אל בעלי-המניות כבעלים משותפים של זכות הומוגנית אחת. הפתרון הנראה לי עדיף הוא להשקיף על כל בעלי הזכויות השיוניות כמקורצים מעור אחד.

הביטוי המעשי של הכרה בזכות נבדלת של ציבור העובדים היא על-ידי הגדרת משרה של פונקציונר שיתבקש לפעול לטובתם בלבד. כך ניתן למנות חברים בדירקטוריון מטעמם של העובדים ולצפות מהם שיפעלו כשדולה למען שולחיהם בלבד⁶⁴. כבר הסברתי לעיל מדוע דרך זו אינה יעילה. קהילות-המשנה הממנות את הדירקטורים לא תהיינה עור הומוגניות במטרותיהן; במקום שהכול ישתדלו להשיא את המטרה המשותפת – תוחלת הרווח לפירמה בכללותה – ימשוך כל נושא משרה ככיוונו-שלו, וההחלטות הקולקטיביות של ציבור המחליטים תעלינה בהכרח על מסלול ממוקש⁶⁵. סביר להניח, כי אם תיזנח טובתה של הפירמה עצמה כמטרה משותפת לכולם, ייגדל מספרם של מקרי חדלות-הפירעון של הפירמות, כאשר הנפגעים העיקריים יהיו העובדים: בעוד בעלי מניות בחברות ציבוריות גדולות מסוגלים בדרך-כלל לפזר את סיכוני השקעתם על-ידי בניית תיק-השקעות מגוון⁶⁶, העובדים משקיעים הון-אנוש עצום בהשקעה שהיא ספציפית לפירמה המעסיקה אותם, ולכן האיום של חדלות-הפירעון הוא חמור ביותר מבחינתם⁶⁷. בהינתן השיקולים האלה סביר להניח, כי בעולם נטול עלויות-עסקה החוזה האופטימלי בין בעלי-מניות לעובדים יחייב את כל נושאי המשרה בפירמה להשתדל להשיא את תוחלת רווחיה, ולא יפג את נאמנותם בין קהילות-משנה אחדות; ואילו כאשר הצדדים טרחו ועיצבו ביניהם חוזה מפורש הקובע אחרת, יש לכבד את התנאים.

ג. אמפיריקה של קהילות בתוך התאגיד

1. כללי

בפרק הקודם שרטטתי קווים לדמותה של הפירמה היעילה. זוהי הפירמה השוקדת על השאת הערכים השיוניים בה. זוהי גם פירמה שחובות הזהירות והאמונים בה ותומכות לטובתם של בעלי האינטרסים השיוניים. האינטרסנטים השונים אמורים גם לפעול בעצה אחת, תוך דחיית האלטרנטיבה של קיום יעדים המוגדרים כמכוונים לטובתן של קבוצות מתבדלות.

דרושה כדי לאפשר לבית-המשפט לפטוק ביעילות ובשלימות בכל השאלות הכרוכות בתובענה: צ' כהן, בעלי-מניות בחברה - זכויות תביעה ותורפות (1990) 515-516.

64 ראה לעיל, הערות 54-58.

65 ראה לעיל, הערות 36 ו-37.

66 על התיאוריה של הקטנת הסיכון על-ידי פיזור השקעות ועל יכולתם של בעלי-מניות ליצור תיק-השקעות עם רמת פיזור נאותה המפחיתה את הסיכון ראה ספרם של ברילי ומאירס (לעיל, הערה 9), 131 ואילך.

67 H. Hansmann, *Supra* note 36, 293 ff.

אם התיאוריה היא נכונה, סביר לצפות כי חיי המעשה יתנו לה ביטוי; לא מכיוון שיזמים, בעלי-מניות, נושים ועובדים בקיאים בתיאוריה, אלא מכיוון שפירמות שלא תקיימנה דפוסי-חזרה יעילים עלולות להישחק במאבק ההישרדות מול פירמות יעילות מהן. אני מצפה למצוא ביטוי אמפירי לדפוסי יעילים בשני מישורים שונים. ראשית, במערכת חוזים מפורשים הנכרתים מרצון חופשי בין הקהילות לבין עצמן. אכן, אם הדפוס הוא יעיל, חזקה על הנוגעים בדבר, או לפחות על חלק מהם, שידעו לזהותו ולאמצו לעצמם. תיעוד החוזים הנכרתים הלכה למעשה נעשה הן בהסתמך על עדויות בספרות והן מתוך בדיקה אמפירית שנערכה בישראל. שנית, סביר להניח כי הפתרונות היעילים גם התגלגלו לפסיקה ולעיתים גם לחקיקה. בעניין זה ראוי להקדים כמה מלות-הסבר. רוב הכותבים האקדמיים משקיפים על ניתוחי פסיקה וחקיקה כעל עבודה תיאורטית. לא נהוג להשקיף על חומרים אלה כעל אמפיריקה, אך מותר גם לנהוג אחרת: הממצא ששופטים פוסקים כמו שהם פוסקים וכי מחוקקים עיצבו את חוקיהם כך ולא אחרת הוא ללא ספק (בין היתר) ממצא עובדתי. עובדה זו ראיה לתיעוד ולהערכה כמו כל ממצא אמפירי אחר. ומדוע להתעניין בפסיקה ובחקיקה כבחומר אמפירי? סיבת העניין שלי בפסיקה נעוצה בהשערה, כי פתרונות פסיקטיים, בעיקר בענפי-דין ותיקים שהתפתחו במשפט המקובל, הם פתרונות יעילים. הסבר אפשרי אחד לכך הוא, כי תקדימים בלתי-יעילים אינם שורדים בשוק הרעיונות: מידת התמריץ של מתדיינים פרטיים להפוך אותם על פיהם גדולה ממידת התמריץ שיש להם לשכנע בתי-משפט לזנות פתרונות יעילים⁶⁸.

ומה כאשר לחקיקה? בעולם שבו יש למדינות עניין לתמרץ תאגידים להתאגר בשטחן⁶⁹, על המדינות לעצב את דיני-התאגידים שלהן עיצוב יעיל: דין-חברות שאינו מגדיל את רווחתם של המשקיעים הכפופים למרותו יגרור הגירת משקיעים למדינות אלטרנטיביות, שדיניהן משיאים את רווחת המשקיעים. כך התחרות בין המדינות משכללת גם את התייעלותו של הדין⁷⁰.

כמובן סביר להניח, שלא תיתכן האחדה (אוניפיקציה) של דינים על בסיס בינמדינתי כמצב של שיווי-משקל, אלא אם הרין האחד האמור מבטא את הפתרון המשפטי היעיל ביותר; שהרי אם אינו כזה קיים תמריץ למדינות המתחרות בשוק החקיקה לעצב מוצרים סטטוטוריים אלטרנטיביים שיסייעו להן להשתלט על

68 בין חלוצי הגישה שניסו להתמודד עם חידת יעילותו של המשפט המקובל ניתן למנות את P.H.Rubin, "Why is the Common Law Efficient?" 6 J. Leg. Stud. (1977) 51; G.L.Priest, "The Common Law Process and the Selection of Efficiency Rules" 6 J. Leg. Stud. (1977) 65.

69 הראשון שעמד על קיומו של התמריץ הוא Cary, "Federalism and Corporate Law – Reflections Upon Delaware" 83 Yale L.J. (1974) 663. התמריץ מונע על-ידי שאיפתה של המדינה לגבות מסי התאגדות ואגרות שנתיות וכן לתמרץ פעילות משפטית-תאגידית בתחומה. מכאן שהתמריץ רלבנטי במיוחד כאשר השאלה: "באיזו מדינה להתאגד"? מציבה בפני המתאגדים יותר מאלטרנטיבה ריאלית אחת כפתרון. זהו המצב הרגיל בתאגידים אמריקניים גדולים, שהם בני-חורין להתאגד בכל אחת ממדינות הפדרציה ואף מחוץ לארצות-הברית. ככלל, ככל שהתאגיד גדול יותר, הוא מסוגל להתייחס אל ההוצאה הכרוכה בהתאגדות הרחק ממקום עסקיו העיקרי כאל הוצאה זניחה. לעומת זאת, פירמות משפחתיות קטנות, מתאגדות בדרך-כלל בסמוך למקום ניהולו של העסק.

70 חלוץ ההארה הזו הוא R.K.Winter, "State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation" 6 J. Leg. Stud. (1977) 251.

פלח-שוק יותר דשן⁷¹. מובן מאליו ששיקולים אלה, באשר ליעילותה של החקיקה, ישימים במדינות כמו ארצות-הברית, שם המדינות מתחרות אלה באלה בשוק החוקים, יותר מאשר במדינה כמו ישראל שבה הכנסת נהנית ממונופול חקיקתי. בהתאם לקר-מחשבה זה הפסקאות הבאות מוקדשות, לפי הסדר, לחשיפת הסדרי-חוזה יעילים על-פי הספרות (פסקה 2), לניתוחי יעילות של פסיקת בתי-המשפט ועבודתם של פרלמנטים (פסקה 3) ולמבט אמפירי קצר על הנעשה בישראל (פסקה 4).

2. דפוסי-חוזה יעילים – עדויות בספרות זרה

הדפוס החוזי היעיל הוא, כי הפירמה תנווט בידי מי שזכאי באותה שעה לזכויות השיווריות לרווחיה וכי חובות האמון והזהירות תופנינה כלפיו. כרגיל, בעלי מניות-בכורה נושים אינם נמנים על בעלי הזכויות השיווריות בפירמה. אך ככל שהפירמה מתקרבת אל סף האינסולבנטיות, כך ההסתברות שיהפכו לבעלי הזכויות השיווריות הולכת וגדלה. כבר ראינו, כי פירמות שחדלו להיות סולבנטיות עוברות לניהולם של נציגי נושיהן, החבים את חובותיהם כלפי הנושים בלבד. אך מעניין לבדוק האם השוק מקדים את הטרנספורמציה הטראומטית של חדלות-הפירעון ומפנה עורף לבעלי הזכויות השיווריות המקוריים – בעלי-המניות – עוד בשלבים מוקדמים יותר, כאשר חדלות-הפירעון רק מתחילה להסתמן כאפשרות קרובה. נתחיל בסקירת ספרות. החוזה הסטנדרטי בארצות-הברית המתייחס למניות-בכורה מסוכם על-ידי פרופ' לטין (Lattin) כדלקמן:

The contract usually provides that the exclusive voting power for the election of directors, and for all other purposes, shall be possessed by the holders of the common stock unless the company shall be in default in respect to the declaration and payment of a stated number of quarterly, semi annual or annual dividends. Then, a voting right may be given until all back dividends are declared and paid, the right varying from an exclusive voting right to elect directors... during the period of default, to a more limited right of participating in the vote with the common shareholders... or perhaps extending to a right to elect a certain number of board members during the period of default⁷².

עינינו הרואות, כי שקיעתה הפיננסית של החברה סוללת מיד את הדרך לחילופי-גברי בין קברניטיה. אלה שהגה הניווט הועבר לידיהם מצוים, מן הסתם, שלא לסכל את מטרת מינוים ולשוות לנגד עיניהם את טובתם של בעלי

71 ארגומנט זה אינו שונה במהותו מן הטיעון שאם תנאי פלוני מופיע בשכיחות גבוהה בחוזים אחדים המופצים בתנאי תחרות, התנאי מוכרח לבטא פתרון משפטי יעיל; שאם לא כן היו קיימים ספקים שהיו יכולים להגדיל את רווחתם על-ידי החלפתו בתנאי אחר. ראה A. Schwartz, "Seller Unequal Bargaining Power and the Judicial Process" 49 Ind. L.J. (1974) 367.

72 לטין (לעיל, הערה 27) 519.

מניות-הבכורה. ודוק: החוזה איננו אומר כי נושאי המשרה החדשים רשאים להתעלם לחלוטין מן האינטרסים של בעלי-המניות הרגילות; סביר להניח, כי כשם שנציגי בעלי המניות הרגילות חייבים, אפילו בזמנים כתיקונם, לשקוד על קיום האינטרסים של החברה כולה – לרבות אלה המיוצגים על-ידי בעלי נירות-הערך הבכירים (senior securities) – כך חייבים גם נציגיהם של האחרונים, שקיבלו את ניהול החברה לידיהם ביום-סגור, לשקוד על שמירת האינטרס השיורי שיוותר לבעלי-המניות הרגילות עם חלוף הסערה. בכל אחד משני המקרים יש לפעול בצורה יעילה להשאת העוגה המצרפית, כפי שאכן מתבקש מהפעלתו של מבחן הבעלים היחיד⁷³.

ומה אם החברה ממשיכה להידרדר, כך שאין היא מסוגלת אפילו לפרוע את חובותיה לנושים? גדול המפרשים של המשפט המקובל האנגלי בדיני-החברות, פרופ' גואר, מדווח לנו כי בדרך-כלל אין נושי הפירמה, אפילו בעתות מצוקה, נוטלים את מקומם של בעלי-המניות באסיפה הכללית, אך קיים נוהג רווח לאפשר לנושים "להשתתף" בהצבעה, ומה שחשוב יותר: למנות נציגים לדירקטוריון-החברה⁷⁴. כאשר נלקחת הלוואה על-ידי אשכול-של-חברות, מקובל לאפשר למלווה ליטול בטוחה במניותיהן של החברות-הבנות בקונצרן, כך שבצרות מצוקה ניתן – באמצעות מימוש הבטוחה – להפעיל את זכויות ההצבעה הצמודות למניות אלה אף ללא הסכמתה של החברה-האם שבצמרת⁷⁵. כאשר מצוקת הנזילות נעשית יותר חריפה, תרופתם הרגילה של הנושים היא למנות כונס-נכסים לחברה. תרופה זו מוצאת את ביטוייה הן בהוראות הדין עצמו הן בשטרות הנאמנות הנלווים להנפקת אגרות-חוב. פרופ' גואר מדווח, כי מקובל להתנות במפורש בשטרות-נאמנות אלה, כי כונס-הנכסים לא יהיה חייב להסתפק בתפקיד הפסיכי הנתון לו ממילא בדין הדיספוזיטיבי – של מימוש נכסי החברה וחלוקתם בין הנושים; החוזה מאפשר לו גם להפעיל את החברה כעסק חי, כלומר: לשלוט בה לחלוטין, אם בתקופת-הכיניים ואם ללא הגבלת זמן⁷⁶.

המודעות לאופי החוזה הנכרת בין בעלי-המניות לבין הנושים מפותחת במיוחד בארצות-הברית⁷⁷. קהילת-המלווים האמריקנית רגישה לעובדה, כי עצם הנפקתו

73 הרגמה מעניינת של עיקרון זה התעוררה בפרשת *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.* 337 A. 2d 653 (Del. Ch. 1975). לפי חקנון החברה, הזכות למנות את רוב חברי הדירקטוריון עברה לנציגיהם של בעלי-מניות הבכורה כלי-אימת שהחברה פיגרה בשישה תשלומי דיבידנד רבעוניים וכל עוד לא חוסל הפיגור. תנאי מחלה זה התקיים ובעלי-מניות הבכורה נטלו את רסן השלטון לידיהם, כשהם נהגים ממשורת דשנות ומתנאי שכר מפליגים. החברה עלתה על פסים רווחיים, אך נושאי המשרה החדשים סירבו להכריז על חלוקת דיבידנד – חלוקה שהיתה משמיטה את הקרקע מתחת למשרותיהם. בית-המשפט פסק שלא היתה מוטלת עליהם חובה להכריז דיבידנד רק מכיוון שהצטברו בחברה רווחים בני-חלוקה. עם זאת פסק, כי אם המצב העסקי יצדיק זאת, ייאלצו נושאי המשרה לחלק רווחים לבעלי-המניות ולהיפרד מן הפיקדון הזמני שהופקד בידם. אכן, כאשר התקנון קבע חובה לחלק דיבידנד כאשר הצטברו רווחים המאפשרים את חלוקתו, נאלצו נציגיהם של בעלי-מניות הבכורה להיפרד מן הפיקדון הרבה יותר מהר: *Petroleum Rights Corp. v. Midland Royalty Corp.* 19 Del. Ch. 334, 167 A. 835 (1933).

74 גואר (לעיל, הערה 3) 410.

75 שם, 472.

76 שם, 478-477.

77 זה גם דין היחסים בין בעלי המניות הרגילות לבין בעלי-מניות הבכורה. לתיעוד כללי של אופי

של חוב מסוכן (risky debt) מספקת תמריצים לבעלי-המניות לבחור (ex post) באסטרטגיות עסקיות שאינן משיאות את ערכה של הפירמה כולה⁷⁸. מכאן נובע התמריץ המשותף לבעלי-המניות ולנושים לירות חוזים מראש, המגבילים את כוחם של נושאי המשרה בחברה לנקוט אסטרטגיות המיטיבות חד-צדדית את תועלתם של בעלי-המניות על-חשבון הנושים. בהעדר חוזים כאלה, ייאלצו בעלי-המניות לפצות ex ante את הנושים על חשיפתם לסיכוני ניצול. במלים אחרות: בהעדר חוזים המבטיחים התנהגות נאותה כלפי נושי הפירמה, אמינותה של הפירמה כמבקשת אשראי איננה גבוהה ועלות גיוס ההון עבורה עולה בתלילות⁷⁹. החיפוש אחרי חוזה אופטימלי הממזער את עלויות הקונפליקט בין שתי קהילות-המשקיעים הניב פרקטיקה ענפה ומתועדת לפרטי-פרטים⁸⁰. אין ספק שעל-פי חוזים מפורטים אלה, ככל שהסיכון לנושים הולך וגובר כן עולה כוחם בתוך הפירמה, עד שבהגיע הפירמה למצב פורמלי של פשיטת-רגל הריהי עוברת לבעלותם המוחלטת⁸¹.

עדות מעניינת מן הספרות ניתן לדלות ממאמר שפורסם לאחרונה על-ידי כלכלן הונגרי, המתעד את גורלן של הפירמות בכלכלות הסוציאליסטיות. השליטה בפירמות אלה בתקופה שקדמה להשתחררות מעול הקומוניזם נמסרה לקבוצות ביורוקרטיות שלא היה להן כל אינטרס שיורי ברווחיהן. למותר לציין, כי לשולטים בפירמות אלה לא היה תמריץ נאות לפקח על איכות הניהול, ובכך תולה הכותב את קולר הכישלון הצורב של הפירמות במשקים הסוציאליסטיים⁸².

החוזים הנכרתים בין קהילות המשקיעים בארצות-הברית ראה Brudney and Chirelstein, *Cases and Materials on Corporate Finance* (N.Y., 3rd ed., 1987) 225 ff.

78 תמריצים אלה הולכים ומתעצמים, כמובן, ככל שמרכיב ההלוואות בחון הפירמה הוא יותר גדול. אם המנוף הפיננסי גדול מאוד, ועמו גדל גם התמריץ לנקוט אסטרטגיות עסקיות המיטיבות חד-צדדית רק עם בעלי-המניות – קשה לנסח חוזים שיגנו על הנושים באורח אפקטיבי. ייתכן שזהו ההסבר לכך, שפירמות אינן מגדילות את המנוף הפיננסי ללא הגבלה: S. Myers, "Determinants of Corporate Borrowing" 5 *J. Fin. Econ.* (1977) 147.

79 ראה ברילי ומאירס (לעיל, הערה 9), 424 ואילך: S. Van Home, "Optimal Initiation of Bankruptcy Proceedings by Debt Holders" 31 *J. Fin.* (1976) 897.

80 הקהילה העסקית האמריקנית עיצבה שטרות-נאמנות מיוחדים להנפקות של סוגים שונים של אגרות-חוב: חוב זוטא (junior) המיד למניות רגילות, חוב זוטא בלתי-המיד וחוב בכיר, בין אם הוא המיד ובין אם לאו. ראה, למשל, ההערה ב-741 *Bus. Law.* (1983) "Model Simplified Indenture". כמה מן הכתבים העוסקים בבעיות הפרקטיות של עיצוב החוזה בין הנושים לבעלי-המניות הם, R. Garrett, "A Borrower's View of the Model Corporate Debenture Indenture Provisions" 21 *Bus. Law.* (1966) 675; D.B. Simpson, "The Drafting of Loan Agreements – A Borrower's Viewpoint" 28 *Bus. Law.* (1973) 1161; McDaniel, "A Simplified Indenture" 13 *Rev. Sec. Reg.* (1980) 871.

81 ייתכן שכל עוד הפירמה היא כשרת פירעון, כל מערכת חוזית המכוונת להגנה על הנושים איננה יכולה להיות חסינה מפני ניצול-לרעה. כל חוזה, מפורט ככל שיהא, אינו יכול לאפשר לנושים סמכויות פיקוח על אסטרטגיות עסקיות של פירמות סולבנטיות; ראה מאמרם של סמית וורנר (לעיל, הערה 19). לכל היותר, התחזה יכול להעניק לנושים פיקוח על החלטות מסוימות, כגון חלוקת דיבידנד או הנפקת סדרה חדשה של אגרות-חוב. הבחירה באסטרטגיה עסקית אופטימלית חייבת בכל-זאת להישלט על-ידי חובות נאמנות חריג-חוזיות.

82 Andras Sajó, "Diffuse Rights in Search of an Agent – A Property Rights Analysis of the Firm in the Socialist Market Economy" 10 *Int. J. Law and Econ.* (1990) 41.

3. ניתוח פסיקה וחקיקה

אם הגישה העיונית המוצעת במאמר זה היא נכונה, יש לצפות לכך כי המשפט המקובל (לרבות הרבדים הסטוטוריים המהווים חלק מהתפתחותו) יתן לה ביטוי. נסקור אותו בכמה מרבדיו: רובד עיקרי לגישתו של המשפט המקובל בנוסחו של סעיף 373(א) לפקודת החברות ובפרשנות הפסיקתית שזכה לה. סעיף זה קובע:

התברר במהלך פירוקה של חברה שעסק שלה התנהל תוך כוונה לרמות את נושיה... רשאי בית המשפט, על פי בקשת הכונס הרשמי או המפרק או כל נושה או משתתף של החברה... להצהיר שכל דירקטור שלה, שהיה בידועין שותף בניהול העסק, ישא באחריות אישית ללא הגבלה לחובותיה של החברה, כולן או מקצתן... לעניין סעיף זה, "דירקטור" – בין בהווה ובין בעבר, לרבות כל מי שהדירקטורים היו רגילים לפעול לפי הנחיותיו או הוראותיו.

לשון אחרת: דירקטור של חברה המניח לעסק להתנהל "תוך כוונה לרמות את נושיה" בעוד החברה סולבנטית, ערב ללא הגבלה לחובותיה משנעשתה חדלת פירעון. התרב המתהפכת של הערבות האישית המאוחרת מווסתת את התנהגותו המוקדמת של הדירקטור, בעוד החברה כשרת-פירעון. השאלה הקריטית היא, כמובן, איזה פירוש יש לייחס למלים "תוך כוונה לרמות את נושיה". אם הכוונה היא למרמה ממשית, כמובן הפלילי או הנזיקי של הביטוי "מרמה", אין בסעיף זה כל רבותא. אך אם הפירוש הוא רחב יותר; והוא כולל את החובה לנהוג בזהירות ובאמון כלפי הנפגעים הפוטנציאליים – אר-אז יש בו אסמכתא לקיום חובות ישירות של נושאי המשרה בפירמה סולבנטית לגבי ציבור הנושים. פרשנותו הפסיקתית של סעיף זה עברה באנגליה זעזועים מספר, עד שהתייצבה בנורמה ברורה וחד-משמעית. תחילתה של הדרך באמרה מפורסמת מפרי-עטו של השופט Maugham משנת 1932, אשר הטיל אחריות אישית על נושאי המשרה כאשר החברה:

continues to carry on business and to incur debts at a time when there is, to the knowledge of the directors, no reasonable prospect of the creditors ever receiving payment of those debts⁸³.

גישתו של השופט מוהם לא הזכירה כלל את הצורך בממצא של מרמה ממשית, ולפיכך נתפשה כגישה פרשנית מרחיבה. עמדה זו מתיישבת יפה עם השערותנו, כי חובות הזהירות והאמונים כלפי הנושים חלות עוד בשלב הקודם לחדלות-הפירעון; שהרי כל צעד פזיז מצד נושאי המשרה, המעמיד בסימן-שאלה את יכולתה של החברה לפרוע את חובותיה, עלול לחשוף את נושאי המשרה לאחריות אישית עם פירוקה.

שנה אחת לאחר שאמרתו של השופט מוהם הופרחה לחלל-האוויר, החליט

⁸³ Re William C. Leitch Brothers Ltd. [1932] 2 Ch. D.71

בית-המשפט האנגלי לצמצם את תחולתה רק למקרים שבהם הוכחה כוונת מדמה ממשיית מצד נושאי המשרה⁸⁴. צמצום זה מצא את דרכו גם לפסיקתו של בית-המשפט העליון בישראל⁸⁵. לעומת זאת, פרופ' גואר הביע את ההשערה, כי למרות הנסיגה בעמדת הפסיקה, ממשיכה אמרתו של השופט מוהם לחול כלשונה⁸⁶. השערה זו קיבלה אימות בתפנית נוספת ואחרונה בעמדתו של המשפט האנגלי. החל מאמצע שנות השמונים החלו להיפסק הלכות חדשות ברוח אמרתו המקורית של השופט מוהם⁸⁷. הלכות אלה עוגנו בחלקן במשפט המקובל עצמו, וחלקן נסמך על רפורמה חקיקתית משנת 1986. עתה ברור, כי:

it is fraud if it is proved that there was the taking of a risk which there was no right to take which would cause detriment or prejudice to another...⁸⁸.

עמדה חדשה זו מצאה אף היא את ביטוייה בעבודתו של בית-המשפט הישראלי, אם כי לא בהלכה מפורשת של הערכאה הגבוהה ביותר⁸⁹. אם נכונה ההשערה שבוטאה לעיל, כי התקדימים נפסקים רנדומלית לכאן או לשם, אך נטייתו של המשפט המקובל היא להתייבב על פתרונות "יעילים" – אין ספק כי לפנינו דוגמא מאירת-עיניים המחזקת את ההשערה.

מובן שסעיף 373 איננו חולש על השאלה במלוא היקפה. אפשר להציג אותה גם באורח ישיר יותר, כלומר: האם נושאי המשרה בחברה חבים חובות זהירות ואמון כלפי הנושים או כלפי בעלי תביעות אחרות שאינם בעלי-המניות.

הטלת חובה על נושאי המשרה לגבי נושי הפירמה איננו מעשה קל-ערך. קיומה של חובה כזו עלול לערער, בנסיבות מסוימות, את דוקטרינת הגבלת האחריות. חששות אלה הם שהניעו חכמי משפט מסוימים להטיל ספק בעצם קיומה של החובה. כך Robert Pennington, בספרו על אחריות נושאי משרה, מביע את הסברה כי דירקטורים ומנהלים אינם אחראים כלפי הנושים על שהעמיסו חיובים על חברה חדלת-פירעון או על התנהגות רשלנית⁹⁰. ואולם בדיקת האסמכתאות שפנינגטון

84 Re Patrick and Lyon Ltd. [1933] Ch. 786, 790-91. גם פסק-דין זה ניתן על-ידי השופט מוהם.

85 ע"א 471/64 מגד נ' גולדשטיין, פ"ד יט 93(2). לאחרונה חזר בית-המשפט העליון על הלכה דומה, ואת מבלי שעשה ניסיון להתמודד עם מכלול הבעיות העקרוניות שהלכה מעין זו מעוררת: ע"א 148/82 גליק נ' ארמן, פ"ד מה(3) 401.

86 גואר, (לעיל, הערה 3) 115, הערה 17.

87 R. v. Grantham [1984] 3 All E.R. 166.

88 ראה R. v. Sinclair [1968] 3 All E.R. 241. ראה גם המלצתה של וועדת ג'קניס לתיקון חוק החברות, Cmnd. 1749 para. 503 (b) and (c).

89 ראה, למשל, ת"א (ת"א) 728/86 פ.ר.ט. נ' חכמי (טרם פורסם); המ' (ת"א) 1939/77 המפרק של חברת נציגי מול"ים מעוף בע"מ נ' עוזי אציל, פ"מ תשל"ט (א) 69; המ' (חיפה) 2194/76 פלפלט אריות פלסטיות בע"מ, פ"מ תשל"ז (ב) 267. ראה באופן כללי י' גורס, דירקטורים ונושאי משרה בחברה (1989) 466 ואילך; וכן י' דנציגר, "הערות לאחריותם האישית של מנהלי חברה בעת פירוק", הפרקליט לג (התשמ"א) 412.

90 R. Pennington, *Directors' Personal Liability* Oxford (1987) 193. המחבר מבסס את דעתו בעיקר על שלושה פסק-דין (להלן, הערות 91, 92 ו-93), אך הוא גם ציין (שם, 194) כי עם חקיקתו של ה-Insolvency Act, 1986 אחריותם של נושאי המשרה מורחבת, לפחות לגבי חברות חדלות-פירעון, לגבי כל מעשה או מחדל רשלני שעשו בעוד החברה כשרת-פירעון. לדעת המחבר, חידוש חקיקתי זה

מבסס עליהן את סברתו איננה מעלה מסקנה חד־משמעית כלל ועיקר. כך פסק־הדין היחידי שיצא מבית־מדרשו של בית־הלורדים — *Clark v. Urquhart* משנת 1930⁹¹ — אמנם, שולל את יכולתו של בעל איגרת־חוב יחיד להגיש תביעת־נזיקין ישירה כנגד נושאי המשרה, אך הוא גם קובע כי פעולה קולקטיבית של כל בעלי האג"חים כנגד נושא המשרה שסרח היא אפשרית וכן שהנושים רשאים להגיש תביעה כנגד נושאי המשרה שהתרשלו על פגיעתם בתאגיד! המשותף לשתי הדרכים המותרות היא, שהסעד מופנה לטובתם של כל בעלי־התביעות בחברה באופן קולקטיבי, ובכך נמנעת העדפת האינטרסים הייחודיים של נושה יחיד, העשויים שלא להתמזג, ואפילו עלולים להתנגש, עם האינטרס הקולקטיבי.

בהלכה ישנה אחרת משנת 1880⁹² — *Wilson v. Lord Bury* — החברה לא מילאה את חובתה החוזית כלפי נושיה ולא החליפה משכון שתש כוחו בנכס ממושכן חלופי. נושי החברה הגישו תביעת־נזיקין כנגד מנהל־החברה, ותביעתם נדחתה. בית־המשפט הכריז, כי החובה להחליף משכון במשכון חלה על התאגיד עצמו ואין מנהליו ערבים לביצוע החיוב, אפילו אם המחזל היה תלוי ברשלנותם. אכן, אילו חויבו המנהלים לערוב לביצוע נאות של החוזה, היה בכך משום כרסום משמעותי בתורת אישיותו המשפטית הנפרדת של התאגיד. אין כל אינדיקציה בעובדות המקרה לכך שחילופי־המשכון היו משיאים את ערכה של הפירמה עבור כל מרכיביה. קשה לראות כיצד ניתן היה בנסיבות המקרה להמציא נכס חדש כערובה לכיסוי החוב, מבלי שהדבר היה גורע ממאגר הנכסים שהיה עומד לסיפוק תביעותיהם של הנושים האחרים. מבחינה כלכלית, מילוי תנאי החוזה היה יוצר תשלום העברה גרידא, המעביר עושר מן הנושים האחרים של החברה אל הנושה התובע, ולכן לא היה כל טעם של יעילות מצרפית בביצועו. מכאן אין להסיק, כמובן, שלא היתה מוטלת על החברה חובה לכבד את התחייבותיה החוזיות; אך ניטל הטעם להרים את מסך ההתאגדות ולהעמיס על שכם מנהליה את הנטל לפצות את הצד התמים על הפרת חיוביה של החברה.

לבסוף, פנינגטון נסמך על עוד תקדים נושן, *In re Wincham Shipbuilding Boiler and Salt Co.*⁹³ מנהליה של חברה חדלת־פירעון ערבו בפני ראובן למילוי חיוביה. כדי לפטור את עצמם מנטל ערבותם הזדרזו המנהלים ופרעו לחברה את מה שחבו לה על־חשבון מניותיהם הבלתי־נפרעות, ובתמורה השתמשו כדי לסלק את חובו של ראובן. אלמלא הזדרזו לעשות כן לא היתה החברה יכולה לפרוע את חובה לראובן, והמנהלים היו נאלצים לכבד את ערבותם. לעומת זאת, המאסה בפירוק גדלה כשיעור דרישת התשלום שהיתה מופנית אז כנגד המנהלים. בית־המשפט של ערכאה ראשונה קבע, כי המנהלים העדיפו "העדפת תרמית" את הנושה הנערב על־פני נושיה האחרים של הפירמה, וביקש לחייבם בנוק שנגרם

מרחיב באופן ניכר את האחריות של נושאי המשרה לפי סעיף 373, המוגבלת למעשים שעשו "תוך כוונה לרמות" את נושיה של החברה.

91 [1930] A.C. 28 (H.L.).

92 [1880] 5 Q.B.D. 518 (C.A.).

93 [1878] 9 Ch.D. 1322 (C.A.).

לנושים האחרים. אך בית-המשפט לערעורים קבע, כי המנהלים הם נאמנים של בעלי-המניות ולא של הנושים ומותר היה להם לכלכל את צעדיהם כרצונם, מבלי להביא בחשבון את האינטרסים של הנושים.

ייתכן שניתן לאבחן גם את הלכת *Wincham* או להגביל את תחולתה לנסיבותיו המיוחדות של העניין. קל יותר לראות בהלכה זו חריג מיושן⁹⁴ לכלל החדש, הרואה את הנושים כנהנים ישירים בכל הנוגע לפעולותיהם של נושאי המשרה. החריג נראה מיושן במיוחד בהביאו בחשבון כי ניירות-הערך השונים – למשל "מניות ואגרות" חוב – נוהגים בימינו ללוש צורה ולפשוט צורה; לא רק בשל הסכמים מפורשים העושים ניירות-ערך אחד לבר-המרה לנייר ערך אחר⁹⁵, אלא גם מכוח הדין עצמו, הסובל, ולו במצבים מיוחדים, מוטציות למיניהן, והמרה *ex lege* של ניירות-ערך מסוג אחד לניירות-ערך מסוג אחר לגמרי⁹⁶.

דוגמא יפה לכך משמשת פרשה אמריקנית, *Harff v. Krekorian*⁹⁷. בפרשה זו היו נושאי המשרה אחראים לחלוקה נדיבה של דיבידנד, בשעה שלחברה היו אגרות-חוב וזכויות המירות למניות. החלוקה פגעה כמובן בהזנה העצמי של הפירמה ובכדאיות ההמרה. בית-המשפט של ערכאה ראשונה במדינת דלוור פסק, כי בעלי-ההמרים אינם זכאים לתבוע את נזקם מנושאי המשרה בחברה, שכן אין להם אלא זכויות תחיות בלבד, להבדיל מן הזכות לתבוע מנושאי המשרה זהירות ואמונים. אמנם, בית-המשפט העליון של מדינת דלוור קבע (לדעתו, שלא בצדק; אך זוהי שאלה אחרת לגמרי), כי בעלי האג"חים אינם כשירים להגיש תביעה נגזרת בשם החברה; אך יש להם זכויות מהותיות כנגד נושאי המשרה – זכויות הניתנות לאכיפה באמצעות תביעת ייצוג קבוצתית. זכויות אלה הן, שנושאי המשרה יביאו בחשבון את עניינם. התעלמות מזכויות אלה, שהתבטאה בחלוקה המופרזת של הדיבידנד, חשפה את נושאי המשרה לאחריות בנזיקין כלפי בעלי-האג"חים.

אך ההתפתחות המעניינת ביותר בפסיקה האמריקנית התרחשה רק לאחרונה, על רקע מאבקי השליטה הבין-תאגידיים של שנות השמונים. מאבקי שליטה אלה עוררו את השאלה, כיצד רשאית הנהלתה של חברת-מטרה לנהוג בסיטואציה של הצעת-רכש עוינת. רוב הפוסקים היו מאוחדים בדעה, שמותר להנהלה לנקוט טקטיקות הגנה לטובת החברה, שמטרתן להכשיל הצעות-רכש מסוכנות, שאין בהן כדי לפצות את קהילותיה של חברת-המטרה על אוכדן זכויותיהן בה. בהקשר זה התעוררה ככל עוצמתה השאלה, מיהן אותן קהילות שעל רווחתן ותועלתן הנהלתה

94 ראה, למשל, את דבריו המאלפים של פרופ' קונרד:

Since unsecured creditors usually get very little in insolvency even when they are not subordinated, a subordinated holder assumes risks similar to those of a shareholder. To call him a "creditor" is a euphemism, employed chiefly in the hope of obtaining the privilege of deducting interest payments from taxable income (Conard, *Corporations in Perspective* (1976) 264).

95 ראה, למשל, W.A.Klein, "The Convertible Bond - A Peculiar Package" 132 U. Pa. L. Rev. (1975) 547.

96 למשל: בפרשת *Ecker v. Western Pacific R. Co.* 318 U.S. 448 (1943) הפכו אגרות-חוב מוכסחות את עורן (אמנם, בהליך ריאורגניזציה), והיו למניות רגילות.

97 324 A. 2d 215 (Del. Ch. 1974) reversed in 347 A. 2d 133 (Del., 1975).

של חברת-המטרה מחויבת לשמור. בפסק-הדין המנחה בשאלה זו, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁹⁸, נפסק כי מותר להנהלה המתגוננת לשקול בין היתר את השפעתה המשוערת של הצעת הרכש העויינת על:

"Constituencies" other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally).

הלכת *Unocal* פתחה אפוא פתח רחב להכללתן של קהילות רבות בתוך רשימת הנהנים, אם כי לא חייבה את הכללתו של איש. ואכן, בפסיקה מאוחרת יותר נפסק, כי ההתחשבות בקהילות האלטרנטיביות חייבת להיכרך גם בטובתם לטווח ארוך של בעלי-המניות⁹⁹. כוחה של הפסיקה הגיע אפוא רק עד להצהרה "פתוחה", שהיא כל-כך גמישה עד שהיא מאפשרת את הכול ואיננה מחייבת ולא כלום¹⁰⁰. זוהי בדיוק הנקודה שממנה והלאה הפרשן חייב להשמיע את קולו ולהניח את התשתית העיונית הדרושה להנחייתם של פוסקי העתיד. עד כה לא הונחה בארצות-הברית תשתית עיונית מעין זו¹⁰¹.

ולבסוף, מלים אחדות על החקיקה. כפי שראינו, הפסיקה האנגלית המתייחסת להתנהגות תת-אופטימלית של נושאי משרה בפירמה חדלת-פירעון, שנעשתה בעוד הפירמה כשרת-פירעון, איננה פסיקה יציבה¹⁰². המחוקק האנגלי התערב בשנת 1986 וקבע את המצב המשפטי: כל דירקטור שנהג ברשלנות כלפי נושי הפירמה בעודה כשרת-פירעון ייקרא ליתן את הדין משתכרו חדלת-פירעון. בכך עשה המחוקק האנגלי צעד גדול קדימה התואם את עיקרי הטיעונים העיוניים שהועלו לעיל¹⁰³.

הדין הסטטוטורי האמריקני, שאינו מכיר בהוראה סטטוטורית הדומה לסעיף 373 לפקודת החברות, תוקף את השאלה יותר במישורין. כמה חוקים¹⁰⁴ קובעים מפורשות, כי זכויות הצבעה עוברות לבעלי מניות-בכורה או נושים בהתקרב הפירמה לסף חדלות-הפירעון. כמרכן החוקים קובעים הגבלות על יכולתם של נושאי המשרה לפגוע בקהילת התובעים הבכירים (senior claimowners) כגון באמצעות חלוקה

98 493 A. 2d 946 (Del., 1985).

99 למשל: *Revlon Inc. v. MacAndrews and Forbes Holding Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del., 1986). פסק בית-המשפט, לגבי שיקל-דעת של ההנהלה שהונחה על-פי אמת-המידה של טובת הנושים,

כי "Although such considerations may be permissible, there are fundamental limitations upon that prerogative. A board may have regard for various constituencies, provided that there are rationally related benefits accruing to the stockholders" (ראה גם *Mills Acquisition Co. v. MacMillan Inc.* 559 A. 2d (Del., 1988) 1261).

100 "The usefulness of Unocal as an analytical tool is precisely its flexibility in the face of a variety of fact scenarios... The open-ended analysis mandated by Unocal is not intended to lead to a simple mathematical exercise..." (*Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 A. 2d 1140 (Del., 1989)).

101 ראה באופן כללי, *Gilson and Kraakman, 1990 Supplement to the Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 605 ff.

102 ראה לעיל, הערות 83, 84, 87 ו-88.

103 ה-1986 Insolvency Act, (לעיל, הערה 90).

104 E.g. Del. Corp. Law § 221; New York Business Corp. Law § 518 (c).

מופרזת של דיכידנא או הנפקות מסיביות מדי של חוב חדש¹⁰⁵. כללים דומים הותקנו על-ידי רשות ניירות-הערך האמריקנית¹⁰⁶ ועל-ידי רשויות מעין-סטטוטוריות, כמו ה-New York Stock Exchange¹⁰⁷ או ה-American Exchange¹⁰⁸. הרעיון הפסיקתי שהורחב בהלכת *Unocal* הנ"ל, שלפיו הנהלת-חברה רשאית להביא בחשבון את האינטרסים של כל קהילות התאגיד, התפשט כמו אש בשדה-קוצים גם אל תוך התחום הסטטוטורי. בשעת כתיבת שורות אלה לפחות מחצית ממדינותיה של ארצות-הברית אימצו לעצמן "חקיקת קהילות" ההולכת בעקבות הפסיקה¹⁰⁹. יתירה מזו: בעוד הפסיקה הוגבלה, מטבע הדברים, לסכסוכים הקונקרטיים מושא ההתדיינות, שהיו כולם בסוגיות הכרוכות בדיני רכישת חברות (corporate acquisitions) — החקיקה מגוססת בצורה רחבה יותר וניתן להחילה על כל סיטואציה תאגידית¹¹⁰. עם זאת, פרשנים רבים מעדיפים גם היום לצמצם את משמעותה של "חקיקת קהילות" ולקרוא לתוכה מעין מגבלה, שלפיה מותר להנהלה להביא בחשבון את טובתן של אותן קהילות רק אם היא כרוכה איכשהו גם בתועלתם הנפרדת של בעלי-המניות¹¹¹.

4. דמוסי-חוזה יעילים — מבט אמפירי בישראל

המחקר האמפירי נשוא פסקה זו התבצע בארכיב הרשות לניירות-ערך בירושלים. מושא הבדיקה היה תנאי הנפקתן של אגרות-חוב ומניות-בכורה. הממצאים הנוגעים למניות-בכורה הם דלים ביותר וניתנים לסיכום קצר של כמה שורות. מצד אחד, במסמכי ההנפקה של מניות-הבכורה לא נמצאו הוראות כלשהן המתייחסות למצבים של הפסקת התשלומים בגין דיכידנא הבכורה, או, באופן כללי, חדלות-פירעונה של הפירמה. מצד שני, התברר בבדיקה כי סוג זה של

105 ראה ברודניי וצירלסטיין, (לעיל, הערה 77), שם.

106 שם, שם.

107 New York Stock Exchange Listed Companies Manual § 703.05 D.

108 Amex Guide, Original Listing Requirements § 124.

109 American Law Institute (ALI), *Principles of Corporate Governance – Analysis and Recommendations*, Tentative Draft No. 11 (1991), 92 ff.

110 למשל: החוק של מדינת אילינוי, הנחשב לחוק טיפוסי בשאלה זו (11. Ann. Stat. ch. 32 § 8.85), קובע לאמור:

In discharging the duties of their respective positions, the board of directors, committees of the board, individual directors and individual officers may, in considering the best interests of the corporation, consider the effects of any action upon employees, suppliers and customers of the corporation, communities in which offices or other establishments of the corporation are located and all other pertinent factors.

111 הוועדה לדיני-חברות של המוסד המשפטי האמריקני פירשה את "חקיקת קהילות" כדלקמן:

The committee believes that the better interpretation of these statutes... is that they confirm what the common law has been: directors may take into account the interests of other constituencies but only as and to the extent that the directors are acting in the best interest, long as well as short term, of the shareholders and the corporation.

ראה דריה ALI, (לעיל, הערה 109), 93.

ניירות-ערך נדיר ביותר בישראל וכמעט שאין נזקקים לו. תופעה זו מחייבת עם פירושם שונים. הפירוש שנראה לי עדיף הוא, כי תפוצתן הדלה של מניות-הבכורה מוסברת, ולו בחלקה, על-ידי העובדה שהחברות המנפיקות לא הסכימו ככל הנראה להעביר את השליטה לידי בעלי מניות-הבכורה במקרים של חדלות-פירעון; ואילו המשקיעים הפוטנציאליים בסוג זה של נייר-ערך נרתעו מן הרכישה בתנאים נחותים אלה. אפשר גם להניח, כי מי שהעדפות הסיכון/תשואה שלו תואמות את מה שמגולם במוצר הקרוי "מניות-בכורה", יכול לממשן גם ללא מניות-בכורה ממש, וזאת על-ידי בניית סלי ניירות-ערך המורכבים ממניות רגילות ומאגרות-חוב¹¹².

בארכיב הרשות נמצא תיעוד לכ-90 הנפקות של אגרות-חוב של פירמות פרטיות. בסקירה נבדק מדגם מקרי של כ-50 מסמכי-הנפקה, כך שניתן לקבוע כי מידת המובהקות הסטטיסטית של הממצאים היא גבוהה ביותר, בעיקר בשל העובדה כי מסמכים אלה היו כמעט זהים זה לזה בתוכנם, ואין ספק כי הם משקפים את החוזה הדומיננטי בשוק. אם קיימים גם חוזים מסוג אחר, ודאי שאין הם נפוצים.

חוזה-ההנפקה המצוי מכיל באופן גס שני חלקים עיקריים: חלק אחד מספק לנאמן ההנפקה נגישות שוטפת למידע לגבי הפירמה המנפיקה. החלק השני קובע את זכויות הנאמן כלפי הפירמה במקרים של מצוקת-פירעון. באשר למידע השוטף החוזה קובע כדלהלן: (א) הנאמן יהיה רשאי לעיין בחשבונותיה הכספיים של הפירמה ובמסמכים הקשורים לעסקיה או לנכסים המשועבדים. (ב) כנגד התחייבות הנאמן לשמירת סודיות מתחייבת הפירמה ליתן לנאמן, או למי שימנה, כל הסבר וכל מידע לגבי עסקיה, נכסיה המשועבדים והאחרים ולהיכנס למפעליה ולכל מקום שבו ימצאו נכסיה ולבודקם. (ג) הפירמה מתחייבת להורות לרואה-החשבון שלה לספק לנאמן, לפי דרישתו, מידע על כל נושא שהבנתו נדרשת לשם הגנה על זכויותיהם של נושי הפירמה. (ד) החברה מתחייבת להעביר לנאמן כל העתק מכל מסמך שהיא מגישה לרשויות-הפיקוח או לבעלי-מניותיה. (ה) החברה מתחייבת כלפי הנאמן לדווח לו ללא דיחוי על כל אירוע שיש בו כדי לבשר על מצוקת אשראי, כגון הטלת עיקול על נכסיה או מינוי מפרק או כונס-נכסים. כדי שהזכות לקבלת מידע לא תיעשה פלסטר, מתחייבת החברה להתמיד ולנהל את עסקיה בצורה סדירה ויעילה, לנהל חשבונות סדירים בהתאם לעקרונות החשבונאיים המקובלים, להחזיק ולשמור את נכסיה, המשועבדים והאחרים, במצב טוב ותקין, ולשלם ברייקנות את כל תשלומי החובה החלים עליהם וכן לדאוג לקיומו של ביטוח מפני אובדן או נזק. אם הפירמה אכן שומרת על כללים אלה, נראה כי פרטי המידע הנמסרים לנאמן משקפים בכל עת את מצבה הנכון של הפירמה. אין ספק, כי זכותו של הנאמן לקבלת מידע עולה בקנה אחד עם שאיפתם הלגיטימית של הנושים לפקח (to monitor) על פעולותיה השוטפות של הפירמה ולהבטיח, כי ניהולה אינו מוביל אותה למצבים העלולים לסכל את ציפיותיהם לקיום הסכמי

112 מנית הבכורה נמצאת בחוץ בין מניה רגילה לבין איגרת-חוב במפת הסלים "סיכון תשואה". שילוב מתאים בין מניות רגילות לבין אגרות-חוב יכול ליצור אפקט דומה לאפקט של תיק המורכב כולו ממניות בכורה. על הקשר האמפירי (ההפוך) בין תשואה לסיכון ראה, למשל, Roberts and Viscione, "The Impact of Seniority and Security Covenants on Bond Yields – A Note" 39 J. Fin. (1984), 1597.

ההלוואה. עצם הזכות לפקח על דרך ניהולה של הפירמה – ולו באמצעות קבלת מידע – מבליטה את קיומן של חובות הזהירות והאמון לגבי נושי הפירמה. אך הזכות המהותית להתערב בניהול הפירמה איננה צומחת אלא עם היווצרותה של מצוקת האשראי. הביטוי הסתמי "מצוקת-אשראי" מוגדר בדרך-כלל במסמכי ההנפקה כאחד האירועים האלה: אי-פירעון של סכום כלשהו של קרן או ריבית או הפרשי הצמדה תוך פרק-זמן של שלושים יום; מינוי מפרק או כונס-נכסים לחברה; החברה הפסיקה או מתעתדת להפסיק את עסקיה או לשרת את חובה; החלו הליכים למימוש שיעבודים על-ידי בעלי-שיעבודים אחרים של החברה; הוטל עיקול על נכסי החברה; החברה הפרה תנאי אחר כלשהו מתנאי שטר-הנאמנות או תנאי ההנפקה של אגרות-החוב.

בכל אחד מן המקרים האלה הנאמן רשאי לנקוט צעדים כנגד החברה ולשם הגנה על זכויותיהם של בעלי אגרות-החוב. בדרך-כלל כל 20% מבעלי אגרות-החוב רשאים לדרוש ממנו לנקוט צעדים אלה, בהתקיים אחד מן האירועים המנויים לעיל. הצעדים כוללים מינוי כונס-נכסים לנכסי החברה המשועבדים ומימושם לטובת הנושים. בפרט רשאי הנאמן שלא להעמיד את הנכסים המשועבדים למכירה מיידית, אלא לנהלם, בין בעצמו ובין בעזרת סוכנים, יועצים, מנהלים, עורכי-דין, רואי-חשבון וכדומה. החוזה כולל פירוט רחב של סמכויות העזר שהנאמן רשאי להשתמש בהן לשם הפעלת כוחות אלה.

הואיל והסמכות לניהול הנכסים מוגבלת בדרך-כלל לנכסים המשועבדים, יש עניין רב בבחינת השאלה מהם הנכסים שהחוזה משעבד להבטחתן של אגרות-החוב. השיעבוד הנפוץ ביותר הוא שיעבוד צף על כלל נכסי החברה. בדרך-כלל שיעבוד זה הוא ראשון בדרגה, אם כי ניתן, בהסכמת בעל השיעבוד הראשון, לשוב ולשעבד את נכסי החברה בשיעבודים צפים נוספים שיהיו שווים לשיעבוד הראשון בדרגת בכירותם (*pari passu*). יש גם חברות המשלבות שיעבודים קבועים ראשונים, כגון על מקרקעי החברה, עם בטוחות נוספות, כגון שיעבודים מסדר-עדיפות שני, או עם ערבויות גברא – בדרך-כלל מטעמם של תאגידים אחרים באותו אשכול-חברות. העולה מן המקובץ הוא, שבהתקיים אירוע המוגדר בחוזה כמצדיק את התערבותו הפעילה של הנאמן, רשאי הנאמן (וכל קבוצה של 20% מבעלי אגרות-החוב רשאים לכפות אותו) ליטול את הדין לידיהם. אמנם, סמכויות הניהול של הנאמן מוגבלות לנכסים המשועבדים, אך הללו כוללים על-פירוב את כל נכסי החברה, כך שהנאמן נהפך למעין "בעל-בית" בנכסי החברה והריהו רשאי (וחייב) לעשות בה כהבנתו להגנה על זכויות הנושים.

מסקנותיה של הבדיקה האמפירית לגבי אגרות-חוב עולות אפוא בקנה אחד עם העדויות שבספרות. המסקנות באשר למניות-הבכורה "מאכזבות" במקצת, אם כי ניתן להסביר אותן בנדידותו של מכשיר פיננסי זה בישראל וכן ביכולת לארגן רפרודוקציה מדויקת שלו באמצעות הרכבת סל הכולל מינון נכון של מניות רגילות ושל אגרות-חוב. סל זה משיג לא רק את תערוכת התשואה/סיכון המאפיינת את מניות-הבכורה, אלא גם את הכוח לאכוף סטנדרטים ניהוליים תקינים כלפי בעל-הסל.

ד. תיאוריה של קהילות מחוץ לתאגיד

1. כללי

האם מותר לחברה להקים את מפעלה במצפה-רמון, במקום בנתניה, כדי להקל על מצוקת האבטלה במצפה-רמון, גם כאשר התשואה הצפויה להון נראית מבטיחה יותר בנתניה? האם מותר לחברה להרכיב מתקנים יקרים יותר למניעת זיהום אוויר על ארובות המפעל ממה שהחוק דורש, הגם שהרווח הצפוי משיפור תרמיתה הציבורית של החברה נופל בשיעורו מעלות ההתקנה וההפעלה של המתקנים? האם רשאית חברה לייצר מוצרים בטיחותיים יותר מן הנדרש בתקינה הממשלתית, אף-על-פי שרמת הביקוש למוצר הבטיחותי איננה צפויה לפצות אותה על תוספת העלויות? האם מותר לחברה לתרום לתזמורת הפילהרמונית, למגרש-טניס לנוער בקריית-שמונה או לאגודה לנפגעי שיתוק-מוחין? האם חייבת החברה לגזור על עצמה לנהוג בטוהר-המידות גם כשאין זה מנהג המדינה ו"הכול נוהגים אחרת"? בקיצור: האם מוטלת חובה על חברת-מניות בע"מ לנהוג כאזרח טוב בקהילה? האם מותר לה לנהוג כאזרח טוב בקהילה?

שאלת הפילנטרופיה התאגידית זכתה לסיקור נרחב בספרות המשפטית האמריקנית והגיעה לשיאה בהתכתשות האקדמית המפורסמת בין צמד הפרופסורים ברלי (Berle) ודוד (Dodd). העמדה המסורתית (שבוטאה על-ידי פרופ' ברלי) היתה, כי חברת-המניות היא כלי מסחרי טהור הנעדר מטרות ציבוריות – קליוחומר פילנטרופיות. קברניטי החברה חייבים לשקוד על מילוי חובותיהם רק כלפי שולחיהם, הלוא הם מכלול בעלי-המניות בחברה. אסור להם להפנות ממשאבי החברה לאפיקים חיצוניים – תהיה המוטיבציה לסוג זה של נדבנות אשר תהיה¹¹³. פרופ' דוד חלק על עמדה זו. לגרסתו, המעורבות העמוקה של חברות-הענק בקהילה המודרנית מחייבת אותן שלא להיות אדישות לרווחתה. הקהילה מפרנסת את התאגידים ומאפשרת את שגשוגם, ומכאן מתבקש כי ראוי להטיל חובה מקבילה על התאגידים לדאוג לשגשוגה של הקהילה. הגתינה אינה יכולה שתהיה חד-סטרית. גם תאגידים חייבים להתנהג כאזרחים טובים ואחראיים בקהילה¹¹⁴. מה שאולי פרסם את הוויכוח הזה יותר מכול היתה נסיגתו האבירית של פרופ' ברלי מעמדתו השמרנית והודאתו הפומבית, שנים רבות לאחר שנישש הוויכוח, כי הצדק היה עם פרופ' דוד: התאגידים אכן חייבים לנהוג כאזרחים טובים בקהילה¹¹⁵.

Berle, "For Whom Are Corporate Managers Trustees? – A Note" 45 *Harv. L. Rev.* (1932) 113 1365.

Dodd, "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" 45 *Harv. L. Rev.* (1932), 1145 114

Berle, *The 20th Century Capitalist Revolution* (1954) 169; Berle, "Corporate Decision Making and Social Control" 24 *Bus. Law.* (1968) 149, 150: "Pragmatically, Professor Dodd won the debate. I was not convinced as a matter of doctrine that social responsibility should not be left to government but there was no doubt that the events conformed rather to his prediction than to mine"

מטרתו של פרק זה לערער את הקונסנסוס שהושג בין שני המלומדים¹¹⁶ ולהציג את הטענות לטובת הפתרון ה"שמרני": הפניית כל החובות פנימה – כלפי הקהילות בתוך התאגיד. את הנימוקים לכך אפרט בפסקה 2. פסקה 3 מיוחדת להתמודדות עם הטענות, כי הפילנטרופיה התאגידית מיועדת להפנים אל תוך הפירמה את ההשפעות החיצוניות השליליות הקשורות בפעילות העסקית – כגון זיהום אוויר, מוצרים מסוכנים (גם לצדדים שלישיים) וכדומה. לפי טיעון זה, התרומה מקהה את עוקצה של ההשפעה החיצונית או לפחות מפחיתה ממידת חומרתה ולכן יש לתמרץ פירמות להרבות בתרומות. הפסקה מנתחת טיעון זה ודוחה אותו.

2. פילנטרופיה תאגידית בעולם נטול השפעות חיצוניות

נתאר לעצמנו תחילה מצב היפותטי, שעל-פיו דורשת המדינה מכל חברה ציבורית להפריש מהכנסותיה שיעור כלשהו למטרות פילנטרופיות. לא ידוע לי על קיומם של דינים קיצוניים כאלה בשום מקום בעולם, אך יש מדינות המתקרבות לכך¹¹⁷ – ומכל מקום פתרונות קיצוניים תמיד יפים להדגמה דידקטית. לדעתי, קל להראות כי נורמה מעין זו איננה רצויה. הטלת החובה על התאגיד להפריש מהכנסותיו למטרה פילנטרופית איננה אלא מס המוטל בכפייה מטעם המדינה. כמו כל מס אחר, הריהו מקטין את סך כל המקורות שניתן לייעדם לרכישת מוצרים פרטיים וכן את סך כל המקורות שניתן למסות אותם לצורך מימנם של מוצרים ציבוריים אלטרנטיביים. הבעיה עם המס הזה היא, ששיעורו אמנם ידוע, אך תכליתו איננה ידועה. כל תאגיד יהיה בן-חורין לקבוע לעצמו את יעד ההוצאה הפילנטרופית, כך שכספי מסים יזורמו גם למימון מטרות שאינן בהכרח בראש סדר-העדיפויות הלאומי ומבלי שהתקיים הליך דימוקרטי של הקצאת המקורות לשימושים הרצויים ביותר. התוצאה היא, שאזרחי המדינה ימוסו לא רק להשגת יעדים הכלולים במסגרת הקונסנסוס הלאומי, אלא גם להשגת יעדים קיצוניים או פנטיים, שוליים או קיקיוניים. נוסף על כך ייווצר חשש, כי היעדים המועדפים לנדרבות התאגידית יהיו ישויות המקורבות למקבלי ההחלטות בתאגיד, כגון קרובי-משפחתם, חברי-מפלגותיהם, או גופים ויחידים המושכים בחוטים שיש בהם כדי לתגמל את מקבלי ההחלטות בתאגיד. את כל אלה אין דרך למנוע, אלא על-ידי קיום מנגנון פיקוח מסובך ויקר ביותר¹¹⁸.

116 עוד על הוויכוח ברלי-דוד ותוצאותיו ראה, למשל, Weiner, "The Berle—Dodd Dialogue on Concept of the Corporation" 64 Col. L. Rev. (1964) 1458.

117 למשל: החוק הצרפתי מחייב פירמות לדווח על שיעור תרומותיהן הפילנטרופיות. חובת פרסום זו יוצרת לחץ לתרום. ראה Le Gall, "The Social Report in French Law" 22 J. Bus. Law (1978) 394; Roth and Fitts, "Corporate Social Responsibility – European Models" 30 Hastings L.J. (1979) 1433. In order to enable interests to be represented in the European company broader than: those of the shareholders and employees directly affected, it is requisite that the Supervisory Board of the European company shall include as members persons representing general interests and independent of both shareholders and employees (Bulletin of the European Communities [Supp. 4/75], Statute for European Companies 13).

118 סקירה כללית על חסרונותיה של הפילנטרופיה התאגידית היא Clark, Corporate Law (Boston, 1986) 677 ff. יש, כמובן, גם ספרות ענפה התומכת בהגברת הפילנטרופיה התאגידית. ראה, למשל, Weiss, "Social Regulation of Business Activity – Reforming the Corporate Governance System

אין פלא שאין דוגמאות מפורשות במשפט המשווה לסוג כזה של כפייה. ואולם במדינות רבות הבעיה בכל־זאת קיימת כשהיא עטופה במעטה רטורי דק. כוונתי לחוקי המס המאפשרים לתאגיד לנכות מהכנסתו החייבת סכומי תרומות פילנטרופיות שנשא בהן בשנת־המס, בדרך־כלל בכפיפות לתקרת סכום סטטוטורית¹¹⁹.

מתן ההכשר לתאגיד לנכות מהכנסתו את סכום התרומה הוא "הוצאת מס". ביטוי זה — הוצאת מס — פירושו הסכום שאוצר המדינה ויתר על גבייתו מן הנישום, הגם שעל־פי מבנה המס הרגיל הנוהג במדינה פעילותו העסקית של הנישום היתה צריכה להצדיק את גביית המס. מבחינת החשבונאות הלאומית, או הנטל הרובץ על אוצר המדינה, אין נפקא מינה אם האוצר תקצב הוצאה באופן מפורש והוציא אותה או שנמנע מגביית סכום שצריך היה להיגבות. מבחינת ההיגיינה הציבורית וסדרי המנהל התקין הוצאה תקציבית מפורשת אפילו עדיפה על־פני הוצאת מס, שכן היא כפופה לביקורת פרלמנטרית ולשקלא־וטריא ציבוריים; ואילו הוצאת המס, לאחר שנחקקה פעם אחת ולתמיד, נשארת חבויה מן העין הציבורית והריהי מעלימה אפילו ממקבלי ההכרעות עצמם את מערכת העלויות היחסיות של הפעילויות השונות במשק¹²⁰.

הוצאת המס הכרוכה במתן היתר לחברות לנכות מהכנסתן את סכומי תרומותיהן הפילנטרופיות כרוכה באותן בעיות של הטלת מס מפורש על תאגידים בצורת חיוב קוגנטי לתרום. סכומה של הוצאת המס ידוע היטב אך היעד שלשמו ההוצאה מוצאת נתון לשיקול־דעתם הבלעדי של מקבלי ההכרעות בתאגידים — הכרעות העלולות להיות מושפעות ממערכת־טעמים שאינה עולה בקנה אחד עם סדר העדיפויות הלאומי או מרדיפת־בצע אישית.

אך לשאלה יש היבטים שאינם קשורים דווקא לדיני־המס. כדי לתדדם יש לתאר שיטה שאינה מתירה כל זיכוי, ניכוי או הפחתה בשיעור המס בשל תרומות

28 U.C.L.A. L. Rev. (1981) 343. וזרם מחשבה זה נהנה

מתמיכה רבה בספרות הפופולרית. ראה, למשל, Roy Nimroody and Myra Alpers, "Corporations,

"Tighten the Charitable Purse Strings" U.S.A. Today, (January 1991), 48

119 קלרק, (לעיל, הערה 118), 681 ואילך. המחוקק הישראלי בחר לעודד תרומות פילנטרופיות באמצעות

מכשיר הזיכוי דווקא. סעיף 46(א) לפקודת מס הכנסה קובע כי, "אדם שתרם בשנת מס פלונית סכום

העולה על 90 שקלים חדשים לקרן לאומית, או למוסד ציבורי כמשמעותו בסעיף 9(2) שקבע לעניין זה

שר האוצר באישור ועדת הכספים של הכנסת, 35% מסכום התרומה יזוכה מהמס שהוא חייב בו באותה

שנה, ובלבד שלא יינתן זיכוי בשנת מס פלונית בשל סכום כולל של תרומות העולה על 25% מההכנסה

החייבת של הנישום באותה שנה או על 93,000 שקלים חדשים, לפי הנמוך שביניהם" (הסכומים הנקובים

בהוראת חוק זו מעודכנים מדי מפעם בפעם על־פי עליית המדד. על־פי העדכון האחרון מסוף שנת 1991,

יש לקרוא במקום 90 ש"ח — 160 ש"ח; ובמקום 93,000 ש"ח — 160,000 ש"ח). סעיף 9(2) לפקודת

מס הכנסה מגדיר "מוסד ציבורי" כ"חבר בני אדם של שבעה לפחות שרוב חבריו אינם קרובים זה לזה

או הקדש שמרבית נאמניו אינם קרובים זה לזה, הקיימים ופועלים למטרה ציבורית ונכסיהם והכנסותיהם

משמשים להשגת המטרה הציבורית בלבד". "מטרה ציבורית" מוגדרת באותו סעיף כ"מטרה שעניינה

דת, תרבות, חינוך, מדע, בריאות, סעד או ספורט וכל מטרה אחרת שאושרה על־ידי שר האוצר כמטרה

ציבורית". בישראל קיימים ופועלים אלפי "מוסדות ציבוריים".

120 לסקירת מבוא על בעייתיותו של מושג הוצאת המס ראה Musgrave and Musgrave, *Public Finance*

.in Theory and Practice, (4th ed., 1984) 353 ff.

פילנטרופיות, אך מנהלי-הפירמה מחליטים בכל-זאת – מטעמים אלה או אחרים – לתרום. למעשה, גם בשיטה המתירה הפחתות מס שומה עלינו לתת פשר למושג התרומה; שהרי חלק מנטל הנתינה רוכץ בכל-זאת על התאגיד התורם, למעט, אולי, במקרים שבהם דיני-המס מתירים זיכוי מלא של סכום התרומה. ההתנגדות לפילנטרופיה התאגידית הממומנת מקופתו של התאגיד עצמו נובעת מטעמים אחרים לגמרי.

מדוע נותן אדם מתנה? לנותן המתנה "פונקציית תועלת בינאישית", קרי: רווחתו מוגדרת לא רק על הטובין והשירותים שבבעלותו, אלא גם על אלה שבבעלות מקבל המתנה. המתנה ניתנת אם ורק אם תוספת הרווחה לנותן מקבלת המתנה על-ידי המקבל עולה על גריעת הרווחה לנותן משלילת המתנה מעצמו¹²¹. אפשר לעשות היקש בין ההחלטה להעניק מתנה לבין חוזה דו-צדדי שבו כל צד נותן ומקבל דבר-מה. בסיטואציה של המתנה החוזה כאילו נכרת בין הנותן, כמייצג את תועלת עצמו התלויה בתוצרים ובשירותים שבבעלותו, לבין הנותן כמייצג את תועלת עצמו התלויה בתוצרים ובשירותים שבבעלות מקבל המתנה.

המתנה עוברת למקבל כאשר הנתינה מגדילה את תועלתו נטו של הנותן. מכאן גם מתבקשת ההערכה הנורמטיבית למוסד המתנה. בהתקיים התנאים שמניתי לעיל, המתנה היא מוסד חברתי רצוי. ראינו, כי תועלתו של הנותן גדלה בעקבות הנתינה: בהניחנו את ההנחה הטריביאלית שגם תועלתו של המקבל גדלה, המתנה מחוללת שיפור פראטו ורצויה בתור שכזו¹²². אך נניח עתה, שהנותן משיג כוח להעניק מתנה תוך גריעה מעושרו של צד שלישי. אם תועלתו של הנותן מוגדרת גם על עושרו של המקבל, האסטרטגיה האופטימלית של הנותן תהיה להעביר את מלוא עושרו של הצד השלישי למקבל. אמנם, אסטרטגיה זו היא אופטימלית מבחינתו של הנותן, אך לא דווקא מבחינה חברתית. לכד מבעיות חמורות של מדידת תועלת בינאישית (בין המקבל לצד השלישי) עלול להיווצר מצב שתוספת התועלת לצד השלישי נופלת בשיעורה מגריעת התועלת לנותן, והרי לנו תוצאה בלתי-מוסרית אפילו בתחשיב בנתמיאני פשטני¹²³.

נדבנים תאגידיים (הנהלת-הפירמה) מנדבים את כספם של צדדים שלישיים – הלוא הם בעלי-המניות. אף אם הם עצמם שותפים בבעלות בפירמה, אין הם השותפים היחידים ואין להם תמריץ מספיק להפנים את העלויות החיצוניות שבגריעת עושרם של שותפיהם. גם התועלת ממסירת המתנה מתחלקת בדרך-כלל באופן בלתי-שוויוני בין ההנהלה, המחליטה על הענקת התרומה, לבין יתר בעלי-המניות. הכרת הטובה הציבורית, החשיפה התקשורתית ויתר המנעמים הקשורים לעתים במתן תרומות הם מנת-חלקם הבלעדית של המנהלים, בעוד בעלי-המניות המשלמים

R. Posner, "Gratuitous Promises in Economics and Law" 6 *J. Leg. Stud.* (1977) 411. G. 121
Becker, "A Theory of Social Interactions" 82 *J. Pol. Econ.* (1974) 1063

122 ההערכה הנורמטיבית של אקט פילנטרופי היא שיפוט תלוי ערכים. ראה קלרק (לעיל, הערה 118), 677. בטקסט הנחת, כי היתרונות הערכיים של עסקת-חליפין פראטו-עדיפה אינם יכולים להיות שנויים במחלוקת.

123 על בעיות מדידה ועל קשיים מהותיים בהשוואות תועלת בינאישיות ראה באופן כללי R. Posner, *The Economics of Justice* (1981) 48 ff.

את החשבון נשארים בדרך-כלל באלמוניותם. יוצא שהתועלת לנותן מקבלת התרומה על-ידי המקבל איננה עולה בהכרח מגרעת התועלת לנותן משלילת התרומה מעצמו, והתנאים להצדקתה החברתית של המתנה אינם מתקיימים עוד¹²⁴.

מן הניתוח דלעיל גם נובע מתי יש להתיר לחברות לתרום תרומות פילנטריות. יש להתיר תרומות כאלה כאשר זהו החוזה שנכרת בין בעלי-הפירמה, קרי: כאשר מופיעה לכך הרשאה מפורשת במסמכי-היסוד (או בחוזה מפורש אחר). אם כל המצטרפים לאחזקה במניות החברה הביעו את הסכמתם לפילנטרופיה תאגידית (כמו במקרה של עמותה), הגשמת רצונם היא אכן הפתרון המשפטי היעיל¹²⁵; שהרי הסכמה חוזית מפורשת להעניק תרומות מסמנת את העדפותיהם של מכלול המשקיעים בחברה כהעדפות המוגדרות גם על תועלתו של הזולת וכאיתות חד-משמעי שהתועלת לבעלי-המניות מהגדלת עושרו של הזולת עולה על הגריעה מתועלתם כתוצאה מצמצום עושרם- שלהם¹²⁶.

עמדתו המסורתית של המשפט המקובל, שלפיה מתן תרומות היא אסורה¹²⁷, משקפת אפוא אינטואיציה סבירה, וזאת בשל העדר סימון חוזי מפורש של תועלתם האלטרואיסטית של בעלי-המניות. אך כדי להצדיק את התוצאה (איסור תרומות) משתמש המשפט המקובל בנימוק מרחיק-לכת, והוא כי נתינת המתנה חורגת ממטרות החברה (*ultra vires*)¹²⁸. שימוש רטורי זה נראה לי חזק מדי, שהרי דיני ה-*ultra vires* הם דינים כופים (קונגטיים), ואילו הגבלת כוחם של המנהלים לנדב את כספם של בעלי-המניות חייבת לנבוע דווקא מטעמים חוזיים פשוטים, שהם טעמים דיספוזיטיביים.

לעומת הטיעונים דלעיל ניתן להעלות טענת-נגד מעניינת. הוצאת מס לצורך תמיכה בפילנטרופיה תאגידית שקולה כנגד הפקעת מימוןם של מוצרים ציבוריים מידיו המונופוליסטיות של המתכנן המרכזי וביזור ההחלטות על יעוד המס בין הפירמות התורמות. ביזור זה יכול להבטיח הטרוגניות בבחירת היעדים הנתמכים ומתן הודמנות שווה לפרוח לכל פעילות תרבותית, מדעית או אמנותית, אף אם אינה עולה בקנה אחד עם טעמיהם של פקידי השלטון. לעומת זאת, מימון מרכזי עלול לטפח תופעות של "תרבות מטעם", "מדע מטעם" או "אמנות מטעם", וכעקיפין להתפיל את טעמו של חופש הביטוי והיצירה.

נדמה לי, שבמאזן כולל יש לדחות גם טענה זו. בעולם שאין בו קריטריונים מוחלטים להבחנה בין מוסד נחמך "ראוי" לבין מוסד נחמך "בלתי-ראוי" אין יתרונות לביזור החלטות המימון מלבד ההשערה שהביזור מניב התאמה טובה יותר בין הטעמים ההטרוגניים באוכלוסייה לבין זהותם של הנהנים מהוצאת המס. ואולם, מצד אחד, כל עקרונות המימון הציבורי, באמצעות הריבון המרכזי דווקא, מבוססים על ניסיון לאמור את העדפותיה של האוכלוסייה ולייעד את כספי המס לסיפוק רצונותיהם של האזרחים¹²⁹; ומצד אחר, דווקא האצלת התפקיד לאוליגרכיה

Engel, "An Approach to Corporate Social Responsibility" 32 *Stan. L. Rev.* (1979) 1 124

125 ראה באופן כללי מאמרם של איסטרברוק ופישל (לעיל, הערה 47).

126 ראה ספרי (לעיל, הערה 2), 179-177.

127 למשל: הלכת Hutton (לעיל, הערה 4).

128 למשל: הלכת Parke, (לעיל, הערה 4).

E.g. Clarke, "Multipart Pricing of Public Goods" 11 *Public Choice* (1971) 17; Green and 129

הניהולית בתאגידים הגדולים ומתן רשות מלאה לאוליגרכיה זו לקבוע את זהות הנהנים על-פי העדפותיה-שלה עלוליה להוביל לעידוד מגמתי של תרבות, מדע או אמנות "מטעם" — אותם ז'אנרים של יצירה ההולמים את השקפת-עולמם (שאיננה בהכרח הטרוגנית) של נושאי-משרה בכירים בחברות גדולות. ומכל-מקום השימוש בטכניקה של הביזור כבאסטרטגיה לגילוי העדפותיה האותנטיות של האוכלוסייה על כל גווניה נראה לי כל-כך בלתי-מדויק עד שהוא הופך לשרירותי גרידא. מעבר לזאת נראה לי, כי אף אילו נחה דעתנו שמגוון הנהנים היה רחב יותר במשטר של מימון מבוזר, לא היה בכך כדי להשקיט את הדאגות שצוינו לעיל ואין זה יעיל להניח לפרט אחד לקבוע את דפוסי ההוצאה של פרטים אחרים; וכי אין זה סביר למסות את האוכלוסייה מבלי לקבוע סדר-עדיפות לאומי של שימוש בכספי המס. תרומות פילנתרופיות חייבות להישאר בתחומה הטהור של הנדבנות — על חשבונם האישי של הנדבנים.

3. פילנתרופיה תאגידית והשפעות חיצוניות

אין ספק, כי השפעות חיצוניות מסיביות גולשות מן המגזר העסקי (פירמות) אל העולם. חברת "פורד" מוכרת מכונית לראובן, ודווקא שמעון, הולך-רגל שמעולם לא רכש מכונית, מקפח את חייו בתאונת-דרכים. סופיה רוכשת מחברת "רבולון" תמרוקים באריזת-לחץ, ודווקא יאן, איכר הולנדי המגדל צבעונים, שמעולם לא רכש לו תמרוקים, רואה את שדהו קמל בשל קרעים בשכבת האוזון והיווצרות סינדרום החממה — הנופח הבל חם על גידוליו. יצרני מכוניות ויצרני תמרוקים מגדילים את נפח הייצור שלהם כל עוד עלויות הייצור המוטלות עליהם פחותות (בשוליים) מן המחיר, אך אין הם מביאים בחשבון את עלויותיהם של שמעון ושל יאן — עלויות שאסור להתעלם מהן בתחשיב החברתי הכללי. מבחינה כלל-חברתית ייתכן שבגלל קיומן של ההשפעות החיצוניות עלותה של פעילות הייצור גבוהה (בשוליים) מתועלתה. רמת הייצור נקבעת אפוא ברמה על-אופטימלית¹³⁰. נניח עתה, כי חברת "פורד" (ושאר יצרני הרכב) מחליטים להשקיע בתשתית הכבישים סכום השווה לסך כל הנזק שנגרם לשמעון ולשכמותו. יצרני התמרוקים משקיעים בחקר הסביבה סכום השווה לעלות החברתית של אפקט החממה. השקעות אלה מגדילות את סך כל הוצאותיהן של הפירמות הרלבנטיות, עד כי הייצור ייפסק כאשר עלותו החברתית תשתווה (בשוליים) למחיר, קרי כבר ברמה האופטימלית¹³¹. אגב,

Laffont, "Characterization of Satisfactory Mechanisms for the Revelation of Preferences for Public Goods" 45 *Econometrica* (1977) 427; Groves and Ledyard, "Some Limitations of Demand Revealing Processes" 29 *Public Choice* (1977) 107.

130 כאשר רמת פעילותה של פירמה אחת משפיעה על רווחותן של פירמות אחרות או על צרכנים שאינם קושרים אתה קשרי חוזה, יש לצפות לכשל שוק ("השפעות חיצוניות"): רמת הייצור של הפירמה תיקבע מעל לאופטימום החברתי או מתחתיו, ראה באופן כללי Buchanan and Stubblebine "Externality" 29 *Economica*. (1962) 371.

131 הפתרון הקלסי לבעיית ההשפעות החיצוניות הוא הפנמת עלותן (במסים או כטובסידיות) אל תוך פונקציית הייצור של כל פירמה: 11 Ch. 11 (London, 4th ed., 1950) A.Pigou, *The Economics of Welfare*.

אם ישקיעו יצרני הרכב בעידוד תזמורות פילהרמוניות דווקא, ויצרני התמרוקים במפעלי הכשרה תעשייתית לנוער-שוליים — לא תשתנה התוצאה. הקובע הוא סכום ההוצאה ולא עילתה.

ייתכן אפוא, כי תרומות תאגידיות עשויות לקדם את היעילות הכלכלית; ויש הטוענים כן¹³². אך נראה לי, כי הקשר בין שני המושגים הללו — תרומות ויעילות כלכלית — הוא כל-כך מגושם ובלתי-אלגנטי, עד שמותר לנו להתייחס אליו כזניח. כל מה שנאמר לעיל, בפסקה 2 לעיל ישים גם כאן: אם התרומה היא תשלום חובה, דהיינו: מס המוטל על החברה מטעם המדינה, עלולה החברה לתעל את כספי המס לאפיקים שאינם עומדים בראש סדר-העדפויות הלאומי; אם התרומה היא בת-הפחתה מהכנסתה החייבת במס של החברה, הריהי שקולה כנגד הוצאת מס, ושוב ללא יכולת שליטה על שימושי המס; ואף אם התרומה ניתנת ללא מעורבותו של המחזיק הפיסקלי, הריהי נתרמת מכיסם של בעלי-המניות, שאינם קוצרים את הרווח הנאות מן התרומה. על כל אלה יש להוסיף, כי שיטת התרומות איננה מבטיחה כל קורלציה סבירה בין גודל ההשפעה החיצונית הגולשת מפירמה פלונית אל העולם לבין שיעור תרומותיה. פירמות "נדיבות" תתרמנה את בעלי-המניות מעבר לשיעור העלויות החיצוניות הצפוי מפעילויותיהן (ואין פלא כי הפסיקה לא ראתה פרקטיקה כזו בעין יפה)¹³³. סביר יותר להניח, כי רוב הפירמות לא תגלנה רוחב-לב כזה ולא תתרמנה את בעלי-המניות כלל, או ששיעור תרומותיהן ייפחת בהרבה משיעור הנזקים שהן מטילות על העולם. ואין גם כל סיבה להניח כי הפירמות המרבות לתרום הן דווקא אלה המרבות להעמיס על החברה השפעות חיצוניות. הפתרון הקלסי של הטלת מס ישיר (ומפורש) על תאגידים המזיקים לזולתם — בשיעור שנקבע על-ידי הממשלה כמתאים להפנמת העלויות החיצוניות — נראה גם מדויק וגם אינטואיטיבי הרבה יותר.

ה. אמפיריקה של קהילות מחוץ לתאגיד

1. כללי

האינטואיציה של הפרק הקודם היא, שהתאגיד צריך לשמור את מקורות השפע שלו לקהילותיו הפנימיות. כל שיתוף של העולם הרחב, על מגוון צרכיו ומצוקותיו ("האלמנות והיתומים") ברכוש התאגיד, חייב להתבסס על קונסנסוס כללי של כל מי שנקרא בסוף היום לשלם את החשבון. אם אינטואיציה זו אינה רק "נכונה" (מה זה?) אלא גם "יעילה", יש לצפות להתממשותה, הלכה למעשה, בחיי היומיום. דא עקא, שמלאכת התצפית והמדירה איננה קלה כלל ועיקר. לכל תאגיד יש אינטרס (ציני) לתרום לקהילה, אם התרומה היא הדרך היעילה ביותר לחשיפה תקשורתית וליחסי-ציבור. מושג "השקט התעשייתי", שהוא נכס מסחרי מובהק, ניתן בקלות להרחבה כלפי חוץ: בעולם שבו התלות בין התאגיד לסביבתו היא תלות מורכבת

132 ראה קלרק (לעיל, הערה 118), 688 ואילך.

133 פסק-הדין הקלסי בסוגיה זו הוא *Dodge v. Ford Motor Co.* 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919). ללא כל ספק, העמדה הקיצונית והחד-משמעית שבוטאה בפרשת *Dodge* רוכבה מאז נתנתה ועד היום כאופן ניכר.

ורב-סטריט, התאגיד מעוניין ביצירת אקלים נוח לפעילותו לא רק לגבי ציבור העובדים בשירותו, אלא גם באשר לסביבה כולה. לכן תאגידים תורמים אינם בהכרח תאגידים פילנתרופיים, שהרי הקשר הסיבתי שבין תרומה הנתרמת בהווה לבין תמורה החבויה בחיק העתיד הוא לעתים קרובות סמוי מן העין.

בשל הקשיים המתודולוגיים האלה הצלחתי לאתר רק שתי דרכים, ואף הן אינן בטוחות, לאישוש ההשערה כי תאגידים אינם תורמים. הדרך האחת, המסוכמת להלן בפסקה 2 סובבת סביב הקשר שבין מבנה השוק שבו פועלת הפירמה לבין שיעור התרומה שלה. דרך זו מבוססת על פריצת-דרך רעיונית של פרופ' אוראס ג'ונסון¹³⁴. תרומתי בפסקה זו מסתכמת בהצעת עידונים מסוימים לשיטתו של ג'ונסון: כפי שיתואר להלן, נסיוני לשחזר את התוצאות של ג'ונסון בשוק הישראלי לא עלה יפה, בשל מיעוט ההיענות מצד אוכלוסיית החברות המתושאלות. להלן, בפסקה 3, אני מתווה דרך נוספת לליכון דפוסי התרומה של פירמות בישראל, הממוקדת ביחס שבין פיזור האחזקות לבין שיעור התרומה. כפי שיתואר, מחקר אמפירי זה עלה יפה ואף הצליח מעל למשוער.

2. שיעור התרומה ומבנה השוק

נניח, כי ניתן לחלק מבני-שוק אפשריים לשלוש קבוצות עיקריות: שווקים מונופוליסטיים, אוליגופוליסטיים ותחרותיים.

בשנת 1966 פרסם פרופ' אוראס ג'ונסון מחקר מקיף על הקשר שבין מבני-שוק אלה לבין תופעת הפילנתרופיה התאגידית. לפי ג'ונסון, ניתוח הבעיה ותוצאותיה הם כדלקמן: שוק מונופוליסטי הוא שוק שבו אין לצרכנים אלא מוכר יחיד לסיפוק צורכי הביקוש להם. התנהגותו של המונופוליסט ותדמיתו הציבורית איננה משמעותית להיקף מכירתיו, שכן על-פי ההגדרה אין לצרכנים מקורות חלופיים לסיפוק צורכיהם. המונופוליסט אינו זקוק אפוא להשקעה מסיבית בפרסומת וביחסי-ציבור; ואם הוא מחליט לתרום לקהילה, סביר להניח כי התרומה נובעת משיקולים פילנתרופיים אמיתיים. הבדיקה האמפירית אכן הניבה את התוצאה, כי תאגידים מונופוליסטיים אינם מרבים לתרום לקהילה. ממצא זה מתיישב עם ההשערה, כי פילנתרופיה אמיתית איננה שייכת לעולם התאגידים.

לפי ג'ונסון, גם פירמות הנמצאות בתחרות משוכללת אינן מרבות לתרום. הסברו של ג'ונסון לתופעה הוא, שבתחרות משוכללת שיעור הרווח ה"עודף" של כל הפירמות הוא אפס¹³⁵, ולפיכך אילו הקצו פירמות אלה חלק ממשאביהן למטרות כלל חברתיות, היו שוקצות לשולי הפסד.

O. Johnson, "Corporate Philanthropy – An Analysis of Corporate Contributions" 39 J. Bus. 134 489 (1966).

135 "רווח עודף" בשיעור אפס אין פירושו שהפירמה איננה מרווחתה, אלא שאין היא מרווחתה יותר מפירמות תחרותיות אחרות. כדי להגיע לשיעור אפס של רווח עודף מנכים מרווחיה של הפירמה את עלות ההזדמנות (opportunity cost) לעסוק בעיסוק תחרותי חלופי. זוהי עלות שהפירמה נאלצת לשאת בה מעצם העובדה שהיא מפנה את מלוא משאביה לעיסוק בעיסוקיה שלה. אילו שיעור הרווח העודף בענף פלוני היה עולה על אפס, היתה מתחילה הגירת פירמות מענפים תחרותיים אחרים אל אותו ענף עד ל"יישור הקו" על רמה של אפס.

התרומות הכבדות ביותר לפי ג'ונסון באות מפירמות הנמצאות בתחרות מתופור-ליסטית או באוליגופול. מצד אחד, הרווח ה"עודף" של פירמות כאלה גדול מאפס, כך שהן מסוגלות לתרום מבלי לקרוס, ומצד אחר, הן יכולות להשפיע הן על המחיר הן על נתח השוק שלהן כתוצאה משיפור תדמיתן הציבורית. תרומות אלה מתייבשות יפה עם ההשערה שאין אלה תרומות פילנטרופיות "אמיתיות" וכי מקורן בשאיפת הפירמה להגדיל את רווחיה. כפי שנוסחה, מעוררת עבודתו של ג'ונסון בעיה בלתי-פתירה. מאחר שהנחתו של ג'ונסון היא, שמה שמופיע למראית-עין כפילנטרופיה תאגידית איננו למעשה אלא השקעה בפרסומת, קשה להבין מדוע פירמות בתחרות משוכללת אינן תורמות. הטיעון ש"רווח עודף" בשיעור אפס איננו מאפשר בזבזים, מתיישב דווקא עם ההנחה ההפוכה, שהתרומה היא אמיתית, ולא למראית-עין בלבד.

השאלה היא, האם ניתן לשער בתחילת הדרך, כי הפילנטרופיה מייצגת השקעה בפרסומת, ועם זאת ליישב את הממצאים האמפיריים עם ההשערה. הדבר תלוי בקשר הסטטיסטי בין מבנה השוק לבין שיעור ההוצאה לפרסומת. קיימת השערה רווחת, הנתמכת גם בממצאים אמפיריים, כי שיעור ההוצאה לפרסומת עולה ככל שעולה רמת הריכוזיות בענף עד לרמה של דואופול (שתי פירמות יחידות בשוק). שיעור ההוצאה לפרסומת של פירמה מונופוליסטית ממש הוא נמוך¹³⁶. הטעם להשערה זו הוא, שמונופול זקוק לפרסומת רק אם קיימים צרכנים העשויים להצטרף לקהל-לקוחותיו, או לחלופין – להגדיל את רכישותיהם, בעקבות מסע-פרסומת מוצלח. לפי ההשערה, צרכנים מסוג זה אינם תופעה שכיחה: רק מעטים ייצרכו יותר חשמל, שיחות-טלפון או שירותי נסיעה באוטובוס בקו ירושלים-ראש-פינה, בעקבות מאמצי השכנוע של המונופול הנוגע בדבר. התמונה שונה לחלוטין כשהמדובר באוליגופול. לפי ההשערה, מטרתו של מסע הפרסומת היא ליצור בציבור דימוי כאילו מוצרו של המפרסם שונה באופן מהותי ממוצריהם של מתחריו ("בידול המוצר" – product differentiation). אם הדימוי המתבדל עולה יפה, הדבר מאפשר לפירמה האוליגופוליסטית לנהוג כמונופול, שהרי רק היא משווקת לציבור את המוצר בעל הדימוי הייחודי. ומה בדבר פירמות בתחרות משוכללת? כאשר מספרם של המתחרים הוא רב, קשה מאוד ליצור בציבור רושם אמין של בידול. הכול יודעים, למשל, כי מרבית המוצרים במכולת השכונתית שווים, הן במותגיהם הן באיכותם, למוצרים בני אותו סוג הנמכרים בצינורות-שיוק אלטרנטיביים: איש לא יאמין כי הגבינה הצהובה הנמכרת מעבר לפינה היא המשובחת ביותר. גם מחיר השוק הניצב בפני פירמה תחרותית הוא מחיר נתון¹³⁷, ואין בכוחה של הפרסומת לשנותו. מכאן השיעור הגמון יחסית של השקעה בפרסום בענפי-המשק התחרותיים.

כנגד השערה זו והממצאים האמפיריים התומכים בה נעשו גם מחקרים אחרים,

Cowling, Cable, Kelly and McGuinness, *Advertising and Economic Behaviour* (1975) 67 ff.; Longman, *Advertising*, (1971) 68 ff.; Scherer and Ross, *Industrial Market Structure and Economic Performance* (3rd ed., 1990) 592 ff.

137 התנהגותה של פירמה תחרותית איננה יכולה לשנות את רמת המחירים בענף. פדיונה מוגדר על-ידי מכפלת המחיר הנתון בענף במספר היחידות שעולה בידה לשוק.

שלא חשפו כל קשר סטטיסטי מובהק בין מבנה השוק לבין שיעור ההוצאה לפרסומת¹³⁸.

בניסיון לאשש את ממצאיו של ג'ונסון ולשחזרם בשוק הישראלי דגמנו דגימה מקרית של 80 חברות, מתוכן 72 חברות נסחרות ו-8 פרטיות, מענפי-משק שונים. חברות אלה חולקו לשלוש קבוצות: מונופולים, אוליגופולים ופירמות תחרותיות, על-פי סיווגו של הממונה על ההגבלים העסקיים. המחקר נערך בהתייחס לשנת 1990, ומטרתו היתה לגלות את הקשר שבין הווחיות הפירמה לבין תרומתה הפילנטרופית. השערתנו היתה, כי אחוז התרומה מתוך הרווח יהיה הגדול ביותר אצל הפירמות האוליגופוליסטיות, ואחריהן תבאנה פירמות בתחרות משוכללת ומונופולים, לפי סדר זה. עקב סירובם של מרבית האוליגופולים, בעיקר בנקים, לשתף פעולה עם המחקר, נאלצנו להוציא מאוכלוסיית החברות את כל האוליגופולים. כמרכן נאלצנו לוותר על חברות שדיווחו על רווח שלילי ועל חברות ממשלתיות, שלפי הנחיות היועץ המשפטי לממשלה (מיום 16 במארס 1986) נאסר עליהן לתרום. כתוצאה מכך נותרנו עם מספר קטן מדי של מונופולים (4 בלבד); גם מספר הפירמות התחרותיות לא היה גדול במיוחד (15 חברות). ניסינו להפעיל מבחני t וכן את המבחן הידוע כ-Mann-Whitney. תוצאות המבחנים הראו, כי התרומה הממוצעת גבוהה יותר (כמצופה) בין פירמות תחרותיות מאשר בין מונופולים. עם זאת, השונות בתוך כל קבוצה היתה גבוהה מדי: ייתכן שניתן לייחס זאת לעובדה שהקבוצות היו קטנות מאוד. כתוצאה מכך רמת המובהקות של התוצאות שהשגנו מגיעה רק לכ-10%, הנחשבת נמוכה מדי להסקת מסקנות תקפות.

3. שיעור התרומה ופיזור האחזקות

התיאוריה משקיפה על תרומה (אמיתית) כעל זן של צריכה, כאשר הצרכן הוא תורם שיש לו פונקציית תועלת בינאישית. התרומה משפרת את תועלתו של התורם אם ורק אם צמצום אפשרויות הצריכה של עצמו גורע מתועלתו פחות מתוספת התועלת הנגרמת לו בשל הגדלת אפשרויות הצריכה של הזולת. מכאן סביר, כי שיעור התרומה ילך ויגבר ככל שחלקו של התורם במימון התרומה ילך ויפתח. בלשון תאגידית, יש לצפות לתרומות גדולות יותר מפירמות המוחזקות רק בשיעור קטן יותר על-ידי התורם עצמו, ובשיעור גדול יותר על-ידי הציבור הרחב. יתירה מזו: תרומות כאלה אינן "אמיתיות", שהרי הן שקולות כנגד תשלום העברה פשוט שהתורם כופה על שותפיו בפירמה, לטובת צדדים שלישיים שרווחתם מופיעה בפונקציית התועלת של התורם.

הבדיקה האמפירית שעשינו מיועדת לבדוק, האם אכן קיים יחס הפוך בין שיעור האחזקות של בעלי-העניין בפירמה לבין שיעור תרומותיהם למטרות הנהזות

138 ראה, למשל, 45 ff. *Economists Advisory Group, The Economics of Advertising* (London 1967). השווה לממצאיו של Backman, *Advertising and Competition*, (N.Y. 1967) 82 ff. במקן טוען כי הפרסומת היא דוחק סממן לתחרות, אך מודה בנך ששיעור ההוצאה לפרסום בשווקים אוליגופוליסטיים הוא יותר גדול; שכן התחרות המונופוליסטית חריפה בעיניו יותר מן התחרות המשוכללת.

כפילנטרופיות. לאחר כל הניפויים נשארנו עם אוכלוסיית-מדגם של 24 חברות. מספר זה נחשב מספיק כדי לאושש את מסקנות הבדיקה. שיערנו, כי ימצא קשר סטטיסטי מובהק בין אחוז ההון המונפק לציבור (משתנה מסביר) לבין שיעור התרומה כאחוז מן הרווח הנקי (משתנה מוסבר). בוצעה רגרסיה בין שני המשתנים הללו, אשר ביטאה קשר חיובי (שיפוע של 0.1589) ברמת מובהקות גבוהה ביותר (0.0132). הקבוע שנמצא הוא 2.6519 – אך ברמת מובהקות קטנה ביותר – 0.2773. לכן איפסנו את הקבוע וקיבלנו שיפוע חיובי קטן יותר (0.0999), אך ברמת מובהקות עוד יותר גבוהה – 0.0007. המשמעות של שיפוע חיובי ברמת מובהקות כל-כך גבוהה היא, שניתן לדחות את ההשערה האלטרנטיבית (H_0), שלפיה אין קשר בין אחוז ההון המונפק לשיעור התרומה. ניתן לסכם את תוצאותיו של מחקר אמפירי זה כאישוש מלא של השערתנו: הנהלות של תאגידים מחליטות על הקצאת תרומות גדולות יותר מתוך קופת התאגיד ככל שאחוז האחזקות של הציבור הוא יותר גדול.

1. מטה-תיאוריה

1. כללי

המלה האנגלית company גזורה מן הקידומת הלטינית *com*, שפירושה "ביחד"; ומן המילה הלטינית *panis* – לחם. החברה היא אפוא הארגון שבו מסכים לשולחן אחד ובוצעים לחם. נדמה אותה אפוא לאכסניה של סועדים. השורש האטימולוגי המתאר את האכסניה גם מבאר את אופיה של החברה: קודם-כול אין בה מקום אלא לסועדים בלבד. אלה שאין להם מקומות מסביב לאותו שולחן אינם זכאים להשתתף בסעודה. מכאן פשר הספקנות באשר למוסד הפילנטרופיה התאגידית. המזון המוגש בסעודה הוא לחם (*panis*). מטרת הסעודה היא לשבור את הרעב. אין לה מטרות רוחניות, כלל-חברתיות או כלל-אנושיות. מכאן המגמה של השאת רווחי החברה כפונקציית-המטרה הלגיטימית היחידה של קיום התאגיד. פונקציית-מטרה זו מתיישבת לא רק עם טובתם של בעלי-האכסניה – בעלי-המניות בחברה; היא עולה בקנה אחד עם טובתם של כלל הסועדים, כולל אלה שקנו להם זכות חוזית להסב סביב השולחן. אלא הם כמובן נושי הפירמה: מטרת האכסניה לספק *panis* לכולם. עם זאת, ככל שייוותר יותר לאחר השבעת רעבונם של האורחים המשלמים, תגדל רווחתם השיווית של בעלי-האכסניה. לבסוף יש לבצע את הלחם ביחד (*com*). שיתוף המטרה אינו מתיישב עם יצירת נאמנויות נפרדות לקבוצות נבדלות של סועדים: בעלי-אכסניה אינדיבידואליים, אורחים משלמים (נושים) או מלצרים בשירות הבית (עובדי הפירמה). הנה כי כן, המלה הקטנה company מסגירה את כל הטענות שבוארו ברשימה זו. היא גם מסגירה את בעייתיותה המיטה-תיאורטית של הרשימה. להלן אמנה כמה ספקות רלבנטיים במישור זה.

2. הנחות היסוד

המודל התיאורטי שביסוד רשימה זו רצוף הנחות-יסוד. תמונת-העולם המצטיירת

ממנו היא כדלקמן: הפקעת החזית היוצרת את הפירמה נארגת על-ידי קבוצות מוגדרות היטב של ממקסמים רציונליים¹³⁹. מטרתו של כל שחקן היא להשיא את חלקו בעוגה, בכפיפות לאילוצים הנובעים מן החיובים שנטל על עצמו כלפי זולתו ולתוחלת הנזק הצפוי לו אם יפר את חיוביו. הפקעת מתוכננת כך, שבהינתן מאמציו של כל שחקן להשיא את תועלתו, תגדל הרווחה המצרפית לכלל השחקנים. הרווחה המצרפית רצויה לכולם במידה שווה, שכן יש להם יותר מה לחלוק ביניהם: מן העוגה הגדולה ביותר גם נפרסות הפרוסות הרשנות ביותר לכל שחקן¹⁴⁰.

אלה הן אפוא הנחות היסוד: ראשית, הפרטים הם "רציונליים". פונקציית התועלת של כל שחקן ידועה לו היטב, ובכל צומת אפשרי ייבחר תמיד בדרך שתוחלת התועלת שלה היא הרבה ביותר. שנית, בהינתן התנהגות רציונלית מצד כל שחקן, תפעיל "היד הנעלמה" את קסמיה, כך שאף-על-פי שכל שחקן מכוון את מאמציו לטובתו האינדיבידואלית בלבד, תוצאות המאמצים מנוצלות (כאילו) מאליהן להשאתה של התועלת הכללית. שלישית ואחרונה, אף שחקן אינו שולט על עמדה טקטית המאפשרת לו לגרוף את כל הקופה. כל גידול ברווחה המצרפית מתנקז כך, שתועלתו של כל שחקן אינדיבידואלי גדלה אף היא. לשון אחרת: תוצאה "יעילה" היא גם — לפחות במובנים מסוימים — תוצאה "צודקת".

טול מן המודל התיאורטי דלעיל אחת מהנחות יסוד אלה, ושוב אין לו במה להיאחז. אם הפרטים אינם רציונליים ואינם דואגים להשאת תועלתם, ניטל הטעם להפקיד את ניהול ענייני החברה, וכן לכוון את החובות שחבים בה כלפי מי שתביעתו מן החברה היא התביעה השיוויונית. מחק את פועלה של היד הנעלמה, ופרמת את הקשר בין התועלת האישית לשחקן זה או אחר לבין טובת הכלל, ובכך עמעמת את ההצדקה החברתית להעדפתו של הפתרון ה"יעיל". פקפקת בכוחם של כלל השחקנים לחלל לטובתם חלק מן ההתעצמות שחלה ברווחת הכלל, והשמטת בכך את הקרקע מתחת לטיעונים החלוקתיים, שבלעדיהם מתנגן הלחץ של הגדלת העוגה כתרושת-ניצחון של עשירים.

כל אחת מהנחות היסוד הללו איננה נקייה מספקות. במסגרת רשימה זו לא אוכל לפרט את מהותם של כל אותם ספקות או את הטיעונים שניתן לטעון להסרתם, או לפחות להפחתת חשיבותם. אסתפק בכך שאשרטט את עיקרי הדברים באופן סכימטי בלבד. הבשר והגידים הם נושאים לרשימות נפרדות.

רציונליות. הנחת הרציונליות היא אבן-פינה לכל מדע הכלכלה הניאו-קלאסי. אכן, הכלכלה מוגדרת כמדע שעיסוקו בהתנהגותם הרציונלית של בני-האדם¹⁴¹. עם זאת, קמו לא-מעט עוררין על התקיימותה של ההנחה בחיי המעשה. בין הפסיכולוגים

139 על הפירמה כפקעת חזית ראה, בין היתר, קואס, (לעיל, הערה 15); ויליאמסון, (לעיל, הערה 15); Anderson and Tollison, "The Myth of the Corporation as a Creation of the State" 3 *Int. Rev. of Law and Econ.* (1983) 107.

140 ראה באופן כללי R. Posner, "The Ethical and Political Basis of The Efficiency Norm in Common Law Adjudication" 8 *Hofstra L. Rev.* (1980) 487; Contra "Bebchuk, The Pursuit of a Bigger Pie – Can Everyone Expect a Bigger Slice?" *Ibid.* 671.

141 להקדמה כללית לאמירה גורפת זו ולמשמעויותיה ראה, Cooter and Ulen, *Law and Economics*, (Glenview, Ill., 1988) 1.

— הקוגניטיביים דווקא — נעשו נסיונות לא־מעטים המובילים בפסקנות למסקנה כי הפרט מושפע במהלכי הבחירה וההעדפה שלו מגורמים שאינם עולים בקנה אחד עם הנחת הרציונליות. כך, למשל, פרטים רבים אינם מציינים לחוקי "טרנזיטיביות" במערכות ההעדפה שלהם, כלומר: אף אם הם מעדיפים את א על־פני ב ואת ב על־פני ג, אין הם מעדיפים בהכרח את א על־פני ג. העדפות רבות מושפעות יותר מכנייהן של החלופות ולא מתכניהן הפנימיים, כך שיחסו של פרט לאותה אלטרנטיבה עלול להשתנות עם התחלפות תוויותיה¹⁴².

רוב הכלכלנים העוסקים בסוגיה אינם נוטים לקבל את "דברי המינות" הללו. אחרי ככלות הכול, התיאוריה הכלכלית מבוססת על תדמית האדם כ־*homo economicus* ולכל הדעות יש בה — למרות הישענותה על ההנחה השנויה במחלוקת — הארות חשובות על התנהגות האדם. בין המגנות כנגד המתקפה הפסיכולוגית על מבצר הרציונליות ניתן למנות הגנות המטילות ספק במתודולוגיה של המחקר הפסיכולוגי ושימוחו להתנהגות שוקית; כאלה הנאחזות בטענה כי בדירה רבת־שחקנים (השוק) סטיות אינדיבידואליות מן האידיאל השכלתני נוטות לקוז אלה את אלה; וכן מחקרים אמפיריים עצמאיים על התנהגות הפרט המובילים למסקנה ההפוכה: כי הפרט הוא אכן רציונלי¹⁴³.

בשולי הדברים ראוי להזכיר גם פקפוקים שהושמעו לגבי הנחת הרציונליות מכיוון אחר לגמרי: לא שהפרט אינו מסוגל לשמור על תועלתו, אלא שאין הוא חפץ בכך, וזאת כאשר תועלתו מתנגשת עם ערכים אחרים (אלטרואיסטיים) המכוונים את התנהגותו¹⁴⁴. מי שגורס כך אינו מפקפק אפוא ביכולתו השכלית של האדם המוותר על רווחתו החומרית, כי אם דווקא בזו של הרובוט הממקסם. זוהי ביקורת חריפה, היא להוגים החריפים שהשמיצו אותה, אך עליה ניתן להשיב כי היא נשענת על הגדרה צרה מדי של מושג הרציונליות. הפרט המוסרי, הרואה לנגד עיניו ערכים אחרים הראויים להגשמה לבד מתועלתו האישית, עדיין נתפש בעינינו כ"רציונלי", כשהוא פועל להשגת היעד האישי שעיצב בחושי האלטרואיסטיים. ההבחנה בין פונקציית־תועלת "בינאישית", שערכים גבוהים שלה מזוהים עם רווחה גדולה לבעליה, לבין פונקציית־תועלת "אישית", שבעליה שוקד על אי־השגתה מטעמים המרחפים בחלל שמסכיבה, היא הבחנה מוקשה. לא הייתי ממליץ לבסס עליה מסקנות של מדיניות.

היד הנעלמה. אם הצדדים לעסקה שוקית הם רציונליים (ראה הפסקה הקודמת), כל עסקה הנעשית ביניהם מרצונם החופשי משפרת את רווחת כולם; שהרי בפני כל אחד מהם פתוחה גם האפשרות שלא להתקשר בעסקה. כדי שהיד הנעלמה

142 ראה, למשל, Tversky and Kahneman, "Rational Choice and Framing of Decisions" in: Hogarth and Reder (eds.), *Rational Choice* (1987) 67.

143 לעבודה מתחכמת במיוחד בתחום זה ראה Plott, "Rational Choice in Experimental Markets", בספרם של הוגרד ורדר (לעיל, הערה 142), 117. לגישה נסיונית טהורה להוכחת הרציונליות של האדם הכלכלי ראה, למשל, Hoffman and Spitzer, "Experimental Tests of the Coase Theorem with Large Bargaining Groups" 15 *J. Leg. Stud.* (1986) 149.

144 ראה, למשל, A. Sen, "Rational Fools – A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory" 6 *Philosophy and Public Affairs* (1976–1977) 317.

לא תשיג את יעדיה, צריך להתקיים אחד מאלה: או שקיימים מכשולים רציניים לכריתת חוזים והוצאתם אל הפועל, כגון הוצאות עסקה כבדות¹⁴⁵, או שהחוזים אכן מתבצעים, אך תוצאתם איננה אופטימלית. לכך יש לצפות בשל קיומם האפשרי של כשלי-שוק, כגון מונופול הקובע את רמת תפוקתו בפחות מן האופטימום החברתי, מחסור במידע או השפעות חיצוניות הגולשות החוצה – מן הצדדים לעסקה אל העולם¹⁴⁶.

היש לחשוש כי הפקעת החזוית המגולמת בפירמה לוקה באחד מאלה? היותה של הפקעת "חזוית" מרמזת על כך שהעסקאות אמנם נקשרות. אכן, אין זה סביר כי הוצאות עסקה או מכשולים אחרים ימנעו מספקי הון, מגורמי ייצור אחרים ומקהילת הנציגים (מנהלים) הפועלים בשירותם מלקשור ביניהם הסכמים. תפוצתה הרחבה של התופעה התאגידית ברחבי העולם המערבי מעידה כמאה עדים על יעילותה של צורת התקשרות זו ועל הישרדותה בעולם דרוויניאני נוקשה. את קיומם של כשלי-שוק הפוגמים ביעילות ההתקשרות הזו אין לבטל מכול-וכול. ייתכן, למשל, כי ארגון עובדים מונופוליסטי יכתוב תנאי התקשרות שיכבידו על סיכויי הישרדותה של הפקעת כולה. שקיעתה של חברת-העובדים וקונצרן כור המסונף לה מדגימה אפשרות זו בעוצמה רבה. אין ספק שאין זו הדוגמה היחידה, ובדיקה שיטתית של המערך התאגידי במדינה זו או אחרת יכול להניב ראיות לכשלי-שוק נוספים. אך ככלל נראה לי, כי ריבוי מקורות ההון, מספרם הגדול של מבקשי העבודה ושוק פחות או יותר משוכלל לניהול ולשליטה, מבטיחים קיומה של תחרות בריאה, כך שכשלי-שוק אלה או אחרים אינם אלא היוצאים-מן-הכלל המלמדים על הכלל¹⁴⁷.

חלוקת העוגה. יעילות החוזה מעידה רק על גודל העוגה העומדת לרשות הצדדים ולא על המפתח לחלוקתה. אף אם היד הנעלמה פועלת היטב, קשה לבטוח בתוצאה החלוקתית שחשורר בשיווי-משקל, קרי: עם תום כל העסקאות. מה אומרת על כך התיאוריה?

הארה כלכלית חשובה, הידועה כ"תיאורמה היסודית הראשונה של כלכלת הרווחה" קובעת, כי כל שיווי-משקל תחרותי הוא פראטו אופטימלי. לאמור: תהיה ההקצאה ההתחלתית של זכויות-קניין אשר תהיה – הצדדים יהיו תמיד מתומצרים

145 נראה כי חשש זה אינו רלבנטי בענייננו. לפי מסורת שהחל בה רונלד קואס בשנת 1937 (לעיל, הערה 15), רבים סבורים כי אחד הרציונלים המרכזיים לקיומן של פירמות הוא כשאיפה למזער את עלויות העסקה: בהעדר פירמות היה נוצר צורך לקשור חוזים אדי-הוק, תוך כדי התקרבותו של תהליך הייצור, ולשוב ולעשות כן כל פעם מחדש עם תום ייצורו של פריט פלוני והתחלת ייצורם של פריטים אחרים. הפירמה היא מעין חוזה אחיד המחיל על הצדדים לעסקה מערכת נורמטיבית מוכנה מראש התואמת את העדפותיהם האמיתיות וזאת מבלי שרובץ עליהם הנטל לממן את יצירתה של המערכת הזו כל פעם מחדש. לעניין זה ראה, U. Procaccia, "The Corporate Code as a Standard Form Contract – General Theoretical Remarks and Implications for German Law" *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht* (No. 2., 1990) 170.

146 על הקשר בין מבנה השוק לבין תוכן החוזה עמיתי באופן כללי במאמרי, "תוקפו המחייב של חוזה אחיד כפונקציה של מבנה השוק" משפטים ט' (1978) 25.

147 עדות רלבנטית למיכונים החוזי כאספקלריה נאמנה לצורכיהם האמיתיים של הצדדים היא תוכן החוזה בין משים לבעלי-מניות. עדות זו ניכרת באמצעות שטרי נאמנות לאגרות-חוב. על תופעה זו כבר עמדנו בהרחבה, וראה לעיל, הערות 78-81.

לסטות ממנה בעזרת מערכת של הסכמים פרטיים עד שתושג הקצאה אלטרנטיבית, שהיא פראטו אופטימלית¹⁴⁸. כידוע, הקצאה היא "פראטו אופטימלית" אך ורק אם אין אפשרות לשנות אותה ללא גריעה מתועלתו של לפחות אחד מן הצדדים. דא עקא, שהתוכן המוסרי של "הישג" זה איננו רב. גם הקצאות בלתי-שוויוניות יכול שתהיינה פראטו אופטימליות, לרבות ההקצאה הבלתי-שוויונית ביותר ("הפינתית"), שבה כל זכויות-הקניין מסורות לפרט יחיד. קשה להלל פעולה בשל היותה "שיפור" מבלי שנדע את מה היא משפרת¹⁴⁹.

בצד התיאורמה הראשונה ידועה לנו גם ה"תיאורמה היסודית השנייה של כלכלת הרווחה". תוכנה המוסרי של זו רב משל חברתה, שכן היא קובעת כי כל הקצאה פראטו אופטימלית היא שיווי-משקל תחרותי. במלים אחרות: לא רק שכוחות השוק חייבים להתייצב בהקצאה שהיא פראטו אופטימלית, אלא שניתן גם לקבוע את זהותה של ההקצאה הפראטו אופטימלית הרצויה לנו (כולל הקצאות "צודקות"). זאת ניתן להגשים על-ידי יצירת הקצאה התחלתית מתאימה, המושגת באמצעות מערכת של תשלומי העברה (מסים וסובסידיות, למשל), כאשר כוחות השוק חוזרים ומעצבים אותה בנקודה הרצויה¹⁵⁰. ערכה הנורמטיבי של התיאורמה השנייה בולט לעין, שהרי אין היא עוסקת רק ביעילות, כי אם בצדק ממש. הבעיה היא כמובן, שכדי שכוחות השוק ישיגו שיווי-משקל תחרותי "צודק", יש להתערב מראש באמצעות מערכת תשלומי העברה, כך שהמְרשם מאבד את טהרתו השוקית ונסמך על עוצמתו של השלטון¹⁵¹.

כן יהיה גם בענייננו. הפקעת החוזית של התאגיד אינה מועדת להתייצב אלא בשיווי-משקל יעיל. את זהותו של שיווי-המשקל הזה יש לקבוע באמצעות מערכת של תשלומי העברה. הגדרת אפיוניה של מערכת זו אינה מתפקידם של דיני-התאגידים. היא נעשית כדבר שבשגרה, וטוב שהיא נעשית, באמצעות מערכות-דינים משלימות. דוגמאות לכך הם דיני העבודה והביטחון הסוציאלי, שאופיים הרדיסטריבוטיבי בולט לעין. ניתן גם להשיג את היעד החלוקתי במערכת מפורשת יותר של תשלומי העברה, כגון מיסוי עודף על ההון לגבי מיסוי היגיעה האישית¹⁵², או חלוקה-מחדש של העושר באמצעות מיסוי עזבונות. אך דיני-התאגידים צריכים להיות נקיים מכל אלה.

3. על היעילות כערך

ספקות מטה-תיאורטיים מסוג אחר הם באשר למשמעותו הנורמטיבית של מושג

148 להצגתה ולהוכחתה של התיאורמה היסודית הראשונה של כלכלת הרווחה ראה A. Feldman, *Welfare Economics and Social Choice Theory* (Boston, 1980) 47 ff.

A. Sen, "The Moral Standing of the Market" 2 *Social Philosophy and Policy* (1985) No. 2, 149 p. 1.

150 להצגתה ולהוכחתה של התיאורמה היסודית השנייה של כלכלת הרווחה ראה ספרו של פלדמן (לעיל, הערה 148), 51 ואילך.

151 ראה סן (לעיל, הערה 149). השווה גם למאמרו החשוב של D. Kennedy, "Form and Substance in Private Law Adjudication" 89 *Harv. L. Rev.* (1976) 1685.

152 כפי שאכן נעשה, למשל, בסעיף 121(ב) לפקודת מס הכנסה.

היעילות. מי שחפץ בהגדרת העוגה, חייב להצדיק את ההנחה כי עוגה גדולה באמת עדיפה מעוגיה. על הערך הזה אפשר לחלוק מטעמים שונים.

אפשר, למשל, להעלות דווקא את העוני למעלת אידיאל שיש לתתור אליו, וזרמי המחשבה שהטיפו לאידיאל זה – מן האיסיים לפרנציסקנים, מן הבודהיסטים לכמה מנביאי ישראל, מן המאואיסטים הקיצוניים לסתם בודהמיאנים עירוניים – ראויים לעיון וללימוד מעמיק¹⁵³. אין לי אלא להביע את הסתייגותי האישית מתורות אלה ולהודות, כי אין לי על מה לסמוך בכך אלא על העדפותי הפרטיות בלבד.

ביקורת מסוג אחר על ערכה הנורמטיבי של היעילות הושמעה בכשרון רב על-ידי הכלכלן האמריקני ג'ון קנט גלברייט, וביקורתו של זה שייכת במישורין לעולם התאגידים. גלברייט היה בין טובעי המושג "המדינה התאגידית המודרנית" (modern corporate state), וכוונתו לא היתה לקלס ולשכח. הואיל ורווחתם האישית של מנהלי הפירמות נקבעת במידה רבה על-ידי עוצמת האימפריות התאגידיות שבשליטתם, הריהם עושים כל שביכולתם כדי להעצימן עוד יותר.

הצמיחה התאגידית מותנה, כמובן, בשיתוף-פעולה מצד צרכני הפירמה, ולכן מופנים מאמצים רבים למניפולציה של הביקוש למוצריה, בעיקר באמצעות שימוש ציני בתעלולי פרסומת מתוחכמים. הביקוש למוצר איננו אפוא תולדה של העדפות "אמיתיות" של הצרכנים, כי אם של צרכים "מדומים", המיוצרים באופן מלאכותי על-ידי תעמולה (מי "צריך" מברשת-שיניים חשמלית שגם יודעת לזמזם מארש צבאי?); כך הפירמה "גדלה", רווחיה "מושאים" וייצורה "יעיל". אך מבחינה חברתית אין היא משווקת תועלת אמיתית. היא מוכרת אוויר חם. היא לוקחת יותר ממה שהיא נותנת, כך שהרווחה החברתית הנקייה (מה שכולם מקבלים פחות מה שכולם נותנים) היתה יכולה להיות גדולה יותר בהיקף מכירות יותר צנוע: "קטן הוא יפה"¹⁵⁴.

מתקפה זו על היעילות כערך מעמידה גם היא בסימן-שאלה את הרציונליות של האדם. אך בעוד הפסיכולוגים ערערו בממצאיהם את הקונסיסטנטיות הפנימית של יחס ההערפה של הפרט (כגון בטענה שהיחס איננו מקיים את תכונת הטרנזיטיביות), חיציו של גלברייט מופנים אל התכנים המהותיים עצמם. זוהי סטייה של ממש מדרך המחשבה הניאו-קלסית. הכלכלן הניאו-קלסי הוא "ליברלי" ביתסו לתוכן העדפותיו של הפרט. כשהכלכלן הניאו-קלסי שואל האם הפרט הוא "רציונלי", הריהו מתעניין בשאלה האם הוא פועל בעקיבות להשגת יעדיו – יהיו אשר יהיו¹⁵⁵. לעומת זאת, גלברייט מפקפק ברציונליות של מי שפועל בתבונה ובעקיבות להשגתם של יעדים שנראים לו (לגלברייט) לוקים בחוסר-סבירות מבחינת תוכנם. בשיא הקיצור: גלברייט הוא פטרנליסט, ואין הוא מתבייש בכך.

153 דוגמא יפה לכך היא ספרו של אלברטו מורביה, מסע בסין האדומה. מורביה מפתח בספרו את התיאוריה שהעוני המרוד בסין המאואיסטית איננו רק מצב אמפירי אלא גם יעד נורמטיבי, שבלעדיו אין קיום למוסריות האגליטרית של החברה הסינית החדשה.

154 לחזרתו של גלברייט, במיוחד כפי שהיא משתקפת בספרו החשוב, *The New Industrial State* (3rd ed., Boston, 1978), ולדברי ביקורת עליה, ראה, למשל, Solow, "The New Industrial State or Son of, Affluence" 9 *Public Interest* (1967) 100.

155 ראה באופן כללי את ספרו של G. Becker, *The Economic Approach to Human Behavior* (Chicago, 1976).

וכך גם יאה¹⁵⁶. עם זאת, לא כולנו פטרנליסטים. בעולם שבו מתן הכשר לפטרנליזם חייב להצדיק יצירת מנגנון של מצנזרי העדפות, שהחברה נותנת עדיפות מראש לשיקול-דעתם על-פני שיקול-דעתם הישיר של הנוגעים בדבר, אולי עדיף שלא ליתן הכשר לפטרנליזם. לשון אחרת: גם מי שמכיר בכך שלא כל המאוויים ראויים תמיד להגשמה ראוי שיפקפק אם מנגנוני-הבקרה המבחינים בין הרצונות הטהורים לתאוות הטמאות צריכים להיות מופקעים מרשות הפרט ומופקדים ביד המדינה. בבחירה הטרגית בין מדינה תאגידית לבין מדינה ביורוקרטית אני מצביע, בלב כבד, בעד הראשונה.

1. סיכום

כלפי מי חייבים נושאי המשרה בחברה בחובות זהירות ואמונים? תיקון מספר 4 מציב בפני הקורא חידה פרשנית: מצד אחד, אין הוא מסגיר את שמה המפורש של שום קבוצה, זולת החברה כולה, כגוף מאוחד; מצד שני, אין הוא נועל את השער בפני איש. בחיבור זה ניסיתי להתמודד עם חידה פרשנית זו. החיבור התבסס על הנחת-יסוד מרכזית, כי הפתרון הרצוי ביותר הוא גם הפתרון ה"יעיל" ביותר. הפרק החמישי והאחרון של החיבור הוקדש להצדקתה של הנחת-יסוד זו, אך גם לחשיפת מגבלותיה. את אוכלוסיית המועמדים לשמש מושאן של חובות הזהירות והאמונים חילקתי לשתי קבוצות: קבוצה "פנימית" – של צדדים הקושרים עם התאגיד קשרי חוזה, כמו בעלי ניירות-ערך, נושים או עובדים; וקבוצה "חיצונית" – הציבור הרחב כולו. מסקנות החיבור הן, כי את החידה הפרשנית של תיקון מס' 4 יש לפרש פירוש מרחיב לגבי הקבוצה ה"פנימית", אך פירוש מצמצם לגבי הקבוצה ה"חיצונית".

באשר לקהילות הפנימיות מסתבר (מסקנות הפרק הראשון), כי חובות הזהירות והאמונים אכן מופנות כלפי כל מי שקשר עם החברה קשרי חוזה ויש לו תביעה (claim) כלפיה. עם זאת, תיתכנה התנהגויות של נושאי משרה שאינן מיטיבות במישרין עם קהילה "פנימית" זו או אחרת ובכל-זאת אי אפשר יהיה לזהות בהן כל הפרה של חובות הזהירות והאמונים. המבחן הוא, האם ההתנהגות האמורה משיאה את ערכה הכולל של הפירמה כמייצגת את מכלול התביעות כלפיה: גדול הוא יפה.

באשר לקהילות החיצוניות, מסקנתי (המנומקת בפרק השלישי) היא, כי תרופתן בדיני-המסים, הרווחה והביטחון הסוציאלי, ולא בדיני-החברות. רתימתה של הפירמה המסחרית לעגלה הכבדה של תיקון העולם לא תתקן את העולם, אך תשקיע את העגלה עמוק בבוץ.

פירמות לא יעילות מתקשות לשרוד בעולם תחרותי נוקשה. לכן ציפיתי, כי השערויות העיוניות תתאמתנה ברפואי עבודתם של תאגידים בעולם האמיתי. הפרקים השני והרביעי מוקדשים לתיעוד המציאות התאגידית הרלבנטית ולאומות ההשערות ששערת.

156 אסופת המאמרים הטובה ביותר המאירה גם את הצדדים החיוביים של תופעת הפטרנליזם היא Sartorius (ed.) *Paternalism* (Minneapolis, 1983).

משפטים כ"ב תשנ"ג

תבעלות על הפירמה וסייגיה

הנה כי כן, החברה המסחרית המודרנית היא כבואה נאמנה של השיטה הקפיטליסטית שהצמיחה אותה. אין בה שום דבר נשגב או מופלא, וכל מטרותיה גשמיות ואנוכיות; אך יש בה כדי לספק צרכים אמיתיים של בני-האדם הנקלעים אל תוך הפקעת התודית היוצרת אותה, והיא מתגמלת אותם ביד פתוחה על יוזמתם ועל חריצותם.
