

תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות*

מאת

ידידיה צ' שטרן**

סעיף 11 לחוק החברות החדש, הקובע את תכלית החברה, מכיל הסדר נורמטיבי חדשני שאין לו אח ורע בעולם המשפט האנגלו-אמריקני. מכוחו משתמעת אפשרות לעיצוב מחדש של מוסכמות יסוד בדיני החברות המקומיים. מאמר זה מציג פרשנות לסעיף ומציג את הפוטנציאל של השפעותיו.

טענת המחבר היא שיש לייחס לסעיף התכלית מעמד של סעיף-על בעל אופי מנחה לפרשנות חוק החברות כולו. על פי הסעיף, השאת רווחיה של החברה – ולא רווחיהם של בעלי המניות – היא תכלית פעולתה של החברה. במסגרת השיקולים העסקיים למימוש התכלית, אפשר כי על החברה להתחשב באינטרסים של קהלים מגוונים – פנים-תאגדיים (דוגמת נושים ועובדים) וחץ-תאגדיים (דוגמת הקהילה שבה ממוקמת החברה והציבור בכללותו) – ככל שההתחשבות באינטרסים אלו עשויה להשפיע על רווחי החברה. לפיכך, למשל, מקבל המונח "טובת החברה", הרווח בחוק החדש, תוכן מהותי חדש, וכמוהו מקבלים משמעויות חדשות גם מונחי ססתום אחרים בחוק.

עם זאת מעריך המחבר שמערך הכוחות הריאלי בהפעלת החברה העסקית, כפי שהוא עולה מהסביבה הנורמטיבית שיוצר החוק החדש, לא יאפשר לסעיף התכלית להחדיר את המשתמע ממנו לתרבות העסקית המקומית. אדרבה, אף קיים חשש שהנורמה החדשה תשמש עלה תאנה לאופורטוניזם ניהול. המאמר מצביע על קיומו של פער מובנה בין הוראת סעיף התכלית לבין הוראות החוק כולו.

- א. מבוא. ב. החידוש בסעיף התכלית. 1. תכלית החברה במסורת המשפט המקובל;
2. תכלית החברה בחוקי מדינות בארצות-הברית; 3. תכלית החברה במדינת דלוור;
4. תכלית החברה בחוק החברות; ג. תוכנו של סעיף התכלית: מהות ופרשנות.
1. ההצעה הפרשנית; (א) השאת הרווחים של ציבור בעלי המניות; (ב) השאת הרווחים של כלל הקהלים; (ג) השאת רווחי החברה; (ד) הדגמת ההבדלים בין הגישות השונות;

* מאמר זה הוא פיתוח של הרצאה שנשאתי ביום העיון "חוק החברות החדש – המהפכה הבאה?" שהתקיים באוניברסיטה העברית מטעם מערכת משפטים ביום 30.6.1999 לזכרו של פרופ' אהרן יורן ז"ל.

** מרצה בפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן. ברצוני להודות לגיא סלע על עזרה במחקר ולעמיתי עדי אייל, דוד האן, עמרי ידלין וצפורה כהן על הערותיהם המועילות, שרישומיהן ניכרות במאמר.

2. "לפעול על פי שיקולים עסקיים"; 3. "להשאת רווחיה" – של מי?; 4. "להשאת רווחיה" – מהם?; 5. "וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה"; 6. "בין השאר"; ד. התכלית של סעיף התכלית. 1. "טובת החברה"; 2. מונחי שסתום; (א) תום לב ודרך מקובלת; (ב) קיפוח; (ג) הגינות; (ד) ציבור; (ה) תועלת לחברה; 3. בעלי הזכות לאכיפה של הנורמות שבחוק; ה. משמעותו של סעיף התכלית: ניהוש מושכל. 1. התעלמות מהוראת הסעיף; (א) בעיית הנציג; (ב) פתרונות אפשריים לבעיית הנציג; 2. שימוש אופורטוניסטי בסעיף; 1. סיכום.

א. מבוא

חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: החוק) עתיר חידושים. אין להתפלא על כך, שהרי הוא אמור להציע קפיצת דרך נורמטיבית, שתגשר על הפער שהתפתח במהלך 150 השנים האחרונות בין הנורמות של פקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983 (להלן: הפקודה), שמקורן בחקיקה אנגלית מאמצע המאה ה-19, לבין המציאות המסחרית של כלכלה מודרנית, המתפקדת בשוק גלובלי תוסס במילניום החדש.

חלק מהידושויו של החוק עוסקים בהסדרה סטטוטורית של הלכות המשפט המקובל האנגלי והישראלי, היינו: אינם משנים את הנורמה הנוהגת אלא מגדירים אותה ומשנים את מקורה הנורמטיבי מפסיקה לחקיקה. חלק אחר מהחידושים מציע פתרונות אחרים לנושאים שהוסדרו בעבר על ידי פקודת החברות. חלק שלישי מציע הסדרים בנושאים שלא הוסדרו קודם לכן בחקיקה או בפסיקה המקומית, אך יש להם תקדימים מפורטים בשיטות משפט זרות, בעיקר במדינות בארצות-הברית. הנושא הנדון ברשימה זו – תכלית החברה העסקית – איננו עונה על אף אחת מהקטגוריות האמורות: הפקודה, פסיקת המשפט המקובל האנגלי והמקומי, וגם החקיקה במדינות ארצות-הברית אינן מסדירות סוגיה זו מהזווית שהחוק מטפל בה.¹ לפנינו הסדר נורמטיבי חדשני וחסר-תקדים (לפחות בשיטות המשפט האנגלו-סקסיות).

נפקדותה של הסוגיה מסדר היום הנורמטיבי של דיני החברות הקלסיים בארץ ובמשפט המשווה מלמדת על קיומה של הנחת תשתית, שלפיה תכלית החברה ברורה מאליה. לפיכך, עצם ההידרשות של חוק החברות החדש לשאלת התכלית היא חריגה, ומעידה על סטייה של המחוקק המקומי מהקונצנזוס האינטלקטואלי המבוטא במוסכמת היסוד. באופן פרדוקסלי, דווקא הסדרת הסוגיה בחוק הופכת את מה שנחשב עד כה כ"סוגיה פתורה" (שאין צורך לדוש בה) ל"סוגיה פתוחה" (שמעתה ואילך נידרש לה רבות).

1 אמנם ניתן להצביע על מקורות שונים בפסיקה ובחקיקה המתייחסים להיבטים מסוימים של שאלת התכלית, אולם כפי שיפורט בפרק ב להלן, אין לראות בהם משום מורה נבוכים משמעותי לפרשנות תכלית החברה על פי החוק המקומי.

וזו לשון הרישא של סעיף 11(א) לחוק (להלן: הסעיף), שמאמר זה מתמקד בה:

תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את עניניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור...³

במבט ראשון - שיש לחשוש שמא הפסיקה המקומית תאמץ אותו כסופי - מתחזה הסעיף לבעל משמעות מועטה בשל שלוש סיבות מצטברות: הוא מתייחס לנושא תיאורטי, הוא אומר את הברור מאליו והוא נטול שיניים. "תיאורטי" - משום שלעיסוק בהגדרת תכלית יש גון פילוסופי-עיוני. אנשי המעשה, שהם הצרכנים של דיני החברות, אינם אמורים להתמודד עם השאלות שבהן התחבטו אריסטו, מקס ובר או הרמב"ם. "ברור מאליו" - משום שהחלק הראשון של הסעיף קובע את שידוע לכל בתרבות הקפיטליסטית: חברות עסקיות פועלות לשם רווח. החלק השני של הסעיף, שבו טמון החידוש, אינו קובע ציוויים אלא מונה אפשרויות ("ניתן להביא בחשבון"). הצירוף של הטריביאלי עם הבלתי-מחייב מניב סעיף שאין בו חפץ. "נטול שיניים" - על שום שהנורמה הקבועה בסעיף 11 איננה מלווה בתוצאה משפטית כלשהי, כך שלכאורה המפר אותה אינו נושא באחריות משפטית.

מאמר זה יבהיר כי פרשנות צנועה זו של הסעיף מוטעית: הסעיף אמנם יכול וצריך לשמש כר נרחב לעיסוק במשמעות העיונית של "תכלית" החברה,⁴ אך בכך לא סגי. להלן נציע דיון פוזיטיבי בסעיף 11(א) רישא, שיחשוף את מרכזיותו של הסעיף ויבהיר את תכניו. לסעיף יש השפעות מגוונות על חיי המעשה של חברות. כפי שנראה, הוא אינו ברור מאליו ואינו בגדר הצהרה כללית שאין עמה תוכן מחייב, אלא הוא נושא בכנפיו משמעויות נרחבות לעיצוב מחדש של מוסכמות יסוד בדיני החברות המקומיים, מהמסד ועד הטפחות. בסעיף התכלית יש גם "תכל'ס".

בפרק השני אציג את החידוש שבסעיף נוכח ההלכה הנוהגת בסוגיית תכלית החברה במשפט המקובל ובחקיקה בארצות-הברית. בפרק השלישי אציע את פרשנותי לסעיף התכלית ואנתח את תוכנו ואת לשונו. בפרק הרביעי אפרט את המשמעויות המעשיות של סעיף התכלית על פרשנות חלקים רחבים בחוק החברות החדש. בפרק החמישי אהמר

2 מטבע הדברים, תכליתן של חברות עסקיות שונה מתכליתן של חברות אחרות. מאמר זה מתמקד בחברה העסקית ולכן לא נדון במסגרתו בסעיף קטן (ב), הקובע כי "הוראת סעיף קטן (א) לא תחול על חברה שבתקנונה נקבע כי היא הוקמה להשגת מטרת ציבוריות בלבד ואשר תקנונה אוסר חלוקת רווחים לבעלי מניותיה".

3 הסיפא של סעיף קטן (א) עוסקת בפילנתרופיה תאגידית, וזו לשונה: "כמו כן רשאית חברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון". נדבנות של חברות מעוררת מסכת נפרדת של שיקולים, שלא יידונו במאמר זה.

4 בכוונתי לערוך דיון נפרד בשאלה העיונית והכללית יותר של "תכלית החברה" בהזדמנות קרובה; ראו גם פרק ו' להלן.

ואציע ניהוש מושכל של השפעות סעיף התכלית, בנוסחו הנוכחי, על הכלכלה הישראלית.

באופן כללי יראה הדיון כי גם מי שסובר שכוונתו של המחוקק בסעיף התכלית רצויה, חייב להיות ער לכך שהפרוגנוזה של יישום הסעיף מצביעה על בעייתיות ניכרת.

ב. החידוש בסעיף התכלית

כדי להעריך את משמעותו ואת חשיבותו של סעיף התכלית המקומי, ראוי לסקור בקצרה את עמדתו של המשפט המשווה בסוגייה זו. כפי שניזכר, תבנית ההתייחסות⁵ שמציע סעיף 11 לשאלת התכלית היא חדשה ושפתנית, ולמיטב ידיעתי טרם נוסתה על ידי אחרים בשיטת המשפט האנגלו-אמריקנית.

1. תכלית החברה במסורת המשפט המקובל

החוק הכתוב בשיטת המשפט האנגלית – ובעקבותיו גם פקודת החברות המקומית – אינו כולל התייחסות מפורשת וישירה לסוגיית התכלית. בתי המשפט לא נמנעו ממילוי החסר, כאשר הדבר נדרש לצורך הכרעה בסוגייה שנדונה לפנייהם, באמצעות יצירה שיפוטית. ראויים לציון שני פסקי דין מעצבית-תודעה ומכונני-שיח בנושא תכלית החברה. בתחילת המאה נערך בארצות-הברית דיון צבעוני בין בעלי המניות של יצרנית המכוניות "חברת פורד"⁶ החברה צברה הון רב, ובעלי השליטה בה הכריזו על מדיניות ארוכת טווח של הימנעות מחלוקת הרווחים כדיבידנדים. בעלי השליטה בחברה, בני משפחת פורד, בחרו להשקיע את הרווחים המצטברים בהזלת מחירי המכוניות שהחברה מייצרת, בהקמת מפעלים נוספים שייצרו מקומות עבודה ובפילנתרופיה. בעלי מניות המיעוט, בני משפחת דודג', תקפו מדיניות זו. הם סברו שסירוב מתמשך לחלוקת דיבידנדים בחברה כל כך רווחית מסלף את תכלית החברה – השאת הרווחה של בעלי המניות.⁷ בית

5 דוק: פרק זה איננו מסתפק בהצגת החידוש של החוק בסוגיית התכלית במישור התוכני (קרי: מהי התכלית), אלא הוא חושף את החידוש הטמון בסעיף – יחסית לנהוג במשפט המשווה – במישור העקרוני (קרי: תבנית ההתייחסות של החוק לשאלת התכלית). ברור, כי ממצא שלפיו סעיף התכלית הולך בדרך לא חרושה במישור העקרוני מעצים את משמעות החידוש שבסעיף.

6 *Dodge v. Ford Motor*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

7 הטקסט של פסק הדין מציג את הסכסוך כמחלוקת הנטושה בין בעלי השליטה על שאלות מקצועיות של משפט (אימתי מחלקים דיבידנדים) ושל ערכים (אימתי ניתן לתרום לזולת על חשבון המשקיעים). בעיני, הטקסט מהווה הזמנה לנשף מסיכות. התבוננות נכונה בעובדות ובאינטרסים של המעורבים, כמו גם בטיעוניהם, חושפת זאת. ראשית, קשה להאמין שהנרי פורד – חובש הצילינדר, סמלה האולטימטיבי של השיטה הקפיטליסטית – בחר להילחם עד חורמה, בערכאות משפטיות, על זכות החברה להוריד את מחירי המכוניות בשלבים בשיעורים ניכרים

המשפט האמריקני שעה לסענות המיעוט⁸ ואילץ את החברה לחלק דיבידנד, תוך שהוא קובע באופן ברור את מעמדם המועדף של בעלי המניות בתור אלה שתכלית קיומה של החברה מיועדת למענם.⁹

דוגמא מפורסמת נוספת, הפעם מהמשפט האנגלי, עוסקת בהגדלת רווחתם של בעלי המניות לרווחתם של עובדי החברה.¹⁰ חברה המייצרת עיתונים החליטה על סגירתם עקב אי-הצלחה כלכלית. בעלי השליטה בחברה קיבלו החלטה להעביר את עודפי הכספים

(במהלך תקופה של 6 שנים ירד המחיר לצרכן של המכונות הפופולריות מ-900 דולר ל-360 דולר, כלומר: הוזלה של 60%), אך ורק כדי לקדם מטרות סוציאליות. ראוי להדגיש כי ההוזלה האחרונה של מחירי המכונות – עילת ההתדיינות – עתידה הייתה לצמצם את רווחי החברה ממכירות רכב מסך שנתי של כ-60 מיליון דולר לכ-12 מיליון דולר (ירידה של 80%). שנית, האחים דודג' טענו נגד החברה שמדיניותה נועדה לאפשר לה להשתלט על שוק המכונות באמצעות מחירי היצף. טיעונם, לו התקבל, היה פוגע ברווחתה של חברת פורד, שבה הם היו בעלי מניות. כיצד ניתן ליישב בינו לבין כוונתם המוצהרת – הפקה של רווחים מידיים עבור בעלי המניות? ספקולציה מסתברת תסיר את המסכות מעל פני הצדדים ותחשוף את מניעיהם האמיתיים. משפחת פורד מעוניינת להשתלט על שוק המכונות הצעיר באמצעות מחירי היצף. אגב כך היא גם תימנע מחלוקה של דיבידנדים לבני משפחת דודג', שהם מתחרים פוטנציאליים בשוק המדובר. משפחת דודג' מעוניינת למנוע זאת לא משום היותה בעלת מניות מיעוט שמעדיפה את השמירה על החוק על פני רווחתה, אלא משום שיש לה אינטרס ור בהצלחתה של יצרנית מכונות מתחרה – חברת דודג' שבשליטתם. לחשיפת המניעים יש חשיבות רבה משום שהיא מלמדת שאלו ואלו משתמשים בטיעונים ביחס לתכלית החברה באורח ציני ומקיאבליסטי. תבנית התנהגות זו חייבת לעמוד מול עיננו בבואנו להעריך את השימוש שעלול לעשות השוק המקומי בסעיף 11. ראו בהרחבה פרק ה להלן.

מעניין להשוות בין הכוחות הכלכליים ששררו באותה תקופה בתעשיית המכונות בארצות-הברית – הבאים לידי ביטוי בפסק הדין, לבין הכוחות הכלכליים המתפקדים כיום בשוק התוכן של מחשבים אישיים – הבאים לידי ביטוי במאבק המשפטי שמתנהל כיום בארצות-הברית נגד חברת מיקרוסופט. בשני המקרים מדובר בשלבי צמיחה ראשוניים של תעשייה מרכזית בכלכלה העולמית, שעתידה לפניה, ובשני המקרים נטען נגד חברות ענק השולטות בתעשייה זו כי הן נוקטות אמצעים בלתי כשרים כדי למנוע את התחרות בשוק הרלבנטי. להשוואה מזווית אחרת של שתי החברות והאישים העומדים בראשן ראו סבר פלוצקר, "הפורד הוליד עכבר", ידיעות אחרונות, מוסף "המאה העשרים – האישים", גיליון ראש השנה תש"ס 10.9.1999, 4.

9 "A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes. ... [I]t is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of shareholders and for the primary purpose of benefiting others".
פרשת Dodge, הערה 6 לעיל, בעמ' 684.

10 *Parke v. Daily News* [1961] 1 All E.R. 695

שנשארו בחברה לקרנות המיועדות לעובדיה. בעלי מניות המיעוט סברו כי יש לחלק את העודפים בין בעלי המניות, שהרי זוהי תכלית החברה. בית הלורדים האנגלי תמך בעמדת המיעוט ופסל את הקצאת הכספים לעובדים. כלומר: ההתחשבות באינטרסים של העובדים המפוטרים אסורה על החברה, אפילו כאשר רוב מכריע מכלל בעלי המניות מעוניין בכך. הכרעת בית הלורדים נתפסת על ידי רבים¹¹ כהצהרה חדה ובוטה של אי-התחשבות באינטרסים אחרים מאלו של בעלי המניות, משום שנגדם עמד אינטרס סוציאלי והומני מובהק – מתן פיצוי לעובדים המפוטרים לאחר שירות מסור וארוך שזוהה.¹²

על רקען של הלכות *Ford* ו-*Parke* בולטת בחריגותיה¹³ עמדתו של הנשיא שמגר כפי שהובעה, באמרת אגב, בפסק הדין בעניין פנידר:¹⁴

ככל שהדבר נוגע לענייננו, ניתן להעיר, כי דומה שהמגמה המודרנית המתפתחת היא, כי על החברה ועל מנהליה הפועלים עבורה לקחת בחשבון לא רק את טובתם של בעלי המניות, אלא גם את טובתם של עובדי החברה, צרכניה והציבור הרחב בכללותו.

הנשיא הסתפק באמירה זו בלי שיתמוך אותה בניתוח תיאורטי שיצדיק אותה או יתחום את גבולותיה. הנשיא גם נמנע מהמודדות חזיתית עם האסמכתאות הפסיקתיות

11 "Directors' powers are given to them to be used for the benefit of the company, that is, for the benefit of the shareholders as a whole, and not for the benefit of the directors themselves, nor for the benefit exclusively of a section of the shareholders or employees of the company, nor for the benefit of the company's parent or holding company or the company's subsidiary, or of outsiders." Robert R. Pennington, *Company Law* 789 (7th ed., 1995).

12 לדידי, ניתן לצמצם את משמעותו של פסק הדין לעובדותיו: ראשית, בעלי מניות השליטה שאפו להעביר לעובדים את מלוא יתרות הכספים של החברה – מקרה חריג במיוחד. שנית, ההעברה לא הייתה יכולה להיות מוצדקת משיקולים עסקיים, שהרי החברה עמדה לחסל את הענף המדובר של עסקיה ולכן היא לא הייתה יכולה לצפות ליתרונות כלשהם כתוצאה מיצירת רצון טוב אצל העובדים המתוגמלים כלפי החברה. לעומת זאת, במקרים רגילים, כאשר חברה מתגמלת עובדים לפנים משורת הדין, אם היא עושה זאת במידה (למשל, עד 5% מרווחיה) ואם סביר להניח שהיא תיהנה בעתיד, במישור או בעקיפין, מתפקוד משופר של העובדים המתוגמלים ו/או מחסי ציבור טובים עקב נדיבותה, או אז ניתן להניח שאין לפסול את התגמול לעובדים על בסיס הלכת *Parke*. אף כי קיימות גם דעות אחרות בפסיקה הזרה ראו, למשל, *Herald Co. v. Seawell*, 472 F.2d 1081 (1972). כמו כן ראוי לציין כי חוק החברות האנגלי המודרני קובע, בניגוד לעולה מפסק הדין בעניין *Parke*, כי על דירקטורים מוסלת החובה להתחשב לא רק בטובת בעלי המניות אלא גם באינטרסים של העובדים, *Companies Act 1985, § 309(1)*. עם זאת, החוק האנגלי אינו מזכיר את האינטרסים של שאר הקהלים.

13 ד"נ פנידר 7/81 נ' קסטרו, פ"ד לז(4) 673, 695. הנשיא שמגר שב וחזר על דברים אלו גם בע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 839.

והמתקדמות המנוגדות לעמדתו. אולי לכן לא הניבה אמירתו הדים של ממש בפסיקה המקומית המאוחרת ולא הכתה שורשים.¹⁵ ניתן לפיכך לקבוע כי הפסיקה המקומית איננה סוטה מהתבנית המקובלת בארצות המשפט המקובל, שלפיה תכלית החברה היא השאת הרווחים של בעלי המניות.

לסיכום: המשפט המקובל איננו מתייחס לסוגיית התכלית ישירות ואין הוא מזהה אותה בנושא אינטלקטואלי עצמאי המחייב הגדרה והסדרה נורמטיבית. הפסיקה מעוררת את שאלת התכלית כשהדבר מתבקש בסכסוך נתון, אולם אין היא דנה באופן משמעותי בהיקף המלא של הנושא ואין היא מעצבת עמדה מנומקת לגביו.

2. תכלית החברה בחוקי מדינות בארצות-הברית

העמדה המסורתית של חוקי החברות במדינות שונות בארצות-הברית באה לידי ביטוי בנוסח שהציע הפרויקט השאפתני של ה-American Law Institute בעניין העקרונות של המשטר והמבנה בחברה:¹⁶

A business corporation should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain.

הפרשנות המקובלת של עמדה זו גרסה שעל החברה להתמקד בהשאת הרווחים של בעלי המניות (שנתפסו כתואמים את רווחי החברה¹⁷) ואל לה לפעול למען אינטרסים

15 בפסק דין מאוחר יותר, עורר השופט ברק את הספק האם חובת האמון של המנהל היא גם כלפי העובדים וכלפי אחרים הקשורים לחברה. השופט ברק אזכר את דבריו האמורים של הנשיא שמגר (ע"א 817/79 קסדי נ' בנק י. ל. פריכטונגר, פ"ד לח(3) 253, 279), אולם הוא נמנע מלהשיב על שאלות אלו משום שהדבר לא נדרש במסגרת הדיון שהתנהל לפניו. ראוי לציין, שבבתי הדין לעבודה נחלקו הדעות בשאלה האם "טובת החברה" כוללת גם את טובת העובדים: הלכת Parke הוזכרה בהסכמה על ידי תב"ע (ת"א) מז/402-3 לבון - מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה (לא פורסם, 24.7.1996), אך בערעור הועדפה דעתו של הנשיא שמגר. ראו דב"ע נז/7-3 לבון - מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה, פד"ע לב 584.

16 American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* § 2.01 (1994). חשוב להדגיש שהנוסח של סעיף 2.01, שהפך להיות הצעה רשמית רק בשנות ה-90, נתקבע בשיטות קודמות של הפרויקט כבר לפני שנים רבות. לכן, הסעיף מייצג את העמדה המסורתית ואין למצוא בו השתקפות של התפתחויות מאוחרות שיתוארו להלן.

17 ראו Committee on Corporate Law, American Bar Association, "Other Constituencies" 45 *Bus. Law.* 2253, 2265 (1990). *Statutes: Potential for Confusion*. יש הגורסים כי הלשון המבחינה בין רווחי החברה לרווחי בעלי המניות נועדה להבחין בין רווחים לטווח קצר (רווחי בעלי המניות) לרווחים לטווח ארוך (רווחי החברה). ראו Donald E. Schwartz, "Defining the Corporate Objective: Section 2.01 of the ALI's Principles," 52 *Geo.*

אחרים. העדיפות של בעלי המניות ("shareholder primacy") תקפה תמיד, למעט מקרים יוצאים מהכלל, דוגמת התחשבות בצורך לשמור על החוק או על אמות-מידה מוסריות בניהול עסקים, או היתר למתן תרומות במידה סבירה. באמצע שנות ה-80 סיכם פרופ' רוברט קלארק את ההלכה בנושא זה כך:¹⁸

Although corporate statutes do not answer this question explicitly, lawyers, judges, and economists usually assume that the more ultimate purpose of a business corporation is to make profits for its shareholders. More precisely, corporate managers (directors and officers) are supposed to make corporate decisions so as to maximize the value of the company's shares, subject to the constraint that the corporation must meet all its legal obligations to others who are related to or affected by it. These others include employees, creditors, customers, the general public ... and governmental units. In other words, although the corporation has numerous and perhaps all-encompassing duties to these others, it is the shareholders who have all claim on the residual value of the enterprise, that is what's left after all definite obligations are satisfied, and the managers have an affirmative open-ended obligation to increase this residual value, rather than the wealth of some other affected group (including themselves).

אולם, לקראת העשור האחרון של המאה ה-20 חל שינוי דרמטי בגישת המחוקקים המדינתיים לסוגיית התכלית. יותר ממחצית המדינות בארצות-הברית החליטו לכלול בספרי החוקים של המדינות סעיף המתייחס ישירות לתכלית החברה.¹⁹ הסעיפים – המכונים "Corporate Constituency Statutes",²⁰ ויכנון להלן "חוקי קהלים"²¹ –

Wash. L. Rev. 511, 527-530 (1984) (American Law Institute, Corporate Governance Project: Objective and Conduct of the – Corporation)

18 Robert Clark, *Corporate Law* 17-19 (1986)

19 לרשימה של 28 מדינות ולאזכור סעיפי החוק בכל אחת מהן, נכון לשנת 1991, ראו Charles

Hanson, "Other Constituency Statutes: A Search for Perspective," 46 *Bus. Law.* 1355,

Appendix A (1991). מאוחר יותר, בשנת 1995, נמנו 31 מדינות שאמצו חוקים מעין אלו; ראו

Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr. & Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations* 1057 (4th ed., 1995)

20 לחוקים שמות רבים ובהם "expanded constituency statutes", "stakeholder statutes" ועוד.

21 הברלים דקים קיימים בין "קהילה", "קהילייה" ו"קהל". אנו מעדיפים את המונח השלישי משום שבראשון נעשה שימוש, בדרך כלל, עבור הדבק חברתי ואינטימי (קהילת המתפללים, יישוב

מנוסחים באופנים שונים ונבדלים זה מזה בכמה נקודות מהותיות שלא זה המקום להרחיב בתיאורן.²² הצד השווה לכולם, וזוהי הנקודה החשובה לענייננו, הוא שהם מתירים²³ לחברה לפעול לא רק למען האינטרסים של בעלי המניות אלא גם למען האינטרסים של קהלים אחרים, שיכונו להלן יחדיו "שאר הקהלים". החוקים קובעים, במפורש או במשתמע, שעל נושאי המשרה בחברה לא מוטלת חובה להעדיף אינטרסים של בעלי המניות או של כל קהל ספציפי אחר. בכך עיקר חידושם.

חוק הקהלים הראשון נחקק בשנת 1983 בפנסילבניה,²⁴ ובארבע השנים שלאחריו חוקקו ארבע מדינות חוקים דומים.²⁵ בשנת 1987 נפרץ הסכר, ובתקופה של שלוש שנים הלכו בדרך זו יותר מ-20 מדינות. החשובה שבהן היא ניו-יורק, שהיא אחת המדינות המובילות מבחינת היקף המסחר והתעשייה הממוקם בהן. וכך קובע ההסדר בניו-יורק:²⁶

In taking action, including, without limitation, action which may involve or relate to a change or potential change in the control of a corporation, a director shall be entitled to consider, without limitation, ... the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term upon any of the following:

קהילתי; השני רומז על סיטואציה פוליטית-ממשלית, שחבריה אינם אינדיבידואלים (קהילתי אירופאית, קהילתי חבר העמים) ואילו השלישי פתוח יותר (קהל הרחב, קהל המאזינים).
22 כך, למשל, חוקי הקהלים במדינות נבדלים זה מזה ביחס לטווח התחולה שלהם (מהו המאורע המפעיל שבהתרחשו מתעוררת האפשרות להתחשב באינטרסים של שאר הקהלים?), בקהל היעד שלהם (מי אמור להתחשב בשאר הקהלים: דירקטוריון, ועדה של הדירקטוריון, מנהלים או כלל נושאי המשרה בחברה?), בתנאים מוקדמים לתחולתם (האם יש צורך בקביעה מפורשת בתקנון החברה שהיא רשאית להתחשב באינטרסים של שאר הקהלים?), בזהות הקהלים שבהם מותר להתחשב ועוד.

בדרך כלל חוקי הקהלים במדינות ארצות-הברית רק מתירים התחשבות באינטרסים של שאר הקהלים. חריג לכך היה מצוי בחוק החברות של מדינת קונטיקט, שקבע כי על הדירקטורים מוטלת חובה להתחשב באינטרסים של שאר הקהלים בעת שהוא שוקל החלטות עסקיות מסוימות.
23 "a director of a... corporation ... shall consider, in determining what he reasonably believes to be in the best interests of the corporation, ... (3) the interests of the corporation's employees, customers, creditors and suppliers, and (4) community and social considerations including those of any community in which any officer or other facility of the corporation is located," Conn. Gen. Stat. Ann. § 33-313(e) (West Supp., 1992). חוק זה שונה לאחרונה, ועתה תחולתו מוגבלת רק לחברות מסוימות ורק להחלטות בעניינים הנוגעים לשינויים יסודיים בחברה (כגון מיזוג, החלפת מניות או מכירה של כל נכסי החברה). ראו Conn. Gen. Stat. § 33-756(d) (1999).

24 15 Pa. Cons. Stat. Ann. § 1712(a) (West, 1995).

25 קנטקי, אילינוי, מיזורי ואוהיו.

26 N.Y. C.L.S. Bus. Corp. Law § 717(b) (1999).

- (i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation;
- (ii) the corporation's current employees;
- (iii) the corporation's retired employees ...
- (iv) the corporation's customers and creditors; and
- (v) the ability of the corporation to provide, as going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business.

בארצות-הברית ניסו רבים את כוחם בפרשנות חוקי הקהלים של המדינות. לא אסקור כאן את הדעות השונות, אולם ראוי להדגיש את הכוחות השמרניים שמייצגים את הגופים בעלי ההשפעה הגדולה ביותר בארצות-הברית, ששאפו למוער את ההשפעה של חוקי הקהלים ולהפוך אותם לחסרי משמעות. ועדה של לשכת עורכי הדין האמריקנים קבעה כי הפרשנות הנכונה של חוקים אלו היא ש –

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 interests, long as well as short term, of the shareholders and the corporation.²⁷

בהמשך פירשה הוועדה כי על בית המשפט לאסור התחשבות באינטרסים של קהלים שאינם בעלי מניות אם הדבר איננו תורם לרווחים של בעלי המניות.²⁸ היא תמכה בעמדה המסורתית של בתי המשפט בדלור, שלפיה החלטות עסקיות צריכות תמיד להיות תואמות לאינטרסים של בעלי המניות.²⁹

ואכן, על אף יכול ניכר של התייחסות אקדמית למשמעות של חוקי הקהלים,³⁰ השפעותיהם המעשיות של החוקים, כפי שבאו לידי ביטוי בפסיקת בתי המשפט, לא הייתה רבה.³¹ דומה שההסבר המרכזי לכך נעוץ במטרה ההיסטורית המצומצמת של חוקי

27 Committee on Corporate Laws, American Bar Association, הערה 17 לעיל, בעמ' 2269.

28 שם, בעמ' 2268.

29 ראו, למשל, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173, 176 (Del. 1986); *Mills Acquisition v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1288 (Del. 1989).

30 ראו, למשל, כך שלם שזוקדש לנושא ב" *Stetson L. Rev.* (1991) 21. לרשימה ארוכה של מאמרים הבוחנים את החשיבות ואת המשמעות של חוקי הקהלים במדינות ארצות-הברית ראו Lawrence E. Mitchell, "A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes," 70 *Tex. L. Rev.* 579, n.17 (1992).

31 לסקירה מוקדמת של הפסיקה ראו Eric W. Orts, "Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes," 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 14, 32-35 (1992).

הקהלים. חוקי הקהלים במדינות ארצות-הברית לא נוצרו כתוצאה מחשיבה תיאורטית חדשה (כלכלית, סוציולוגית או משפטית), שהשפיעה על עמדות המחוקקים ביחס לנושא של תכלית החברה. העובדות מלמדות שהמחוקקים המדינתיים נוקקו לחוקי קהלים מתוך פרספקטיבה צרה ולמען השגת מטרה נקודתית בלבד: מניעת השתלטויות עוינות על חברות הממוקמות במדינה נתונה.³² חוקי הקהלים נועדו לשמש טקטיקת הגנה בידי נושאי מטרה של חברות מטרה. בתקופה המדוברת סברו רבים שההשתלטויות העוינות מהוות סכנה לכלכלה המקומית, באשר הן גוררות אחריהן פיטורין של עובדים, סגירה של מפעלים, בזיה של משאבים מקומיים – לטובת "ספקולנטים מוול-סטריט". בשנות ה-80 חברו מנהיגים עסקיים של חברות גדולות במדינות שונות עם ציבור העובדים של החברות, המחזיקים בכוח פוליטי מאורגן ומשמעותי באותן מדינות, והפעילו בהצלחה לחץ על מחוקקים מדינתיים שלא "להפקיר" את העסקים המקומיים בידי אילי הון זרים, חסרי סנטימנטים למדינה הספציפית ולצרכיה הייחודיים. התוצאה הייתה שינוי של דיני החברות המקומיים באורח שנתן בידי ההנהלות המותקפות מכשירים חוקיים שאפשרו להן להתמודד עם "הברברים שבשער".³³ עובדות אלו מסבירות את הפופולריות הפתאומית של חוקי הקהלים במחצית השנייה של שנות ה-80, השנים הפעלתניות ביותר בעשור התמידי ההוא.

תימוכין להקשר המצומצם של חוקי הקהלים אפשר למצוא במיקום של הסעיפים הרלבנטיים בחוקי המדינות. בחלק מהמקרים סעיף הקהלים ממוקם בפרק של החוק המסדיר עסקאות של רכישת שליטה בחברה; ברוב המדינות שובץ הסעיף בפרק העוסק בחובות ההתנהגות של הדיקטורים, אך גם כאן, בחלק מהמקרים תחולת הסעיף מוגבלת במפורש רק לגבי עסקאות להעברת השליטה. כך או אחרת, באף אחד מהחוקים לא מוקם הסעיף בחלק כללי של החוק, ולכן ברור שאין לייחס לחוקי הקהלים של מדינות

32 כך, למשל, בעת הדיון על חוק הקהלים הראשון, בפנסילבניה, בדיון בסנאט המדינתי, טען סנאטור Fumo כך: "This bill would prevent foreign interests from coming in and taking over Pennsylvania corporations and obliterating those corporations, putting them out of business, milking their assets, milking their cash and, in the end, increasing unemployment because of the people who they would lay off after the mergers were consummated". *Commonwealth Penn. Legislative J.* 1431, 1436 (Dec. 6, 1983)

33 תופעה זו הוצגה על ידי רבים, ולא דווקא בהקשר של חוקי הקהלים. ראו, למשל, Roberta Romano, "The Political Economy of Takeover Statutes," 73 *Va. L. Rev.* 111, 134-138 (1987); Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "The Takeover Wave of the 1980s," 249 *Science* 745, 748 (1990); John C. Anjier & Mark J. Roe, "A Political Theory of American Corporate Finance," 91 *Colum. L. Rev.* 10, 45-47 (1991); John C. Anjier, "Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders, and Risk," 51 *La. L. Rev.* 561, 578-579 (1991); William J. Carney, "The Production of Corporate Law," 71 *S. Cal. L. Rev.* 715, 749-750 (1998)

בארצות-הברית יומרה רחבה לתחולה כוללת, כסעיף-על מנחה, באשר לעצם הייעוד של תפקודה הכללי של חברה עסקית.³⁴

3. תכלית החברה במדינת דלוור

בחוק החברות רב-החשיבות של מדינת דלוור אין למצוא חוק קהלים מסוג כלשהו. אף על פי כן, כבר בשנת 1985 נדרש בית המשפט המקומי לנושא זה. בפסק הדין הנודע של *Unocal*³⁵ נדון סטנדרט ההתנהגות הנדרש מנושאי משרה בחברת מטרה כשהם שוקלים את דרכי תגובתם להצעת רכש עוינת. נקבע כי מוטלת עליהם חובה מוגברת ("enhanced duty") להוכיח, בין השאר, כי טקטיקת ההגנה שבה בחרו מהווה תגובה סבירה לאיום המופנה לחברה ("reasonable in relation to the threat posed"). בית המשפט קבע כי החובה כוללת –

an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include ... the impact on 'constituencies' other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally).³⁶

עמדה זו חזרה ונשנתה בבית המשפט של דלוור בדיון בעסקת הרכישה של *Time Inc.*³⁷ בפרשה זו הוחלט, כי נושאי משרה השוקלים את דרכי תגובתם להצעת השתלטות, רשאים להתחשב במסגרת חובתם המוגברת באינטרסים שונים שיושפעו מהעברת השליטה בחברה, ובכלל זה גם בהשפעת ההשתלטות על ה"תרבות הארגונית" של החברה (corporation's culture). בית המשפט קבע כי התרבות הארגונית של *Time* כוללת, בין היתר, יושרה מערכתית המקובלת בעיתונאות ולכן מותר לנושאי משרה בחברה לנקוט טקטיקת הגנה שמטרתה לסכל הצעת השתלטות המטיבה עם בעלי המניות (שמקבלים מחיר גבוה עבור המניה) אם הסיכול מוצדק לשם שמירה על היושרה המערכתית המקובלת ב-*Time*. מיהם הקהלים שיש להם אינטרס בשמירה על היושרה? התשובה העולה על הדעת כוללת גם את צרכניה של החברה (קרי: קוראי המגזין שהחברה מייצרת, שלאחר ההשתלטות עלולים לקבל עיתון שאיננו בעל יושרה) וגם את עובדיה (קרי: העיתונאים, שלאחר ההשתלטות יעבדו בעיתון שהסטנדרטים המקצועיים

34 לעמדת מיעוט, הרואה בדיני הקהלים במדינות ארצות-הברית בסיס לתפיסה חדשה של דיני החברות שם, ראו: David Millon, "Redefining Corporate Law," 24 *Ind. L. Rev.* 223 (1991);
 35 *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
 36 שם, בעמ' 955.
 37 *Paramount Communications v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140, 1152-1153 (Del. 1990).

שלו יונמכו). עולה אם כן, שמותר לנושאי המשרה להתחשב באינטרסים של שני קהלים אלו גם כאשר הדבר מנוגד לאינטרסים של בעלי המניות.

הדמות המובילה בבית המשפט העליון של דלור, Chancellor Allen, יישם בפסיקה מפורסמת ושנויה במחלוקת את הרעיון של חוקי הקהלים לגבי מקרה ספציפי.³⁸ חברת MGM נרכשה באמצעות קנייה ממונפת שלא צלחה. כתוצאה מכך, אף שהחברה הייתה בעלת כושר פירעון, היא לא הייתה רחוקה ממצב של חדלות פירעון. הנהלת החברה חפצה לגקוט שורה של מהלכים אגרסיביים עתירי סיכון. מהלכים אלו, לו ננקטו, היו משרתים את האינטרסים של בעלי המניות (שהערך הנוכחי של השקעתם בחברה על סף חדלות פירעון קטן, ולכן הם נהנים מהסיכוי אך לא מסתכנים) ופוגעים באינטרסים של הנושים (שהסיכון שבפעולות האגרסיביות מוטל בעיקר עליהם). לכן ביקשו נושי החברה שהחברה תאמץ מדיניות עסקית שמרנית, במטרה להבטיח, ככל האפשר, את יכולתה לפרוע את חובותיה כלפיהם.

העובדות המיוחדות של הדיון – קיום בסביבה של חדלות פירעון המדגיש את ניגודי האינטרסים בין שני הקהלים – חייבו את בית המשפט להתמודד חזיתית עם השאלה עבור מי צריכה החברה לפעול: עבור האינטרס הייחודי של בעלי המניות, בהיותם בעלי האינטרס השיווי, או עבור אינטרסים כלליים יותר, שבכללם בא גם האינטרס של הנושים? הצ'נסלור אלן קבע שבמקרה של חברה אשר –

operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residual risk bearers, but owes its duty to the corporate enterprise.³⁹

בהערת שוליים מפורסמת הוסיף השופט ופירש שהחברה מייצגת שיתוף אינטרסים ("community of interests"), ולכן נושאי המשרה בה –

will recognize that in managing the business affairs of a solvent corporation in the vicinity of insolvency, circumstances may arise when the right (both the efficient and the fair) course to follow for the corporation may diverge from the choice that the stockholders (or the creditors, or the employees, or any single group interested in the corporation) would make if given the opportunity to act.⁴⁰

על אף החידוש העקרוני הטמון בפסקי דין אלו, אין לקרוא בהם – במישור התקדימי – אמירה כללית ורחבה,⁴¹ אלא יש לתחום אותם רק למסגרת העובדתית שבה ניתנו.

Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communications, 1991 Del. Ch. 38
LEXIS 215, 107-109 (Del. Ch. 1991).

39 שם, בעמ' 108*.

40 שם, בהערה 55.

41 ראו, למשל, Vladimir Jelisavcic, "A Safe Harbor Proposal to Define the Limits of

המקרים שבהם היו בתי המשפט בדלור מוכנים להכיר בפעולה של נושאי משרה בניגוד לאינטרסים של בעלי המניות היו מקרים של עסקאות מיוחדות (רכישה עוינת של שליטה) או של חברות הנמצאות במצבים (פיננסיים) מיוחדים (על סף חדלות פירעון).

4. תכלית החברה בחוק החברות

מהתיאור עד כאן עולה שהמשפט המקובל איננו מייחד מחשבה עצמאית לסוגיית התכלית והוא מטפל בה רק בדרך אגב, בהקשרן של שאלות מזדמנות כאלה ואחרות. המשפט במדינות ארצות-הברית, הנוגע ישירות בשאלת התכלית, עושה זאת ביחס לנגזרת צרה של נושאים, מזווית ייחודית ולמטרה מצומצמת. חוק החברות החדש הולך בדרך אחרת, חדשנית ומרתקת.

סעיף 11 מטפל באופן ישיר ומפורש בתכלית החברה כנושא עצמאי, הנדון במישור עקרוני. הוא קובע קריטריון אחד (השאת הרווחים של החברה) להשגת התכלית. הוא איננו מגביל את התחולה המהותית של הוראותיו לעניין כלשהו ואין הוא מחיל את עצמו על קבוצה מוגדרת כלשהי. מאחר שתכלית החברה נבחנת מזווית ראייה עקרונית, כוללנית ואחידה, שאיננה תלויה-הקשר, מסתבר שקביעות הסעיף ישימות על כל מישורי פעילותה של החברה ועל כל מערכות היחסים המרכיבות את הפקעת החזוית של החברה.

כלליות תחולתה של הוראת התכלית משתקפת, בין היתר, מהבחירה של המחוקק לגבי מיקומו המרכזי של הסעיף בגוף הטקסט של החוק: ⁴² סעיף התכלית מופיע בפרק הראשון (העוסק ב"התאגדות") של החלק השני (שהוא החלק המהותי הראשון של החוק), שכותרתו "ייסוד החברה".

מיקום הסעיף מלמד לא רק על העדר התחימה של תחולתו אלא גם על החשיבות הרבה שמייחס המחוקק לשאלת התכלית. פרק מהותי ראשון של חוק ארוך ומורכב, ⁴³ המנוסח על ידי מחוקק מודרני, כולל מן הסתם נושאים בעלי חשיבות עקרונית ויסודית מסדר ראשון. המחוקק המקומי בחר להסדיר את שאלת התכלית בפרק הראשון בצד סוגיות

Director's Fiduciary Duty to Creditors in the 'Vicinity of Insolvency': Credit Lyonnais v. Pathe," 18 J. Corporation L. 145 (1992)

42 אהרן ברק, פרשנות במשפט – פרשנות חוקתית 311–313 (תשנ"ג), וראו גם סעיף 38 לפקודת הפרשנות [נוסח חדש], הקובע: "חיקוק המחולק לחלקים, לפרקים, לסימנים, לכותרות או לפי כל חלוקה אחרת – עצם החלוקה ופרטיה יש ליתן את הדעת עליהם בכל בית משפט, ולכל עניין, אף אם הדבר לא נזכר במפורש בחיקוק גופו".

43 נכון להיום, חוק החברות הוא פיסת החקיקה הארוכה ביותר בספר החוקים הישראלי. עם זאת, החוק רחוק מלהסדיר באופן ממצה את דיני החברות. הוא השאיר כר נרחב לחקיקת משנה – בדרך של התקנת תקנות על ידי שר המשפטים – שתסדיר סוגיות פתוחות. לכן יש לצפות שבעתיד תורחב יריעת החוק באופן משמעותי אף מעבר לקיים היום.

עקרוניות⁴⁴ אחרות: זכות ההתאגדות והאישיות המשפטית. יש לראות בכך משום הנחיה כבדת משקל לפרשני החוק ולצרכניו להיעזר בסעיף התכלית כאחד מנדבכי התשתית להסדרת פעילותן של חברות.

זאת ועוד: סעיף התכלית אמנם מגדיר את תכלית החברה אולם אין הוא כולל התייחסות לתוצאות המשפטיות (אורחיות או עונשיות) של התנהגות המפרה את הנורמה הקבועה בו. לכאורה העדרה של הסנקציה מעיד על העדר משמעות ביצועית, בבחינת אריה שואג חסר מלתעות. לדידי, מתחייבת פרשנות הפוכה. הסעיף נעדר סנקציה משום תחולתו הפרשנית הכללית. הסעיף איננו עומד בפני עצמו, אלא משמש פריזמה כוללת להערכת המשמעות והתוכן של כלל הנורמות הקבועות בחוק. כל אחת מהנורמות חייבת לקבל לאור סעיף 11 פרשנות מהותית, שתשקף – לגבי הנושא הנדון בה – את הקביעה הכוללת והעקרונית לגבי תכלית החברה.⁴⁵ ממילא, דרכי היישום של סעיף התכלית מובטחות על ידי מכלול התוצאות המשפטיות הקבועות בחוק לגבי הפרה או קיום של כל אחת מהנורמות.⁴⁶ במלים פשוטות: העדר הסנקציה הספציפית מחזק את משמעותו הפרשנית הרחבה של הסעיף כמי שנועד לעצב את כלל הנורמות החוק.

עמדתי לגבי היקף תחולתו של סעיף התכלית מבהירה את ייחודו ואת החידוש הגלום בו, יחסית לעיסוק בשאלת התכלית במשפט המשווה. לפנינו סעיף עקרוני, חובק כל, שהשפעותיו – מלוא דיני החברות.⁴⁷ הפרק הבא יוקדש לפרשנות הסעיף, והפרק שלאחריו – לתיאור השפעותיו.

44 הפרק כולל שני נושאים נוספים – הקמת החברה ורישומה ויזום החברה – שאינם עקרוניים. מסתבר כי כלילתם בפרק הפותח נובעת מהעובדה שמבחינה כרונולוגית קודמים יזום החברה, הקמתה ורישומה, והם מהווים תנאי לקיומה.

45 בפרק ד להלן אדגים קו מחשבה זה. למהלך פרשני דומה, המייחס תחולה רחבה לעקרון תום הלב בחוזים, משיקולים דומים, ראו בג"צ 59/80 שירותי תחבורה ציבוריים באר-שבע נ' בית הדין הארצי לעבודה, פ"ד לה (3) 828.

46 אולם החוק איננו קובע נורמה כללית בדבר בטלות התוצאות המשפטיות של פעולה הנעשית בניגוד לתכלית החברה. הוראת סעיף 11, על אף כלליותה, איננה מקימה לתחייה את הדוקטרינה של Ultra Vires בלבד חדש (חריגה מ"תכלית החברה"), ואין בה כדי לקבוע שפעולה המנוגדת לתכלית "אינה מתיישבת עם טבעה של החברה כגוף מאוגד". במלים אחרות: עצם הקביעה של סטנדרט לתכלית החברה אין בה כדי להצר את גבולות הכשרות המשפטיות של החברה הקבועות בסעיף 4 לחוק.

47 ככל שהפרשנות של סעיף התכלית מייחסת לו חשיבות רבה יותר ועקרונית, כך גם מתחדדת התמיהה בדבר הסיבה שבעטיה התקבל סעיף התכלית בחוק החדש. לשאלה זו לפחות שני היבטים: עובדתי ועקרוני. באשר לבחינה העובדתית: מה היו הסיבות המודעות לאימוץ הסעיף על ידי יוצרי החוק? האם הסעיף נועד לתקן היבט כלשהו של המציאות הכלכלית ו/או החברתית, שהמחוקק היה חסר נחת לגביו? מהם (אם בכלל) הכוחות הריאליים שדחפו לשינוי? האם הוא תולדה של השקפת עולם מגובשת של יוצריו, ואם כך – מהי? מהם מקורותיה? האם הושפע המחוקק מפסיקה מקומית (פרשת פנידור?), מפסיקה זרה או מהשינוי המתחולל (אף כי, כאמור, בהקשר צר בהרבה ושונה בתכלית) במשפט המשווה? ואולי המחוקק לא היה ער לחלק

ג. תוכנו של סעיף התכלית: מהות ופרשנות

1. ההצעה הפרשנית

מהו יעד-העל של החברה העסקית? ניתן להעלות על הדעת תשובות שונות לשאלה זו⁴⁸. הצד השווה לכולן הוא שהן מתמקדות בהשאת רווחים פיננסיים. המחלוקת ביניהן היא באשר לזהות הגורם שהשאת רווחיו צריכה לעמוד במוקד תשומת הלב. על פי הפרשנות המוצעת כאן לסעיף 11, גורם זה הוא החברה עצמה. כדי להבהיר עמדה זו וכדי לחדד את ההבדלים בינה לבין עמדות אחרות, ובכללן העמדה הקלאסית, אסקור תחילה את העמדות האחרות, אחר כך אציג את העמדה הנראית לי, ולבסוף אדגים את משמעות ההבדלים שבין העמדות השונות.

(א) השאת הרווחים של ציבור בעלי המניות

כאמור לעיל, העמדה המסורתית והשכיחה במשפט האנגלו-אמריקני גורסת שכל המערכות המשפיעות על דרכי תפקודה של החברה העסקית חייבות לשוות מול עיניהן את האינטרסים של בעלי המניות, ואת האינטרסים האלה בלבד. השאת הרווחים של בעלי המניות היא יעד העל שעל בסיסו יש להבין ולפרש את כל המערך הנורמטיבי הקבוע בדיני החברות: מבנה החברה, מנהל החברה, המנגנונים הנורמטיביים המסדירים את דרכי תפקודם של בעלי מניות ושל נושאי משרה, ההסדרים הנוגעים להון החברה, לרכישת חברות ועוד. כל עובד של חברה – בכיר כזוטר – אמור להיות מסור להשגת יעד זה. הבטחת מימושו היא המנדט המרכזי של כל היבטי השימוש בנכסים כלכליים באמצעות חברות עסקיות ושל התחום המקצועי והאינטלקטואלי המכונה "דיני חברות".

מהמשמעויות של הסעיף שיצא מתחת לידי, או שאף התכוון במודע לפרשנות אחרת מזו המוצעת כאן? לצערי, אין בידי לענות על שאלות אלו. ההיבט האחר של השאלה – העקרוני – מתמקד בהבנה של הכוחות החברתיים, הכלכליים והתרבותיים שמהווים רקע להתפתחות שמצויה בסעיף התכלית. במסגרתו יש לחקור שאלות כגון האם החברה, כאישיות משפטית נפרדת, טעונה תכלית כלשהי? מהי הסיבה לחיפוש אחר תכלית ולרפורמה המתשבתית שכרוכה במאמץ זה? האם קיים צורך מעשי או כשל תפקודי של דיני החברות, שסעיף תכלית עשוי לרפא אותו? ההיבט העקרוני איננו מתעניין בכוונת המחוקק (ישראלי או זר), אלא בהתאמת הסעיף לצרכים ולמציאות המתהווה. בדעתי להקדיש מאמר נפרד לשאלה חשובה זו. ראו גם אקדמות מילין להצגת השאלות הרלבנטיות בפרק ו' להלן.

48 ראו דיון מפורט ועקרוני אצל אוריאל פרוקצ'יה, "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני החברות", משפטים כב 301 (תשנ"ג) והאסמכתות המופיעות שם. חלק מהטיעונים להלן נסמכים על התשתיות שהוכנו במאמרו של פרופ' פרוקצ'יה.

(ב) השאת הרווחים של כלל הקהלים

כנגד העמדה המסורתית מושמעת ביקורת. בחברה העסקית מעורבים רבים: אכן, בעלי המניות הם בדרך כלל היוזמים את הקמתה ומשקיעים את ההון ההתחלתי ובלעדיהם אין לחברה תקומה, אולם השקעתם היא אך תנאי הכרחי – ולחלוטין בלתי מספיק. בצד תשומות ההון הדרושות לחברה היא נזקקת גם לתשומות נוספות שמקורן בקהלים אחרים: הנושים מספקים לחברה את תשומות החוב והעובדים מספקים לה את תשומות העבודה. מהי, אם כן, ההצדקה להעדפה של אחד מספקי התשומות על פני שאר הספקים? מדוע דווקא השאת הרווחים של ספקי ההון היא יעד-העל של דיני החברות?

זאת ועוד: העמדה המסורתית חוטאת לא רק בכך שהיא גורמת לחברה להזניח את האינטרסים של שאר הקהלים, אלא היא גם עלולה לגרום לפגיעה ישירה באינטרסים שלהם. אם המודד לבחינת ההצלחה של המנהלים הוא אך ורק השינוי בערך ההשקעה של בעלי המניות, המנהלים עלולים לאמץ דרך פעולה שתכליתה לגרום להעברה של עושר משאר הקהלים לבעלי המניות.

יתר על כן: הדגשת האינטרס של בעלי המניות עלולה להוביל למדיניות עסקית של החצנת עלויות לא רק על קהלים שהם חלק מהפקעת החוזית המתווה את החברה (דוגמת נושים, עובדים, לקוחות או ספקים), אלא גם על קהלים חיצוניים לתאגיד. כך, למשל, אם הנהלה של חברה תשתכנע כי שמירה על אינטרסים של ביטחון המדינה, זכויות אדם או איכות הסביבה עלולה לפגוע בתוחלת הרווח של בעלי המניות, העמדה המסורתית של דיני החברות עלולה לגרום לחברה שלא לשמור על אינטרסים אלו. ודוק: אף אם האינטרסים הציבוריים הללו מוגנים על ידי חוק, החברה עלולה לפעול בניגוד לחוק אם התחשיב שתערוך – שיפנים את העלויות של הפרת החוק – יגלה כי הערך הנקי הנוכחי של ההפרה הוא חיובי.

לפיכך מציעה העמדה השנייה כי יש להגדיר את יעד-העל של החברה העסקית בדרך המתחשבת באינטרסים של כל הקהלים המושפעים מפעולתה. כל פעולה של הנהלת החברה חייבת להתחשב בהשפעות שיהיו לפעולה על כל אחד מהקהלים. הנהלת החברה איננה יכולה להתמקד באינטרס הפרטיקולרי של בעלי המניות, משום שהדבר עלול לגרום לה לשחק משחקים שערכם הכולל שלילי. תחת זאת היא צריכה לתפקד כמתווך הוגן בין כל הצדדים המעורבים (ישירות – חוזית – או בעקיפין), כשהמנדט שלה כולל מחויבות שלא לפגוע באף אחד מהם ולפעול ככל יכולתה להשאת הרווחים של כל אחד מהם.

במקרים (השכיחים מאוד!) שבהם מתקיימים ניגודי אינטרסים בין הקהלים השונים, החברה איננה רשאית להעדיף אינטרס אחד על פני האחר בהתאם לבחירתה, אלא רק לגרום לכך שהיא תמיד תשחק את המשחק שמשאית את הרווחה הכוללת המביאה בחשבון את כל הקהלים כולם. מובן, כי במקרים של ניגודי עניינים, מדיניות פעולה המשיאה את הרווחה הכוללת תפגע באינטרס פרטיקולרי של מי מהשחקנים, אולם ההנחה היא

שמעבר למסך הבערות – כל השחקנים היו מעדיפים משטר נורמטיבי זה על פני כל משטר אחר.

(ג) השאת רווחי החברה

דומני כי סעיף 11 מעדיף עמדה שלישית, שהיא עמדת ביניים. על פי עמדה זו אין לקבל העדפה א־פרטית של בעלי מניות מחד גיסא, אך גם אין לפעול למען קהלים אחרים, מצד האינטרסים הפרטיים שלהם, מאידך גיסא. תחת זאת יש לכוון את פעילות החברה העסקית בדרך שתשיא את רווחיה היא. הכיצד?

החברה היא אישיות משפטית נפרדת. ככזו, היא מהווה צד למערכות חוזיות מורכבות ומגוונות עם בעלי אינטרסים שונים, ופעולתה משפיעה גם על רווחתם של צדדים שלישיים. דברים אלו נכונים גם לגבי אישיות משפטית טבעית (בן־אדם), ואף על פי כן לא נשמעת טענה כי אישיות משפטית טבעית חייבת לפעול למען השאת הרווחה הכוללת (המתחשבת באינטרסים של כלל הקהלים). מדוע, אם כן, ייגרע חלקה של החברה העסקית ולא יותר לה לפעול למען האינטרסים שלה עצמה?

טענה זו איננה רק פורמלית־משפטית אלא גם מהותית־כלכלית: לו נדרשו חברות לתפקד מתוך התחשבות באינטרסים העצמיים של כל הקהלים כולם, יכולת התחרות של חברות עסקיות – לעומת בני אדם או צורות התארגנות אחרות – הייתה נפגעת באורח אנוש. קיים ניגוד מובנה בין דרך חשיבה עסקית, הדוגלת בניצול אישי של הזדמנות, לבין דרך הפעולה שמציעה העמדה השנייה.

העמדה השלישית מתחשבת בביקורות שהושמעו נגד העמדות הקודמות. היא מאמצת משטר המכיר במלוא המשמעות של הקיום המשפטי העצמאי של החברה העסקית, כמו גם במציאות הכלכלית שבה החברה מתפקדת. כאישיות משפטית נפרדת החברה איננה מחויבת להשאה של הרווחים של בעלי המניות דווקא, אך היא גם איננה מחויבת לאינטרסים העצמיים של אף אחד מהקהלים האחרים. בהיותה "חי משפטי הנושא את עצמו" החברה מחויבת לרווחיה שלה. אין היא פועלת למען הזולת אלא ממניעים אופורטוניסטיים, ובמרכז תשומת הלב שלה (ושל דיני החברות) עומדת היא עצמה.

יעד העל של החברה העסקית – הלא היא ה"תכלית" הנקובה בסעיף 11 – הוא השאת רווחיה. כל עוד קיים שיתוף אינטרסים בינה לבין בעלי המניות לא מתעורר הבדל בין התוצאות המשפטיות והכלכליות של הדין הקלאסי לבין אלו העולות מסעיף 11. אולם, כאשר נפרם השיתוף באינטרסים, החברה מחויבת לפעול אך ורק למען רווחיה, גם אם הדבר פוגע באינטרסים של בעלי המניות. הוא הדין באשר להגנה על האינטרסים של שאר הקהלים: כל עוד קיימת זהות אינטרסים בין שאר הקהלים (וליתר דיוק: בין השאת הרווחה הכוללת שלהם) לבין החברה, לא מתעורר הבדל בין התוצאות המעשיות של העמדה השנייה לבין אלו העולות בסעיף 11. אולם, אם לשם השאת רווחי החברה יש צורך לפעול בדרך שתפגע ברווחה הכוללת (המתחשבת באינטרסים של שאר הקהלים), על הנהלת החברה לפעול למען האינטרס הפרטי של החברה.

על פי הפרשנות המוצעת, כל הקהלים, ובכללם בעלי המניות, אמורים להגן על עצמם מפני פעולה של החברה, שתחצין עליהם עלויות, באמצעים חוזיים (חווה המניה, חווה העבודה, חווה ההלוואה וכדומה). קהלים שאינם קשורים בחווה עם החברה אמורים להיות מוגנים באמצעות נורמות חוקיות הקבועות בדינים שמחוץ לחוק החברות. בכך אין חידוש כלשהו, שהרי זוהי ההגנה היחידה המוקנית להם גם נגד עלויות שיישיות משפטיות טבעיות מנסות להטיל (להחצין) עליהם.

כאמור לעיל, מציאות שבה קיימים ניגודי אינטרסים בין הקהלים השונים לבין האינטרסים של החברה היא מקרה שכיה. ניתן להמחיש זאת בקלות באמצעות התמקדות בניגודי האינטרסים שבין הקהלים עצמם כפי שהם באים לידי ביטוי, למשל, ביחס המיוחד שיש לכל אחד מהם כלפי סיכון. כעולה מהאופי המיוחד של כל אחת מהמערכות החוזיות שבהן קשורים הצדדים, אהבת הסיכון הממוצעת של בעלי מניות עולה על זו של הנושים, שמצידה עולה על זו של העובדים. כל פעולה משפטית או החלטה עסקית שמבצעת חברה מאופיינת על ידי יחס ייחודי לסיכון. יחס זה יכול להיות דומה ליחס הממוצע לסיכון המקובל על אחד מקהלים אלו, וממילא – בלתי תואם להעדפה של הקהלים האחרים.

כפי שעולה מהדיון עד כה, העמדה המוצעת איננה מבדילה כחוא זה בין קהל בעלי המניות לבין שאר הקהלים. ואכן, מבחינה אנליטית אין סיבה לקיומו של הבדל; אולם, יישום של המבנה האנליטי התיאורטי על המערכת החוזית הספציפית הקיימת בחברה העסקית השכיחה מצביע על קרבה מיוחדת בין האינטרסים הייחודיים (והיחס לסיכון) של בעלי המניות לבין האינטרסים העצמיים של החברה. קרבה זו מקורה בעובדה שבעלי המניות מתייחדים משאר בעלי התביעות החוזיות כלפי החברה, כמו גם מקהלים חיצוניים לחברה, בכך שהם בעלי זכות חוזית לרווחים השיוריים של החברה (הרווחים הנותרים בידיה לאחר שהיא עומדת בכל התחייבויותיה החוזיות הספציפיות).

ההבדל בין הגישה הקלאסית לבין הגישה המובעת בסעיף 11 הופך להיות בעל נפח ממשי אך ורק במקרים שבהם לא מתממשת זהות בין האינטרסים של בעלי המניות לבין האינטרסים של החברה. או אז, על פי סעיף 11, תכלית החברה מתחייבת אותה ואת הפועלים עבודה לעשות כל מה שדרוש כדי להשיא את רווחי החברה. לשם כך – ואך ורק לשם כך – מותר לחברה להתחשב באינטרסים של מי משאר הקהלים. יודגש: על פי הפרשנות המוצעת (ובניגוד לעמדה השנייה לעיל), החברה איננה מתפקדת עבור שאר הקהלים ואין היא פועלת לשם השאת רווחיהם או לשם רווחה מצרפית. ההתחשבות באינטרסים שלהם מתבקשת, ואף מתחייבת, רק כאשר יש בה כדי לקדם את השאת הרווחים של החברה גופה.

דברים מופשטים אלה מחייבים הדגמה.

(ד) הדגמת ההבדלים בין הגישות השונות:

כל אחת מהדוגמאות להלן מציגה דילמה עסקית המוסלת תדיר לפתחן של הנהלות. בכל

אחד מהמקרים, כל החלטה שתתקבל על ידי ההנהלה תעביר, בערכים נוכחיים, עושר מקהל אחד למשנהו. יש נהנים ויש חסרים. הגישות השונות לסוגיית התכלית מנחות את ההנהלה לבחור בפתרונות שונים לכל אחת מהדילמות. לגבי כל אחת מהדוגמאות תובהר המשמעות המעשית של הפרשנות המוצעת על ידי לסעיף 11.

חלוקת דיבידנדים: חלוקת דיבידנדים מעבירה עושר מהחברה אל ציבור בעלי המניות. לכן, במבט ראשון, על פי הפרשנות המוצעת, אין להתיר כל חלוקה של דיבידנדים. החלוקה גם פוגעת באינטרסים של שאר בעלי התביעות החוזיות כלפי החברה, שהרי אף אם החברה יכולה באותו רגע לפרוע את כל חובותיה, עצם החלוקה מקטינה את מסת הנכסים העומדת לפירעון חובותיהם. לכן, על פי הגישה השנייה, הנורמטיביות של החלוקה תלויה ביחס שבין ערך הפגיעה באינטרסים של העובדים, הנושים, הספקים ושאר בעלי התביעות לבין ערך היתרונות הכלכליים שמפיקים בעלי המניות.

מבט שני מבהיר כי לחלוקת דיבידנדים יש גם השפעות הפוכות: חברה הנוקטת מדיניות של אי-חלוקה תתקשה לגייס בעתיד הון לפעולותיה. יתרה מזאת: גם הביקוש להון המונפק שלה עלול להיפגע, שהרי הדיבידנד הוא חלק מרכזי בתשואה המקווה שבגללה קיים ביקוש למניות. כיוון שכך, תדוכא ביתר שאת האפשרות ששוק ההון יציג ביקוש למניות חדשות של החברה. בהעדר אפשרות ריאלית לגיוס הון זול מהציבור תוגבל יכולת הפעולה של החברה ויגרם נזק לחברה עצמה ולכל הקהלים, בעלי התביעות כלפיה.

מניתוח זה עולה התוצאה הבאה: על חברה להימנע מחלוקת דיבידנדים שמטרתה היחידה היא להטיב עם בעלי המניות, ועליה להימנע מאי-חלוקה רק משום רצונה להגן על שאר הקהלים. אלא, על פי הוראת סעיף 11, יש לבצע חלוקה של דיבידנדים למרות העברת העושר מהחברה החוצה, אם בשקלול מלא של התוצאות שלה גוברת התועלת לחברה (השיקול השני) על פני העלות לחברה (השיקול הראשון).

השקעה באיכות מוצר: חברת תרופות קיבלה אישור למכור לציבור תרופה שייצרה. עם זאת, מדעני החברה ערים לכך שלא נבדקו כל ההשפעות הרפואיות של התרופה לסווח ארוך (למשל, יותר מ-20 שנה). אם הנהלת החברה תורה על הימנעות משיווק התרופה לציבור ועל המשך בירור קפדני של איכותה, היא תגרום להקצאה מיידית של עושר מהחברה ומשאר הקהלים הפנים-תאגידיים (למעט, אולי, העובדים שיעסקו בעתיד בבדיקת התרופה) אל הצרכנים העתידיים של התרופה. החלטה זו תמנע מהחברה את הרווח שבשיווק המידי של המוצר ותטיל עליה את העלות של המשך ההשקעה בהבטחת איכותו. מצד שני, הימנעות משיווק מוצר בעייתי עשויה, בסווח הארוך, להשיא את רווחי החברה: היא תימנע מתביעות נזיקין, מפגיעה בתדמיתה העסקית ועוד. כיצד צריכה החברה לנהוג?

מבחינה מעשית סביר להניח שהנהלה המתפקדת למען האינטרסים של בעלי המניות הייתה מורה על שיווק מידי של התרופה. העלויות שאפשר כי יצוצו בעוד שנות דור אינן מעניינות איש היום. לו נשאלו בעלי המניות או הנושים הם היו מכריעים בעד "רווח עכשיו"; אולם על פי הפרשנות המוצעת לסעיף 11, החלטת החברה חייבת להתחשב

באינטרס של החברה עצמה. לפיכך על ההנהלה לערוך חישוב של עלות מול תועלת: אם הערך הנוכחי של התביעות העתידיות ושל שאר הנזקים שאפשר כי ייגרמו לחברה עולה על הערך הנוכחי של התועלת שהחברה תפיק מהשיווק המידי, עליה להימנע מהשיווק למרות שיש בכך פגיעה ישירה ברווחים של בעלי המניות, של הנושים (שתביעותיהם עומדות לפירעון תוך התקופה של עשרים שנה) ושל אחרים. זוהי המשמעות של קביעת תכלית החברה בחוק החדש.

העברת שליטה בחברה: מכירת השליטה בחברה משנה את הקצאת העושר בין הקהלים השונים. לעתים היא מעבירה עושר מהעובדים (המצויים בסיכון של פיטורין עקב ייעול שיבקש הרוכש לבצע), מהמנהלים (שבדרך כלל מוחלפים בצוות ניהולי חדש), מהנושים (אם רמת המינוף של החברה עולה עקב הרכישה) ומקהלים נוספים אל בעלי המניות (המוכרים – אשר מקבלים פרמיית שליטה; והקונים – אשר, למשל, ממנים את עצמם למשרות בכירות בחברה). כיצד אם כן צריכה להגיב הנהלה של חברת מטרס כאשר מוצעת עסקה להעברה של שליטה בחברה שאלו תוצאותיה?

על פי הגישה הקלאסית לתכלית החברה, על ההנהלה לתמוך בעסקה (העובדים, המנהלים והנושים אמורים להגן על עצמם באמצעים חוזיים). על פי הגישה השנייה, הדורשת השאת הרווחה של כלל הקהלים, ההנהלה אמורה לשקול את התוצאות המצרפיות של העברת השליטה עבור כל הקהלים כולם. לעומתן, הגישה שנחקקה בסעיף 11 מטילה על הנהלת החברה את החובה לגבש את תגובתה לעסקה בהתאם לבדיקה עניינית של השפעות העסקה הספציפית על רווחי החברה עצמה: אם הרוכש הוא משתמש עדיף בשליטה, יש לתמוך בעסקה למרות הפגיעה באינטרסים של הנושים, העובדים והמנהלים, שהרי החברה תפיק תועלת מהעברת השליטה לרוכש זה; לעומת זאת, אם הרוכש הוא משתמש נחות בשליטה, על ההנהלה למנוע את ביצוע העסקה גם אם היא משיאה את הרווחים של בעלי המניות (המוכרים והקונים כאחד), מקצתם או כולם.⁴⁹ השקעה במחקר ופיתוח: חברות מתחבטות תדיר באשר להיקף ההשקעה הכדאית במחקר ופיתוח. שוק ההון (ובעקבותיו שווקים אחרים – ניהול, שליטה בחברות ועוד) לא תמיד יודע להעריך נכונה את הערך הנוכחי של השקעות אלו. כיצד צריכה הנהלה של חברה לנהוג באשר להחלטות בנושאים אלו?

השקעה מסיבית במחקר ארוך טווח, שאינה מתוגמלת באופן מלא על ידי השווקים (למשל, בגלל חוסר יעילותם), מקצה מחדש את העושר של החברה. מצד אחד היא פוגעת ברווחים של בעלי המניות ומקטינה את השווי הנוכחי של התביעות החוזיות של הנושים, ומצד שני היא מעבירה עושר לעובדים (המועסקים במחקר ובפיתוח), למשק בכללותו (משום שכל השקעה במחקר ופיתוח מגדילה את תשתית הידע האנושי) ולחברות אחרות (עקב זליגה של המידע, מיד או לאחר שהוא מתגלה במוצר שהחברה משווקת). על פי

49 הניחו, למשל, מתחרה עסקי של החברה שמעוניין לרכוש את השליטה המלאה בחברה כדי לחסל את עסקיה. על פי המוצע, על ההנהלה להתנגד להעברת השליטה, למרות שכל בעלי המניות, שהם הצדדים היחידים לעסקה, מעוניינים בה.

הגישה הקלאסית לתכלית החברה, על החברה לנהוג בזהירות גדולה: ראוי לבצע רק השקעה שתתוגמל במלואה בטווח זמן סביר על ידי שוק ההון. על פי הגישה השנייה, ההשקעה ראויה רק אם היא יוצרת תועלת מצרפית לכלל הקהלים (וזאת אף אם הדבר גורם נזק לחברה). על פי הגישה השלישית, על החברה לבדוק אך ורק את ההשפעות של ההשקעה על החברה גופה: השפעות המחקר והפיתוח על המשק בכללותו או על חברות אחרות אינן ראויות להתחשבות (בהנחה שאינן יוצרות רווח כלשהו לחברה). יש לשקלל את העלויות הנוכחיות (ובכללן ההשפעות של הנזק לבעלי המניות הנוכחיים על החברה) מול התועלות הנוכחיות (ובכללן לא רק האפשרות שהמחקר יניב פרות כלכליים, אלא גם ההשפעות של העברת העושר הנוכחי לעובדים על החברה), ולגזור מהן את דרך הפעולה הרצויה.

השקעה מסוכנת: חברות נדרשות לעתים להמר ביחס להחלטות השקעה מסוכנות. ההימור, כמו כל הדוגמאות הקודמות, מקצה מחדש את העושר בחברה: מכיון שהוא מבטא מדיניות של העדפת סיכון הוא מעביר עושר מקהלים שונאי סיכון (דוגמת הנושים והעובדים) לקהלים אוהבי סיכון (בעלי המניות). כפי שכבר ראינו,⁵⁰ שיעור הערכים המועברים מצד לצד תלוי בכושר של החברה לפרוע את חובותיה ערב קבלת ההחלטה: ככל שכושר הפירעון של החברה מסופק יותר, כך גדלה כמות העושר המועברת בין הצדדים עם קבלת ההחלטה לבצע את ההשקעה הספקולטיבית.

על פי הגישה הקלאסית, על הנהלת החברה לפעול למען האינטרס של בעלי המניות, ולכן ככלל היא תבחר במדיניות השקעה עתירת סיכון. לעומת זאת, על פי הגישה המוצעת אסור להנהלה לבחור בנסילת הסיכון בגלל האינטרס של בעלי המניות או להימנע ממנו בגלל האינטרסים של הנושים או של העובדים: תכלית החברה היא השאת רווחיה שלה. על הנהלה להיות ערה לתוצאות הכלכליות של ההשקעה המסוכנת לגבי כל אחד מהקהלים, אולם במסגרת שיקוליה עליה להתחשב רק בהשפעות של תוצאות אלה עבור האישיות המשפטית הנפרדת של החברה.

לסיום חלק זה נדרשות שתי הבהרות חשובות:

ראשית, הדוגמאות לעיל מבהירות שניתן היה להגיע לתוצאה מעשית דומה לו קבע החוק שתכלית החברה היא השאת הרווחים של כלל בעלי המניות לטווח אין סופי. אכן, כאשר בודקים את האינטרסים של כלל בעלי המניות העתידיים של החברה, מתברר שקיימת זהות מלאה בינם לבין האינטרסים של החברה עצמה. אולם, מבחינה מעשית, בעלי המניות מתחלפים מעת לעת. גם על פי הדין הקלאסי קיימת התלבטות באשר להגדרת טובת החברה (המזוהה עם בעלי המניות), עקב השתנות האינטרסים של בעלי המניות לאורך ציר הזמן. התמקדות באינטרסים ארוכי הטווח – כאמור, עד אין-סוף – של אוכלוסייה זו היא מופשטת לא פחות (ולדעתי אף יותר) מהתמקדות באינטרסים של החברה עצמה. לפיכך הנני סבור שכאשר סעיף 11 קובע שלשם קידום התכלית של השאת רווחי החברה ניתן להתחשב לא רק באינטרסים של בעלי המניות אלא גם

50 ראו פרק ב.3 לעיל.

באינטרסים של שאר הקהלים, הוא מנגן על מיתר נכון.⁵¹ כאשר הנהלת חברה שוקלת את האינטרס ארוך הטווח של בעלי המניות עליה להתנתק ממתן עדיפות א־פריורית לבעלי המניות הנוכחיים ועליה לחשוב על החברה גופה. לעתים עליה לפעול בניגוד לאינטרסים של בעלי המניות הנוכחיים (כפי שעלה מהדוגמא של העברת שליטה) ולעתים עליה לפעול למענם (במקרה של חלוקת דיבידנדים). לעתים דווקא שאר הקהלים מייצגים היום את האינטרסים העתידיים האפשריים של החברה (ושל בעלי מניותיה העתידיים לטווח האין־סופי). כך ראינו דוגמאות המראות כי התחשבות באינטרסים הנוכחיים של צרכנים (השקעה באיכות המוצר), של עובדים (השקעה במחקר ופיתוח) או של נושים (הימנעות מהשקעה מסוכנת) מועילה בהבהרת הדרך הנכונה לקבלת החלטה שתשיא את רווחי החברה.

שנית, כפי שעולה ממקבץ הדוגמאות, מגוון הנושאים וההקשרים שבהם מתעוררת החשיבות של סעיף התכלית הוא גדול ולמעשה בלתי מוגבל. מכיוון שכך, יש לסעיף נפקות רחבה באשר לפרשנות חלקיו השונים של החוק וביחס לדרכי הפעולה של החברה העסקית (ראו פרק ד להלן). עם זאת, אין להסיק מכך שגם התוצאה המעשית של יישום סעיף התכלית תניב מציאות כלכלית שונה באורח דרמטי. היקף ההשפעה המעשית של החידוש הגדול שבסעיף 11 תלוי במידת הפער הקיים, הלכה למעשה, בין האינטרסים של בעלי המניות (הנוכחיים) לבין האינטרסים של החברה גופה. אפנה עתה לפרשנות מפורטת של לשון סעיף 11.

2. "לפעול על פי שיקולים עסקיים"

סעיף 11 קובע כי התכלית של החברה העסקית היא השאת רווחים – אולם החברה איננה יכולה לפעול להשאת הרווחים כרצונה, בכל דרך שהיא, אלא רק על פי שיקולים עסקיים. לכאורה הקריטריון של "שיקולים עסקיים" הוא מיותר, שהרי במבט ראשון ברי כי כל פעולה להשאת רווחים נובעת משיקולים עסקיים. מהי, אם כן, המשמעות של סייג זה?

הסעיף מורה כי חברה איננה רשאית לפעול – גם מתוך תקווה סובייקטיבית איתנה להשאת הרווחים – באמצעות החלטות שהן בלתי־רציונליות מנקודת ראות עסקית. הניחו מקרה של חברה לחיפושי נפט המעוניינת להשיא את רווחיה באמצעות ביצוע קידוחים בנקודות שבהן היא מקווה למצוא נפט. עומדות לפניה שלוש חלופות שעל בסיסן היא אמורה לבחור את מיקום הקידוחים: הראשונה – בדיקה מקצועית, שמרנית וקפדנית, של כל הממצאים הגיאולוגיים הרלבנטיים לסיכוי למציאת נפט במקום; השנייה – טכנולוגיית חיפוש ספקולטיבית, שטרם הוכחה הצלחתה ושיש מחלוקת מקצועית לגבי סיכויי הצלחתה; והשלישית – אמונתו של בעל השליטה בחברה בסיכויים הגבוהים של מימוש הבטחה של איש קדוש, טקסט קדוש או חלום, שעל פיה יימצא נפט

51 אך, כפי שיובהר בהרחבה בפרק ה להלן, זהו מיתר בלתי מכוון.

באתר ספציפי.⁵² בכל המקרים, איתור המיקום הראוי לביצוע הקידוח מבוסס על הכוונה הסובייקטיבית להשיא את רווחי החברה, אלא שלא בכל המקרים תעמוד הפעולה בקריטריון של "שיקולים עסקיים". האפשרות השלישית בוודאי נמצאת מחוץ לגדר זה, משום שהרציונל שבדרך כלל מנחה אנשי עסקים איננו מופעל בה. האפשרות הראשונה עומדת בוודאי בקריטריון הנדרש משום שהיא תואמת את המקובל בעולם חיפושי הנפט. האפשרות השנייה מדגימה את המקרים הגבוליים – היא מבוססת על רציונל רלבנטי לעולם העסקי, אף שיתכן כי במקרים שבהם הספקולטיביות היא קיצונית גם אפשרות זו תגלוש אל מעבר לסף השיקולים העסקיים.

הגיונה של הוראת הסעיף על פי הפרשנות המוצעת הוא ברור: הקהלים השונים המשקיעים בחברה – בעלי מניות, נושים, עובדים ואחרים – עושים זאת על בסיס מערך הסכמות מכלל, הכולל בין היתר את שני הרכיבים הבאים: (א) החברה נועדה להשאת רווחים; (ב) השיקולים שיישקלו לשם השגת היעד של השאת הרווחים חייבים להיות רציונליים ומקובלים בסביבה העסקית הרלבנטית. כך, למשל, כאשר בנק שוקל אם להעניק אשראי לחברה לחיפושי נפט או כאשר עובד מתחבט אם לקשור את הקריירה שלו לחברה נתונה, הם מתמחרים את החווה שלהם עם החברה (חווה ההלוואה או חווה העבודה) בהתאם לערכו הנקי הנוכחי עבורם. דיני חברות האוסרים על חברה לשקול שיקולים בלתי-עסקיים מקלים על תמחור זה, מקטינים את רמת אי-הוודאות של המתקשרים עם החברה ומוזילים את עלויות ההתקשרות של החברה עם ספקי הון, חוב, הון אנושי, מוצרים ושירותים. הפרשנות העתידית של הפסיקה ושל חיי המסחר את המונח "שיקולים עסקיים" תיצוק לו תוכן שממנו ייגזר וייקבע מערך הציפיות ההדדי של כל הצדדים לפקעת החווית של החברה.⁵³

52 כך, למשל, התבררנו בעבר על רצון של חברה עסקית לחפש נפט בצפון הארץ, במקום המיוחס לנחלת שבט אשר, בהתבסס על הפסוק "מאשר שמנה לחמו והוא יתן מעדני מלך" (בראשית מט, כ).

53 כמו בהקשרו של כל מבחן אובייקטיבי, מתעוררת שאלה עקרונית בדבר הלגיטימיות של קביעת סטנדרט פעולה חיצוני המוכתב על ידי "המקובל" ו"הרציונלי". האם בישראל של המאה ה-21, המאופיינת על ידי רב-תרבותיות, ראוי למנוע מחברה עסקית לאמץ תבניות פעולה שהתרבות העסקית (והכללית) השלטת מגדירה כבלתי-רציונלית? האם ראוי לאסור על הנהלת חברה להיעזר בדרכי קבלת החלטות או בשיקולים "אלטרנטיביים" – המבטאים חוון, אמונה דתית, או העדפות פרטיות מכל סוג שהוא – כאשר היא מאמינה באמת ובתמים ביעילותם? האם מה שמותר לממשלת ישראל – שלפי הדיווח העיתונאי נעזרה גם בידעונים לצורך חיפוש הצוללת האבודה דקר – אפשר לאסור על חברה עסקית? מענה ציני לשאלות אלה יפנה את תשומת הלב לכך שככל שהעדר הרציונליות הולך ופושט בחברה שלנו, כך גם התוכן הפנימי האובייקטיבי של מבחן ה"שיקולים עסקיים" יושפע ויעוצב בהתאם. מול עינינו הופך האלטרנטיבי למקובל. בעיה אחרת, קשורה אך לא זהה, נוגעת למקרים שבהם חברות עסקיות, שבדרך כלל פועלות על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיהן, מעוניינות ביודעין לפעול בהקשר מסוים שלא על פי שיקולים עסקיים. כך, למשל, הניחו חברה שעקב אמונה דתית תפצה לסגור את עסקיה בשבת (אפריקה-ישראל בע"מ, בעלת קניין רמת אביב), או חברה שבגלל דבקותה בערכים הומניים

הדרישה לפעול על פי שיקולים עסקיים גם מקלה על מימושן של דרכי הפיקוח השונות על דרכי התנהלותה של החברה. הנהלות לא תוכלנה להצדיק את כישלונותיהן באמצעות טיעונים בדבר רצונן הכן לפעול למען השאת רווחי החברה, אלא אם פעולותיהן יכולות להיות מקוטלגות כרציונליות מנקודת ראות עסקית.⁵⁴ החוק מגדר את גבולות האפשר של שיקולי הניהול של חברה: כל מה שמחוץ לגדר השיקולים העסקיים – איננו רלבנטי ואסור להתחשב בו א-פריורית.⁵⁵

3. "השאת רווחיה" – של מי?

מעניין לגלות שסעיף התכלית מזכיר בשמם שורה של קהלים המעורבים בחברה, אך אין הוא מזכיר כלל את הקהל המרכזי – בעלי המניות – הנתפס מסורתית כמי שעומד במוקד תשומת-הלב של דיני החברות.⁵⁶ מסתבר שההימנעות מאזכור בעלי המניות לא באה ללמדנו על העדר החשיבות או על פחיתות בחשיבות של האינטרסים של בעלי המניות. מקורה בהנחה ההפוכה, הנתפסת כברורה מאליה, שלפיה נקודת המוצא של הדיון היא שעל תכלית החברה להתחשב בראש ובראשונה בעניינים של בעלי המניות. המחוקק נדרש לציין בסעיף רק את חידושו, הנוגע להתחשבות בעניינים של קהלים אחרים. האם מהבכירות המשתמעת של האינטרסים של בעלי המניות ניתן להסיק שהמונח "השאת רווחיה" בסעיף 11 מתייחס באופן בלעדי לרווחים של ציבור בעלי המניות ומוזהה אותם עם רווחי החברה?⁵⁷ התשובה המתבקשת היא שלילית, הן מטעמים פורמליים והן מטעמים של מהות.

הפצה להעניק לעובדיה וכויות סוציאליות שאינן נדרשות על פי חוק. אם העדפות אלו אינן "על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה" של החברה (וזאת יש לחשב תוך שקלול מלא של כל ההשפעות שלהן), מסתבר כי הן אסורות על פי הוראת סעיף 11. נדרשת, לדעתי, פרשנות שתיתן היתר לצדדים לפקעת החוזה להתנות מפורשות על סעיף התכלית, למשל באמצעות סעיף תקנוני שיתיר לחברה לפעול גם על פי שיקולים "אחרים", שאינם מקובלים על ליבת העסקים המקומית. רעיון זה מעורר שאלה כללית בדבר קטלוגו הראוי של סעיף התכלית: האם הוא סעיף כופה או מרשה? לשם מתן תשובה יש לערוך ניתוח עקרוני של סעיף התכלית, משימה שאפנה אליה בהודמנות אחרות. על כל פנים, חשוב להבין כי בצד היתרונות הכלכליים שנוצרים על ידי הגבלת תכלית החברה לשיקולים עסקיים מקובלים, קיימות גם עלויות שמקורן בפטרנליזם הטבוע בגישה זו.

כידוע, נושא משרה בחברה תב חובת זהירות "כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין" – סעיף 252 לחוק. דומני כי מבין השיקולים העסקיים עתיד לשמש כמדד אובייקטיבי מיוחד למציאות שבה מתפקדות חברות עסקיות, מדד שייצוק תוכן קונקרטי ומתמחה לחובת הזהירות הכללית, השואבת את תוכנה מפקודת הנזיקין.

ברם, כפי שיוסבר בפרק ה להלן, אף שהסייג של "שיקולים עסקיים" מועיל, אין בו די.
ראו פרק ב.1 לעיל. אגב: גם הסעיף המקביל בחוק של מדינת ניו-יורק, המציין בשמותיהם קהלים מגוונים, כלל אינו מזכיר את בעלי המניות. ראו הטקסט סמוך להערה 27 לעיל.
ערן רוזמן מעדיף פרשנות זו. ראו בעלי מניות בחברה: שיתוף פעולה עסקי בראי חוק החברות, התשנ"ט-1999 70 (1999).

ראשית, מבחינה פורמלית קיימת הבחנה – מודעת לכל – בין החברה, בעלת האישיות המשפטית הנפרדת, לבין בעלי מניותיה.⁵⁸ מקובלנו כי אף אם כל מניות החברה מוחזקות בידי בעלים יחיד אין לזהות אותו עם החברה.⁵⁹ לפיכך, כאשר הסעיף מדבר על רווחי החברה אין מקום לבלבל זאת עם רווחים של אחר.

שנית, מבחינה מהותית אין הצדקה עניינית לקבוע זהות בין רווחיהם של בעלי המניות לבין רווחי החברה. אמנם, מאחר שהתביעות של בעלי המניות כלפי החברה נוגעות לרווחים השיוריים שלה, נחשבים בעלי המניות לקבוצה הרגישה ביותר לשינוי ברווחי החברה. הניתוח הכלכלי מסביר בדרך זו את העובדה שהם אלה היושבים באסיפה הכללית של החברה, ממנים את מנהליה, עומדים מאחורי מסך ההתאגדות שלה וכו'.⁶⁰ אולם, בכל זה אין כדי להצדיק זיהוי הכרחי בין רווחי החברה לבין רווחיהם. הדוגמאות שהוזכרו בסעיף ג.1(ד) לעיל הציגו מקרים שבהם האינטרסים של החברה שונים ונבדלים מהאינטרסים של בעלי המניות. לחברה, כאישיות משפטית נפרדת, יש התחייבויות חוזיות כלפי קהלים שונים, בעלי יחס מגוון לסיכון. היא אמורה לאמץ מדיניות עסקית שתבטא שקלול אופטימלי של העדפות הסיכון של כל בעלי התביעות כלפיה, משום שעל ידי כך היא תשיא את רווחיה. זיהוי האינטרסים של בעלי המניות עם האינטרסים של החברה יגרום לה לאמץ העדפת סיכון שאיננה מתחשבת בהעדפות של שאר הקהלים. הללו יאלצו להתגונן באמצעים חוזיים: הנושים ידרשו ריבית גבוהה יותר ובטחונית, העובדים יבקשו שכר גבוה יותר ופיצויי פיטורין משודרגים, הספקים יבקשו מחיר גבוה יותר ותשלום חובות מהיר יותר וכו'. כאשר העלויות הללו עולות על התועלות שהחברה תפיק כתוצאה מאימוץ ההעדפות של בעלי המניות, מתברר כי האינטרסים של החברה אינם זהים לאלו של בעלי המניות.⁶¹

58. *Salomon v. Salomon* [1897] A.C. 22 (H.L.).

59. ע"א 127/63 אחוזת רחמים בחלקה 8 בגוש 6591 נ' קריסטל, פ"ד יז 1931, 1932. כן ראו סעיף 3 לחוק, הקובע כי "לחברה יכול שיהיה בעל מניה אחד".

60. ראו, למשל, Armen A. Alchian & Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization," 62 *Am. Econ. Rev.* 777 (1972); Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* 367 (3rd ed., 1986).

61. הצ'נסלור אלן, מבית המשפט העליון של דלזור, הציע היפותזה המדגימה אפשרות של ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות ונושים בחברה (ראו פרשת *Credit Lyonnais*, הערה 38 לעיל, בעמ' 108*). הערה 55). כהקדמה, יש להדגיש כי אף שהדוגמה המוצעת מתמקדת בסיטואציה הספציפית של חברה בקשיים, ואף שבית המשפט מגביל את ניתוחו לעובדות המיוחדות של חברה זו, יש בה כדי להמחיש היטב את ניגודי האינטרסים בין קהלים שונים על בסיס יחסם השונה לסיכוי ולסיכון שבפעולת החברה בכל המצבים. מובן, שעוצמתם של ניגודי האינטרסים הללו מתעמעמת ככל שכושר הפירעון של החברה יציב יותר, אך אין בכך כדי לשנות את הניתוח העקרוני לגבי עצם קיומם של ניגודי אינטרסים. ואלה העובדות שהציג השופט: לחברה בעלת כושר פירעון הנמצאת בקשיים יש חוב אחד בסך 12 מיליון דולר לבעלי אג"ת, ונכס אחד – פסק דין לטובתה על סך של 51 מיליון דולר. פסק הדין נדון עתה בערכאת ערעור. הבה נניח

באורח דומה אין לגזור את רוחי החברה מרווחיו הפרטיים של כל קהל אחר המעורב בחברה: כל אחד מהקהלים הללו מאופיין ביחס ייחודי לסיכון, שאין סיבה משפטית או כלכלית לאצול אותו על החברה גופה. המסקנה המתבקשת היא שיש לכבד באורח מלא את הקיום המשפטי והכלכלי העצמאי של החברה. כאשר המחוקק קובע כי תכלית החברה היא השאת רווחיה של החברה, המשמעות היא שעל החברה לתפקד מתוך רצון לקדם את האינטרס הפרטי שלה.

4. "להשאת רווחיה" – מהם?

אם האינטרסים הכלכליים של החברה אינם משקפים את האינטרס הכלכלי של ציבור בעלי המניות, של המנהלים או של כל קבוצה פרטיקולרית אחרת, מתעורר הכרח ליצוק תוכן עצמאי לפונקציית המטרה של החברה. על פי העמדה שמבטא סעיף 11, על החברה להתמקד בהגדלת תוחלת הרווחים הפיננסיים שלה.

בכל עת שהחברה נמצאת בצומת של קבלת החלטות עליה לערוך תחשיב של שיקולי כדאיות עבורה. לשם כך עליה לבחון את ההשפעות של פעולתה העתידית על כל הקהלים המושפעים מההחלטה. רק באמצעות בחינה כזו היא תוכל להעריך את מלוא המשמעות הכלכלית – עבורה – של הבחירות שמולן היא ניצבת. מבין התסריטים השונים הפתוחים לפניה, על החברה לבחור באפשרות שיוצרת לה את הרווח הנוכחי הנקי הגדול ביותר. תוצאת הלוחאי של בחירה זו עשויה להיות תואמת את האינטרסים של חלק מהקהלים וסותרת את האינטרסים של קהלים אחרים.

משמעות הדברים היא שאף אחד מהקהלים (כולל בעלי המניות) איננו מחזיק, מכוח

שהתוצאות הצפויות של הערעור הן כדלהלן: סיכוי של 25% שהחברה תזכה בערעור ופסק הדין יאושר במלואו (הערך של אפשרות זו עבור החברה הוא 12.75 מיליון דולר); סיכוי של 70% שהחברה תזכה בערעור רק ב-4 מיליון דולר (הערך עבור החברה הוא 2.8 מיליון דולר) וסיכוי של 5% שהערעור יתקבל במלואו (הערך עבור החברה – 0). לפיכך, השווי הצפוי של פסק הדין עבור החברה הוא 15.55 מיליון דולר. שואל הצ'נסלור אלן: אם להנהלת החברה מוצעת פשרה בסך 17.5 מיליון דולר – האם עליה לקבל אותה? ואם הפשרה המוצעת היא על סך של 12.5 מיליון דולר? האינטרסים של הנושים ושל בעלי המניות נחלקים: מנקודת הראות של הנושים, על החברה להיעתר אפילו להצעת פשרה נמוכה משום שבהעדר פשרה קיים סיכוי גבוה – 75% – שהחברה תהפוך חדלת פירעון. קבלת הפשרה תבטיח את החזר מלוא החוב שלהם, ולכן הם יתמכו בה אף ששווייה נמוך מהערך של פסק הדין עבור החברה. מנקודת הראות של בעלי המניות, על החברה לדחות אפילו את הצעת הפשרה הגבוהה, משום שעל פיה ייוותר להם, לאחר תשלום החובות, סכום של 5.5 מיליון דולר (12–17.5), ואילו אם יתדיינו בערעור עד להכרעה ייוותר להם סכום גדול יותר של 9.75 מיליון דולר (12–0.25X51). הצ'נסלור אלן סבור שעל החברה לפעול לטובת האינטרסים שלה (במובחן מהאינטרסים של בעלי המניות מכאן והנושים משם): מאחר ששווי התביעה הוא 15.55 מיליון דולר, על החברה לדחות את הצעת הפשרה הנמוכה של 12.5 מיליון דולר (בניגוד לאינטרסים של הנושים) ולקבל את הצעת הפשרה הגבוהה של 17.5 מיליון דולר (בניגוד לאינטרסים של בעלי המניות).

סעיף התכלית, בזכות משפטית עצמאית שהחברה תפעל למען האינטרסים שלו. כמו כן, לאף אחד מהם לא יכולה להיות ציפייה שהחברה תתחשב בענייניו הפרטיים כדי לקדם את רווחיו. ההתחשבות באינטרסים של הקהלים השונים היא בעלת אופי אינסטרומנטלי גרידא: היא איננה נובעת מהשקפה אידיאולוגית, קניינית או אחרת לגבי מעמדו של קהל ספציפי בחברה. סעיף התכלית עיוור לזהות האינטרסנט ולרצונותיו בעת שהוא מורה לחברה להתחשב בענייניהם של כל הקהלים כולם. כוונתו היחידה היא להעמיד במרכז את השאת הרווחים של החברה. אופן ההתחשבות בעניינים של שאר הקהלים ומידת ההתחשבות בהם נגזרת מהעובדה שעצם ההתחשבות בהם היא תוצאת לוואי של הרצון להשיא את רווחי החברה. זו תכליתה.

5. "ניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה"

הסיפא של סעיף 11 (א) מעוררת שתי שאלות: ראשית, לשם מה היא נחוצה? אם, כמוצק לעיל, ה"שיקולים העסקיים להשאת רווחיה" של החברה משקפים כבר התייחסות לאינטרסים של כלל הקהלים, מדוע נדרש המחוקק לסיפא שאך חזרת על המסר, תוך פירוט שמי של חלק מהקהלים הללו? שנית, גם אם הסיפא נדרשת, מדוע היא נוקטת לשון מרשה – "ניתן להביא בחשבון"? הרי על פי הרציונאל המוצע לסעיף, במקרים המתאימים קיימת חובה להתחשב בענייניהם של הקהלים השונים. אענה על שתי השאלות כסדרן.

ההידרשות של המחוקק לסיפא מובנת על רקע המציאות המסחרית והנורמטיבית. בארץ, כמו גם בכל מקום המושפע משיטת המשפט האנגלו-אמריקנית, מושרש היטב רעיון עליונותם של בעלי המניות, שעל פיו האינטרסים של החברה נגזרים מהאינטרסים שלהם. בהעדר ההבהרה המפורשת שבלשון הסיפא, סביר להניח שמלות הרישא היו מתפרשות כמקובל מקדמת דנא: תכלית החברה היא להשיא את רווחיה, שהם מונח תחליפי (אם גם לא מדויק) לרווחים של בעלי המניות. הפרשנות המקובלת בארצות הברית הייתה משתרשת גם כאן.⁶² הסיפא נועדה להדגיש ולהוציא מידי טעות. היא מבהירה את השינוי שאליו חותר החוק באמצעות ציון מפורש של קהלים שונים (למעט בעלי המניות, שהם מובנים מאליהם), שבאינטרסים שלהם יש להתחשב בעת קבלת החלטות להשאת רווחי החברה. יש אמנם מקום לחשש שגם בהבהרה זו אין די, אך ודאי שאי אפשר היה בלעדיה.

ומכאן לשאלה השנייה: מהי מידת המחויבות של חברה לשקול "בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת עניניו של הציבור"? בהינתן סעיף 11, האם ההתחשבות באינטרסים של קהלים אלו היא חובה או רשות? כמה פרשנים שכבר הספיקו להביע דעה בסוגיה נשענים על לשון הסעיף ומעדיפים

62 ראו הטקסט לעיל, ליד הערות 15–17 וכן הערה 16 לעיל.

את הפרשנות המתירה - אך לא מחייבת - לשקול את ענייניהם של קהלים אחרים. פרופ' גרוס קבע כי נוסח הסעיף -

מאפשר לחברה להשקיע על החברה המסחרית כעל כלי להשאת עושרן של כל הקהילות הקושרות עם החברה קשרי חוזה ולהתייחס אליה כאל מעין 'אזרח' בקהילה. אין כאן הטלת חובה, אלא מתן אפשרות לחברה המסחרית לפעול אף לקידום האינטרסים של מי שאינם בעלי מניותיה, זאת לא כשיקול נפרד, אלא במסגרת שיקולי העסקיים.⁶³

לדעת פרופ' גרוס, מטרת הסיפא של הסעיף היא לאפשר לחברה לפעול למען טובתם של גורמים נוספים שיש להם עניין ישיר או רחוק בחברה.⁶⁴ לדידו, פרשנות של הסעיף שתטיל חובה לשקול את האינטרסים של קהלים אחרים עלולה לפתוח "פתח נרחב להתדיינות אין ספור עם גורמים רבים חיצוניים לחברה".⁶⁵

אין בידי להסכים עם דברים אלו: אם הרעיון המרכזי הוא מתן אפשרות לחברה לפעול למען טובת "אזרחי הקהילה", גם כאשר הדבר איננו מקדם את רווחי החברה, איך יובן הסייג של "שיקולים עסקיים"? אין זאת כי אם הנחיה ברורה לפעול למען טובת שאר הקהלים רק כאשר הדבר תואם את השיקולים העסקיים להשאת רווחי החברה. אם כך, מהי ההצדקה העניינית להימנע מהטלת חובה לפעול תוך התחשבות באינטרסים של הכולל, כאשר מתברר כי באמצעות התחשבות יושאו הרווחים של החברה? ד"ר בהט, בהתייחסו להצעת החוק ולנוסחו הסופי של החוק, בחר גם הוא בפרשנות מרשה לנורמה:

גם אם נמצא, כי תכלית החברה עשויה לאפשר שיקולים רחבים של טובת העובדים או טובת הקהילה, למשל, אין משמעות הדברים בהכרח, כי קיימת חובה לשקול את הדברים האלה. ניתן לחוש אינטואיטיבית אפילו, כי הטלת החובה לשקול את טובת הקהילה, תהפוך את החברה העסקית לתאגיד שונה לחלוטין מזה המוכר לנו. הטלת החובה הזאת תבוא בהכרח על חשבון השיקולים של השאת הרווח לחברה ולכלל בעלי המניות. לעומת זאת, ההכרה ברשות לשקול את טובתה, היא צעד קטן יותר, שאינו פוגע בהכרח בבעלי המניות.⁶⁶

לדידי, תחושתו האינטואיטיבית של ד"ר בהט מוצדקת, אך אני חולק על האנליזה

63 יוסף גרוס, חוק החברות החדש 31 (תש"ס).

64 ראו שם.

65 שם, בעמ' 32.

66 יתיאל בהט, "תכלית החברה ומטרותיה בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995", שערי משפט א 277, 280 (תשנ"ח) (ההדגשות במקור). דברים אלה - שנכתבו לראשונה ביחס להצעת החוק - תקפים בעיני המחבר גם לגבי נוסחו הסופי של סעיף 11 לחוק, שכן הוא חוזר עליהם גם בספרו, שיצא לאור לאחר ניסוחו הסופי של החוק. ראו חברות - החוק החדש והדין 161 (תשנ"ט).

שהוא מציע. אכן אפשר שהטלת חובה לשקול את העניינים של קהלים מגוונים עתידה להביא לשינוי של ממש בתפקוד של החברה העסקית, אך היא לא תבוא "על חשבון השיקולים של השאת הרווח לחברה". דומה כי ד"ר בהט מניח את קיומה של זהות אינטרסים מלאה בין בעלי המניות לבין החברה, ולכן הוא מסיק שכל פעולה הפוגעת באינטרסים של בעלי המניות פוגעת בהכרח ברווחי החברה – ולא היא. האינטרסים של החברה נגזרים ממכלול מורכב של שיקולים, המתחשבים גם באינטרסים של קהלים זולת בעלי המניות.

מהי, אם כן, הפרשנות הנאותה של הסעיף?

עיון ראשוני בסוגייה חושף סתירה לכאורה בין התשובה שנותנת לשון הסעיף לשאלה לבין התשובה הנובעת מהרציונל של הסעיף. לשון הסעיף נדמית כמרשה: "ניתן להביא בחשבון". מנגד, ניתוח הרציונל של ההתחשבות באינטרסים של קהלים שונים, כפי שפורש לעיל, מלמד על חובה של החברה לשקול אינטרסים אלו כאשר שיקולי הכדאיות מורים על מאזן חיובי מנקודת הראות של השאת רווחי החברה. אם פונקציית המטרה תקודם על ידי התחשבות באינטרסים של, למשל, הנושים, הנהלה של חברה שאיננה מתחשבת באינטרס זה פועלת בניגוד לתכלית החברה. דומני כי ניתן ליישב את הסתירה באופן שלשון החוק תתאם את הרציונל שלו. באמתחתי שתי הצעות פרשניות.

על פי ההצעה הראשונה, את המלים "ניתן להביא בחשבון" אין לפרש כאופציה החסרה קריטריון מנחה להפעלתה (ולכן החברה יכולה להתעלם ממנה, כרצונה), אלא כאופציה בעלת קריטריון הכרחי להפעלתה – הוא הציווי "לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה". הלשון המרשה מלמדת כי ההתחשבות בפועל באינטרסים של שאר הקהלים איננה הכרחית ובלתי-מותנית, אלא תלוית-עובדות. כאשר התחשבות אקסקלוסיבית באינטרסים של בעלי המניות היא שתשיא את רווחי החברה אסור לחברה להתחשב בעניינים של שאר הקהלים; כאשר הקריטריון העובדתי מתממש, והנסיבות מלמדות שדווקא התחשבות בעניינים של מי משאר הקהלים עתידה להשיא את רווחי החברה – או אז החברה חייבת להתחשב בעניינים אלו.

במלים פשוטות: על החברה מוטלת חובה לשקול תמיד את השפעת פעולותיה על כל הקהלים אולם אין היא חייבת להתחשב בפועל באינטרסים שלהם. הסעיף איננו קובע חובה להביא בחשבון (במובן של "להתחשב בפועל") או איסור להביא בחשבון אלא, כנדרש, "ניתן להביא בחשבון", בהתאם לנסיבות. הלשון המרשה איננה מגוונת את התוכן המהותי של פונקציית המטרה של החברה העסקית, אלא מלמדת שהדרך להשגת פונקציית המטרה עשויה לעבור במחוזות המאוכלסים על ידי קהלים מגוונים.

על פי ההצעה הפרשנית השנייה, הוראת סעיף 11 איננה מציינת את הנמען שלה. מי הוא זה שלגביו נקבע שהוא יכול להביא בחשבון את האינטרסים של שאר הקהלים? פרשנות אחת מזהה את מקבלי ההחלטות בחברה כנמען, והיא שעמדה בבסיס הטיעון עד כה. קיימת גם אפשרות פרשנית אחרת המזהה את בית המשפט – הפרשן של החוק – כנמען של ההוראה. על פיה, החוק מתייחס לבית המשפט, הבוחן את מעשי החברה לאחר מעשה, משהם מובאים לבדיקה משפטית על ידי צד מעוניין, וקובע שבית המשפט רשאי

לשקול את הנורמטיביות של תפקוד החברה גם נוכח התחשבותה באינטרסים של שאר הקהלים.⁶⁷ מכיוון שכך, כאשר נושאי משרה שוקלים כיצד לנהוג *ex ante*, בעת קבלת החלטות עסקיות, עליהם להתחשב בתוצאות של החלטותיהם *post factum*, בעת שהחלטותיהם ופעולותיהם תעמודנה לביקורת שיפוטית. הביקורת השיפוטית עלולה להגיע למסקנה שהיה עליהם להתחשב באינטרסים של שאר הקהלים לשם השאת רווחי החברה. לפיכך, על נושאי המשרה מוטלת חובה מעשית להיזהר ולשקול מלכתחילה את כל האינטרסים הללו, ולבדוק אם ראוי להתחשב באיזה מהם להשגת התכלית.

שתי הפרשנויות נבדלות זו מזו – הראשונה מפרשת את המלים "להביא בחשבון" במובן של "להתחשב בפועל", והשנייה מפרשת אותן במובן של "לשקול" – אך תוצאתן זהה ותואמת את הרציונל של סעיף 11. על פי שתי הפרשנויות, האינטרסים של שאר הקהלים צריכים לבוא לידי ביטוי רק כאשר יש בכך כדי להשיא את רווחי החברה ובכך לקדם את מימוש תכליתה.

6. "בין השאר"

הסעיף מזכיר בשמם שלושה קהלים – נושי החברה, עובדיה והציבור – אולם זו איננה רשימה סגורה. המחוקק מעוניין שתכלית החברה תושג בכל מקרה, גם אם לשם כך יש לפעול למען אינטרסים של אחרים, שאינם בעלי מניות בחברה או מי מהחברים בשלושת הקהלים האמורים. לפיכך ננקטה התיבה הפתוחה "בין השאר".

המשפט המשווה מלמד כי ניתן לכלול בקבוצה השיורית קהלים מגוונים: כך, למשל, בחוק החברות של מדינת מסצ'וסטס מאוזכרים, בצד העובדים והנושים, גם לקוחות החברה, ספקי החברה, כלכלת האומה, כלכלת המדינה, כלכלת האזור ושיקולי קהילה וחברה.⁶⁸ קהלים רלבנטיים נוספים הם מנהלי החברה⁶⁹ וצרכניה.

הבחירה של המחוקק שלא להגדיר ולתחום את רשימת הקהלים שבהם יש להתחשב תומכת בפרשנות המייחסת לסעיף התכלית כוונה "עיוורת" של השגת פונקציית המטרה

67 חיווק לכך עולה מהפער בין לשון הצעת החוק ללשון החוק. בהצעה נאמר "ורשאית החברה להביא בחשבון" (סעיף 15 להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, 2, 15) ואילו החוק קובע "וניתן להביא בחשבון", בלי שינקוב בשם החברה כנשוא הנורמה. אפשר שהשינוי מלמד על כוונה של המחוקק להפנות את הנורמה לבית המשפט.

68 Mass. Ann. Laws Ch. 156B § 65 (2000).

69 האינטרסים של המנהלים לא תמיד עולים בקנה אחד עם האינטרסים של בעלי המניות, ולעתים דווקא האינטרסים של הראשונים תואמים את פונקציית המטרה של השאת רווחי החברה. כך, למשל, הניחו מנהלים שכמצוות סעיף 11 מתחשבים בפעולתם באינטרסים של הנושים, תוך פגיעה באינטרסים של בעלי המניות, כדי להשיא את הרווחים של החברה. במקרה זה על החברה להגן על האינטרסים של המנהלים – למשל, שלא ייזקו במשכורתם או שלא יפוטרו על ידי בעלי המניות, שהרי בהגנה על המנהלים משיאי הרווחים של החברה מושאים רווחי החברה.

של השאת רווחי החברה בלא העדפה א־פריורית של מי מהאינטרסנטים הפועלים בתוך התאגיד או מחוצה לו. כיוון שהמציאות עשויה לעלות על כל דמיון, המחוקק מתיר לחברה להתחשב, במקרה המתאים, בכל אינטרס שהוא.

ד. התכלית של סעיף התכלית

הנורמה הקבועה בסעיף התכלית אמורה לשמש כלי עזר פרשני מרכזי בהבנת החוק. כפי שנראה, עמדה "תמימה" זו עשויה להביא לתוצאות מעניינות, שתעצבנה את השיח של דיני החברות (ואולי גם את השפעותיו על העולם העסקי) בדרך שונה מהמקובל עד כה. אדגים זאת בשלושה אופנים.

1. "טובת החברה"

המונח "טובת החברה" הופיע בסעיף 96כז לפקודת החברות: "נושא משרה חב חובת אמונים לחברה, ינהג בתום לב ויפעל לטובתה...". הנחת היסוד הפרשנית הייתה כי "טובת החברה" נגזרת מטובתם של מכלול בעלי המניות בחברה.⁷⁰ לפיכך, הדיון במונח לא נקשר עם הסוגייה העקרונית של תכלית החברה.

החוק החדש מרחיב את השימוש במונח "טובת החברה" הרבה מעבר למקובל עד כה. על פיו, "טובת החברה" תשמש קריטריון מרכזי להכרעה בשורה ארוכה של נושאים מרכזיים שאינם קשורים זה לזה.⁷¹ מסתבר, בעיני, שהגדרת תכלית החברה בסעיף 11 משפיעה באופן ברור על התוכן שיש לתת ל"טובת החברה".⁷² אם תכלית החברה – במובן של יעד־חפץ – היא להשיג מטרה מסוימת, הרי שהשגת אותה מטרה משרתת את טובת החברה. סיעון הפוך, שלפיו טובת החברה עשויה להיות מושגת אם תפעל החברה בניגוד לתכליתה – או, למצער, מחוץ לה – איננו יכול להישמע. לפיכך, כאשר קבע המחוקק שתכלית החברה היא "לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה", הוא גם הגדיר בכך את התוכן המהותי של טובתה. כאשר המחוקק קבע שבמסגרת השיקולים העסקיים להשאת רווחי החברה ניתן להתחשב באינטרסים של קהלים אחרים, דוגמת

70 השאלה אם קיימת חובת התנהגות של נושאי משרה גם כלפי אחרים התעוררה ונדונה סביב פרשנות סעיף קטן 96כז(ב), שקבע כי "אין באמור בסעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר". פרופ' פרוקצ'יה הציע לפרש את הסעיף כמי שקובע חובת התנהגות של נושא משרה גם כלפי אחרים החברים בקהלים פנים־תאגידיים, דוגמת נושים, עובדים ובעלי מניות אינדיבידואליים. ראו פרוקצ'יה, הערה 48 לעיל. אולם, גם לדיו של פרופ' פרוקצ'יה, המונח "טובת החברה" מוגדר כטובת המכלול של בעלי מניותיה (בהווה ובעתיד). שם, בעמ' 302–303.

71 המונח מופיע בחוק יותר מעשר פעמים; לפירוט ראו בהמשך.

72 לעמדה דומה ראו רוזמן, הערה 57 לעיל, בעמ' 69.

נושים ועובדים, הרי שהאינטרסים של קבוצות אלה עשויים להיכלל, במקרים המתאימים, בהגדרה של "טובת החברה"; היינו: בעקבות סעיף התכלית שוב אין לערוך זיהוי אוטומטי בין טובת החברה לבין טובת מכלול בעלי המניות בה.

לשינוי התוכן הפנימי של "טובת החברה" על פי הפרשנות המוצעת ל"תכלית החברה" יש השפעות מרחיקות-לכת על דרכי תפקודן של חברות במשטר החוקי החדש. אמנה אותן לפי סדר הופעתן של המונח "טובת החברה" בסעיפי החוק:

(א) החוק מונה שש עילות חלופיות להרמת מסך ההתאגדות. אחת מהן קובעת כי המסך יורם בהתקיים שורה של תנאים מצטברים, ובהם קיומו של "סוד סביר להניח כי ניהול עסקי החברה לא היה לטובת החברה".⁷³ על פי דברינו, ייתכנו מצבים שבהם ניהול לטובת בעלי המניות, הפוגע בעניינים של קהלים אחרים באופן שמשפיע לרעה על רווחי החברה, יתמיין כניהול שלא לטובת החברה, בהתאם לפרשנות המונח על פי סעיף התכלית, ולכן ישמש עילה להרמת מסך ההתאגדות.⁷⁴

(ב) החוק קבע חידוש משמעותי בהתירו ייחוס זכויות וחובות של החברה ליחידים באורגנים השונים,⁷⁵ בהתקיים התנאים לחלק מהעילות להרמת מסך ההתאגדות

73 סעיף 6(ג2).

74 בלשונו של סעיף 6(ג2) ניתן למצוא חיזוק לעמדה שלפיה המונח "טובת החברה" עשוי לכלול מגוון רחב של אינטרסים (מעבר לאינטרסים של בעלי המניות). ודוק: בדרך כלל הרמת המסך מתבקשת כדי להטיל אחריות אישית על בעלי המניות בגין חובות החברה. כאמור, הסעיף מאפשר הרמת מסך כאשר מתבצעת התנהגות ניהולית הפועלת בניגוד לטובת החברה. אם נאמץ את הפרשנות המקובלת ל"טובת החברה", המזהה את טובת החברה עם טובת בעלי המניות, יאבד הסעיף משמעות הגיונית. הוא ייקרא כקובע שהפגם של תפקוד החברה בדרך של פגיעה ברווחתם של בעלי המניות (טובת החברה) יירפא באמצעות הטלת אחריות על בעלי המניות (הרמת מסך)... לפיכך, יש לטעון את המונח "טובת החברה" כפרשנות רחבה יותר הכוללת מרכיבים נוספים, הנגזרים, מן הסתם, מהאינטרסים של שאר הקהלים. היינו: כוונת הסעיף היא לקבוע שכאשר מתמלאים התנאים השונים, וביניהם התנאי שלפיו ניהולה של החברה איננו פועל לטובת החברה כאישיות משפטית נפרדת, אפשר להרים את מסך ההתאגדות לשם הטלת אחריות על בעלי המניות. אם כללי הפרשנות מצדדים במתן תוכן זה לאותו מונח, המופיע בחוק אחד במקומות שונים, או אז ההסבר המסתבר של המונח "טובת החברה" בסעיף 6 ילווה אותנו גם בפרשנות המונח בשאר מופעיו בחוק.

ניתן כמובן "להחיות" את הפרשנות המסורתית של "טובת החברה" כזוהי לטובת בעלי המניות, באמצעות התעלמות מהמקרה הרגיל של הרמת מסך (הטלת חובות החברה על בעלי המניות) והדגשת המקרים הלא-שכיחים של הרמת מסך לטובת בעלי המניות ("ייחוס זכויות ... של החברה לבעל מניה בה" – סעיף 6(א1); "ייחוס ... חובות של בעל מניה לחברה" סעיף 6(א2)). על פי קריאה זו, אם עסקי החברה מתנהלים שלא לטובת בעלי המניות, יורם מסך ההתאגדות כדי לזכות את הנפגעים בזכויות השייכות לחברה או כדי לשחרר אותם מחבובות אישיות והכנסת החברה תחתם. אף שקריאה זו אפשרית, היא נראית לי אזורית.

75 סעיף 46 מגדיר את האורגנים של החברה שמית (האסיפה הכללית, הדירקטוריון, המנהל הכללי) ופונקציונלית ("כל מי שעל פי דין, או מכוח התקנון רואים את פעולתו כענין פלוגי כפעולת החברה לאותו ענין").

(במישור היחסים שבין החברה לבין בעלי המניות), בשינויים המחויבים.⁷⁶ בין העילות הרלבנטיות מצויה גם העילה המונה בין תנאיה את האפשרות של ניהול שלא לטובת החברה. עולה מכך שניתן להטיל אחריות אישית על "יחיד האורגן" אם ניהול עסקי החברה על ידם היה שלא לטובת החברה במובנה הרחב, על פי סעיף התכלית.

(ג) במקרים שבהם יש לבעל מניה זכות לדרוש מהחברה לעיין במסמכים הנמצאים ברשותה היא רשאית לסרב לבקשה אם לדעתה הגילוי עלול לפגוע בטובת החברה.⁷⁷ לכן, חברה השוקלת אם להיעתר או לסרב לבקשת עיון של בעל מניה רשאית להתחשב בהשפעות של הגילוי על כל המושפעים ממנו. לפיכך, גם בעל שליטה מלאה איננו בעל זכות אוטומטית (בכשירותו כבעל מניה) לעיין במסמכי החברה "שלו". ניתן להעלות על הדעת מצבים קיצוניים שבהם עצם חשיפת המידע לעיניו עלולה לפגוע בעניינים של קהלים אחרים באופן כזה שמבחינה מצרפית תגרע טובת החברה. כך, למשל, הניחו חברה-אם, שבשליטתה קבוצה של כמה חברות בנות המתמחות בעיסוקים מסחריים הקשורים זה לזה. הניחו עוד כי משתלם לחברת-האם לנצל מידע עסקי סודי שהוא נכס של אחת החברות הבנות שבשליטתה המלאה, באמצעות הדלפתו לשאר החברות שבקבוצה. הדלפת המידע הסודי אמנם תועיל לחברה-האם, בעלת המניות בחברה הבת, אך תקטין מהותית את כושר התחרות של החברה-הבת הנגזלת, ותפגע ברווחה של שאר הקהלים הקשורים בחברה-הבת, דוגמת עובדים ונושים. לפיכך, על פי הפרשנות המוצעת, החברה-הבת רשאית לסרב לבקשה של חברת האם, בעלת השליטה המלאה, לעיין במסמך המכיל את המידע הסודי. באופן דומה, זכותו של דירקטור לבדוק את מסמכי החברה, רישומיה ונכסיה צריכה להיבחן כנגד החשש שהבדיקה עלולה לפגוע בטובת החברה.⁷⁸ גם כאן מסתבר שניתן להתחשב במכלול העניינים הרלבנטיים, בלי תלות במיהותו של בעל העניין.

(ד) בית משפט יאשר תביעה נגזרת אם ישתכנע כי "לכאורה התביעה וניהולה הן לטובת החברה".⁷⁹ לאור סעיף התכלית, על בית המשפט להתחשב באינטרסים של כלל הקבוצות המושפעות מהפעלת זכות התביעה של החברה, ככל שהאינטרסים שלהם מקרינים על רווחי החברה.

(ה) הוא הדין במקרה של הגנה נגזרת: אם החברה נתבעת, בית המשפט רשאי להתיר לבעל מניה או לדירקטור להתגונן בשם החברה ובלבד שהשתכנע שהדבר הוא

76 סעיף 54(ב).

77 סעיף 185(ב).

78 סעיף 265(א).

79 סעיף 198(א).

למטבת החברה.⁸⁰ גם כאן מסתבר שבית המשפט רשאי להתחשב בעניינים של כלל הקהילות שרווחי החברה נגזרים מהם.

(ד) חובת ההתנהגות המרכזית של נושאי משרה – חובת האמונים – דורשת מהם להפעיל את סמכותם בתום לב ולמטבת החברה.⁸¹ זהו הקריטריון הבסיסי להערכה של כשרות פעולתם במקרים מגוונים כמו ניגודי עניינים, ניצול הזדמנויות עסקיות, תחרות עם עסקי החברה, גילוי מידע ועוד. על פי סעיף התכלית מסתבר שיש לקרוא את החוק כמי שמתיר לנושאי משרה להפעיל את סמכותם, תוך התחשבות תמת-לב במגוון אינטרסים. בעלי המניות לא יהיו רשאים לתבוע את נושאי המשרה בגין הפרה של חובת אמונים רק משום שהאחרונים שקלו גם את האינטרסים של נושים, עובדים, הציבור בכללותו וכל קבוצה רלבנטית. יתרה מזאת: נושאי משרה השוקלים אך ורק את טובת בעלי המניות בעת הפעלת סמכותם, תוך התעלמות מחובתם להשיא את רווחי החברה, עלולים להימצא אחראים בגין הפרה של חובת האמונים, אף אם נהגו בתום לב.

(ה) גם אישור פעולה המהווה על פניה הפרה של חובת האמונים מותנה בכך שהפעולה או אישורה אינן פוגעות בטובת החברה.⁸² לפיכך, פעולה תמת-לב עשויה לקבל אישור אם היא (או אישורה) אינם פוגעים במימושו של קריטריון-העל של תכלית החברה: השאת רווחי החברה (וזאת אף אם הפעולה או אישורה פוגעים באינטרסים של בעלי המניות).

(ו) חברה רשאית לרכוש ביטוח אחריות עבור נושאי משרה בעניינים הנוגעים להפרת חובת האמונים בהתקיים שני תנאים מצטברים: נושא המשרה פעל בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה לא תפגע בטובת החברה.⁸³ על פי הפרשנות המוצעת, נושא משרה שהפר את חובת האמונים בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שפעולתו לא תפגע ברווחי החברה, כפי שהם משתקפים מהאינטרסים של כלל הקהילות, יוכל לקבל כיסוי ביטוחי גם אם היה ברור מלכתחילה שהפעולה תפגע בטובת בעלי המניות.

(ז) שורה ארוכה של עסקאות (חלקן שכיחות ביותר), המסוגלות על ידי החוק כ"עסקאות עם בעלי ענין", טעונות אישור מיוחד שיכול להינתן רק אם העסקה איננה פוגעת בטובת החברה.⁸⁴ לכן, בעת עריכתן של עסקאות אלו – כגון קביעה של תנאי כהונה ותנאי העסקה של דירקטורים, כריתה של עסקאות חריגות של חברה ציבורית עם בעל שליטה בה או של עסקאות של חברה עם נושא משרה בה, מתן פטור, ביטוח, התחייבות לשיפוי או שיפוי לנושא משרה שאיננו דירקטור – החברה רשאית להיזקק

80 סעיף 203(א).

81 סעיף 254(א).

82 סעיף 255(א)(1).

83 סעיף 261(2).

84 סעיף 270.

לבדיקה של השפעת העסקה על הרווחים של החברה, כפי שהם נמדדים עקב השפעות העסקה על כלל הקהלים הרלבנטיים (ולא רק על בעלי המניות).
(י) אימתי מותר לנושא משרה בחברה לנקוט טקטיקת הגנה שמטרתה להכשיל השתלטות בדרך של הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה? גם כאן אמת-המידה היא תום הלב של נושא המשרה וקיומו של יסוד סביר להניח שנקיטה של טקטיקת ההגנה היא לטובת החברה.⁸⁵ שוב, לשיטתנו, נושא המשרה איננו מחויב להתחשב אך ורק באינטרסים של בעלי המניות, אלא אפשר שיתחשב באינטרסים של קהלים אחרים, ככל שהדבר נוגע לרווחי החברה.

דוגמאות אלה ממחישות את החשיבות של הגדרת התכלית. בעוד שבמדינות ארצות-הברית ההקשר המרכזי של פיתוחם של חוקי הקהלים נגע בעיקר לדוגמא האחרונה לעיל (דוגמא י'), בישראל מדובר בהקשר רחב ולמעשה בלתי-מוגבל. המחוקק בחר להיעזר במונח "טובת החברה" כקריטריון מכריע בצמתים שבהם נקבעים דרכי התנהלותן של חברות. פרשן עתידי של החוק החדש מצווה להעמיס על המונח תוכן קונקרטי בהתאם להנחיות סעיף 11. אמור מעתה: תכלית החברה משנה את הפרשנות של המערך הנורמטיבי של דיני החברות מן הקצה אל הקצה. כאשר הדבר מקדם את השאת הרווחים של החברה – שכאמור, איננה זהה בהכרח לאינטרסים של בעלי המניות – מותר לחברה להתחשב באינטרסים של קהלים מגוונים ובלתי-מוגדרים.

למקרא הדברים עשויה להתעורר תמיהה: מדוע בחר המחוקק להשתמש בשני מונחים שונים – תכלית החברה וטובת החברה – ומדוע בחר להגדיר את המונח הראשון ולא עשה כן למונח השני? דומני כי מתבקשת פרשנות שלפיה שני המונחים אינם חופפים זה את זה, אלא האחד כולל את האחר. התכלית היא מושג-מסגרת רחב, בעל אופי מכונן. טובת החברה, לעומת זאת, היא מושג מצומצם יותר, הכלול בתכלית ונגזר ממנה, אך איננו ממלא אותה וממצה אותה. המונח "טובת החברה" הוא רק אחד האופנים הבולטים שבהם מתגשמת תכלית החברה; אולם למצוות המחוקק בדבר קיומה של תכלית לחברה יש גם ביטויים נוספים, לא כולם גלויים לעין. שני הסעיפים הבאים נועדו להמחיש את המשמעות המכוננת והכללית של סעיף התכלית בפרשנות חוק החברות (במנותק מפרשנות המונח "טובת החברה").

2. מונחי שסתום

נסחי החוק עשו שימוש במונחי שסתום שתוכנם עמום ואיננו מתפרש בנקל. כך, למשל, ניתן למצוא בחוק הררי נורמות התלויים על חוט שיערה פרשני של מונחים דוגמת "תום לב", "דרך מקובלת", "הגינות", "קיפוח", "ציבור" או "אדם אחר". המחוקק לא מצא לנכון להגדיר מונחים אלה ובכך הניח לפרשנים תהומות שלמים להתגדר בהם. דומני שגם כאן, כמו בדיון על "טובת החברה", טוב יעשו הפרשנים – וזו גם תהיה בוודאי

85 סעיף 330(א).

נטיית לבם – אם ייעזרו בסעיף התכלית כנקודת משען ארכימדית למתן תוכן קונקרטי למונחי השסתום האמורים. להלן אדגים.

(א) תום לב ודרך מקובלת

החוק קובע סטנדרט התנהגות חדש עבור בעל מניה: הוא איננו זכאי להפעיל את זכויותיו ואת חובותיו (כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים) כרצונו, אלא עליו לעשות זאת "בתום לב ובדרך מקובלת", ועליו להימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה.⁸⁶ מהי משמעות המגבלה החדשה על כלל חירות הפעולה של בעל המניה?⁸⁷ מהי הדרך המקובלת (שתוכנה, לכל הדעות, נקבע על פי מבחנים אובייקטיביים⁸⁸) בהפעלת זכות ההצבעה של בעל המניה, ומהו הקריטריון (אובייקטיבי או סובייקטיבי⁸⁹) שעל פיו יימדד תום הלב של בעל המניה המצביע? כמו בהקשר של "טובת החברה", גם כאן מסתבר שיש להעדיף פרשנות שלא תעמוד בסתירה להגדרה של תכלית החברה. התוכן הפנימי של אמת המידה לנורמטיביות של השימוש בזכות ההצבעה חייב להתפרש בזיקה לתכלית החברה. הערכת פעולתו של בעל מניה כניצול מותר או פסול של כוחו תימדד נוכח החובה "לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה" של החברה. כך, למשל, הניחו הצבעה של בעל מניות בעד שינוי תקנון החברה באופן שייטיב עם האינטרסים של כלל בעלי המניות אך יפגע בקשת הרחבה יותר של האינטרסים של קהלים אחרים, פנים-תאגדיים או חוץ-תאגדיים. האם הצבעה זו עומדת בקריטריון של "דרך מקובלת ותום לב"? האם היא מהווה ניצול לרעה של כוח? במשטר שקובע כי תכלית החברה נגזרת אך ורק מרווחת בעלי המניות, הצבעת בעל המניה בעד השינוי לא הייתה נתפסת כמפרה את הסטנדרט. אולם, בהינתן סעיף 11, שימוש בזכות ההצבעה של בעל המניה שאיננו מתחשב בעניינים של שאר הקהלים עלול, בתנאים מסוימים, להתפרש כבלתי-נורמטיבי.⁹⁰

86 סעיף 192(א).

87 לתיאור הכללי של "חירות הפעולה" של בעל המניה ולניתוח ביקורתי שלו ראו ידידיה צ' שטרן, "עיצובן המודרני של הזכויות והחובות הנלוות למניה – מהמקרה קניינית להנמקה עניינית", עיוני משפט יט 91 (תשנ"ב).

88 הדעות חלוקות בדבר תוכנו של המבחן האובייקטיבי: האם הדרך המקובלת נגזרת מדרך ההתנהגות בפועל בשוק הרלבנטי, או שהיא מתארת את הדרך שרצוי וראוי כי תהיה מקובלת? ראו רע"א 6339/97 רוקר נ' סלומון (לא פורסם, 23.12.1999).

89 ביטוי עדכני ומרתק של נתזי מחלוקת בשאלה זו בין הנשיא ברק לשופט חשין, בהקשר של חוק החוזים, מופיע בפרשת רוקר, שם.

90 הוא הדין במקרה הפוך: הצבעה של בעל מניות המתחשבת באינטרסים של שאר הקהלים, אף שהיא פוגעת באינטרסים של בעלי המניות האחרים, לא תחשוף את המצביע לאחריות משפטית כלפי בעלי המניות בגין הפרת הסטנדרט הקבוע בסעיף אם יש בה כדי לקדם את רווחי החברה. עם זאת ראוי לשים לב לנוסח סעיף 191(א), המתייחס לקיפוח של בעלי המניות בלבד, באופן

(ב) קיפוח

החוק מטיל חובה על בעל מניה להימנע מקיפוח של בעלי מניות אחרים.⁹¹ בית המשפט העליון והמלומדים פירשו את המונח "קיפוח", בהקשר של סעיף 235 לפקודת החברות, כפגיעה בציפיות הלגיטימיות.⁹² אם נאמץ פרשנות זו גם לצורכי החוק, או אז יש להסתפק בשאלה מהן הציפיות הלגיטימיות של בעל מניה אחד מרעהו, למשל בעת הפעלת זכות ההצבעה? מובן, שבעל המניה ההיפותטי מצפה ומייחל להשאה של רווחיו; אולם הקביעה של סעיף 11, הממקדת את התכלית בהשאת רווחי החברה, מבהירה כי לא תמיד הציפייה הרציונלית של בעל המניה ההיפותטי להשאת רווחים היא לגיטימית. בהינתן התכלית הקבועה בחוק, עליו להנמיך את ציפיותיו באופן שרווחתו האישית תוכפף ותותנה ברווחת החברה, המושפעת, במקרים המתאימים, מהאינטרסים של קהלים אחרים. לפיכך, אפשר שפעולה של בעל מניה המשיאה את רווחי החברה אך פוגעת באינטרסים של בעלי מניות אחרים לא תקפה את האחרונים, אף שהיא פוגעת בציפיות שלהם.

באחת: על פי סעיף התכלית, על כל בעל מניה לדעת שציפיותיו הלגיטימיות לרווח אישי מהשקעתו בחברה אינן מוגנות בהכרח על ידי חוק החברות, אלא אם קיימת זהות אינטרסים בינו לבין החברה, ורק עד למידה שבה היא אכן קיימת.

(ג) הגינות

החוק קובע שעל בעל שליטה ובעל כוח הכרעה מוטלת החובה "לפעול בהגינות כלפי החברה".⁹³ מאחר שמדובר בבעל מניה שהוא בעל כוח רב יותר מזה של בעל מניה מהשורה, סביר להניח שסטנדרט ההגינות המוטל על שכמו דורש ממנו דרישות גבוהות יותר מהסטנדרט הרגיל המחייב כל בעל מניה (תום לב ודרך מקובלת, הימנעות מניצול לרעה והימנעות מקיפוח). גם כאן, בהעדר הגדרה, סביר לצפות שהתוכן הפרשני של חובת ההגינות ייגזר מהסעיף המכונן את אופן הפעולה של החברה – סעיף התכלית.⁹⁴

המצביע לכאורה על כך שעצם ההתחשבות באינטרסים של שאר הקהלים – אף שהיא תואמת את מצוות סעיף התכלית – עלולה לעורר מצב של קיפוח כלפי בעלי המניות. דומני, שהתשובה לעניין זה טמונה בהגדרת המונח "קיפוח", וראו בהמשך.

91 סעיף 192(ב).

92 ראו ע"א 275/89 דוידזון נ' אורנשטיין, פ"ד מו(1) 125, 131, וכן צפורה כהן, "הסעד למקרה קיפוח", מחקרי משפט ה' 28, 44–56 (תשמ"ז).

93 סעיף 193(א).

94 ודוק: אף שמדובר בשני סטנדרטים שונים, שניהם עשויים לינוק את פרשנותם מסעיף התכלית. השוני בין חובות ההתנהגות המוטלות על השניים הוא עניין של מידה: בעל השליטה, כנגזר

כך, למשל, פסיקה ישראלית,⁹⁵ שהלכה בעקבות פסיקה אמריקנית⁹⁶ הטילה על בעל שליטה להדר בבחירת הרוכש בעת ביצוע מכירה פרטית של שליטה, ואסרה עליו להעביר את השליטה למי שידוע לו כי הוא בוזז פוטנציאלי של רכוש החברה. יש להניח כי חובת התנהגות זו תיכלל מעתה בגדר "החובה לפעול בהגנות". אולם, מה צריך להיות טיבו של הרוכש שמכירת השליטה לידי תחשוף את המוכר לאחריות משפטית? התשובה נגזרת לדעתי מהגדרת תכלית החברה. בעבר, המדד להגדרת הבוזז היה כוונתו ביחס לרווחת בעלי המניות; כיום, לאור סעיף 11, המדד להגדרת הרוכש כבוזז יהיה כוונתו ביחס להשאת רווחי החברה.⁹⁷

(ד) ציבור

הרשות לניירות ערך תישא בהוצאות של תובע בתובענה ייצוגית אם, בין היתר, היא שוכנעה כי "יש בתובענה ענין לציבור".⁹⁸ מיהו הציבור? האם הכוונה היא דווקא לציבור בעלי המניות? סעיף התכלית, כסעיף מכונן של דרכי הפעולה של חברה, יעודד פרשנות רחבה של המונח "ציבור". זהו מונח גמיש, שהבאים בכללו אינם קבועים וידועים מראש אלא נקבעים בהקשר ובנסיבות של כל מקרה ומקרה. על הרשות לניירות ערך להשתכנע כי בתובענה הייצוגית הנדונה יש עניין כדי להשיא את רווחי החברה. לצורך כך היא יכולה להתחשב באינטרסים של כל הקהלים שקיימת זהות אינטרסים בינם לבין החברה. אכן, אפשר שהרשות לניירות ערך תהיה רשאית לשאת בהוצאות של תובע ייצוגי גם אם בתביעתו אין עניין לבעלי המניות.

(ה) תועלת לחברה

בית המשפט רשאי להורות על תשלום גמול לתובע שצלחה תביעתו הנגזרת. שיעור הגמול ייקבע, בין היתר, בשים לב "לתועלת שצמחה לחברה מהגשת התביעה ומהזכייה בה".⁹⁹ לאור סעיף התכלית, התועלת לחברה נמדדת לא רק מזווית הראייה של בעלי המניות אלא גם מהאינטרסים של שאר הקהלים, ככל שהם משפיעים על רווחי החברה.

מכותו המוגבר, כפוף להגבלות חמורות יחסית על שימוש בכוח, המטילות עליו התחשבות יתרה בשמירה על תכלית החברה.

95 עניין קוסרי, הערה 15 לעיל.

96 למראי מקומות ולדיון נרחב בסוגיה ראו ידידיה צ' שטרן, "רכישה פרטית של שליטה בחברה", משפטים כג 163 (תשנ"ד).

97 וראו גם דוגמא (ג) בסעיף ג.1(ד) לעיל.

98 סעיף 209(ב) לחוק.

99 סעיף 201 לחוק.

3. בעלי הזכות לאכיפה של הנורמות שבחוק

חוק החברות קובע שורה ארוכה של נורמות (קוגנטיות ודיספוזיטיות) המטילות חובות על חלק מהשחקנים בזירה המסחרית, וכנגדן יוצרות זכויות לשחקנים אחרים. בחוקים אזרחיים הסמכות לאכוף את הנורמה הסטוטורית מסורה בדרך כלל למי שהחוק קובע שהוא בעל הזכות שכנגדה החובה הסטוטורית. לפיכך, בכל מקום שבו מציין חוק החברות מפורשות את בעל הזכות שכנגדה החובה הסטוטורית, זכות האכיפה מסורה לו.

כך, למשל, כאשר החוק מציין מפורשות כי בעל הזכות הוא בעל המניה, בעל המניה הוא הזכאי לאכוף את הזכות.¹⁰⁰ במקרים מסוימים רשאי בעל מניה לתבוע גם את זכותם של בעלי מניות אחרים באמצעות תובענה ייצוגית,¹⁰¹ והוא הדין כאשר החוק מציין כי הנושה הוא בעל הזכות.¹⁰² נושה מסוים, בעל איגרת חוב, יכול לתבוע את זכותם של נושים אחרים באמצעות תובענה ייצוגית.¹⁰³ כאשר החוק קובע שהחברה היא בעלת הזכות, החברה רשאית לעשות שימוש בזכות כבכל נכס אחר של החברה.¹⁰⁴ האחראי על קבלת ההחלטה בדבר השימוש בזכות הוא האורגן המוסמך בהתאם לדרכי הקצאת הסמכויות בחברה. במקרים המתאימים, זכותה של החברה יכולה להתממש גם על ידי אחר באמצעות התביעה הנגזרת. מפעיל התביעה הנגזרת הוא בעל מניה, דירקטור בחברה,¹⁰⁵ ובמקרים מסוימים גם נושה.¹⁰⁶ ברור, לפיכך, שקהלים אחרים אינם יכולים להפעיל את זכות החברה, גם אם על פי תכלית החברה ניתן להתחשב גם בעניינים שלהם.

אולם, לעתים החוק איננו מזהה באורח חד-משמעי את בעל הזכות שכנגדה החובה המפורטת בחוק. במקרים אלה, מי יוכל לאכוף את הזכות נגד בעל החובה? במשטר הנורמטיבי הישן של פקודת החברות ניתן היה להניח שבעל הזכות הוא החברה עצמה (באמצעות אורגניה או נושאי משרה בה) או בעלי מניות בה. האם פרשנות זו תקפה גם במשטר הנורמטיבי החדש? דומני שקיומו של סעיף התכלית עשוי לשנות את התשובה: אם ההוראה המכוננת של החברה העסקית, המהווה מצפן פרשני של החוק, מאפשרת לשקול את האינטרסים של קהלים מגוונים מלבד בעלי המניות במסגרת פעולתה של החברה, משיקולים עסקיים, להשאת רווחיה – או אז ייתכן שחברים בקהלים אלו הופכים להיות בעלי זכות שהאינטרסים שלהם יישקלו כאשר יש בהם כדי להועיל לרווחי החברה.

100 ראו, למשל, סעיפים 184–192.

101 סעיף 207.

102 ראו, למשל, סעיף 55.

103 סעיף 207 קובע כי התובענה הייצוגית יכולה להיות מוגשת על ידי "מי שלו עילת תביעה, על פי כל דין הנובעת מזיקה לנייר ערך". סעיף 1 לחוק מגדיר "נייר ערך" – לרבות איגרת חוב.

104 ראו, למשל, סעיפים 193, 252 ו-254.

105 סעיף 194.

106 נושה יכול לזווג תביעה נגזרת רק בשל חלוקה אסורה שבוצעה בחברה (סעיף 204).

לפיכך, אפשר שכאשר המחוקק סתם ולא פירש את רשימת בעלי הזכות, יוכלו גם עובדים, נושים או יחידים וקבוצות מהציבור לאכוף את הנורמות הרלבנטיות של חוק החברות (כאמור, רק בתנאי שניתן להוכיח זהות בין האינטרסים שלהם לבין רווחי החברה). ראוי לציין, כי פתיחת השער בפני קהלים אלה עשויה להתברר כרחבה למדי מכוח העובדה שמצודתו של סעיף התכלית, כרקע פרשני, פרושה על פני החוק כולו. אדגים:

(א) בעניין הרמת מסך ההתאגדות קובע החוק שבהתקיים אחת מהעילות המנויות, ניתן ליחס את הזכויות והחובות של החברה לבעל מניה בה ואת הזכויות והחובות (כמו גם התכונות) של בעל המניה לחברה.¹⁰⁷ אחת העילות היא שימוש באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה כדי "לקפח אדם" (אם מדובר במקרה חריג וכשמתקיים טעם מיוחד).¹⁰⁸ התיבה "אדם" מלמדת על העדפתו של המחוקק לאמץ קטגוריה רחבה ככל האפשר של יישויות משפטיות שקיפוחן עלול לשמש עילה להרמת המסך. היינו: קיפוח – במובן של אי-עמידה בציפיות לגיטימיות – של כל אחד עשוי, בהתקיים שאר התנאים, להביא להרמת המסך. מי רשאי לפנות לבית המשפט בבקשה להרים את מסך ההתאגדות? החוק איננו מפרש, ובהעדר הגבלה מסתבר שהנגישות לבית המשפט, לפי עילה זו, מסורה לכל אדם שסובר כי קופח. בהקשר זה מבהיר סעיף התכלית כי בכלל בעלי הציפיות הלגיטימיות – שהפרתן מקפחת ומאפשרת תביעה של המקופח להרמת מסך ההתאגדות – מנויים לא רק נושים אלא גם עובדים (שהם, כמוכן, סוג מובחן של נושים), הציבור ולמעשה כל אחד שניתן להתחשב בענייניו על פי הוראת סעיף 11. ודוק: אין לזהות בין בעל הציפייה הנכזבת ובין נושה, שהרי לו היו זהים – אם כל מי שקופח הוא בגדר "נושה" – לא היה צורך בעילת הקיפוח מלכתחילה, שהרי היה יכול לתבוע את מימוש זכותו כמו כל נושה. אמור מעתה, עילת הקיפוח מגבשת זכות חדשה ובעל הזכות הוא כל אחד – "אדם". סעיף התכלית משמש בהקשר זה כמתווך פרשני להיקף הנגישות של בעלי אינטרסים שונים להרמת מסך ההתאגדות.

(ב) רשם החברות מוסמך לקבוע אם התמלאו התנאים והדרישות הקבועים בחוק בעניינים שונים. ערעור על החלטת הרשם יכול להגיש לבית המשפט מי ש"רואה עצמו נפגע מהחלטת הרשם".¹⁰⁹ נראה לי, שלאור סעיף התכלית יכולה אוכלוסיית הנפגעים הפוטנציאלית לכלול קהלים רחבים. כך, למשל, כאשר הרשם קובע כי התמלאו תנאים לרישום מיזוג,¹¹⁰ אפשר כי העובדים – שאינם מהווים צד פורמלי להליכי המיזוג – רשאים לערער על ההחלטה, כאשר הפרשנות של "רואה עצמו נפגע" נגזרת מצפיותיהם של העובדים מהחברה. אם תכלית החברה כוללת התחשבות בשיקולים עסקיים להשא

107 סעיף 6(א).

108 סעיף 6(ג)(1).

109 סעיף 45(א).

110 סעיף 37(א)(4).

רווחי החברה הנוגעים לעובדים, הם רשאים לראות את עצמם נפגעים במקרה שהמיוזג מתעלם מענייניהם.

(ג) החוק קובע כי אין בהוראות הקובעות חובת זהירות וחובת אמונים של נושא משרה כלפי החברה "כדי למנוע קיומה של חובת זהירות/אמונים כלפי אדם אחר".¹¹¹ אף שסעיפים אלו היו קיימים בנוסח זהה גם בפקודה,¹¹² כלילתם בחוק החדש, לצד סעיף התכליתי, יכולה לטעון אותם פרשנות חדשה. על פי פרשנות זו, אף שחובות ההתנהגות של נושאי משרה מופנות כלפי החברה, אין להפקיד את מלאכת האכיפה של חובות אלו אך ורק בידי החברה (ומי שיכול לתבוע בשמה מכוח התביעה הנגזרת). כפי שיפורט בהמשך,¹¹³ מאחר שהמשטר והממשל בחברה מופקד בידיהם של בעלי המניות, מסירת כוח האכיפה לחברה באופן אקסקלוסיבי עלולה לתמרץ את נושאי המשרה להתעלם מהאינטרסים של שאר הקהלים בעת שהם מנהלים את החברה. לכן קובע החוק, שבצד החובה כלפי החברה קיימת גם חובת התנהגות כלפי "אדם אחר", שבכלל בא כל מי שיש להתחשב בענייניו לצורך השאת רווחי החברה. כפי שכבר הוסבר,¹¹⁴ חובת ההתנהגות של נושא המשרה כלפי האדם האחר איננה חובת התנהגות עצמאית המעניקה זכויות ל"אחר" שהאינטרסים שלו יישקלו בכל מקרה. בהתאם לפרשנות מונח זה על פי סעיף התכליתי, רק כאשר מתקיימת זהות בין האינטרסים של האחר לאינטרסים של "חובת החברה", ורק במידה שבה מתקיימת זהות כזו, מתעוררת הזכות של האחר. החובה של נושא המשרה כלפי האחר היא גלווית ונספחת לחובה האולטימטיבית כלפי החברה. לפיכך, זכותו של האחר לאכוף את חובת ההתנהגות של נושאי המשרה כלפיו נגזרת מהאינטרסים של החברה.¹¹⁵

111 סעיפים 252(ב) ו-254(ב).

112 סעיפים 96כ(ב) ו-96כז(ב) לפקודה.

113 להרחבה בעניין זה ראו פרק ה להלן.

114 ראו סעיף ג.1(ג) לעיל.

115 ניתן לכאורה לערער על פרשנות זו. ראשית, סעיף 255, הקובע את התנאים המוקדמים לאישור פעולות המפרות את חובת האמונים, מתייחס אך ורק לאישור של פעולות המנויות בסעיף 254(א). הסעיף איננו מאפשר אישור פעולות המהוות הפרה של חובת אמונים של נושא משרה כלפי אדם אחר מכוח סעיף 254(ב). יש בכך כדי לתמוך בפרשנות המקובלת, שלפיה סעיף קטן (ב) איננו יוצר חובת אמונים חדשה כלפי "אדם אחר", אלא הוא מתייחס לחובת אמונים קיימת של נושא משרה כלפי אדם אחר מכוח דין אחר (למשל, חוק השליחות). לו היה סעיף קטן (ב) יוצר חובת אמונים חדשה, היה על חוק החברות לפרט מהם התנאים המוקדמים ומהי הפרוצדורה הנדרשת לשם אישור הפעולה המהווה הפרה של חובת האמונים האמורה כלפי האדם האחר. שנית, לשון הסעיף מדברת על קיומה של חובת התנהגות כלפי אדם אחר שאיננו החברה, ואילו לפי הפרשנות המוצעת כאן מדובר על אכיפה של חובת התנהגות כלפי החברה, באמצעות אדם אחר. לטעמי, שני הקשיים ניתנים ליישוב: ראשית, על פי הפרשנות המוצעת, חובת האמונים של נושא המשרה היא כלפי החברה – לנהוג בתום לב ולפעול לטובתה. אלא, שמחמת החשש שפרשני החוק יזהו את חובת החברה עם חובת בעלי המניות הוסיף המחוקק את סעיף קטן 254(ב). זהו סעיף פרשני הקובע כי חובת החברה, הנגזרת מתכלית החברה שהיא השאת רווחיה, מחייבת

ה. משמעותו של סעיף התכלית: ניהול מושכל

האם סעיף התכלית עתיד לשנות את דרכי התנהלותן של חברות הלכה למעשה? האם החובה המוטלת על החברה, אורגניה ונושאי משרה בה, לפעול לשם השאת רווחי החברה תוך חובת התחשבות באינטרסים רחבים, החורגים מאלו של בעלי ההון, עתידה לחלחל לתרבות העסקית המקומית? עקב חידושו של החוק, המסכל מתן תשובה על בסיס תקדים מקומי או זר,¹¹⁶ אדרש לניהול מושכל הנשען על ניתוח של הסביבה הנורמטיבית החדשה שבה תתפקדנה חברות והנהלות ועל הכרה והערכה של הסביבה המסחרית הקיימת. אקדים לניתוח את מסקנתי: נראה לי שתוחלתו של המחוקק, כפי שבוטאה בסעיף 11 לחוק, לא תושג. לניתוח המוביל למסקנה זו שני חלקים: בראשון אציג את הדינמיקות שיביאו לצמצום השפעתו של הסעיף, ובשני אציע את טווח האפשרויות של שימוש אופורטוניסטי ופגום בסעיף.

1. התעלמות מהוראת הסעיף

לעצם ההכרזה והצהרה על קיומה של מטרה אין ערך, בעולם העובדות, אם הנוגעים בדבר – שעליהם מוטלת המשימה להשיג את המטרה – אינם מקבלים לרשותם יכולות ואמצעים חיוניים שיאפשרו לממש אותן.¹¹⁷ הוראת חוק הקובעת תכלית חדשה לחברה – ותהא זו תכלית חשובה, ראויה, מוסכמת, מדויקת ובהירה ככל שתהיה – חייבת להיות מלווה ב"אמצעים" מינימליים שיאפשרו לה להשתרש במציאות המסחרית.

(א) בעיית הנציג

ראוי להבחין בין שני סוגים של תכליות שלמען יכולה חברה לפעול: הראשונה נגזרת

לעתים הטלה של חובת אמונים על נושא משרה כלפי אדם אחר. לפיכך, סעיף 255 נדרש בצדק רק לאישור פעולות המנויות בסעיף 254(א), שכן כל פעולה המפרה את החובה הנלווית של נושא משרה המפורשת בסעיף קטן (ב) מפרה בהכרח גם את החובה הראשית המפורשת בסעיף קטן (א). שנית, סעיף קטן (ב) מנוסח בדרך של קביעה של חובת אמונים "כלפי אדם אחר" משום שבכך מובהר שגם ל"אדם אחר" יש זכות לאכוף את חובת האמונים כלפי החברה. בכך ניתן מענה לחשש שבעלי המניות ונושאי המשרה הממונים על ידם (במישרין או בעקיפין) יעדיפו לזהות באורח אוטומטי בין טובת החברה לבין טובת בעלי המניות, בניגוד לכוננת המחוקק.

ראו הדיון בפרק ב לעיל.

פילוסופים ותיאולוגים חלוקים בשאלה האם המטרה אכן מקדשת את כל האמצעים, כפי שעולה מהפתגם הישועי "מי שהמטרה מותרת לו מותרים לו גם האמצעים", (Cui licitus est finis, etiam licent media, מובא במאה ה-17 אצל Hermann Busembaum, *Medulla theologiae*, lib. VI, tract. 6, cap. 2, dubium 2, art. 1, § 8). כך או אחרת, בהעדר אמצעים להשגת המטרה, היא לא תושג.

מהדינמיקה העסקית המופעלת על ידי ה"יד הנעלמה" הסמית'יאנית. התכלית שכוחות השוק מכוונים את החברה לפעול להשגתה תכונה להלן "תכלית ספונטנית". התכלית השנייה נגזרת מלשון החוק (או החוזה) המכתיב לחברה נורמה שמחייבת אותה לפעול למען תכלית קבועה. התכלית הנורמטיבית תיקרא להלן "תכלית מקווה".

אילו התכלית הספונטנית הייתה זהה תמיד לתכלית המקווה, אפשר היה לוותר על עצם קיומו של סעיף התכלית בחוק או בחוזה, שהרי כוחות השוק היו מכתיבים לחברה את ההתנהגות המקווה גם ללא הציווי הנורמטיבי. אולם, כאשר יש לצפות לקיומו של פער בין התכלית המקווה לבין התכלית הספונטנית, מתעוררת בעיית נציג: יחידים בממסד החברה – נושאי משרה ויחידים אורגניים (להלן, יתרי: מנהלים) – מחזיקים בידיהם את הכוח לכוון את פעולת החברה בהתאם לתכלית המקווה או בהתאם לתכלית הספונטנית. אם הם מתומצצים ומתוגמלים על ידי השווקים הרלבנטיים כדי שיפעלו בהתאם לתכלית הספונטנית, הם עלולים להעדיף אותה על פני התכלית המקווה. ככל שהפער בין התכלית המקווה לבין התכלית הספונטנית רחב יותר, והן עומדות בסתירה חדה יותר זו מול זו, כך גדלה החומרה של בעיית הנציג ונדרשים אמצעי אכיפה סטוטוריים להשגת התכלית המקווה.

אין כל ספק שהתכלית המקווה העולה מסעיף 11 לחוק שונה מהתכלית הספונטנית שכוחות השוק מכתיבים לחברה. ניתן להמחיש זאת – ובכך להגדיר את סיבה של בעיית הנציג בהקשר הנדון – בעזרת ניתוח האינטרסים של המנהלים, שמהם נגזרת התכלית הספונטנית. אדגים זאת בשלושה הקשרים:¹¹⁸ הדמוקרטיה התאגידית, שוק הניהול ושוק השליטה.

הדמוקרטיה התאגידית: חלוקת הסמכויות בחברה מפקידה בידי האסיפה הכללית של בעלי המניות את הסמכות למנות את חברי הדירקטוריון של החברה.¹¹⁹ חברי הדירקטוריון, מצדם, מחזיקים בסמכות למנות ולפטר את המנהל הכללי של החברה.¹²⁰ שאר נושאי המשרה בחברה ציבורית ממונים ומפוטרם על ידי המנהל הכללי, ובחברה פרטית – על ידי הדירקטוריון.¹²¹ אף שהחוק מאפשר התניה על חלק מהמבנה האמור של הקצאת הסמכות למינויים ולפיטורים של נושאי משרה בחברה, ההתניה יכולה להיעשות רק בתקנון החברה, הנקבע אף הוא על ידי בעלי המניות.¹²² ברור, אם כן, שעתירה של הקריירה המקצועית של מנהלים בחברות מסור בידיהם של בעלי המניות, ישירות ובעקיפין. מנהלים המעוניינים לפעול למען השגת התכלית המקווה עלולים

118 את שלושת הניתוחים השונים לבעיית הנציג מחבר מכנה משותף בולט: כל הדינמיקות מופעלות על ידי האינטרסים של בעלי המניות. כפי שיוסבר בהמשך, זהו המקור לבעיית הנציג המתעוררת בכל אחד משלושת המישורים.

119 ראו סעיפים 59 ו-57(4) לחוק.

120 ראו סעיפים 7(92) ו-250 לחוק.

121 ראו סעיף 251 לחוק.

122 ראו סעיפים 20(א) ו-57(1) לחוק.

למצוא את עצמם פועלים בניגוד לאינטרס של האחראים על עצם מינוים ומחזיקים במפתח לקידום האישי.

שוק הניהול: פעולה על פי התכלית המקווה עלולה לפגוע במנהלים לא רק בהקשרה של החברה שבה הם מתפקדים באותה עת, אלא גם בהקשר הכללי של שוק הניהול. נושאי משרה בחברה מתמנים, מקודמים ומתוגמלים על ידי כוחות שוק העבודה של מנהלי חברות. כוחות הביקוש בשוק הניהול מופעלים על ידי חברות הנשלטות על ידי בעלי שליטה המבקשים לאתר עבור החברות את המנהלים שיצליחו להשיא את הערך של ההשקעה שלהם במניות החברה. היינו: בשוק זה הקריטריון הרלבנטי להערכת כישורים של מנהלים הוא יכולתם להשיא את רווחיהם של בעלי המניות. לפיכך, מנהל מוכשר, שידוע כי הוא פועל למען התכלית המקווה גם כאשר היא סותרת את האינטרסים של בעלי המניות, עלול לגלות שאין ביקוש לשירותיו בשוק הניהול.

שוק השליטה: הבה נניח מנהלים שאינם נרתעים מהכוחות המענישים של שוק הניהול. הבה נניח עוד שהדמוקרטיה התאגידית איננה מתפקדת – למשל, משום האדישות (הרציונלית לעתים) של בעלי המניות. מנהלים אלה פועלים בנחישות למען התכלית המקווה גם כאשר הדבר פוגע באינטרסים של בעלי המניות. ככל שהניגוד באינטרסים חריף יותר, כך גם תפקודם של המנהלים יגרום לירידה בביקוש למניות החברה, שתוביל לירידה במחיר השוק של המניות. ייווצר פער בין הערך הנוכחי של המניות (המשקף את שוויין במשטר של תכלית מקווה) לבין הערך האופציונלי שלהם (לו הייתה מאומצת מדיניות ניהול שמקדשת את האינטרסים של בעלי המניות). פער זה עשוי להוות הזדמנות עסקית מפתה עבור שחקנים בשוק השליטה. הללו ירכשו את השליטה בחברה במחיר הנוכחי, יחליפו את קבוצת הניהול שלה במנהלים משיאי רווח עבור בעלי המניות, כתוצאה מכך יגבר הביקוש למניות, מחירן יעלה, והרוכשים יגרפו רווחים בשיעור הפער. פעולתה של דינמיקה עסקית זו, המוכרת לכל כ"השתלטות עוינת" (hostile takeover), נותחה היטב בהקשרן של חברות המנוהלות בדרך כושלת.¹²³ אולם, מאחר שמנקודת הראות של בעלי המניות בחברה אין חשיבות לשאלה מה גורם לירידת ערך המניה – ניהול רשלני, ניהול בלתי-נאמן או ניהול קפדני ונאמן אך למטרות שכתוצאה מהן יורד ערך המניה – יש להניח כי ניהול של חברה למען התכלית המקווה יזמין השתלטות עוינת עליה.

העולה מהמקובץ הוא שהנהלה המתפקדת כמצוות החוק – למען התכלית המקווה – לא תוכל לשרוד לאורך זמן. הדמוקרטיה התאגידית, שוק העבודה ושוק השליטה בחברות מבטיחים כי מצב של שיווי משקל בניהול החברה יושג רק כאשר תתבסס בחברה הנהלה

123 ראו Henry G. Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control," 73 *J. Pol. Econ.* 110 (1965); Henry G. Manne, "Tender Offers and the Free Market," 2 *Mergers & Acquisitions* 91 (1966); Ronald J. Gilson, "A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers," 33 *Stan. L. Rev.* 819 (1981).

משיאת רווח לבעלי המניות. נוצרת בעיית נציג חמורה: המנהלים, בעלי כוח הייצוג, ישתמשו בו בניגוד לתכלית המקווה, למען קידום האינטרסים האישיים שלהם.

(ב) פתרונות אפשריים לבעיית הנציג

נדרשים פתרונות נורמטיביים כופים שיחלצו את המנהלים מהלחץ החד-צדדי של הדמוקרטיה התאגידית ושל כוחות השוק, ויאפשרו להם לפעול בהתאם לתכלית המקווה. פתרונות אלה אמורים לגרום לביטול התמריצים (פרי הנורמות של חוק החברות ופעולתם של כוחות השווקים השונים) שגורמים למנהלים להעדיף את האינטרסים של בעלי המניות.

באופן כללי, דיני החברות בישראל ובמשפט המשווה כוללים שלושה סוגי-אב של פתרונות לבעיית הנציג לגוויה: פיקוח מבני, פיקוח באמצעות כוחות השוק ופיקוח שיפוטי.¹²⁴ בדיקה מלמדת כי החוק החדש איננו קובע – ולו באחד משלושת המישורים האמורים – נורמות מועילות, שיש בהן כדי לפתור, או למצער להקל, על בעיית הנציג הצפויה ביחס לתפקודם של מנהלים נוכח התכלית החדשה המוצגת לחברה.

פיקוח מבני: החוק, בדומה לפקודה שקדמה לו, משמר את השליטה בתהליך המינוי והפיטורין של נושאי משרה בידי בעלי המניות, ישירות או בעקיפין. הוא איננו מאפשר דריסת רגל כלשהי לנציגים של קהלים אחרים בתוך המנגנונים של המשטר והמבנה של חברות. הנושים, העובדים ואחרים אינם בין באי האסיפה הכללית ואינם מאכלסים כל אורגן אחר של החברה. המסורת הידועה של המשפט המקובל, שלפיה השליטה במסד החברה מסורה אך ורק לבעלי המניות, ישירות ובעקיפין, נשמרת. עולה, אם כן, שבעל הכוח – שאמור להפעילו על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחי החברה – איננו חשוף לפיקוח מבני כלשהו מטעם אינטרס שאיננו האינטרס של בעלי המניות.

פיקוח באמצעות כוחות השוק: בשוק השליטה ניתן לרכוש שליטה בדרך ידידותית (באמצעות טכניקה של מיזוג חברות) או בדרך עוינת (בטכניקה של איסוף מניות או של הצעת רכש לסוגיה). נקל לראות, שרכישה ידידותית מסוג של מיזוג חברות איננה רלבנטית לדיון הנוכחי משום שעצם ביצוע העסקה מותנה בהסכמת דירקטוריון החברה הנרכשת.¹²⁵ במצב כזה, רוכש המעוניין להחליף הנהלה הפועלת בניגוד לאינטרסים של

124 לדיון בשלוש דרכי הפיקוח על הנציג ראו ידידיה צ' שטרן, רכישת חברות 48–55 (תשנ"ו).

125 ראו סעיף 314 לחוק. אכן, מיזוג חברות שונה בעניין הנדון משאר דרכי הרכישה. במיזוג מטיל המחוקק על הדירקטוריון של חברה מתמזגת חובה להתחשב באינטרסים מסוימים של הנושים (סעיף 315), ולנושא אף ניתנת אפשרות לבקש מבית המשפט להורות על עיכוב או על מניעה של ביצוע העסקה, או לתת הוראות להבטחת זכויותיהם של הנושים, בהתקיים התנאים הקבועים בחוק (סעיף 319). עם זאת ראוי לציין, שההתחשבות באינטרסים של הנושים איננה נגזרת מהיתרונות שיצמחו מכך לרווחי החברה, ולכן מבחינה מהותית אין היא קשורה לנושא של תכלית החברה. כמו כן, גם דיני המיזוג כלל אינם מעלים לדיון את האינטרסים של שאר הקהלים למעט הנושים. אכן, בעתיד ראוי לנהל דיון בשאלה האם אפשר שמלשון סעיף 315 עולה שבניגוד

בעלי המניות (בין אם משום שהיא רשלנית, בוזזנית או ישרת-דרך הפועלת על פי התכלית המקווה) לא יצליח לממש את כוונתו באמצעות טכניקת רכישה זו. לעומת זאת, רכישה פרטית של שליטה, אף שהיא ידידותית כלפי בעלי השליטה, אפשר שתהיה עוינת כלפי הנהלת החברה הנרכשת. ברכישה פרטית שאיננה מוסדרת מפורשות על ידי החוק, רוכש שישלם את הפרמיה המתאימה יזכה בשליטה חרף התנגדותם של נושאי המשרה, בלי תלות ברצונות או באינטרסים של חברי שאר הקהלים, שאינם מהווים צד לעסקה. החוק איננו מאפשר לשאר הקהלים להתנגד לעסקה או לדרוש סעדים אף אם לדעתם העסקה תעביר את השליטה לידיים של משתמש נחות (יחסית למוכר של דבוקת השליטה).¹²⁶ הוא הדין באשר לרכישת שליטה בדרך עוינת: הן באיסוף מניות בשוק או מחוצה לו¹²⁷ והן בהצעת רכש,¹²⁸ הרכישה מתבצעת כתוצאה מהעברת מניות ישירה מבעלי המניות בחברת המטרה לחברה הרוכשת. בשני המקרים הנושים, העובדים וחברי שאר הקהלים אינם מהווים צד ישיר לעסקה והחוק איננו מעניק להם מעמד משפטי כלפייה, כך שאין הם יכולים לסכל את ביצוע העסקה או להתנותה בתנאים כלשהם.¹²⁹

לחובה הכללית של דירקטוריון לפעול למען טובת החברה, שנגזרת מתכלית החברה, בעת מיזוג חברות עליו להתחשב גם באינטרסים הפרטיקולריים של ציבור הנושים, כמוגדר בסעיף, ושבמקרה של סתירה בין השניים עדיף האינטרס האחרון (של הנושים) על פני האינטרס המצרפי. ודוק: החוק מטיל חובות התנהגות על בעלי מניות רגילים (סעיף 192) כלפי החברה וכלפי בעלי המניות האחרים, ועל בעלי מניות שליטה (סעיף 193) כלפי החברה בלבד. לכן נושאי המשרה, שהם בעלי זכות תביעה בשם החברה, יכולים להפעיל את זכות התביעה של החברה נגד בעל השליטה שבעצם עסקת המכירה מפר את החובה להתנהג בתום לב ובדרך מקובלת ולהימנע מניצול לרעה של כוחו בחברה (סעיף 192(א)) או את חובת ההגינות (סעיף 193(א)). כמו כן, גם בעלי המניות יכולים להפעיל ישירות את זכותם, או במקרים המתאימים – את זכות החברה, באמצעות תביעה נגזרת (סעיף 194(א)). אולם – וזהו העיקר לצורך הטיעון כאן – החוק החדש איננו מעניק לנושים, לעובדים ולשאר קהלים זכות תביעה נגד הצדדים לעסקה של רכישה פרטית של שליטה.

רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות אינה מוזכרת באופן מפורש בחוק. סעיף 328(א) קובע מגבלות על דרך הרכישה של כמות מסוימת של זכויות הצבעה בחברה (25% – אם אין בחברה בעל דבוקת שליטה; 45% – אם אין אדם אחר המחזיק למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה בחברה). רכישה שתעביר את סך ההחזקות של הרוכש מעבר לסף הקבוע בחוק חייבת להיעשות בדרך של הצעת רכש מיוחדת, ולכן לא ניתן לבצעה באמצעות איסוף.

החוק קובע גורמות מפורשות באשר לדרכי ביצועה של הצעת רכש מיוחדת (סעיפים 328–335). כמו כן נקבעו תקנות המסדירות את דרכי ביצועה של הצעת רכש. ראו תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס–2000, החלות על כלל הסוגים של הצעות הרכש.

רכישת שליטה בדרך של איסוף, שאיננה עולה כדי הסף המפעיל את החובה להציע הצעת רכש מיוחדת, איננה מוסדרת בחוק. לכן אין לאיש, ובכלל זה בעלי מניות וחברי שאר הקהלים, עילה משפטית ייחודית למנוע את ביצוע הרכישה או להתערב בדרך כלשהי בביצועה. מנגד, ברכישת שליטה בדרך של הצעת רכש מיוחדת, קיימת מעטפת נורמטיבית שמסדירה את דרכי הביצוע של העסקה, אלא שהיא כולה מיועדת להגן אך ורק על האינטרסים של בעלי המניות. כך, למשל, דירקטוריון חברת המטרה חב חובה – כלפי בעלי המניות ("הניצעים") ולא כלפי קהלים אחרים

לפיכך ניתן לקבוע שדיני הרכישה שבתוק התברות אינם מעמידים לרשות שאר הקהלים אמצעי פעולה משפטיים שיאפשרו להם למנוע דינמיקה עסקית של החלפת הנהלה ישרת-דרך, הפועלת לפי התכלית המקווה, בהנהלה שתעדיף את רווחתם הבלעדית של בעלי המניות. הפיקוח על ידי כוחות השוק איננו יעיל לפתרון בעיה זו.¹³⁰

פיקוח שיפוטי: הפתרון השלישי לבעיית הנציג הוא פיקוח שיפוטי באמצעות כפיפתו של נושא המשרה לכללי התנהגות שהפרתם תטיל עליו אחריות משפטית. כפי שהוסבר לעיל,¹³¹ אף שסעיף 11 קובע כללי התנהגות המחייבים את נושאי המשרה (ואחרים) לפעול למען התכלית המקווה, אין הוא מציין מהי התוצאה המשפטית של התנהגות המפרה את הנורמה הקבועה בו. לכן, לכאורה, סעיף התכלית איננו חלק מהמערך של הפיקוח השיפוטי ואין הוא נותן מענה לבעיית הנציג בהקשר של תכלית החברה. ברם, כפי שהובהר,¹³² העדרן של התוצאות המשפטיות נועד לכוון אותנו לפרש כל אחת מהנורמות הקבועות בחוק על פי רוחו של סעיף התכלית. תפקוד שאיננו מתחשב בתכלית המקווה יחשוף את האחראי לו לאחריות בגין הפרת הסעיף הרלבנטי. עולה מכך, שמנהל העומד בפני הכרעה בין פעולה על פי התכלית המקווה לבין פעולה על פי התכלית הספונטנית נאלץ למעשה לבחור בין פעולה שעלולה להוביל לפיטוריו ולהחלפתו (אם יפעל לשם התכלית המקווה) לבין פעולה שעלולה להוביל לחשיפתו לאחריות משפטית בהתאם לתוכן של הסנקציה הספציפית הקבועה בחוק ביחס לעניין הנדון (אם יפעל לשם התכלית הספונטנית). ככל שיכבד משקלה של האחריות המשפטית על רווחת המנהל, כך יוביל אותו מאזן האינטרסים הפרטי שלו לציות להוראת התכלית המקווה.

ברם, הפיקוח השיפוטי איננו נראה לי אמצעי יעיל להשגת המטרה של התכלית המקווה, וזאת מכמה סיבות מצטברות. ראשית, לפיקוח השיפוטי יש מגבלות טבועות

– לחוות את דעתו בדבר כדאיות העסקה (סעיף 329). נושא משרה בחברת המטרה, שמבצע פעולה שמטרתה היא להכשיל את הצעת הרכש המיוחדת, במקרה המתאים יהא אחראי כלפי המציע וכלפי בעלי המניות הניצעים על נזיקיהם עקב פעולותיו (סעיף 330(א)), אך לא יישא באחריות כלפי אחרים. גם אישור העסקה נעשה רק באמצעות קבלת הסכמה של בעלי המניות הניצעים ותו לא (סעיף 331).

130 אף שהקהילות האחרות אינן יכולות למנוע את הרכישה העוינת, ייתכן שהמנהלים עצמם יכולים לעשות כן. בהקשר של הצעת רכש מיוחדת נקבע כי נושאי משרה יכולים לנקוט פעולות שמטרתן הכשלה של העסקה (מלכתחילה, לפני שהוצעה הצעת הרכש, וגם בדיעבד, משהוצעה) או פגיעה בסיכויי הצלחתה אם פעלו ב"תום לב" והיה להם יסוד סביר להניח שהפעולה שנקטה היא "לטובת החברה" (סעיף 330(א)). כפי שראינו בפרק 1.1 לעיל, את המונח "טובת החברה" יש לפרש בזיקה לתכלית המקווה של החברה. לכן, אפשר שמנהלים המעוניינים בשימור התכלית המקווה יהיו רשאים לסכל הצעת רכש עוינת שמטרתה להחליפם במנהלים שיעדיפו את רווחת בעלי המניות.

131 ראו פרק א לעיל.

132 ראו פרק ב.3 לעיל.

בפתרון בעיית הנציג.¹³³ שנית, גם לולא המגבלות האמורות, דומה שהפיקוח השיפוטי איננו יעיל בהשגת התכלית המקווה משום שעצם הפעלתו מותנית בקיומו של בעל עניין שהוא בעל זכות לתבוע את קיום הנורמה. כפי שראינו לעיל,¹³⁴ חוק החברות איננו מעניק נגישות רבה לאכיפת הנורמות שבחוק לנושים, לעובדים ולציבור בכללותו. למעשה, אזכורם של העובדים, הציבור ושאר הקהלים נפקד מהחוק, ולכן - למעט מקרים שבהם המחוקק איננו מזהה באורח חד-משמעי את בעלי הזכות שכנגדה החובה המפורטת בחוק¹³⁵ - אין הם יכולים לתבוע מכוחו. שלישית, יעילותו של הפיקוח השיפוטי בפתרון בעיית הנציג חייבת להימדד מול עוצמת האינטרסים של הנציג שלא לפעול בהתאם לנורמה. בהקשר הנדון כאן, לנושאי משרה יש אינטרס-על, בעל אופי אולטימטיבי, שלא לפגוע בתנאי שכרם ולשמור את מקום עבודתם. לכן, גם לו היה הפיקוח השיפוטי יעיל, וגם לו היה מתאפשר לשאר הקהלים להפעיל את הנורמות החוקיות השונות, עדיין מסתבר בעינינו שנושאי המשרה לא יבחרו באסטרטגיית פעולה שתגרום לאובדן הקריירה המקצועית שלהם. אין צורך להזכיר שפוליסת ביטוח של אחריות מקצועית איננה יכולה לפצות מנהל שאין ביקוש לשירותיו.

עולה מהמקובץ, שהסתמכותו של החוק על הפיקוח השיפוטי הרגיל כמי שיכוון את פעולתן של חברות בהתאם לתכלית המקווה אינה עתידה להניב פרי של ממש.

ניתוחנו מאיר את הפער הקיים בין הוראת סעיף 11 לחוק לבין שאר החוק. הסעיף קובע הכרזה עקרונית המציגה תכלית פעולה חדשה עבור חברות, אך תכני החוק גופו נשארו - בהקשרים המרכזיים הרלבנטיים לסוגיה - כפי שהיו עד עתה. החוק לא שינה את כללי המשטר והמבנה של החברה ולא טיפל בשווקים השונים המשפיעים על העדפה מובנית של האינטרסים של בעלי המניות על פני האינטרסים של קהלים אחרים.¹³⁶ סביר להניח, לפיכך, שחברות לא תתנהלנה בהתאם לתכלית המקווה.

2. שימוש אופורטוניסטי בסעיף

לא זו אף זו: החלק השני של הניחוש המושכל בדבר השפעתו הממשית של סעיף התכלית מציע כי הסעיף עלול לשמש מכשיר בידי נציג המעוניין, משיקולים אופורטוניסטיים, לפגוע בטובת המיוצגים כולם, החברה, בעלי המניות ושאר הקהלים. הכיצד? פרופ' מילטון פרידמן מצדד בהשקפה הקלאסית, המעדיפה את השאת הרווחים של בעלי המניות כתכלית יחידה לחברה, משום שהיא קובעת קריטריון חד וברור יחסית

133 John W. Pratt & Richard J. Zeckhauser, "Principals and Agents: An Overview," in *Principals and Agents - The Structure of Business* (John W. Pratt & Richard J. Zeckhauser eds., 1985).

134 ראו פרק ד.3 לעיל.

135 ראו דוגמאות פרק ד.3 לעיל.

136 בכוונתי להציע בחיבור נפרד דרכים ורעיונות לשינוי המשטר והמבנה של החברה באופן שיקל על חברות לתפקד בהתאם לתכלית המקווה.

להערכה ובקרה של איכות הניהול בחברות מסחריות.¹³⁷ קל יחסית למדוד – הן באופן מוחלט והן באורח השוואתי (למשל, מול ביצועיהן של חברות אחרות באותו ענף) – את היתרונות הכלכליים שצוברים בעלי המניות כתוצאה מהשקעתם בחברה נתונה בזמן נתון. לשקיפות של קנה-המידה למדידת איכות הניהול יש חשיבות גדולה: היא משרתת לכל כי תפקוד החברה נתון לבקרה ולפיקוח יעיל יחסית.

לצורך המחשת העניין נסו להעריך את איכות התפקוד של ראש ממשלה, של מנכ"ל בית חולים או של מנהל מוסד חינוכי. הקושי לאתר את הפרמטר הרלבנטי להערכת תפקודם הוא גלוי לעין: האם מנהל בית החולים צריך להימדד בהתאם למצבו הפיננסי של בית החולים? בהתאם לרמת המחקרים המדעיים שהרופאים בו מפרסמים? בהתאם לאחוז ההצלחות בניתוחים מסוכנים? בהתאם לשיעור הביקוש לשירותיו של בית החולים יחסית לבתי חולים דומים? ובמקרה של המוסד החינוכי – האם יש למדוד את הצלחתו בהתאם לציונים שמשיגים התלמידים? בהתאם למוסדות שאליהם מתקבלים בוגריו? בהתאם לתכנים (איזה?) המוסמעים בתלמידים? אולי בהתאם לפופולריות שלו בקרב התלמידים (או בקרב ההורים, או בקרב המורים)? על מורכבותה של השאלה מיהו ראש ממשלה מוצלח אין צורך להרחיב.

זאת ועוד: קיים קשר מורכב בין הערפול בקנה-המידה לבקרת האיכות לבין קשיים אפשריים בזיהוי הגורם ש"עבורו" פועל המוסד ושהוא הצרכן ה"נכון" לתפקודו של העומד בראש המערכת. האם ראש המוסד החינוכי פועל למען טובת התלמידים או למען טובת הוריהם או למען טובה כללית יותר, למשל של קבוצה חברתית כלשהי שאליהם הם מתייחסים, או אולי עבור טובת הכלל? לא תמיד מתקיימת זהות בין האינטרסים של הצרכנים האפשריים של החינוך שמייצר המוסד.

לכן, הפעלה של בקרת איכות יעילה ומוסכמת על המוסדות של המוסדות האמורים היא קשה לביצוע. הם אינם כפופים למה שמכונה בלע"ז – וככל הידוע לי אין לו תרגום ראוי בעברית – "accountability".

לאור דברים אלה ברור מדוע על פי התכלית הקלסית חייבות חברות "לדווח" לבעלי המניות ואך ורק להם. הציפיות של בעלי המניות מוגדרות היטב: רווח גדול ככל האפשר לכל מניה. שקיפותה של אמת-המידה מאפשרת פיקוח ובקרה אמינים שמקלים על זיהוי ועל הבחנה בין ניהול טוב לניהול כושל. לפיכך, מנהלים של חברות עסקיות, בשונה ממנהלים של מוסדות שאינם לכוונת רווח, יאלצו לתפקד באופטימום שלהם למען המטרה המוגדרת. ודוק: על פי קו מחשבה זה, העדפת האינטרסים של בעלי המניות איננה נובעת מקיומו של יתרון ערכי פנימי כלשהו לאינטרסים שלהם על פני האינטרסים של קהילות אחרות. יתרונה הוא חיצוני, משום שהיא מאפשרת פיקוח יעיל ככל האפשר על ממשד החברה. התכלית הקלאסית נועדה לשמש סוג נוסף של פתרון לבעיית הנציג. הא ותו לא.

137 ראו Milton Friedman, N.Y. Times 13.9.1970, s. 33. לתיאור הטיעון של פרידמן ראו Clark, הערה 18 לעיל, בעמ' 679.

היפוכם של דברים מתממש בחוק החדש: התכלית הקבוצה בסעיף 11 ממוקדת לכאורה בגורם אחד מוגדר ש"עבורו" החברה מתפקדת - רווחי החברה; אולם התוכן הענייני של השיקולים העסקיים שנועדו להשאת רווחי החברה אמור להיגזר משקלול של האינטרסים של קהלים מגוונים, וביניהם קהל אמורפי כגון "הציבור", ככל שהם משפיעים על רווחי החברה. למעשה, הלשון הפתוחה של הסעיף מאפשרת - או שמא אף מחייבת - להתחשב במכלול ההשפעות, מכל גורם שהוא, על המטרה של השאת רווחי החברה. ממסד החברה עלול לנצל את המרקם הפרוץ של הקריטריון לבקרת איכות הניהול בדרך אופורטוניסטית. הנציג יתנהג כפי שנוח לו, ויצדיק זאת באמצעות טענה בדבר הגנה על האינטרסים של קהל כלשהו כדי להשיא את רווחי החברה.

בדומה לקושי בהערכת תפקודם של ראש ממשלה, מנהל בית חולים או ראש מוסד חינוכי, כך יוכל גם מנהל חברה עסקית, תחת המשטר של סעיף 11, להתחמק ממטן דין וחשבון על תפקודו. ירידה בערך המניה תוסבר כתוצאה בלתי-נמנעת של רצון החברה להתחשב באינטרסים של העובדים, שבסופו של יום תוביל להשאה של רווחי החברה; ירידה בכוח הייצור של החברה תתורץ בשיקולים של שמירה על איכות הסביבה, שבאופן עקיף תועיל ביצירה של דימוי חיובי לחברה, שתשיא את רווחיה; ובאופן כללי - מתן לגיטימציה למנהלים של חברה למטרות רווח לתפקד מתוך התחשבות בתפריט בלתי-מוגדר של אינטרסים ייצור כר לשימוש לרעה בסמכות זו.¹³⁸

נדרשות שלוש הבהרות מסייגות: ראשית, אין כוונתי לטעון שסעיף 11 יכול לשמש בידי מנהלים להכשרת כל פעולה פסולה. כמוסבר לעיל, מוטלת עליהם חובת הוכחה לקיומו של קשר מסתבר בין הפעולה האופורטוניסטית לבין גידול אפשרי ברווחי החברה. אלא, שריבויים וגיוונם הבלתי-מוגבלים של האינטרסים הרלבנטיים להצדקת פעולה משיקולים עסקיים, והעובדה שבעלי אינטרסים אלה אינם בעלי מעמד כלשהו בעת דיון באינטרסים שלהם (הן מלכתחילה, בעת קבלת ההחלטה הניהולית, והן בדיעבד, בעת דיון משפטי הבודק את הנורמטיביות של מעשי המנהלים) - יוצרים מרחב בגידה גדול יותר מבעבר עבור הנציגים. שנית, ניהול אופורטוניסטי מיתמם, שהשפעותיו הכלכליות מוגזמות, לא ישרוד לאורך זמן, שהרי הפיקוח המבני והפיקוח על ידי כוחות השוק, הנשלטים שניהם על ידי האינטרסים של בעלי המניות, יפעלו את פעולתם למרות האמור בסעיף 11. אולם, כל מי שהתרבות העסקית בישראל נהירה לו מודע לריאליה העגמומית ביישומן של שתי דרכי פיקוח אלה: הן רלבנטיות רק במקרים קיצוניים. רק מנהלים שכישלונם בהשאת ערך המניה יהיה מהדהד וקולוסאלי יוחלפו על ידי בעלי המניות באמצעות הצבעה או השתלטות עוינת. שלישית, פעילות אופורטוניסטית שיסתית תביא

138 ברוח דומה קובעים איסטרברוק ופישל: "...a manager told to serve two masters (a little for the equity holders, a little for the community) has been freed of both and is answerable to neither. Faced with a demand from either group, the manager can appeal to the interests of the other." Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 38 (1991).

לדיכוי מתמשך ומשמעותי של ערך המניה. מאחר שבסופו של דבר בעלי המניות הם בעלי האינטרס השיווי הבולט ביותר בחברה, לאורך זמן יתקשו המנהלים להצדיק תוצאה עסקית זאת בטיעון של השאת רווחי החברה.

על אף ההסתגלויות, עיקרו של הטיעון חי ובוטט: החשש מפני התנהגות אופורטוניסטית תוך שימוש ציני בהוראת סעיף 11 הוא רציני וממוקד בהשפעות השליליות שתהיינה לסעיף על פעולתו של הפיקוח השיפוטי בחיי היומיום. במקרים שבהם ישתלם למנהלים להסתכן בשימוש לרעה בכוחם (למרות הפיקוח המבני והשוקי) הם ייטו לעשות זאת ביתר קלות מבעבר, משום שבמקרים רבים פורש עבורם סעיף 11 רשת הגנה יעילה מפני טענות משפטיות שאפשר יהיה להפנות נגדם. אם יואשמו בהפרה של חובת האמונים או של חובת הזהירות או בקיפוח וכיצא באלו, ישיבו כי פעלו "לטובת החברה" כפי שהיא מתפרשת על ידי סעיף התכלית. ניהושי המושכל – על שני חלקיו – בדבר השפעתו של סעיף 11 על המציאות העסקית, איננו אופטימי: נראה שבדרך כלל מנהלים לא יפעלו בהתאם לתכלית המקוה. הם יטענו שפעלו בהתאם לתכלית זו רק כאשר הדבר ישרת אינטרסים פרטיים שלהם.

1. סיכום

סעיף התכלית בחוק החברות קובע מושכלת יסוד שאין דומה לה בעולם המשפט האנגלו-אמריקני, שלפיה השאת רווחיה של החברה – ולא רווחיהם של בעלי המניות – היא תכלית פעולתה של חברה. במסגרת השיקולים העסקיים למימוש התכלית, על החברה להתחשב באינטרסים של כלל הקהלים, פנים-תאגדיים (דוגמת נושים ועובדים) וחוץ-תאגדיים (דוגמת הקהילה שבה החברה ממוקמת והציבור בכללותו), ככל שהדבר משפיע על רווחי החברה.

בהיות הגורמה בתולית אין בנמצא הצעות פרשניות משמעותיות, ובוודאי לא הכרעות שיפוטיות או ניסיון מעשי בדבר היקף תחולתה, פרשנות תוכנה ודרכי יישומה. מאמר זה מציג את המשמעויות הנרחבות שאפשר כי הן גלומות בה. מוצע לייחס לסעיף 11 מעמד של סעיף-על בעל אופי מנחה לפרשנות חוק החברות כולו. בחירה פרשנית זו עשויה לסמוך יתדותיה במיקום הסעיף בחוק, בלשונו הרחבה והבלתי-מותנית (באירוע, בזמן, במקום, בדמות או נושא) ובעיקר בתוכנו, המתייחס לפונקציית המטרה של ניהול עסקים בדרך של חברה עסקית ובכך זורע את הגן היסודי להבנת חוק החברות. על פי פרשנות זו, אפשר שלסעיף תהיינה השפעות מעשיות ניכרות. על כל פנים, נגזרים ממנו תכנים ומשמעויות חדשות שיש בהם כדי לשנות את נורמות ההתנהגות של עולם העסקים המקומי.¹³⁹

מצוות ההתחשבות באינטרסים של הנושים, העובדים, הציבור ושאר הקהלים איננה

139 שינוי מהותי של הדין המקומי חייב להתחשב בתחרות שמציבים דינים זרים לדין המקומי. בעידן של גלובליזציה, כאשר הגירה של חברות ממשטר אחד לשני יכולה להתבצע בעלויות נמוכות

בעלת משמעות אידיאולוגית. סעיף התכלית איננו מעוניין לשעבד את החברה העסקית לקידום הרעיון של מדינת רווחה, ואין לקרוא לתוכו הכוונה מודעת של המחוקק לסדר יום סוציאלי כלשהו או התיימרות לצדק חלוקתי. לפיכך, אף אחד מהקהלים (ובכללם, חשוב להדגיש, גם בעלי המניות) איננו יכול להסיק מהסעיף קיומה של זכות משפטית כללית שאינטרסים שלו יישקלו במסגרת פעילותה של חברה עסקית. ההפך הוא הנכון: חוק החברות מופעל על ידי חשיבה כלכלית שמתמקדת במשימה של השאת עוגת המשאבים הכללית, בלי שתעסוק בשאלה של דרכי הקצאתם בין השחקנים. להתחשבות באינטרסים של הקהלים השונים, שהיא עיקר חידושו של הסעיף, יש אופי אינסטרומנטלי בלבד: היא נדרשת רק כאשר יש בה – ובמידה שיש בה – לקדם את השגת פונקציית המטרה של השאת הרווחים של היחידה הכלכלית הרלבנטית, היא החברה, כמרכז עצמאי של רווח והפסד. ככל שמתקיימת זהות אינטרסים בין בעלי המניות לבין החברה, אין בסעיף התכלית חידוש; אולם במצבים שבהם סטייה מהאינטרס של בעלי המניות, תוך קידום אינטרס של קהל אחר כלשהו, עתידה להשיא את רווחי החברה, נדרש הפועל בשם החברה לפעול לקידום האינטרס האחר. לקהל האחר יש זכות משפטית כלפי החברה מכוח סעיף התכלית רק אם ההתחשבות באינטרס שלו עשויה לקדם את פונקציית המטרה של החברה.

כוונות לחוד ויישומן לחוד. ניתוח מראה כי מערך הכוחות הריאלי בהפעלת החברה העסקית, כפי שהוא עולה מהסביבה הנורמטיבית שיוצר החוק החדש, לא יאפשר לסעיף התכלית להחדיר את המשתמע ממנו לתרבות העסקית המקומית. בעיית הנציג הקלאסית קיימת גם באשר לשאלת תכלית החברה. החוק איננו משנה את כללי היסוד של המשטר והמבנה של החברה הנהוגים בשיטת המשפט האנגלו-אמריקני, ולכן יכולתם של בעלי המניות להכתיב את העדפותיהם לחברה באמצעות שליטתם במינוי הנציגים, בקידומם ובתגמולם או באמצעים נוספים – נשמרת. זאת ועוד: יש רגליים לחשש שהנציגים יעשו שימוש ציני בהוראת סעיף התכלית, והוא ישמש עלה תאנה לאופורטוניזם ניהולי שיעדיף את האינטרסים של בעלי הכוח – נושאי המשרה – על פני האינטרסים של החברה, של בעלי המניות ושל שאר הקהלים גם יחד.

לסיום: מאמר זה עוסק בפרשנות סעיף התכלית ובבחינה של השפעותיו המעשיות. אולם, מהדברים שנחשפו ניתן להסיק שנדרש דיון נוסף שיבחן את הבשורה העקרונית והתאורטית של סעיף התכלית. לבשורה זו לפחות שני ראשי פרקים משמעותיים: האחד מהותו משפטית ויש לו השפעות על דיני החברות; והאחר מהותו כלכלית-חברתית והשפעותיו הן על המשק ועל החברה העסקית.

הנושא הראשון עולה מעובדת קיומו של פער מובנה בין הוראת סעיף התכלית לבין הוראות החוק כולו. החוק איננו משלים את המהלך המחשבותי שסעיף 11 מכון אליו. על פי הסעיף, חברות משחקות את המשחק של עצמן בלבד וכך יש לנהלן. זוהי תפיסה

יחסית, יש לחקור את ההשפעות של סעיף התכלית המקומי על ההערפות של חברות להתאגד כאן או במקום אחר.

מתקדמת, המפנימה משמעות נוספת ולא טריביאלית של תורת האישיות המשפטית הנפרדת. אולם שאר הוראות החוק מלמדות כי החוק נמצא בשלב אבולוציוני קודם של הפגמת הרעיון של האישיות המשפטית הנפרדת. החוק איננו מפקיע את מרכז הכוח של תפקוד החברה מידיהם של בעלי המניות ובונה את הגיונו על בסיס הנחה מכללא, שרווחת בדיני החברות הקלאסיים, לפיה חברות הן "של" בעלי המניות ומתפקדות "למענם" (על אף היותן אישיות נפרדת),¹⁴⁰ וכי דיני החברות נועדו להסדיר את מערך הכוחות בין שניים בלבד: בעלים (קרי: בעלי המניות) ושולטים (קרי: נושאי משרה). ראוי, אם כן, לבדוק מהם השינויים התפיסתיים והנורמטיביים הנדרשים בדיני החברות, ובעיקר בדינים המסדירים את המשטר והמבנה בחברה,¹⁴¹ כדי לשחרר אותנו מכבליהן של הנחות מוקדמות אלו.¹⁴²

הנושא השני נגזר מהתובנה המרכזית של סעיף התכלית: חברות עסקיות אינן מתנהלות למען בעלי ההון אלא למען עצמן. דווקא לאור המטרה הכלכלית של הסעיף מתחוור כי בניהול החברה העסקית יש להשוות קטן (כגון עובד בפס הייצור, נושה בלתי־רצוני או ספק זעיר) עם גדול (כגון בעל מניות שליטה או בנק שמממן חלק גדול מהחוב של החברה), וכי יש להתחשב באינטרסים של כולם בהתאם לקריטריון אובייקטיבי שאיננו גזר א־פריורית למידותיו של קהל מסוים. האם בנורמה זו יש בשורה חדשה, העשויה לקדם תפיסה של "קפיטליזם רך", שאיננו שבו בידי אינטרסים של בעלי הקפיטל? האם תחת השיטה המנצחת של המאה ה־20, ה־stockholder capitalism, עתידה המאה ה־21 להצמיח שיטה חברתית של stakeholder capitalism, שמבוססת על חזון קומוניטריאני? האם סעיף התכלית עתיד לשנות את תודעתנו בדבר החשיבות המעשית של כל אחד מהשחקנים התורמים לרווחת החברה ולקדם רציונליזציה בהדבקת תוויות באשר ל"חלקם" של כל בעלי התשומות בחברה? האם סעיף התכלית (אם ייתמך בדיני חברות תואמים שיאפשרו את יישומו) צופן אפשרות ממשית לצמצום פערים חברתיים בין עשירים לעניים?

סוגיות אלו דין הוא שתעמודנה במרכזו של דיון נפרד בתיאוריה ובמשמעות העקרונית של סעיף התכלית.

140 ראו ד"ר 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל, פ"ד לה(4) 197, 208, 220–218.

141 שאלות מעין אלה נשאלו עוד בטרם באו לעולם חוקי קהלים. פרופ' Cary תהה על כך כבר בשנת 1974: "Stockholders are no longer sacrosanct; there are other interests to consider ... We might ... ask what representation the modern constituency of the corporation – employees, consumers, and the public, as well as shareholders – should have in corporate governance." William L. Cary, "Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware," 83 Yale L. J. 663, 698, 701 (1974).

142 בדברים אלו אין כדי להביע עמדה לגבי טיבו הראוי של ההסדר החוקי בדבר המשטר והמבנה בחברה, מבחינת אופיו כחוק מרשה או כופה. גם הסוברים כי ההסדר החוקי הוא בעל אופי חזוי, ולכן ניתן להתניה, יסכימו כי יש חשיבות לעיצובו באורח אופטימלי במטרה להקטין את עלויות העסקה.