

הערות לחקיקה

הפיקוח על חלוקת זכויות ההצבעה בחברות *

סאת

אוריאל פרוקצ'יה

הקדמה. א. על אכיפה ועקיפה. 1. דרך עוקפת מספר אחד: חברת אתזקות. 2. דרך עוקפת מספר שנים: הנפקת ניירות ערך בכירים. 3. הדמוקרטיה כמשטר אוטופימלי בחברה. 1. "כלל השויון יעתיק את מוקד ההכרעה אל הרוב". 2. "העתקת מוקד ההכרעה אל הרוב תיטיב עם הרוב". 3. הכלל הדמוקרטי ושיכולי רווחה חומרית למשקיע הקטן. 1. חברות משפחתיות. 2. מערכת התמריצים הפועלת על ההנהלה. 3. פרמיה בעד מכירת שליטה. 4. הצעות רכש ככלי לפיקוח על ההנהלה. 5. הדמוקרטיה התאגידית ככלל כופה.

הקדמה

פקודת החברות מתירה לכל חברה לגוון את הונה כרצונה, ולהצמיד לכל נייר ערך את הזכויות המשפטיות הנראות לה. הגיוון יכול שיתייחס לזכויות ההשתתפות ברווחיה השוטפים של החברה, להשתתפות בחלוקת רווחיה עם פירוקה, או לכל זכות אחרת. בין היתר, החברה רשאית לגוון את מניותיה ביחס לזכויות ההצבעה שלהן: היחסים בין החברה לחבריה ובין אלה לבין עצמם הם ביסודו של דבר יחסים חזיים וחל עליהם הכלל הרחב של חופש עיצוב החונה, או חירות ההתקשרות.¹ חברות רבות עשו שימוש נרחב בחירות אחרונה זו וגיוונו את הונן ביחס לזכויות ההצבעה. תופעה זו ניכרת היטב בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. כמה חברות רשמו למסחר מניות בעדרות כל כוח הצבעה (למשל: מניות הבכורה של כור ושל מפעלי תיירות). חברות אחרות נמנעו מלרשום למסחר מניות בעלות כוח הצבעה מיוחד.

* תודתי לאלון הראל ולאירית הביב על הערותיהם לניסוח קודמות של כתבי-היד.
1 פקודת החברות, סעיף 5(3).
2 פקודת החברות, סעיף 19. למחקר מקיף בנושא אופיים האובליגטורי של מסמכי היסוד ראה: צפורה כהן, "מהותם המשפטית של תזכיר החברה ותקנותיה" (עבודה לקבלת התואר דוקטור, אוניברסיטת תל-אביב).

כך שהציבור אינו יכול לרכוש אלא את מה שנותר. לדוגמה, בנק לאומי נמנע מלרשום למסחר סוג ניירות ערך המקנה לבעלי 75% מכוח ההצבעה בחברה. חברת "אריה" מותירה מחוץ למעגל המסחר סוג השולט ב-80% מכוח ההצבעה. בין התאגידים הרושמים למסחר סוגי מניות אחדים יש כאלה שאינם מפלים כלל בין זכויות ההצבעה לסוגיהן (למשל: מגור, ישפרא, עליה, כלל ישראל). אחרים מפלים בצורה מתונה בלבד (למשל: דובק, אלקו). חברות רבות מפלות ביחס של 1:10 ויותר (למשל: אי.די.בי., צור, אלרן). חברה אחת, בנק לפיתוח התעשייה, מפלה בשיעור האס-טרונומי של 1:1000*.

האפליה בזכויות ההצבעה בין מניות הרשומות למסחר פומבי היתה ועודנה לצנינים בעיני רבים. הרואים בכך קיפוח של רוכשי המניות הנחותות. בעולם הרחב נשמעו קולות שיש להגן על רוכשי המניות הנחותות מפני עושקיהם, ולהנהיג דמוקרטיזציה בדיני ההצבעה התאגידית; כהד לתנועה זו הושמעה דרישה דומה גם בישראל³. קול קורא זה משתלב יפה במגמה הכללית של חקיקה "צרכנית", שתכליתה להגן על הצרכן מפני ההשלכות השליליות העלולות להתרגש עליו כתוצאה מרכישתה של סחורה בלתי איכותית.

קריאה זו השפיעה באורח חלקי על הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, שאימצה לעצמה את כלל המסחר שלהלן:

* (א) לא תירשמה למסחר מניות שאינן מקנות זכות הצבעה.

(ב) חברות שמניותיהן טרם גרשמו למסחר בבורסה... תוכלנה לרשום אותן למסחר בתנאי שאין להן יותר משני סוגים של מניות, והיחס בין זכויות ההצבעה לכל יחידה של הון — במונחים של ערך כספי נקוב — אינו עולה על אחת לחמש⁴.

כלל הבורסה פותר לחצאין את שאלת הדמוקרטיה בזכויות ההצבעה. כמו כל פתרון

3 נתונים אלה לקחים מתוך עתירה התלויה ועומדת בפני בית המשפט הגבוה לצדק בבג"צ 522/81 אברמזון נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ. פסק הדין בעתירה טרם ניתן.

4 בכמה מדינות בקווינסלנד האירופי קיים כלל סטטוטורי המחייב שוויון בכוח ההצבעה. ראה, למשל, סעיף 134(1) לחוק חברות המניות הגרמני משנת 1965: "The voting right is exercised pursuant to the nominal amount of the shares" (התרגום הוא של: Galbraith & Mueller, *The German Stock Corporation Law* (2nd. ed., 1976). ברור אותם חוקים מופיע חיוב דומה בהצעת הירקטיבה החמישית על דיני חברות של ועדת מדינות השוק האירופי המשותף.

באנגליה נדונה השאלה בהרחבה בוועדה הציבורית הידועה כוועדת ג'וקינס (Cmd. 1749). רוב הוועדה היה בדעה שאין להכתיב למנפיקים כיצד עליהם להקצות את כוח השליטה בין הסוגים השונים של מניותיהם. מיעוט, הכולל את פרופסור גואר (Gower), צידד באפשרות שראוי לחייב את המנפיקים לעשות כן.

ביטוי מובהק לנהייה אחר מגמה זו בישראל הוא בג"צ 522/81 (לעיל, הערה 3). גם בעקבות המפולת בשוק מניות הבנקים ביום 6 באוקטובר 1983, הורה שר האוצר החדש, מר יגאל כהן-אורגד, לוועדת מומחים לבדוק את מערכת הקשרים הסיבתיים — אם יש כאלה — בין המפולת ובין תופעת האפליה בזכויות ההצבעה.

5 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, כללים לרישום ניירות ערך (קובץ מהחלטות הבורסה), (דצמבר, 1982), עמ' ב-1.

של פשרה, נראה שהותיר אחריו שובל של אי שביעות רצון משני הצדדים גם יחד. המנפיקים רואים בו מטרד מיותר ומכביד, ואילו חסידי הדמוקרטיזציה סבורים שאין די בו כדי להסיר את הקיפות, ודורשים להתנות את רישומן של מניות למסחר בקיום שוויון מלא ביניהן ביחס לזכויות ההצבעה.

מן הדין, על כן, לבחון את השאלה לגופה ולאחר את כלל הפיקוח האופטימלי. ברשימה זו אציע לקורא את התיזה שכלל הפיקוח האופטימלי הוא כלל התימנעות מפיקוח, רצפה לומר, יש להחזיר את הגלגל אל המצב ששרר (ועודנו שורד) לפי פקודת החברות, ולהסיר כל מגבלה על כוחם של המנפיקים להפלות בזכויות ההצבעה של הניירות שהם מציעים לציבור. בפיתוחה של תיזה זו אתקדם בדרך הבאה: בפרק א' אסביר מדוע לדעתי כלל של שוויון שאיננו רצוי למנפיקים לא יהיה אפקטיבי, בשל אפשרויות העקיפה הקלות של כלל כזה. בפרק ב' אנתח ואפריך את הטיעון כאילו המשטר האופטימלי בחברה הוא המשטר הדמוקרטי, המתבטא בשוויון בזכויות ההצבעה. בפרק ג' אנתח ואפריך את הטיעון כאילו המשקיע עשוי לצפות לתשואה ולרווחים גבוהים יותר על השקעתו בהינתן כלל הצבעה דמוקרטי. פרק ד' ישמש מעין אפילוג על הקשר בין זכויות ההצבעה ובין מושג הדמוקרטיה התאגידית.

א על אכיפה ועקיפה

כלל דמוקרטי שאיננו רצוי לחברה המנפיקה לא יהיה ניתן לאכיפה. התוצאה המעשית של קביעת כלל בלתי אכיף תהיה שמצד אחד לא ניתן יהיה להשיג את המטרה המיחלת, ומצד שני תוטלנה על המערכת עלויות הפיקוח (הבלתי אפקטיבי). נראה לי, שיש דרכים אחדות לעקיפתו של הכלל הדמוקרטי. לצורך הדיון שלהלן אסתפק בשתי דוגמאות.

1. דרך עוקפת מספר אחד: חברת אחזקות

נגיה, שהפירמה המפלה בין זכויות ההצבעה של מניותיה (להלן — החברה הסרבנית) מעוניינת להנציח את האפליה, אך מחויבת לשמור על הוראותיו של הכלל הדמוקרטי. החברה הסרבנית תמכור (או תקצה) לתאגיד אחר, חברת אחזקות (להלן — החברה הנסחרת), את מניותיה הנחותות, שתהיינה הנכס היחיד, או העיקרי, של החברה הנסחרת. החברה הנסחרת תגייס הון על-ידי מכירת מניותיה לציבור. החברה הנסחרת לא תפלה בין מניותיה, והציבור יוכל לרכוש בה את מרבית כוח ההצבעה, ואולם כוח הצבעה זה לא ישלוט אלא במניותיה הנחותות של החברה הסרבנית.

התוצאה תהיה, ש"מוימת" קיפוחו, כביכול, של הציבור תוכתר בהצלחה, אלא שבמקום בדרך המלך יאלצו החפצים בה ללכת בדרך העוקפת של חברת האחזקות. זניה עתה, שרשויות הפיקוח יחפצו לאסור על פירמות מסוגה של החברה הנסחרת לגייס הון מן הציבור, נימוקו של האיסור חייב להיות מעוגן באיכותם הנמוכה של נכסי החברה, דהיינו מניותיה הנחותות של החברה הסרבנית. נימוק מעין זה אינו יכול לעמוד במבחן הביקורת. הפילוסופיה הבסיסית של דיני גיירות הערף היא, שכל מנפיק,

ויהי שוויון הסגולי אשר יהיה, רשאי לגייס הון מן הציבור באין מפריע, אם רק דאג לגילוי נאות של כל פרט שהמידע עליו עשוי להיות רלוונטי בעיני המשקיע הסביר.⁶ לפילוסופיה זו יש שורשים אידיאולוגיים עמוקים,⁷ והרציונאל שלה חל באופן מלא גם על חברות אחזקות שערך ניירותיהן, בעיני רשויות הפיקוח, איננו מניח את הדעת. ואכן, הבורסה בתל-אביב אינה בודקת בציציות תיקי הנכסים של החברות המנפיקות. והיא גוזגוז להוציא לפועל, בעניין זה, את מגמתם של דיני ניירות הערך. אילו הפצה הבורסה לאסור את הנפקת מניותיה של החברה הנסחרת, בעוד שתאגידים אחרים, מתיק הנכסים שלהם איננו מרשים יותר, מקבלים היתרים שגרתיים לגייס הון מן הציבור, היתה זו אפליה שהיתה מצדיקה קבלת סעד מבית המשפט הגבוה לצדק.

2. דרך עוקפת מספר שתיים : הנפקת ניירות ערך בכירים

הדרך העוקפת השנייה היא להפלות בין מניות רגילות, בעלות כוח הצבעה גבוה, ובין מניות בכורה, בעלות כוח הצבעה נמוך. בתיאורה המפורט של דרך זו ישורטט המסלול הזה: בתחילה אראה מדוע אפליה מסוג זה חייבת להיות לגיטימית, כלומר מדוע אין זה מתקבל על הדעת שרשויות הפיקוח תתנגדנה לקיומה. אחר כך אסביר מדוע דרך זו עשויה להיות מושכת דיה גם למנפיקים עצמם, עד כי יהיו (כמעט) אדישים בינה לבין אפליה מכל סוג אחר.

במרבית המקומות בעולם, שבהם רשויות הפיקוח מחייבות שמירה על יחס מינימלי כלשהו בזכויות ההצבעה, החיוב חל רק על מניות רגילות של החברה, ולא על ניירות ערך בכירים כלשהם, כגון איגרות חוב או מניות בכורה.⁸ הרציונאל להבחנה בין ניירות ערך זוטרים (equity) ובין ניירות ערך בכירים טמון

6 ראה לעניין זה, למשל: י' גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (1973) 27 ואילך.
7 התפיסה הבסיסית שהדריכה את מחוקק חוק ניירות ערך שלנו היתה, שאם רק יכוון זרקור חזק אל הנעשה בתוך החברה, יוכל ציבור המשקיעים להחליט בעצמו האם להשקיע בניירותיה. ראה הצעת חוק ניירות ערך, תשכ"ה—1964, ה"ח תשכ"ה 2, ובעיקר דברי ההסבר בעמ' 12, המדגישים שתפקידה היחיד של הרשות לניירות ערך הוא לדאוג לגילוי נאות. עיקרון זה מקובל גם במשפט המשווה. בהביאו את הצעת חוק ניירות הערך האמריקני לקונגרס אמר הנשיא רוזוולט: "The federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving that... issued securities are sound...". ראה התייחסות למובאה זו אצל גרוס (לעיל, הערה 5) 36. הבסיס האי-דיאלוגי לתפיסה זו מתומצת בספרו המפורסם של ברנדייס, *Other People's Money* משנת 1914. בפתח הפרק החמישי: "Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman". הספרות החדשה בתיאוריה של פיקוח מאמתת את ההשערה שאכן הטלת חובת גילוי נאות, ולא פיקוח ותקינה סובסטנטיביים של איכות ניירות הערך, היא הדרך האופטימלית להגנה על המשקיעים. ראה, למשל: Breyer, "Analyzing Regulatory Failure: Mismatches, Less Restrictive Alternatives and Reform", 92 *Harv. L. Rev.* 549 (1979).

8 ראה, למשל, טעיף 124 לתקנון ה-A American Stock Exchange וסימן 15—A לתקנון ה-B New York Stock Exchange.

בתפיסה הבסיסית, שכוח ההכרעה בחברה חייב להיות מרוכז בידי מי שסיכויי הרווח וסיכויי ההפסד שלו הם הגדולים ביותר.

כאשר אנו משווים את איפיונה של מניית בכורה לעומת המאפיינים של ניירות ערך אחרים, ניתן לומר שמניית הבכורה היא מעין "בת כלאיים", הנמצאת בתווך בין מניה רגילה ובין איגרת חוב; רמת הסיכון הכרוכה בהחזקה בה גבוהה מרמת הסיכון של נושה המחזיק באיגרת חוב, אך נמוכה מרמת הסיכון המתבקשת מבעלות בהון המניות הרגילות; מאידך גיסא, הסיכוי לתשואה אטרקטיבית על מניית בכורה גבוה מן הסכום הקבוע המשתלם על איגרת החוב, אך נמוך מן התשואה הצפויה של בעלי המניות הרגילות.⁹ אופי מסחרי מיוחד זה של מניית הבכורה מתקבל כתוצאה מפעולתם של כוחות השוק עצמם, שכן מאחר שהתשואה על נייר הערך הבכיר משתלמת לו בדרגת ביטחון גבוהה, מובן ששיעורה הממוצע חייב להיות נמוך יותר מן התשואה הממוצעת על נייר הערך הזוטר. אילולי כן היה נייר הערך הבכיר עדיף מכל הבחינות, ושוק המניות הרגילות היה מתנוון ונעלם. ההבחנה הזו, בין נייר ערך בכיר לזוטר, מאפשרת לציבור המשקיעים מגוון רחב להשקעותיהם, עם אפשרויות נוחות להתאימן למידת העדפת הסיכון של כל משקיע באופן אינדיווידואלי. בהינתן ההבחנה בסיכון ובתשואה בין ניירות הערך לסוגיהם, מובן מאילו שהשליטה בחברה חייבת "להתנקז" לבעלי הניירות הזוטרים. אם ביצועיה העסקיים של החברה הם ביצועים נחותים, בעלי המניות הרגילות הם הראשונים להינזק. מאידך גיסא, זכותם החוזית לרווח השיורי נותנת להם מעמד של נהנים עיקריים מהצלחות עסקיות של הפירמה.¹⁰ אילו השליטה היתה ניתנת לבעלי ניירות הערך הבכירים, אפשר שלא היה להם תמריץ להפעילה כהלכה, שכן אין הם צפויים להינזק מביצועים עסקיים נחותים, ואף אינם עתידים להרוויח מהצלחות מרשימות בעסקים.

עד כאן ראינו, שאם תפלה הפירמה בזכויות ההצבעה בין ניירותיה הבכירים לניירותיה הזוטרים, לא תהיה לרשות הפיקוח כל עילה להתערבות.

האם יחפצו הפירמות לנצל "פרצה" זו? נבחון זאת כנפרד – מנקודת ראותו של המשקיע ומנקודת ראותה של הפירמה עצמה.

המשקיע עלול להירתע מלהשקיע בנייר ערך בכיר, אם יש לו העדפת סיכון חיובית, והוא חפץ "להמר" על סיכוי לרווחיות גבוהה. שאיפה זו ניתן לספק על-ידי הנפקת מניות בכורה משתפות. תכונת ההשתתפות מעניקה לבעליה את הזכות להשתתף ברווח השיורי של החברה, לאחר שדיווידנד הבכורה כבר חולק. עיצוב גבולותיה של זכות ההשתתפות נשלטת על-ידי דיני החוזים, ואפשר לקובעם בכל רמה שהיא, המוסכמת על הצדדים.¹¹

המנפיק עלול להירתע מלהנפיק מניות בכורה כלשהן, כאשר אין הוא חפץ "לשעבד" את רווחיו לאפיק החלוקה בר הבכורה, על חשבון שימושים אחרים שניתן לעשות ברווח, כגון, למשל, חלוקה לבעלי המניות הרגילות.

9 על איפיון זה, ועל הסיבות ההיסטוריות לאטרקטיביות של מניית הבכורה, ראה: Gower, *Modern Company Law*, (4th ed., 1979) 405. Brudney & Chirelstein, *Corporate Finance* (2nd. ed., 1979) 174.

10 ראה גואר (לעיל, הערה 9) 423.

11 למשל, שם, 412.

על חשש זה ניתן להתגבר על-ידי עיצוב הבכורה המובטחת ברמה חוזית כה גמוכה, עד שמשמעותו המעשית של "שעבוד הרווחים" נעשית משמעות זניחה. אם, למשל, דיווידנד הבכורה הוא ברמה של שניים או שלושה אחוזים לשנה, משמעותו נראית זניחה. אם בסיס החישוב לדיווידנד הבכורה הוא בסיס נומינלי (לא מוצמד), הרי שבתנאי האינפלציה בישראל אפילו דיווידנד בכורה המוגדר במספרים גבוהים יותר (80%, 50%), נשחק במהירות ונעשה דיווידנד זניח.

ייתכן שניתן, עקרונית, לחסום באופן זמני את הדרך העוקפת המתוארת כאן, על-ידי חקיקה משנה מתמדת המשווה את דינם של ניירות ערך בכירים אחדים לדין של המניות הרגילות, לענין אפליה בזכויות ההצבעה ואולם הליך מתמיד כזה של יצירת פרצות וסתמתן הסטטוטורית עלול להחזיר מימד של חוסר ביטחון והעדר יציבות לשוק ההנפקות, ולהטיל על המערכת המפקחת, ובעקיפין על שוק ההון, הוצאה מנהלית כבדה ומיותרת.

ב. הדמיקרטיה כמשטר אופטימלי בחברה

חסידיו של הכלל הדמוקרטי טוענים, שבעלי המניות תרמו לשגשוגה של החברה ונושאים בסיכונים ההפסד, ולכן אין זה הוגן לשלול מהם את זכותם להשתתף בהליך קבלת ההחלטות. על מנת לייחס טעם כלשהו לטיעון זה, יש לפרש אותו כאילו "הכיל" שני טיעוני משנה:

(א) כלל השוויון יעתיק את מוקד ההכרעה בחברה מן המיעוט אל הרוב;

(ב) העתקת מוקד ההכרעה מן המיעוט אל הרוב "טייב" עם הרוב.

אף אחת משתי הפרופוזיציות האלה אינה מוכחת על פניה. אטפל בהן כסדרן.

1. "כלל השוויון יעתיק את מוקד ההכרעה אל הרוב"

על מנת שמוקד ההכרעה יועבר מן המיעוט אל הרוב, בעלי מניות הרוב חייבים להשתתף באסיפות ולהצביע בשאלות העומדות לדיון. כבר בשנת 1932 פורסם ספרם המפורסם של ברלי ומינס, שהצביע על כך כי הלכה למעשה בעלי המניות אינם חפצים לעשות שימוש בזכויות ההצבעה הנתונות להם ועל כן השליטה בחברות גדולות מרוכזת בידי קבוצה קטנה של בעלי מניות הטורחים להפעיל את זכויות ההצבעה שלהם, או, במקרים רבים, בידי ההנהלה המעשית, גם כאשר זו נעדרת כל כוח הצבעה פורמלי.¹² המציאות המתוארת בספרם של ברלי ומינס היתה בחינת עובדה קיימת כבר שנים רבות קודם לכן,¹³ והיא הולכת ומחריפה בהתמדה עם חלוף השנים.¹⁴

12 ראה: Berle & Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932). אינני מתכוון לקבוע מסמיות בשאלה האם תופעה זו רצויה או לא. על מנת לראות אותה כפסולה מבחינה גורמטיבית, יש להניח שקיימת קורלציה כלשהי בין עובדת פיצול הבעלות מהשליטה ובין הרעה בביצועיה העסקיים של החברה. קורלציה כזו מעולם לא הוכחה. ראה: De Alessi, "Private Property and the Dispersion of Ownership in Large Corporations", 28 J. Fin. (1973) 839.

13 ראה: Werner, "Corporation Law in Search of its Future", 81 Col. L. Rev.: 1611 (1981).

14 ראה: Larner, "Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Cor-"

ההסבר לתופעה הוא כה מובן עד שאני מציין אותו כאן רק למען שלמות התמונה: בעיני המשקיעים הקטנים ההשקעה במניותיהן של חברות ציבוריות איננה כלי לכות ולשליטה, כ אם אפיק השקעה בלבד. המשקיע הקטן מעוניין בדיווידנד וברווחים הוניים, אך לא באסיפות, בדיונים, בפרזטוקולים ובקלפיות. ההשתתפות באסיפה עלולה להי-ראות בעיניו מכבידה ויקרה, בהשוואה לתועלת הצפויה לו הודות לנוכחותו בה¹⁵. אפילו אם יניח שהשתתפותו באסיפה עשויה להיתרגם לביצועים עסקיים משופרים של החברה, התמריץ שלו לפעילות כזו הוא גמור, שכן פירות המאמץ יתחלקו שווה בשווה בין כל בעלי המניות, בעוד שהנאתו האישית תהיה בהכרח קטנה ביחס למאמץ שהשקיע — ללא עזרת בעלי המניות האחרים — בהשגת המטרה¹⁶.

לכן משקיעים המסכימים להפעיל את כוח הצבעתם עושים זאת בעיקר באמצעות ייפוי כוח (proxy). ההצבעה באמצעות ייפוי כוח היא טעם נוסף להנצחת שליטתה על ההנהלה המעשית בחברה. ההנהלה המעשית חולשת על פנקסי החברים בחברה, ועל התקציבים הדרושים לשיגורה של מערכת הזמנות לייפוי כוח על-פני שטח טרי-טוריאלי נרחב. גם כאשר הדין מעניק לכל בעל מניות הזדמנות שווה להתחרות על "קולו של הבוחר" באמצעות ייפוי כוח מתאים¹⁷, הנסיון מלמד שהפיכות-חצר נאמני צעות קרבות ייפוי כוח הן בגדר אפשרות תיאורטית בלבד¹⁸. המסקנה העולה מן המ-

porations, 1929 and 1963", 56 *Am. Econ. Rev.* (1966) 777.

15 ראה *Loyds* (1974) 24 *Bank Rev.* מאמר זה תורגם גם לעברית. ראה רבעון לבנקאות מס' 56 עמ' 30. הניסיון האמריקני מלמד שבעלי המניות אדישים להפעלת זכויות החצבעה שלהם: הם מצביעים כפי שהם מתבקשים להצביע על-ידי ההנהלה המעשית. כוח החצבעה הפורמלי שלהם אינו אלא כסות לכוח ההכרעה המעשי של האוטוקרטיה הניהולית. היתידים המפעילים את זכותם ליוזם הצעות ולדרוש את קבלתן הם, בדרך כלל, אקטיביסטים פוליטיים הלוחמים למען מסרות כמו פציפיוס עולמי, עידוד התמיכה בנזקי שכונות העוני או מגיעת אפליה גזעית ועדתית. לנתונים עובדתיים נוספים ראה: Ne-gotiations", *Wall Street Journal* (March 23, 1977).

16 במונחים כלכליים אפשר לקבוע כי "תהליך הייצור" של השיפורים העסקיים כתוצאה ממעורבותו של בעל המניות הזעיר סובל מתופעה של "השפעות חיוביות חיצוניות" (Positive externalities). רוצה לאמר, חלק מן ההנאות הנובעות מן הייצור אינן מופנמות אל תוך "הפירמה המייצרת", אלא גולשות, כביכול, אל החברה בכללותה. מאחר שהפירמה אינה רוצה להביא בחשבון, בקביעת רמת הייצור האופטימלית, את התועלות החיצוניות הללו, מופעל עליה תמריץ לייצור ברמה שהיא תת-אופטימלית מבחינה חברתית. בתרגום להקשר שלפנינו, בעל המניות יימנע מפעלתנות באסיפה, אפילו אם יאמין שפעלתנות כזו תשפר את ביצועיה העסקיים של החברה. כאמור, הסבר תיאורטי זה מתיישב יפה עם הנתונים האמפיריים בשטח.

17 דיני ניירות הערך האמריקנים מדגימים יפה ניסיון להנהיג דמוקרטיזציה בחברה באמצעות כללי ייפוי כוח מתאימים. לתיאור נאמן של ניסיון זה, וניתוח הטעמים לכשלונו, ראה: Chayes, *The Modern Corporation and the Rule of Law*, (1959) [reprinted in Vagts, *Basic Corporation Law*, (2d. ed., 1979), 373 et seq].

18 ראה למשל: Jones, "Corporate Governance: Who Controls the Large Corpora- tion?" 30 *Hast. L. J.* (1979) 1261. ההנהלה המעשית להפעיל את מנגנון ייפוי הכוח לקידום האינטרסים שלה, ולעתים כנגד רצונם של אלה המחזיקים בחבילת המניות הגדולה ביותר בחברה, היא *Campbell v. Lowe's*, 36 Del. Ch. 563, 134 A. 2d. 852 (1957).

קובץ היא. שאפילו ניתנה לכל בעל מניות שליטה פרופרציונלית לשיעור השקעתו בחברה, לא היה הדבר מעתיק את מוקד ההכרעה ממייעוט בעלי המניות אל הרוב.
2. "העתקת מוקד ההכרעה אל הרוב תיטיב עם הרוב"

נניח לצורך הדיון, שכל בעלי המניות היו מופיעים לאסיפה הכללית והיו מעוניינים להפעיל את כוח הצבעתם לצורך קבלת הכרעות בחברה. נניח גם, שכל המשתתפים בהצבעה מאוחדים בשאיפתם לבחור בהכרעה שתיטיב עם החברה (כגון, למשל, שתעלה את רווחיותה העסקית), אך הם נתקלים בקושי אובייקטיבי הנובע מתנאי אי הודאות. ניתן להשקיף על מצב זה כעל סיטואציה של בחירה (קולקטיבית) של חלופה אחת מתוך סל של חלופות, כאשר רק אחת מן החלופות האלה היא "הטובה ביותר", כלומר המביאה למקסימום את הסתברות התרחשותה של התוצאה המקוה.

כדי להבין את פועלו הפוזיטיבי של הכלל הדמוקרטי נשווה בין שני מצבים קיצוניים: המצב הקיצוני האחד מאפשר לקבוצה המצומצמת של ההנהלה הפנימית לבחור את דרכת של החברה, ללא כל התחשבות ביתר בעלי המניות. כלל הכרעה זה, בהיותו אנטי דמוקרטי מובהק, מכונה בספרות המקצועית "כלל המומחה" או "כלל הדיקטטור". המצב הקיצוני ההפוך מאפשר לכל מניה להצביע פעם אחת, וכלל ההכרעה קרוי "כלל הרוב הפשוט". מי שממליץ על שוויוניות בזכויות ההצבעה ממליץ איפוא על אימוצו של כלל הכרעה מסוג "הרוב הפשוט".

במאמר חשוב שפורסם לאחרונה מנתחים פרוש וניצן את שני הכללים האלה, כלל המומחה וכלל הרוב הפשוט, במבחן ההסתברות של כל אחד מהם "לשלוף" מתוך סל האלטרנטיבות העומדות לבחירה את "החלופה הנכונה". המחברים מגיחים, שכל מצביע פוטנציאלי נבחן בכישורים אינדיווידואליים לאתר את החלופה הנכונה. מאחר שה-"מומחה" הוא, להנחתם, בעל המומחיות הגדולה ביותר בסוגיה העומדת לדיון, כישוריו לאתר את החלופה הנכונה טובים משל חבריו. בהינתן מערכת הנחות אלה, כלל המומחה "עדיף" על-פני כלל הרוב הפשוט, אם הלוגריתם של כישוריו גדול מסכום הלוגריתמים של כישורי המצביעים האחרים.¹⁹ האינטואיציה העומדת מאחורי גישה זו היא, שככל שמומחיותו של המומחה רבה יותר ממומחיות המחליטים הפוטנציאליים האחרים, כן קטנה הסתברות איתורה של החלופה הנכונה, ככל שכלל ההכרעה "מוהל" את שיפוטו האיכותי של המומחה בשיפוטם הפחות איכותי של המצביעים האחרים.²⁰

10 המחברים מסמנים את ההסתברות (הבלתי תלויה) של המחליט i-1 לאתר את החלופה הנכונה בסימון P_i . במלים אחרות, ההסתברות (הבלתי תלויה) של המחליטים ניתנת לסימון, בסדר יורד, כי (P_1, P_2, \dots, P_n)

המחברים מגיעים לתוצאה כי למומחה (פרט מס' 1) סיכויים טובים יותר לבחור את החלופה הנכונה כאשר הוא פועל לבדו, מאשר סיכוי כל הפרטים לבחור בחלופה הנכונה כאשר הם מפעילים את כלל הרוב הפשוט. אם, ורק אם,

$$\ln \frac{P_1}{1-P_1} > \sum_{i=2}^n \ln \frac{1-P_i}{P_i}$$

ראו: Nitzan and Paroush, "Optimal Decision Rules in Uncertain Dichotomous Choice Situations", 23 *International Econ. Rev.* 289 (1982).

20 כדי לסבר את האוזן אדגים זאת בעזרת דוגמה מספרית. נניח, שבקבוצה מצויים שלושה מצביעים פוטנציאליים. ההסתברות (הבלתי תלויה) של כל אחד מהם (P_1, P_2, P_3)

נמצאנו למדים, שהעדפתו של כלל הכרעה זה או אחר תלויה בראש ובראשונה בכי-שורי המצביעים. שאלת כישורי המצביעים היא, כמובן, שאלה אמפירית. אך כדי לה-עדיף את כלל הרוב הפשוט חייבים קודם כל להניח כי אנשי הפנים בחברה אינם עולים באופן משמעותי בכשירותיהם לנהלה כראוי על המשקיעים הקטנים החיצו-ניים. הנחה זו אינה מתיישבת עם החוש העסקי הבריא, בעיקר בהתחשב בכך שהמשקי-עים החיצוניים אינם מקדישים די משאבים ללימוד בעיותיה העסקיות של החברה.²¹ המסקנה היא, שגם אילו טרחו כל בעלי המניות ובאו להפעיל את זכותם הדמוקרטית להצביע, ספק אם ביצועיה העסקיים של החברה היו משתפרים.

הנחת יסוד של מודל פרוש-ניצן היא, שקיימת מטרה שהיא משותפת לכל המצביעים הפוטנציאליים. בהינתן הטרוגניות ביעדי המצביעים, אין המודל מתיימר להגדיר את כלל ההכרעה האופטימלי. בסיטואציה התאגידית אפשר שלא תהיה אחדות דעים בשאלת יעדי ההצבעה. כוונתי לכל אותן שאלות שבהן קיים ניגוד אינטרסים בין טובת החברה כולה ובין תועלתם של אחדים מן המצביעים. אם, למשל, השאלה העומדת להכרעה היא איש הנהלת החברה, אפשר שהמצביעים החיצוניים יהיו מעוניינים בחי-

לזרות את התוצאה הנכונה. היא נבית, (0.55, 0.7, 0.85) בהתאמה. המומחה הוא פרט מס' 1, כך שהסיכוי שלו לזרות את התוצאה הנכונה הוא סיכוי של 85%. כנתונים מספריים אלה עדיף להניח למומחה להחליט בעצמו: כלל רוב פשוט, שהוא הכלל הדמוקרטי, היה מביא לזיהויה של ההחלטה הנכונה בהסתברות 0.793. הקטנה מן ההסתברות לזיהויה על ידי המומחה לבדו, שהיא כאמור 0.85.

דרך חישוב ההסתברות (p) של קליעה לחלופה הנכונה בשיטת הכרעה מסוג רוב פשוט במקרה כזה נתונה על ידי הנוסחה:

$$P = P_1 \times P_2 \times P_3 + (1 - P_1) \times P_2 \times P_3 + P_1 \times (1 - P_2) \times P_3 + P_1 \times P_2 \times (1 - P_3)$$

אם נציב את המספרים שבדוגמה שלנו נוכל לכתוב:

$$P = 0.85 \times 0.7 \times 0.55 + 0.15 \times 0.7 \times 0.55 + 0.85 \times 0.3 \times 0.55 + 0.85 \times 0.7 \times 0.45 = 0.793$$

דוגמה זו מנותחת בנייר העבודה "Cumulative Voting for Directors" (טרם פורסם).

21 ראה: 42, "Executive Ownership Interests and Corporate Performance", Stano, *S. Econ. J.* (1975) 272. ראה לעניין זה גם מאמרו של צייס (לעיל, הערה 17). וכן: Posner, *Economic Analysis of Law*, (2d. ed., 1977) 300 et seq. יש גורם נוסף שאסור להתעלם ממנו. מי שתומך בכלל הדמוקרטי כבאמצעי לשיפור איכות ההחלטות יתקשה להצדיק את הכלל המעניק שוויון למניות. להבדיל משוויון לבעלי המניות: אחרי הכל החכמה ניתנה לבני אנוש ולא לניירות הערך שבבעלותם. לכן דמוקרטיה אמיתית היתה מחייבת, כמו במישור הפוליטי, שיינתן לכל בעל מניות קול אחד באסיפותיה של החברה. בין שהוא מחזיק במניות רבות או מועטות. כלל כזה אכן נהג באנגליה בראשית התפתחותם של דיני החברות שם. ראה: Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint Stock Companies to 1720*, (1912) 340 et seq. ככל שמשטר עסקי זה נראה במבט ראשון בלתי מושך, הציע אותו בהתלהבות מלומד אחד בתקופתנו: Ratner, "The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of 'One Share, One Vote,'" 56 *Cornell L. Q.* (1970) 1.

לופי גברי כדי להגדיל את הרווחיות העסקית, בעוד שההנהלה הקיימת תהיה מעונ-
ינת בהנצחת שלטונה חרף הפגיעה הצפויה ברווחיות העסקית.²²

השאלה הקריטית בהקשר זה היא האם יש בתופעת ניגוד האינטרסים כדי להצדיק מעבר קוגנטי לכלל הכרעה דמוקרטית, מתוך מגמה לשפר את ביצועיה העסקיים של החברה. זוהי שאלה קשה, ואולי התשובה לה איננה משוחררת לחלוטין מהשקפת עולמו של המשיב. אך בשורות הבאות אמנה מספר נימוקים מדוע הייתי ממליץ להימנע מל-עשות כן; לצורך הדיון נכנה את הקבוצה בעלת האינטרס המיוחד, הנבדל מן האינטרס הכללי של החברה, בשם "הקבוצה המיוחדת":

(א) השולטים באסיפה הכללית אינם מוזהים בהכרח עם הקבוצה המיוחדת. אם, למשל, הקבוצה המיוחדת היא ההנהלה המעשית, שאיננה בעלת מניות משמעותיות בחברה, אין ניגודי אינטרסים בין הקבוצה השלטת שמינתה אותם ובין המשקיעים החיצוניים בחברה.

(ב) אם הקבוצה המיוחדת, בין אם היא שולטת באסיפה הכללית ובין אם לאו, מעדיפה את תועלתה המיוחדת על-פני טובתה הכללית של החברה, היא עשויה להפר בכך חובת אמון כלפי החברה; על הפרה כזו נותן הדין סעד, מה שמיתר את השימוש בנשק ההצבעה, או לפחות מקהה את עוקצו.²³

(ג) דמוקרטיזציה של זכות ההצבעה עלולה לפגוע באיכותן של החלטות שבהן לא קיים ניגוד אינטרסים בין הקבוצה המיוחדת ובין החברה כולה.

כלל המומחה עלול, אם כן, להיות כלל הכרעה בלתי אופטימלי רק במקרים שבהם המדובר הוא במומחה שהוא בעל עמדת מפתח באיזון משרות המפתח בחברה, והוא משתמש בשררתו כדי, מצד אחד, לקדם את תועלתו האישית, אך מצד שני לא בגסיבות המהוות הפרת חובותיו הפורמליות כלפי החברה (כגון חוסר יעילות שאיננה מושחתת או רשלנית).

ג. הכלל הדמוקרטי ושיקולי רווחה חומרית למשקיע הקטן

חסידי הכלל הדמוקרטי סבורים, שהכלל שהם מעדיפים יהיה כרוך ברווחים כספיים למשקיעים החיצוניים. בראשיתו של פרק זה אציין נימוקים לטענה שגם הכלל הקיים מיטיב עם ציבור המשקיעים באותה מידה, אם לא במידה רבה יותר. לאחר מכן אנתח אם הטעמים של חסידי הכלל הדמוקרטי, ואראה שהתנאים לתקפותם של טעמים אלה אינם מתקבלים על הדעת.

22 אחד מחלוצי הניתוח המדעי המתבקש מן ההנחה שהמנהלים הם "ממקסמים רציונאליים" (rational maximizers) של תועלתם האישית, הנבדלת מתועלתו הכללית של התאגיד, הוא אוליבר ויליאמסון. ראה: Williamson, "Managerial Discretion and Business Behavior", 53 *Am. Econ. Rev.* (1963) 1032.

23 הפרופוזיציה כי הפעלת כוח השליטה בחברה לתועלתו האישית של המפעיל ולרעת החברה היא הפרת חובת אמון כלפי החברה, מעוגנת יפה בספרות. ראה, למשל: Berle, "Corporate Powers as Powers in Trust", 44 *Harv. L. Rev.* (1931) 1049; פרוקציה, "פירוק חברה לפי בקשת מיעוט בעלי המניות", משפטים ח' (1977) 13.

1. חברות משפחתיות

במשק צעיר כמו המשק הישראלי, חלק גדול מן המפעלים הגדולים מרוכזים בידיים פרטיות — המשפחה שיזמה והקימה את העסק. אילו כל הנפקה ציבורית היתה כרוכה בסיכון של אובדן שליטתה של המשפחה במנפיק, היו חברות משפחתיות רבות נמנעות מלהנפיק את מניותיהן לציבור.

אין ספק, שלציבור המשקיעים יש אינטרס מובהק בהרחבתו של שוק ההון ובגיוון אפשרויות ההשקעה בו. לפיכך, אם דמוקרטיזציה של זכויות ההצבעה תמריץ מנפיקים משפחתיים שלא לשתף את הציבור במניותיהם, הדבר עלול לפגוע ברווחתו.

2. מערכת התמריצים הפועלת על ההנהלה

גם במסגרת הכלל הנוכחי השוק מפעיל מערכת של תמריצים על הנהלת החברה לפעול לשיפור רווחיותה העסקית.

בשוקלם את טובת התאגיד המנהלים חייבים להביא בחשבון, שככל ששער מניותיה של החברה גבוה יותר, כן קטנה עלות ההון של החברה. לכן המנהלים יפעלו להעלות שער המניות ככלי להשגת אשראי וזל עבור החברה. כדי להדגים זאת נניח לצורך פישוט התמונה שהדיווידנד המשתלם על מניות החברה הוא בשיעור קבוע. דיווידנד זה הוא "המחיר" שהחברה משלמת למשקיעים בה עבור ההון שהזרימו לחוכה. ככל שהפרמיה שהשתלמה עבור המניה גבוהה יותר, כך "הזוילה" החברה לעצמה את עלות ההון. שכן כנגד הדיווידנד הקבוע שהיא משלמת למשקיעים הם שילמו לה תמורה גבוהה יותר.

גם בשוקלם את האינטרס האישי שלהם יש לצפות לכך שהמנהלים יהיו מעוניינים בהטבת מצבה הכספי של החברה. מחקרים עיוניים ואמפיריים שונים מראים שהן שכר המנהלים וגמולי ניהול אחרים²⁴, והן יתרונות אחרים שהמנהלים מפיקים ממעמדם בחברה²⁵, תלויים באורח ישיר במצב רווחיותה של החברה.

3. פרמיה בעד מכירת שליטה

קיימת טענה שכאשר משתלמת פרמיה על העברת שליטה, היא נשללת "שלא כדין" מבעלי המניות שאינם מצביעות, ושעקב תכונתן זו הם לא נמנו עם קהל הנהנים מעסקת העברת השליטה²⁶. דרך אגב, ניתן היה לטעון טענה דומה גם כאשר אין כל אפליה בזכויות ההצבעה, אלא שההשתלטות על החברה נעשתה על-ידי רכישת מירב מניותיה.

24 ראה: Fama, "Agency Problems and Theory of the Firm", 88 *J. Pol. Econ.* : 288.

25 ראה מאמרו של ויליאמסון (לעיל, הערה 20).

26 ניסוח אפשרי אחד של הטענה הזו הוא בדלקמן: כאשר חברה א' רוצה להשתלט על עסקיה של חברה ב' היא רשאית, בין היתר, להציע לרכוש מחברה ב' את כל נכסיה. התמורה תחלק, כמובן, בין כל בעלי מניותיה של חברה ב'. אותה תוצאה תושג אם ההשתלטות מבוצעת באמצעות מיזוג בין חברה א' ובין חברה ב'. רק כאשר חברה א' רוכשת את רוב מניותיה של חברה ב' (אך לא את כולן) נהנים רק המוכרים מן הפרמיה בעד העברת השליטה. רק במקרה זה נשלל מן המיעוט חלקו. מאחר שמטרתה הכלכלית של העסקה היא אחת בכל שלוש הסיטואציות, מן הראוי שגם התחלקות העושר בין כל הצדדים הנוגעים לעסקה תהיה שווה בכל שלושת המקרים. ראה Cary & Eisenberg *Corporations* (5th ed. 1980) 684.

תוך-כדי תשלום פרמיה בעד השליטה, ובלי שבעלי מניות המיעוט שותפו באותה פרמיה. לגוף העניין, טענה זו מעוררת שלוש שאלות: עקרונית, מעשית ואמפירית. במישור העקרוני שאלה גדולה היא האם ה"נכס" הערטילאי הזה, השליטה בחברה, צריך להיחשב נכס השייך לחברה בכללותה, או שמותר לראות בו נכס ה"שייך" למי שמחזיק בו, כלומר לבעלי המניות המועדפות. בהנחה שגכס זה הוא עובר לסוחר, כלומר אינו "מוצר חופשי", והמחזיקים בו שילמו את תמורתו בשעת רכישתו, מן הראוי לאפשר להם לממש את השקעתם גם עם מכירתו, ולא לחלק את פירותיה עם צדדים שלישיים שלא השתתפו בעלות הרכישה. טיעון פשוט זה לא התקבל על דעתו של בית משפט אמריקני בפרשה המפורסמת של פלדמן נ' פלדמן²⁷, שבה נפסק כי על מוכרי גוש מניות דומיננטי להעביר לחברה את התמורה שקיבלו כפרמיה בעד העברת השליטה. מאידך גיסא, נפסקו גם בארצות הברית הלכות שסרבו לאמץ את הכלל שנקבע בפרשת פלדמן נ' פלדמן²⁸, וגם בספרות נמתחה עליה ביקורת חריפה²⁹. אכן, אם הנכס אינו שייך ל"מוכר" כי אם לתאגיד — על שום מה יאות קונה כלשהו לשלם תמורתו, ואינה תמריץ יהיה למוכר לגבות עבורו תמורה מאת הקונה על מנת להעבירה לאחר מכן לחברה?

בהינתן העובדה שהרגשת עוצמה ושררה רצויה לרבים מאתנו, ורבים מאתנו מוכנים לשלם — בעסקת שוק לגיטימית — את מחירה (בעוד אחרים, המעוניינים בכך פחות, אינם מוכנים לשלם את מחירה) אינני רואה טעם לשלול את הבעלות הפרטית בסוג "טובין זה, ולראות בו מושא של בעלות משותפת בלבד.

במישור המעשי אין כל צורך להשתמש במכשיר הדמוקרטיזציה של זכויות ההצבעה כדי להשיג את היעד של חלוקה שוויונית בפרמיה המשתלמת בעד מכירת שליטה. מי שחושב שחלוקה שוויונית כזו רצויה, יכול לאמץ את הקו שנקטה, למשל, הבורסה של לונדון. לפי הכלל הזה, כל מציע של הצעת רכש חייב להרחיב את הצעתו לכלל בעלי המניות בחברה, כולל המניות הנחותות, ולשתף אף אותם באותה פרמיה המוצעת עבור העברת השליטה לבעלי המניות המועדפות³⁰.

לבסוף, במישור האמפירי, יש לי ספק רב בנוגותה של הנחת היסוד, לפיה תשלום הפרמיה לבעלי המניות המועדפות מקפח את זכויותיהם הכספיות של בעלי המניות הנחותות. מכירת השליטה עבור פרמיה היא איתות ברור לציבור המשקיעים, שרוכש השליטה, בעצם תשלום הפרמיה, הביע אופטימיות ואמון בעתיד התאגיד. הניסיון האמפירי בישראל מצביע על כך שעצם פרסום המידע על הצעת רכש כזו מקפיץ מיד את שעריהן של מניות המגפיק, בלי כל קשר לזכויות ההצבעה הצמודות להן³¹.

Perlman v. Feldmann, 219 F. 2d 173 (2d cir., 1955). 27

ראה למשל: *Essex Universal Corporation v. Yates*, 305 F. 2d 572 (2d. cir. 1961). 28

Honigman v. Green Giant Co. 309 F. 2d 667 (8th cir., 1962).

Hill, "The Sale of Controlling Shares", 70 *Harv. L. Rev.* (1957) 986; ראה למשל: 29

Posner, *Economic Analysis of Law* (2d. ed. 1977) 303.. Easterbrook & Fischel,

Corporate Control Transactions, 91 *Yale L. J.* (1982) 698.

City Code on Takeovers and Mergers, § 21 (3). 30

דוגמה מוחשית מן העת האחרונה היא העלייה המסחררת בשערי המניות של הבנק הבינאי

לאומי, עם פרסום הידיעה על רכישתו בפרמיה גבוהה בידי קבוצת בנק המורחג.

4. הצעות רכש ככלי לפיקוח על ההנהלה

א. הטיעון

לפי טיעון זה, אם ההנהלה מתפקדת שלא כהלכה, החברה אינה מנצלת את מלוא הפוטנציאל העסקי שלה, ושער מגירותיה חייב להיות נמוך יותר מכפי שהיה אילו נוצל פוטנציאל זה במלואו. הירידה בשער המניות מציגה את החברה כמושא מושך להצעות רכש; היזם בעל התושייה מבחין בטעמים העסקיים לשערים הנמוכים, וצופה רווח לעצמו כתוצאה מקניית החברה במחיר הודמנות והעלות ערכה עקב ניהול מוכשר וניצול הודמנותיה במלואן. משיעשה כן ישוב שער המניות של החברה ויעלה, לרזון חתו של המשקיע הקטן שהוא, מצדו, לא נטל כל חלק פעיל בתהליך³². מובן שתנאי להפעלתו של מנגנון שוק זה הוא, שמציע הרכש יכול להשתלט על החברה כנגד רצון ההנהלה הקיימת באמצעות עסקאות שוק במניות מצביעות. לכן, אם החברה הנפיקה כמות גדולה של מניות נחותות, היא תקשה בכך על אפשרויות ההשתלטות עליה, ושללה מן המשקיע הקטן את הגנתו של מנגנון השוק.

ב. התשובה

בפתח התשובה ברצוני לציין, שלא יהיה זה נכון להגיש שרווחתו של המשקיע הקטן היא בהכרח פונקציה של קלות ההשתלטות על התאגיד נשוא השקעתו באמצעות הצעות רכש. לא כל הצעת רכש גובעת מן הרצון לנצל שערים נמוכים של חברות המנוהלות שלא כהלכה; מטרתן של הצעות רכש רבות היא להשתלט דווקא על מפעלים משג-שגים, בעיקר בגודל קטן ובינוני, המאיימים בתחרות על מפעלים גדולים מהם. מטרתה של הצעת הרכש עלולה להיות חיסולו ה"אנטי-תחרותי" של יריב עסקי, כדי להביא ליתר ריכוזיות בשוק ולגריפת רווחים מונופוליסטיים. הדאגה להגן על המשקיע, וכן על הציבור בכללו, מפני מציעי רכש כאלה, מגיעה לאחרונה מחוקקים בארץ ובעולם להקשות על הצעות הרכש, ולהכפיף לפיקוח שלטוני הדוק³³.

אולם לא זו התשובה האוחזת את השור בקרניו. לצורך הוויכוח אניח שהנחיתות בהצבעה אכן פוגעת בשווי המניה; היא מפחיתה את הסיכוי שירידות שערים שמקורן בהנהלה כושלת תתהפכה כתוצאה מהצעות רכש של יזמים יותר מוכשרים. אך בש-ווקים יעילים חייבת נחיתות כזו, אם יש בה ממש, להתבטא במחיר המניה. כלל המ-חייב את המשקיע לשלם יותר ביוקר עבור מגייתו על מנת להעלות את איכותה, הוא כלל הפוגע ברווחתו של המשקיע. השוויות שלהלן מוקדשות להבהרתה של טענה זו.

נניח, שאין גוהגים על-פי תכתיבי הכלל הדמוקרטי. המשקיע חופשי, אם כן, לרכוש מניה "טובה" ביוקר, או מניה "רעה" בזול. איכותה של המניה ה"טובה" מתבטאת

32. ראה, למשה, פוזנר (לעיל, הערה 27), שם; Werner, "Management, Stock Market and Corporate Reform: Berle and Means Reconsidered", 77 Col. L. Rev. (1977) 398.

33. ראה, למשל, את דו"ת הוועדה למיוגים וקונגלומרטים (דו"ת ועדת גרוס) שהוגש למשרד המסחר, התעשייה והתיירות ולמשרד המשפטים, ונדונה בימים אלה לצורך גיבוש חקיקתי.

בכך, שהמשקיע יודע, שאם שערה ירד עקב ניהול כושל, קיים מנגנון שוק העשוי (בפוטנציה) לגרום עלייה מחודשת בשערה. ברירה זו מעמידה את המשקיע בפני מצב של אי ודאות. אילו ידע מראש כי:

- (א) החברה אכן תנוהל באורח כושל, דבר שיביא להורדת שער מגזיתיה;
 (ב) קבוצת יזמים מוכשרים תשתלט עליה ותעלה מחדש את שער המגזית;
 (ג) עליית ערך המגזית כתוצאה מפעולת היוזמים תעלה בשיעורה על הפרש בין המחירים ההתחלתיים של המגזית המועדפות והנחותות.

כי אז היה מיטיב לעשות אילו קנה את המגזית המועדפות. אך בזמן הפעלת הברירה לא זו בלבד שהמשקיע אינו יודע ששלושת התנאים האלה אכן יתקיימו, אלא גם סביר להניח שלפחות אחד מהם לא יתקיים. בנסיבות אלה אין זה בלתי סביר מצדו להעדיף את רכישתן של המגזית הנחותות במחיר הזול. בפועל "כממקסם רציונאלי" (rational maximizer) תהיה החלטתו של המשקיע תלויה בראש ובראשונה במידת העדפת הסיכון שלו, שמשאאה היא נכונותו "לבטח את עצמו" מפני האפשרות ששלושת התנאים הנ"ל יתקיימו בד בבד. משקיע בעל העדפת סיכון נמוכה ישקיע את כספו בלאו הכי במגזית המועדפות. לגבי דידי הכלל הדמוקרטי אינו מעלה ואינו מוריד. אך משקיע בעל העדפת סיכון גבוהה יירד ברמת הרווחה שלו כתוצאה מאילווצו לרכוש את המגזית המועדפות בלבד, בניגוד לנטייתו האישיות. הצגה דיאגרמטית הממחישה טיעון זה מובאת בהערות השוליים³⁴.

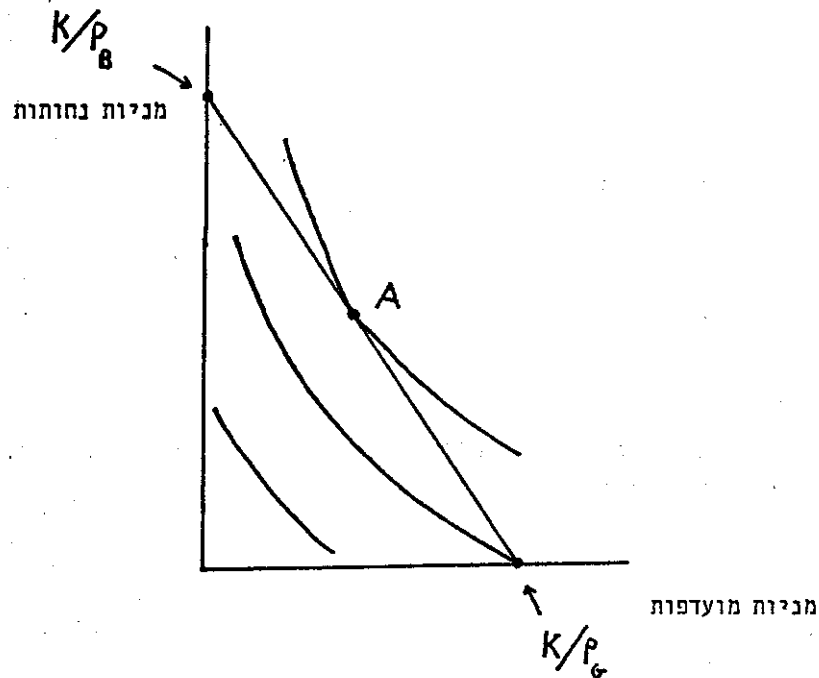
נקודת המפתח לטיעון זה היא, שבשווקים יעילים חייבת הנחיתות בהצבעה, אם יש בה ממש, להתבטא במחיר המגזית. אך ניתן להעלות את הטענה, ששווקי ההון בישראל הם ביסודם לא יעילים, ולפיכך אפשר שמערכת המחירים לא תשקף אל בכוון

34 בתרשים זה הנחתי שבידי המשקיע יש סכום כספי קבוע (K) המיועד להשקעה במגזית. מספר המגזית המועדפות המקסימלי שהוא יכול לרכוש הוא K/P_G כאשר P_G הוא מחיר המגזית המועדפת. מספר המגזית המועדפות שהוא רוכש, או שהוא יכול לרכוש, נמדד לאורך הציר האופקי. מספר המגזית הנחותות המקסימלי שהוא יכול לרכוש הוא K/P_B כאשר P_B הוא מחיר המגזית הנחותה. מספר המגזית הנחותות שהוא רוכש, או שהוא יכול לרכוש, נמדד לאורך הציר האנכי. הקו $K/P_G - K/P_B$ מתאר את כל האפשרויות של הקצאת הסכום K בין המגזית המועדפות לנחותות. הנתיב שהעדפותיו האינדיווידואליות של המשקיע נתונות על-ידי מערכת העקומות הקמורות לראשית. הממלאות את המישור שבין הצירים (עקומות אדישות). קמירותן של העקומות מבטאת את רצונו של המשקיע לגנון את אחזקותיו: ככל שיש לו יותר מגזית טובות ויקרות, כן גדל "תיאבוננו לה" קצות חלק ממשאביו הכספיים לרכישת מגזית זולות ונרועות, ולהפך. תכונת יסוד זו של האדם, ליחס ערך סובייקטיבי גבוה יותר למוצרים שהוא חש מחסור לגביהם מקובלת כהנחה סטנדרטית בניתוחים מיקרו-כלכליים.

המשקיע אדיש בין כל ההקצאות האפשריות שעל-פני כל עקומה נתונה (אך מעדיף עקומה "רחוקה" מראשית הצירים על-פני עקומה "הקרובה" לראשית הצירים); עקומה רחוקה יותר מאפשרת רכישת מספר ניירות גדול יותר עבור כל תקציב נתון. בהינתן מערכת טעמים זו מאלץ הכלל הדמוקרטי את המשקיע לבחור בהקצאה הפינתית, שבנקודה K/P_G הוא עשוי לשפר את רווחתו על-ידי מעבר לנקודה דוגמת הנקודה A שאיננה סובלת מן האילוץ האמור. התנאי לכך שהנקודה K/P_G היא אופטימלית עבור משקיע אינדיווידואלי כלשהו הוא, שמערכת טעמיו נתונה על-ידי מערכת עקומות אדישות קשיחות לחלוטין (אנכיות) — תנאי הסותר את האינטואיציה המידית.

את המשתמע מן הנחיתות בהצבעה. ואולם, אינני סבור שניתן להניח ששוקי ההון טוב-לים מאי יעילות הרלוונטית לדיון זה. אילו היה מדובר בשוק שבו הצרכן אינו יכול להביא ליד ביטוי את העדפותיו האמיתיות, כגון בשל היותו כפוף לכוח מונופוליסטי של מנפיק מסוים, או בשל קרטליזציה של ציבור המנפיקים, החוברים יחד כדי לשלול מן המשקיע, באמצעות הסכמה על תנאי הנפקה אחידים, את חירות הבחירה שלו בין חלופות השקעה שהן שונות בצורה מהותית זו מזו, היה בכך משום הצדקה להתערבות ממשלתית ולאיסור שלטוני של עסקאות, שהשלטון קבע לגביהן שהן "מקפחות"³⁵. אך שוקי הון אינם טובלים, בדרך כלל, מריכוזיות עסקית כלשהי, "ואי יעילותם" עשויה להתבטא בסוג מאוד מסוים של כישלון שוק, והוא העדר מידע מספיק³⁶. אלא שליקויי המידע הקיימים בשוק ההון אינם מספיקים, כשלעצמם, כדי להצדיק התערבות ממשלתית.

בראש ובראשונה, על מנת ששוק מסוים יהיה "יעיל", אין כל צורך בכך שכל קושרי העסקאות בו, ללא יוצא מן הכלל, יהיו ערים לכל פיסת אינפורמציה רלוונטית, ויביאו אותה בחשבון בשקילת צעדיהם. האינפורמציה היא "מוצר" שהיותה של קבוצת צרכנים או משקיעים אחת ערה לקיומו, מקרינה גם על רוחותן של קבוצות אחרות. המור-כבות מצרכנים או ממשקיעים שאינם יודעים. למשל, בשוק ההון הישראלי די בכך שהבנקים וחברי הבורסה האחרים יהיו ערים למשמעויות ההבחנה בין סוגי המניות השונים על מנת שהבחנה זו תשתקף בשערן, דבר "שיקרין" גם על משמעות הש-



35 ראה באופן כללי: א' פרוקצ'יה, "תוקפו המחייב של חוזה אחיד כפינקציה של מבנה השוק", משפטים ט' (תשל"ט) 25.

36 ראה, למשל, מאמרו של בריאר (לעיל, הערה 7).

קעותיהם של אלה, שההבחנה איננה נהירה להם. השפעה זו, של היודעים על הלא יודעים, מעוגנת יפה בספרות המקצועית התיאורטית על כלכלת אינפורמציה.³⁷ תור-צאות תיאורטיות אלה אומתו גם במחקרים אמפיריים שנערכו על רמת היעילות של שוק ההון הישראלי.³⁸

מעבר לניתוח זה, המתייחס ליעילותו של שוק ההון בכלל, נראה לי שמן הראוי להציג את השאלה בהקשרה הספציפי, דהיינו באיזו מידה ציבור המשקיעים מבין את ההבחנה הקוגרטיבית בין מניות עתירות כוח הצבעה ובין מניות שכוח הצבעתן נחות. אין צורך לומר, שתכונות ההצבעה של כל נייר ערך מפורטות בהרחבה הן במסמכי היסוד של המנפיק והן בכל תשקיף שקדם להצעתו לציבור, כך שהמדובר איננו במעין מידע פנימי שרק יחיד סגולה שותפים לו. נראה לי, שבנסיבות אלה פקפוק ביכולתו של הציבור לקלוט את משמעות המידע הזה גובל בהתנשאות מגוחכת. אם ובמידה שיש לכוח ההצבעה ערך כלשהו, הריהו משתקף יפה בשער המניות.

ד. הדמוקרטיה התאגידית ככלל כופה

בפרק זה, המשמש כאפילוג, רצוני להעיר, שמי שממליץ על שוויון בכוח ההצבעה מטעמים דמוקרטיים, תופס את מושג הדמוקרטיה תפיסה פורמליסטית ריקה ופוגע במושג הדמוקרטיה במשמעותה התוכנית והמהותית. ראינו, שכלל דמוקרטי קוגנטי כופה על כל המשקיעים לרכוש מניות מועדפות בלבד, בעוד שכלל מתירני יותר מאפשר להם לבחור בין מניות מועדפות לגחותות, הגבדלות זו מזו גם במחירן.

חשוב לשוב ולהדגיש כאן, שמשקיעים המוכנים לשלם את הפרמיה בעד הזכויות המועדפות יוכלו ללא ספק לרכוש אותן; גם כאשר המשקיע הוא "קטן", "בלתי מאור-גן", או "חסר כוח מיקוח", יבטיח מנגנון השוק שהעדפותיו תסופקנה.³⁹ אמנם, העדפות אלה לא תבואנה לידי ביטוי באמצעות מיקוח אינדיווידואלי בין המשקיע "הקטן" ובין המנפיק בקשר לאיכויות ההנפקה. חופש הבחירה של המשקיע יכובד, לעומת זאת, ביכולתו לבחור לו, מתוך כל קהל המנפיקים, את המנפיק הרצוי לו, והמצמיד לנייר המונפק זכויות התואמות — בשים לב למחירן — את העדפותיו. מקובל בספרות המקצועית, שההסבר היחיד שיכול להיות לאי קיומה של סחורה בעלת איכות נתונה

37 ראה Schwartz & Wilde, "Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information, a Legal and Economic Analysis", 127 *U. Pa. L. Rev.* (1979) 630.

38 לוי, סמיט, סרנת, הבורסה וההשקעה בניירות ערך, (1978) 390 ואילך. הקיצונים שבהבורה טוענים, שהמידע בשוק ניירות הערך הוא כל כך טוב, שאפילו כללי הגילוי הם מיותרים, ואפילו — בהתחשב בעלות שהם מטילים על המערכת — מויקים. ראה, למשל: Stigler, "Regulation of the Securities Market", 37 *J. Bus.* (1964) 117. גגול ויכות מר בין פרופסור סטיגלר ובין כמה ממבקריו, ועמדתו רחוקה מלהיות נקייה מספקות.

39 ראה, למשל: Buchanan, "In Defense of Caveat Emptor", 38 *U. Chi. L. Rev.* (1970) 64.

כלשהי בשוק תחרותי היא, שאין קבוצת צרכנים משמעותית המוכנה לשלם את מחירה, וזאת ללא כל קשר לכוח המיקוח של הצרכן האינדיבידואלי.⁴⁰ ההבדל היחיד בין הכלל הדמוקרטי ובין "כלל חירות ההתנאה" הוא, שבכלל הדמוקרטי רק חלק מן המשקיעים זוכה להשקיע את כספו בסוג הנייר העדיף בעיניו.⁴¹ טענתי, שהכלל הדמוקרטי הוא פורמליסטי ועקר; כוונתי היתה, שהכלל הדמוקרטי מצייד כל משקיע בנייר המאפשר לו — בין שהוא חפץ בכך ובין לאו — להתייצב בקלפי של התאגיד ולהטיל את קולו למערכת. בהנחת אדישותם של מצביעי התאגיד לפעילות סביב הקלפי נראית הזכות הזו בעלת חשיבות וניחה. מאידך גיסא, אם הדמוקרטיה החוזית האמיתית היא מנגנון הרגיש להעדפותיו האוטונומיות של הפרט, והמביא אותן בחשבון בעיצוב הדינים וכללי ההתנהגות החברתית, ברי כי שוויון קוגנטי בזכויות ההצבעה מתרחק מן היעד הזה, ביוצרו נורמה להתנהגות השקעתית, שאינה פונקציה של מאווי המשקיעים עצמם.

40 ראה למשל: Schwartz, Seller Unequal Bargaining Powers and the Judicial Process", 49 *Ind. L. J.* (1974) 367.

41 פרוקציה (לעיל, הערה 35).

קרן מחקר ע"ש משה דוכן

קרן המחקר ע"ש משה דוכן מזמינה בזה את ציבור המשפטנים להגיש לשיפוטה חיבור בעברית או תכנית מחקר בעברית, מעובדת לפרסיה, למטרת קבלת פרס או מענק מטעם הקרן, באחד מן הנושאים הבאים:

1. דיני קניין ;
 2. דיני התכנון והבניה ;
 3. המשפט העברי (תוך שימת דגש על דיני הקניין) ;
 4. המשפט הרומי והמשפט הקדום (תוך שימת דגש על דיני הקניין) ;
- את ההצעות יש להגיש לפי הכתובת :

קרן מחקר ע"ש משה דוכן, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית, ת.ד. 24100 ירושלים 91905 או הגב' לאה לנדוי, רח' אלחריזי 10, ירושלים וזאת עד ליום כ"ו אדר א' תשמ"ד (29.2.84).

תיקון טעות

ברשימתו של פרופ' טדסקי, "מכר מקרקעין והשבה בעין עקב ביטולו" שפורסמה בחוברת זו בעמ' 265 נפלו הטעויות הבאות:

בעמ' 270, שורה 9 במקום חד צ"ל אחד
בעמ' 271, ה"ש 26, שורה 2 במקום 127 צ"ל 12