

האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי

ידידיה צ' שטרן*

מקובל לקבוע כי תכליתה של החברה העסקית היא השאת הרווחים של בעלי המניות בחברה. פונקציית-מטרה זו, המתמקדת בבעלי ההון, נתפסת כטבעית – אקסיומטית כמעט – במשפט המקובל, שכן זה נטוע בכלכלה הקפיטליסטית, שההון הוא הדלק המניע שלה. המאמר מבקש לבחון אם הגדרה זו של יעד-העל של החברה העסקית מקדמת את תפקודן היעיל של חברות, אם לאו. חלקו הראשון של המאמר חושף שלושה כשלים מעשיים: ראשית, העדפת האינטרסים של בעלי המניות פותחת פתח לניהול שמחצין עלויות אל שאר המעורבים – ספקי התשומות של החברה; שנית, השאת הרווחים של בעלי המניות עומדת לעיתים בסתירה לאינטרסים העצמיים של החברה כאישיות נפרדת; שלישית, יעד-על זה של החברה העסקית מציב לנושאי המשרה בחברה סטנדרט התנהגות שמחריף את בעיית הנציג, באשר הוא קולע אותם למצב של ריבוי נאמנויות.

חלקו השני של המאמר בוחן באופן ביקורתי שלוש קבוצות של פתרונות אפשריים לכשלים האמורים: פתרונות חוזיים (קרי: האם הצדדים בפקעת החוזית של החברה מסוגלים לפתור את הבעיות בכוחות עצמם על-ידי התניות מוסכמות?), פתרונות שוקיים (קרי: האם גם במקרה של כשלון החוזים, הבעיות באות על פתרון באמצעות הכוחות התחרותיים בשווקים הרלוונטיים?) ופתרונות רגולטוריים כלליים (קרי: האם במקרה של כשל שוק בפתירת הבעיות ניתן ליישבן על-ידי הסדר חוקי כללי, מחוץ לדיני החברות?). הדיון חושף ספקות ניכרים בדבר יעילותן של כל אחת משלוש החלופות. התזה המועלית כאן היא שבניגוד לדעה המקובלת, קביעת תכלית החברה כהשאת רווחיהם של בעלי המניות אינה מוליכה להשגת היעד של יעילות כלכלית.

* מרצה למשפטים באוניברסיטת בר-אילן, עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה ועורך-עמית של כתב-העת "תרבות דמוקרטית" ושל סדרת הספרים "יהדות ישראלית". המחבר מבקש להודות לדניאל סירקיס על עזרתו המסורה, למשתתפי הסדנה למשפט וכלכלה במרכז הבינתחומי בהרצליה על הערותיהם המועילות, ולמערכת "משפט ועסקים" ובמיוחד לעו"ד ליאור דוידאי על העבודה הקפדנית והיעילה.

מבוא

פרק א: יעד-העל של החברה במשפט המקובל – השאת רווחיהם של בעלי המניות

פרק ב: יעד-העל וספקי התשומות של החברה

1. אפשרויות ההחצנה

(א) נטילת סיכונים

(ב) ניצול תלות: השקעות מתמחות

(ג) הפרת ציפיות: התחייבויות משתמעות

(ד) ניצול טעויות: התחייבויות היפותטיות

2. ההחצנה בפועל

(א) עובדים

(ב) מנהלים

(ג) נושים

(ד) ספקים וצרכנים

(ה) קהילה

פרק ג: יעד-העל והאינטרסים של החברה

1. ניהול שוטף של החברה

(א) יחס לסיכון

(ב) אינטרסים פרטיים

(ג) טווח ההשקעה

2. חוזים עם ספקי תשומות

3. חלוקת הרווחים

4. עסקות סופיות

פרק ד: יעד-העל ובעיית הנציג

פרק ה: איזון יעד-העל באמצעות המתחם החוזי

1. הטיעון החוזי

2. ביקורת הטיעון החוזי

3. יעד-העל והסיכון השיורי

פרק ו: איזון יעד-העל באמצעות כוחות השוק

1. הטיעון הנסמך על כוחות השוק

2. ביקורת הטיעון

פרק ז: איזון יעד-העל באמצעות רגולציה

1. הטיעון הנסמך על רגולציה כללית

2. ביקורת הטיעון

פרק ח: סיכום – יעד-העל פוגע ביעילות הכלכלית

מבוא

כשם שהפרט עוסק רק לעיתים רחוקות ומיוחדות בבידור של תכלית חייו, כך גם ארגונים. חיי היומיום, על מאפייניהם השונים, שולטים בסדר-היום הפרטי והארגוני, ומונעים אותנו בדרך-כלל מלברר את השאלות הגדולות, מהסדר הראשון. מטבע הדברים, אנו מתמקדים בעיקר בשאלות בעלות משמעות ביצועית ברורה – "איך?", "כמה?" ו"על-ידי מי?" – ופחות בשאלות המתחקות אחרי העיקרון והסיבה: "מה?" ו"למה?". לכן הסוגיה של תכלית החברה העסקית, כשאלה עצמאית עקרונית, הוצגה רק לעיתים רחוקות ונידונה במקרים נדירים יחסית. עד לאחרונה, במשך מאתיים שנים של דיני חברות, מיעטו החוקים, ובדרך-כלל גם הפסיקה,¹ לתת את דעתם לסוגיה זו באופן מסודר ומוכוון.²

עם זה, ההעדר הנורמטיבי בסוגיה והמצע התקדימי הדליל לא מנעו את התקבלותה הרחבה של מוסכמה בקרב ציבור העוסקים בדיני חברות במשפט המקובל – משתמשים ונותני שירותים מקצועיים – שעל-פיה יעד-העל של החברה העסקית הוא השאת רווחיהם של בעלי המניות בחברה (להלן: יעד-העל או התכלית הנוהגת).³ פונקציית-מטרה זו, המתמקדת בבעלי ההון, נתפסת על-ידי רבים כתכלית טבעית, אקסיומטית כמעט, שהרי המשפט המקובל נטוע בכלכלה הקפיטליסטית, שההון – הקפיטל – הוא הדלק המניע שלה. קידום האינטרסים של בעלי המניות מתיימר להיות לא רק בלתי-פוליטי ותף

1 "The case law on management's authority to consider interests other than shareholder gain in the formulation of operating policy is virtually nonexistent." Kenneth B. Davis, Jr. "Discretion of Corporate Management To Do Good at the Expense of Shareholder Gain – A Survey of, and Commentary on, the U.S. Corporate Law" 13 *Can.-U.S. L. J.* (1988) 7, 32

2 לעומת זה, הדיון האקדמי בסוגיה עשיר למדי. עדות לפער ניתן למצוא בדברים הבאים, הפותחים דיון בשאלת סמכותם של דירקטורים להקריב את האינטרסים של בעלי המניות לטובת קידום אינטרסים של אחרים: "The preliminary observation is this: The relationship between the judicial material available on this subject and the speculative writing is totally out of proportion. There are no more than a handful of decisions concerning the extent to which managers may take into account non-investor objectives... Throughout the Commonwealth, there are no more than a dozen cases dealing with the subject." Leon Getz "Discretion of Corporate Management To Do Good at the Expense of Shareholder Gain – Canadian Corporate Law" 13 *Can.-U.S. L. J.* (1988) 1, 1

3 להצגת המוסכמה במשפט המקובל, ראו פרק ב למאמרו של ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב (תשס"ב) 329; כן ראו את הדיון בפרק א להלן.

מאידיאולוגיה, אלא גם הכרחי ולכן קודם לכל דיון ענייני. ברם, כל מי שמחויב לחשיבה רציונלית יסכים כי שכיחותה של עמדה אינה יכולה להוות תחליף לדיון בתוקפה הענייני. דברים עקרוניים אלה מקבלים חשיבות מיוחדת כאשר מדובר בעניין כבד-המשקל של יעדי השימוש בחלקי-הארי של ה"יש" האנושי: רכושן של חברות עסקיות. לכן, על-אף הפופולריות של התפיסה שחברות נועדו לפעול למען השאת רווחיהם של בעלי המניות, משפטנים וכלכלנים מקדישים מאמץ ניכר למציאת הצדקות ענייניות לה. טיעון אחד שכיח מבוסס על הצדקה קניינית. על-פיו, בעלי המניות הינם בעלי החברה, ולכן עליה לפעול מטעמם, בשבילם ולמען השאת רווחיהם.⁴ טיעון שני תומך יתדותיו בטיעוני רווחה. בעלי המניות פגיעים יותר מכל ספקי התשומות האחרים של החברה באשר חוזה ההתקשרות שלהם עם החברה אינו מפורט והם בעלי כוח מוגבל יחסית במשאם-ומתנם עם החברה.⁵ טיעון שלישי, מרכזי וחשוב מקודמיו, מבוסס על אדנים של ניתוח כלכלי. אופי התביעה של בעלי המניות כלפי החברה הוא שירי, ולכן האינטרסים שלהם זהים עם אלה של החברה.⁶ כל אחד

- 4 ראו, למשל: Melvin A. Eisenberg "The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm" 24 *J. Corp. L.* (1999) 819, 825–826; Oliver Hart & John Moore "Property Rights and the Nature of the Firm" 98 *J. Pol. Econ.* (1990) 1119. דוגמה פשטנית אופיינית לטיעון הקנייני ניתן למצוא בדברים הבאים: "Most scholars of corporation law seem to agree that a corporation's directors and officers (management) owe a fiduciary duty to the corporation and, because the stockholders own the corporation, that duty should be seen as a duty to maximize stockholders wealth. The basic reason for the duty-to-stockholders is that the stockholders are the owners of the company." Richard A. Booth "Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty)" 53 *Bus. Law.* (1998) 429, 430–431.
- 5 ראו, למשל: Oliver E. Williamson *The Economic Institutions of Capitalism* (New York, 1985) 304–305; Jonathan R. Macey "An Economic Analysis of the Various Rationals for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 23, 36.
- 6 ראו אוריאל פרוקצ'יה "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני חברות" משפטים כב (תשנ"ג) 301; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge, 1991) 67–70. הנה שתי וריאציות ניסוחיות של הטיעון הכלכלי בעד הגדרת תכלית החברה כהשאת הרווחים של בעלי המניות: "Equity has governance rights because the holder of the residual profits interest has the best incentive to reduce agency costs; the right to control rests with those who stand to gain the most from efficient production." Ronald J. Gilson & Mark J. Roe "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization" 102 *Yale L. J.* (1993) 871,

מטיעונים אלה, על פיתוחיהם וגרסותיהם המגוונים, נידון על-ידי במקום אחר, ונדחה.⁷

בין שנקבל מי מהטיעונים המצדיקים את יעד-העל ובין שנדחה אותם, חשוב לברר מהי ההשפעה המעשית של הגדרת המשימה הביצועית של החברה ושל נושאי-המשרה בה כהשאת רווחיהם של בעלי מניותיה. האם התכלית הנוהגת הינה נורמה שמקדמת את השגת היעד של יעילות כלכלית, אם לא? שאלה זו עומדת במרכז הדיון להלן. בחלק הראשון של המאמר אציג את יעד-העל (פרק א), ואנתח, מנקודת-ראות של יעילות כלכלית, שלושה כשלים מעשיים מרכזיים שאני מגלה בתפקודו: הוא מאפשר החצנה של עלויות על ספקי התשומות האחרים של החברה (פרק ב); הוא מאפשר פגיעה באינטרסים העצמיים של החברה (פרק ג) ומציב לנושאי-המשרה בחברה סטנדרט התנהגות שמחריף את בעיית הנציג (פרק ד). בחלק השני של המאמר אבחן אם ניתן לאתר מענה לכשלים המתעוררים בעטייה של התכלית הנוהגת באמצעות פתרונות שמחוץ לדיני החברות: פתרונות חוזיים (קרי: אם הצדדים בפקעת החוזה של החברה מסוגלים לפתור את הבעיות בכוחות עצמם, על-ידי תניות מוסכמות; פרק ה), פתרונות שוקיים (קרי: אם גם במקרה של כשלון החוזה, יבואו הבעיות על פתרונן באמצעות הכוחות התחרותיים בשוקים הרלוונטיים; פרק ו) או פתרונות רגולטוריים כלליים (קרי: אם במקרה של כשל שוק בפתירת הבעיות, ניתן ליישבן על-ידי הסדר חוקי כללי, מחוץ לדיני החברות; פרק ז). הדיון יעלה ספקות ניכרים בדבר יעילותן של כל אחת משלוש החלופות הללו. התזה המועלית כאן, אם כן, היא שבניגוד לדעה המקובלת, קביעת תכלית החברה כהשאת רווחיהם של בעלי המניות אינה מוליכה להשגת היעד של יעילות כלכלית.⁸

בפתח הדברים מתבקשת הערה שתבהיר את המסגרת הכללית של הדיון שלהלן. יש הסבורים שראוי לשעבד את החברה העסקית ואת דיני החברות לקידום הרעיון של מדינת-רווחה או להכתבה של יעדים חברתיים או העדפות אידיאולוגיות כלשהן.⁹ לדידם,

887. "[D]escription of shareholders as the 'owners'... derives... from the need for those holding the residual interest in corporate profits to have the means to displace management which performs poorly... This position is based on matters other than a precondition of the rights associated with 'ownership'; indeed, if the statute did not provide for shareholders, we would have to invent them." Ronald J. Gilson "A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers" 33 *Stan. L. Rev.* (1981) 819, 834

7 ראו ידידיה צ' שטרן "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים: תיאוריה, דין, מציאות" מחקרי משפט כא (תשס"ד), תת-פרק 31.

8 בחיבור אחר, משלים, הנני מתעתד להציע פתרון אחר לסוגיית התכלית, אשר ישפר לדעתי את דרך תפקודן של חברות עסקיות מנקודת-הראות של יעילות כלכלית.

9 לספרות ברוח זו, ראו, למשל: Robert A. Dahl *After the Revolution? Authority in a Good Society* (New Haven, 1970); David Vogel *Lobbying the Corporation:*

על הדין להתערב ולקבוע את תכלית החברה העסקית באופן שיקדם את היעד החברתי-הרעיוני המבוקש. אין להפקיר את ההכרעה בדבר התכלית בידיהם של המעורבים בחברה, משום שכפי שמלמד הניסיון במשפט המקובל, הדבר משחק לידיהם של בעלי ההון. בה-במידה אפשר לזון בתכלית החברה מנקודת-ראות של צדק חלוקתי, שעל-פיה דיני החברות חייבים לפעול למען חלוקה צודקת של עושר בין המעורבים בתפקוד החברה. הכרעה "נכונה" בדבר תכלית החברה הינה אמצעי חשוב להשגת מטרה זו. כך, למשל, נשמעות טענות כי התכלית הנוהגת במשפט המקובל מייצרת אי-צדק: היא מעודדת העדפה של האינטרסים של בעלי המניות בדרך שמקפחת את האינטרסים, הזכויות או הרכוש של אחרים. לכן נדרשת קביעה סטטוטורית של תכלית "מאוזנת" לחברה, כך שהאחרים לא יקופחו.

מאמר זה יימנע מפיתוחם של כיווני מחשבה אלה. אין בכך הבעת עמדה (מתנגדת או תומכת) באשר לשימוש בחברות ובנורמות המסדירות את פעולתן לשם קידום חוון חברתי כלשהו, אלא בחירה מודעת לזון כאן בסוגיית התכלית מנקודת-ראות כלכלית. זאת ועוד: בעיניי, אף שיש לייחס חשיבות רבה לדרך ההקצאה של העושר בין המעורבים בחברה, עדיף להימנע מלעשות זאת באמצעות שימוש בפרמטרים של "צדק". קביעת סטנדרט לצדק הינה משימה חלקלקה במיוחד, הדורשת בחירות ערכיות "כבדות" ומסיטה את הדין לפסים פוליטיים מובהקים.

תחת זאת אמקם במאמר זה את הדיון בתכלית החברה במגרש-המשחקים הכלכלי. אניח, כנקודת מוצא, שהחברה העסקית אינה מוסד שיש לו מאפיינים, יעדים או מטרות חוץ-כלכליות, אלא זירה (וירטואלית - על-פי הפרדיגמה החונית של החברה; ממשית - על-פי הפרדיגמה הריאלית) שמאפשרת לקבוצה גדולה של גורמים כלכליים אינטרסנטיים להתקשר ביניהם בדרך היעילה ביותר מבחינת כולם. אשמיט מהדיון כל דיבור על תפקיד חברתי, תרבותי, לאומי או אחר של החברה, ואבדוק את השפעותיה של התכלית הנוהגת על היעילות הכלכלית של תפקוד המגזר העסקי. ודוק: גם מי שסבור שלחברה אין "תפקיד" (ואפילו מי שסבור כי תכלית פעולתה אמורה להיקבע במשא-ומתן פרטי בין הצדדים בפקעת החונית)¹⁰, אינו פטור מלשאול את עצמו אם הכלל המעשי שהתגבש

A Citizen Challenge to Business Authority (New York, 1978); Ralph Nader, Mark J. Green & Joel Seligman *Taming the Giant Corporation* (New York, 1st ed., 1976); Christopher D. Stone *Where the Law Ends: The Social Control of Corporate Behavior* (New York, 1975); David L. Engel "An Approach to Corporate Social Responsibility" 32 *Stan. L. Rev.* (1979) 1

"An approach that emphasizes the contractual nature of a corporation removes from the field of interesting questions one that has plagued many writers: what is the goal of the corporation?... Our response... is: who cares?" Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at pp. 35-36

משפט ועסקים א, התשס"ד האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות:

במסורת המשפט המקובל - דהיינו, שיעד-העל של החברה הוא השאת רווחיהם של בעלי המניות - הינו אכן הכלל המיטבי מנקודת-הראות של יעילות.

פרק א: יעד-העל של החברה במשפט המקובל - השאת רווחיהם של בעלי המניות

בספר פופולרי שנכתב לאחרונה על הכלכלה הגלובלית נידונות זו מול זו התרבות החברתית-הכלכלית האמריקאית (שאנגליה וישראל נספחות אליה) מול התרבות החברתית-הכלכלית השכיחה ברבות ממדינות אירופה. בעיני המחבר, פובליציסט בריטי ידוע ועורך לשעבר של העיתון החשוב The Observer, אחד מקווי פרשת-המים המרכזיים המבדילים בין שתי התרבויות נוגע בהגדרת פונקציית-המטרה של החברה העסקית. באשר לעמדה השכיחה במשפט המקובל, הוא קובע:¹¹

"The object of the US corporation is now naked and unashamed:
it is to maximize financial gain for those who own it."

ולעומת זה:¹²

"European attitudes... are more complex. Here the notion persists
that property is held in trust for all and only delegated to
individuals for as long as they accept reciprocal social
obligations."

שורשיה המשפטיים של התפיסה האמריקאית מצויים בהלכת *Ford* האמריקאית מתחילת המאה העשרים,¹³ שם קבע בית-המשפט כך:¹⁴

11 Will Hutton *The World We're In* (New York, 1st American ed., 2002) 118. אני נזקק לספר לא-מקצועי, גם אם מתוכם יחסית, משום שהוא מבליט את השכיחות והטבעיות שבה מתקבלת ההשקפה בדבר חובתן של חברות לפעול אך ורק למען השאת רווחי המשקיעים בהן. אכן, כמורה לדיני תאגידים, אני מגלה בפתחה של כל שנת לימודים כי קהל הסטודנטים למשפטים, שמגיעים לכיתה בכתוליהם המשפטיים, משוכנעים כי לא תיתכן תכלית עסקית לחברה זולת השאת רווחיהם של בעלי המניות.

Ibid, at p. 61 12

13 *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (1919). לדיון בפסק-הדין, ראו שטרן, לעיל הערה 3, בעמ' 330-331.

14 *Dodge v. Ford Motor*, *supra* note 13, at p. 684

"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."

הלכת *Ford* נתפסת כמעצבת תודעה וכמכוננת שיה בנושא של תכלית החברה משום שהיא מתייחסת ישירות לסוגיית התכלית ונותנת לה מענה חד והחלטי. הלכות אמריקאיות רבות נפסקו ברוח דומה, בדרך כלל מתוך מודעות קלושה בלבד לעצם האפשרות של תשובה אחרת לתכלית קיומה של החברה. הביטוי המוחשי השכיח ביותר לעמדה זו הוא הייחוס החוזר ונשנה, בפסיקה ובחקיקה המדינתית, של חובות ההתנהגות של נושאי המשרה בחברה כלפי בעלי המניות. והדברים קשורים: הבחירה של הדין בבעלי המניות כבעלים בלעדיים של הזכות שחובות ההתנהגות של המשתמשים בכוחות החברה עומדות כנגדה הינה תולדה (כאמור, לא תמיד מודעת) של עמדת הדין בדבר תכלית החברה. כך, למשל, מסכם Macey את המשפט הנוהג:¹⁵

"Under traditional state law doctrine, officers and directors of both public and closely held firms owe fiduciary duties to shareholders and to shareholders alone. Directors and officers are legally required to manage a corporation for the exclusive benefit of its shareholders, and protection for other sorts of claimants exists only to the extent provided by contract."

הפרויקט רב-המוניטין של ה-American Law Institute, אשר מנסה את העקרונות של המשטר והמבנה בחברה האמריקאית, מתייחס לסוגיית התכלית בלשון הבאה:¹⁶

"A business corporation should have as its objective the conduct

¹⁵ Macey, *supra* note 5, at p. 22

¹⁶ American Law Institute *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (1994) §2.01

of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain."

אף שהסעיף מונה שתי פונקציות-מטרה - רווחי החברה ורווחיהם של בעלי המניות - ומשתמע מכך שיש הבדל בין שתי המטרות, מקובל לקבוע שאלה שניים שבאים כאחד.¹⁷ קרי: רווחי החברה נגזרים מרווחיהם של בעלי המניות, ולמעשה הם זהים להם, ולכן על החברה להתמקד בהשאת הרווחים של בעלי המניות גרידא. פרשנות זו נסמכת על שורה ארוכה של עמדות ברוח דומה של בני-סמכא במשפט המקובל¹⁸ ועל ניתוח של פסיקה מרכזית בתחום.¹⁹ העדפת האינטרסים של בעלי המניות תקפה תמיד, למעט מקרים יוצאים מן הכלל, דוגמת התחשבות בחוק או באמות-מידה מוסריות בעת ניהול עסקים, או היתר למתן תרומות במידה סבירה.²⁰ Clark, בספר-יסוד קלסי המשמש להוראת דיני החברות באוניברסיטת המובילות בארצות-הברית, מסכם את הדברים כך:²¹

"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

17 ראו: Committee on Corporate Law, American Bar Association "Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion" 45 *Bus. Law.* (1990) 2253, 2265.

18 כך, למשל, קובע Gower, הסמכות הבכירה בדיני החברות האנגליים: "But what exactly is meant by saying that they [directors] must act in the interests of the company? Despite the separate personality of the company it is clear that directors are not expected to act on the basis of what is for the economic advantage of the corporate entity, disregarding the interests of the members." Laurence C.B. Gower, Paul L. Davies & Daniel D. Prentice *Gower's Principles of Modern Company Law* (London, 6th ed. by Paul L. Davies, 1997) 602.

19 ראו, למשל: Alphonse A. Sommer, Jr. "Whom Should the Corporation Serve? The Berle-Dodd Debate Revisited Sixty Years Later" 16 *Del. J. Corp. L.* (1991) 33, 48-51.

20 ראו: American Law Institute, *supra* note 16, at #2.01(b)(1)-(3). חשוב להדגיש, כי ההתחשבות בשיקולים ה"אחרים" אינה חלק מהאחריות החברתית והכלכלית הראשונה של החברה, אלא בבחינת חריג שאמור להתקיים רק עד למסגרת של "סכום סביר".

21 Robert C. Clark *Corporate Law* (Boston, 1986) 17-18

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."

ברוח דומה קבע גם ה־Business Roundtable, גוף רב־מוניטין ורב־השפעה בארצות־הברית, בשנת 1997:²²

"The principal objective of a business enterprise is to generate economic returns to its owners."

עמדת המשפט המקובל מהדהדת גם בהכרזותיו־אזהרותיו של חתן פרס נובל לכלכלה Friedman:²³

"Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible. This is a fundamentally subversive doctrine."

די באסמכתות שהבאתי - פרי־עטם של בכירי המשפטנים, הכלכלנים והמבקרים החברתיים משני עברי האוקיינוס האטלנטי - ללמד על השתרשותה של התכלית הנוהגת, שעל־פיה פונקציית־המטרה של החברה העסקית היא השאת רווחיהם של בעלי המניות; הא - ותו לא.

כאמור לעיל, בהמשך חלקו הראשון של המאמר אעקוב באורח ביקורתי אחר השפעותיה של התכלית הנוהגת על היעילות הכלכלית. אאתר שלושה סוגים מרכזיים של בעיות יעילות אפשריות, ואקדיש לכל אחד מהם פרק נפרד. ראשית, אבחן את התכלית הנוהגת בראי היעד של שיפור יעילות פרטו, קרי: אם התכלית הנוהגת מניעה חברות עסקיות לפעול בדרך שמבטיחה כי שיפור הרווח של בעלי המניות אינו גורם להפסד של מי מבין שאר המעורבים, ספקי התשומות של החברה. במסגרת זו תוצג הבעיה האפשרית של החצנת עלויות אל המעורבים, ותידון מידת התאמתה של התכלית הנוהגת להבטחת הפנמה שלהן על־ידי החברה. סוג הבעיות השני מציג רף נמוך יותר לשפיטת התכלית הנוהגת: בחינת התאמתה להכוונת פעילותן של חברות בדרך שתבטיח השגת יעד של יעילות במובן קלדור־היקס, קרי, אם התכלית הנוהגת מניעה חברות לנקוט פעולות כלכליות אך ורק אם הן מעריכות שסך התועלות שלהן עולה על סך העלויות שלהן. על־פי

22 מובא אצל: Mark Mazower *Dark Continent* (London, 1998) 135.
23 Milton Friedman *Capitalism and Freedom* (Chicago, 1982) 133.

אבן-בוהן זו, גם אם קיימת החצנה של עלויות, אין בכך כדי להכתיר את הפעולה כלא-יעילה, כל עוד עוגת המשאבים הכוללת תופחת. סוג הבעיות השלישי נוגע בסטנדרט של פונקציית-המטרה ("השאת רווחיהם של בעלי המניות"). האם התכלית הנוהגת מספקת תשובה ברורה לסוגיית התכלית, כך שהכל - בעלי סמכות הביצוע ובעלי סמכות הפיקוח - יכולים להעריך נכונה את דרך התנהלותה המעשית של החברה אל מול הסטנדרט? תשובה שלילית על שאלה זו אמורה לרופף את מוכנותנו לאמץ את התכלית הנוהגת.

פרק ב: יעד-העל וספקי התשומות של החברה

על-פי עקרון היעילות של פרטו, כל פעולה נחשבת למשפרת יעילות אם כתוצאה ממנה נוצרים רווחים לאחד המעורבים לפחות, ובלבד שאין היא מטילה הפסדים על אחרים. היעד הוא תפקוד העומד בתנאים של "זה נהנה וזה לא חסר". לפיכך פעולה של חברה עסקית אשר מחצינה עלויות²⁴ אל הזולת, מבלי שהלה יכול להגן על עצמו מפניה מלכתחילה או להשתפות כנגדה בדיעבד, אינה פעולה יעילה.²⁵ בהקשר הנידון כאן אברר אם לאור ובעקבות עמדת המשפט המקובל, המנחה חברות לפעול למען השאת רווחיהם של בעלי המניות, הן מחצינות בפועל עלויות אל מי מספקי התשומות האחרים - עובדים, נושים, מנהלים, ספקים וצרכנים, הקהילה שבה החברה מתקיימת והסביבה בכללותה. כבר במבט ראשון ברור כי הכפפת תכלית החברה לאינטרסים של בעלי המניות, כשהיא מתקיימת לצידו של הדין הנוהג המעדיף את בעלי המניות בהקשרים רבים ומעניק להם את עמדת המנהיגות במשטר ובממשל של החברה,²⁶ יוצרת מצע נוח להתנהגות אופורטוניסטית של בעלי המניות שתתבטא בהעדפת האינטרסים שלהם גם במחיר פגיעה באינטרסים של שאר ספקי התשומות. דהיינו, קיים בידיהם הכוח הפוטנציאלי לנווט את החברה בדרך שתחציין עלויות אל הזולת. אולם מהן האפשרויות המעשיות העומדות

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

25 "Roughly speaking, the negative externalities of a business entity are the costs or burdens that it creates for others but for which it doesn't pay. In microeconomic theory, a system of free markets in goods and services will maximize social welfare only if certain conditions are met, one of which is that all costs are internalized. Hence, under such theory it may be a desirable function of government to intervene in markets to control negative externalities..." Clark, *supra* note 21, at p. 31 footnote 10

26 ראו שטרן, לעיל הערה 7, סעיף ג(ב).

לפניהם לשימוש בכוח, וכלפי מי ובאלו מצבים מתעורר אצלם תמריץ להפעילו? ככל שאפשרויות ההחצנה רחבות יותר וככל שהיקף הנפגעים הפוטנציאליים רחב יותר כן גדלה ההשפעה השלילית של התכלית הנוהגת על השגת היעד של יעילות פרטו. לפיכך אפנה בתחילה לבירור אפשרויות שכוחות וזמינות אחדות להעברה של עושר מכלל השחקנים בחברה אל בעלי המניות, ולאחר-מכן אבדוק את מימושן של אפשרויות אלה במערכות היחסים שבין בעלי המניות לבין כל אחד מספקי התשומות המרכזיים של החברה.

1. אפשרויות ההחצנה

(א) נטילת סיכונים

בעולם המערבי המתועש, לחלק משמעותי מהאוכלוסייה יש חסכונות וכסף פנוי מצריכה. רבים בוחרים להשקיע אותו בשוק ההון באמצעות רכישת מניות. גם אחרים "מושקעים" במניות, בעל-כורחם, באמצעות קרנות פנסיה, תוכניות גמל, ביטוחים ושאר מוצרים פיננסיים שהציבור הרחב צורך. בעלי המניות אינם קבוצה מוגדרת על בסיס כלכלי, מעמדי או אחר, אלא הם הציבור הרחב. בעלי המניות הם עובדים של חברות, מנהלים של חברות, צרכנים של מוצריהן וכו'. בזמן חברי הקהילה שבה החברות מתקיימות. לפיכך יחסו של בעל המניות הממוצע לסיכון שהוא עצמו נוטל אינו אמור להיות שונה מיחסו של העובדים, המנהלים, הצרכנים ושאר ספקי התשומות של החברה אל אותו סיכון. אכן, אילו היינו מציגים לפני "בעל מניה", "עובד" או "צרכן" אפשרות בחירה בין קבלת מתנה של מאה שקלים לבין קבלת כרטיס-הגרלה שייתן להם סיכוי של 10% להרוויח אלף שקלים, סביר להניח שהתשובה הממוצעת שהיינו מקבלים הייתה אחידה. אולם אילו אותה שאלה הייתה מופנית אל כל אחד מהם לא באשר לסיכון שהם אמורים ליטול באופן אישי, אלא באשר לסיכון שהם מעוניינים שהחברה תיטול על עצמה, היו מתגלים הבדלים בתשובות: בעל המניות הממוצע יעדיף שהחברה תעסוק בפעילות כלכלית שדומה במהותה לכרטיס-ההגרלה (סיכוי נמוך לרווח גדול), ואילו העובד הממוצע יעדיף שהחברה תעסוק בפעילות כלכלית שדומה במהותה למתנה (סיכוי גבוה לרווח קטן). ההבדלים בין ההעדפות הרציונליות של ספקי התשומות ביחס לפעילות החברה נובעים מהאופי השונה של מערכת היחסים שיש לכל אחת מהקבוצות עם החברה. אף שהשווי הכלכלי הנוכחי של שתי אפשרויות הפעולה זהה מנקודת-ראותה של החברה, אין הוא זהה מנקודת-ראותה של כל אחד מספקי התשומות.

תופעה זו ידועה ומובנת: בעלי מניות מקרב הציבור אוהבים סיכון מחושב ביחס לפעולת החברה משום שהם יכולים לאחוז את החבל בשני קצותיו: גם ליהנות מההחזר הגבוה המאפיין נטילת סיכונים (בממוצע) וגם להתגונן מפני העלות הגבוהה הכרוכה בהימור (במקרה של כישלון ספציפי). אפשרות-קסמים זו מושגת באמצעות ביוור ההשקעה בין חברות רבות. מכיוון שההחזר הממוצע על השקעות מסוכנות הינו גבוה יותר, אם כל

חברה בתיק ההשקעות תפעל ברמת סיכון גבוהה יחסית, ההחזר של בעל המניות על כלל השקעותיו יעלה, ואם תיק ההשקעות מבוזר היטב, בעל המניות ניטרלי לסיכון.²⁷

תיאורטית, גם ספקי התשומות האחרים יכולים לנקוט טקטיקה של ביזור, ובכך להצטרף לבעלי המניות ברדיפה אחר סיכונים מחושבים. אלא שבפועל הביזור אינו זמין להם באותה דרך שבה הוא זמין לבעלי המניות. בעלי מניות יכולים לחלק את כספם המיועד להשקעה בין מניותיהן של מספר רב של חברות בעלות זולה יחסית. הם גם יכולים, תמורת עמלה לא גבוהה, לפטור את עצמם מהטרחה הכרוכה בביצוע הביזור באמצעות רכישה של יחידות השתתפות בקרנות נאמנות, שהשקעותיהן מבוזרות באופן מקצועי. שוק הקרנות מציע מגוון עצום של אפשרויות ביזור על-פי קטגוריות מכל סוג שהוא. שאר ספקי התשומות של החברה אינם נהנים מאפשרות קורצת זו משום שסוג ההשקעה שלהם בחברה וגודלה מצמצמים את אפשרויות הביזור שלהם. הדוגמה הבולטת היא העובדים והמנהלים, אשר משקיעים בחברה את הקריירה שלהם. בהעדר אפשרות לביזור של הון אנושי, העובדים חשופים לתוצאות שעלולות להיגרם לחברה המעבידה אם זו תבחר לתפקד ברמת סיכון גבוהה. הימור שייכשל עלול לעלות להם בפרנסתם. לפיכך, אילו היה הדבר תלוי בעובדים, חברות עסקיות היו מתפקדות ברמת סיכון נמוכה.

ניגודי השאיפות בין ספקי התשומות השונים לגבי מדיניות החברה ביחס לסיכון נובעים ממקורות נוספים. רגישותם של ספקי התשומות של החברה לביצועיה אינה זהה, ותלויה במצבה הכלכלי של החברה: בחברה שכושר הפירעון שלה נראה מובטח ויציב, בעלי המניות רגישים לביצועי החברה הרבה יותר מאחרים; ואילו בחברה שעומדת על סף חדלות-פירעון, גם שאר בעלי התשומות מפתחים רגישות רבה לביצועי החברה. עקב כך, ככל שהחברה בעלת כושר פירעון מובטח יותר, שינוי ברמת הסיכון (ומכאן, גם הסיכוי) של פעילותה משפיע בעיקר על רווחיהם של בעלי המניות. ערך התביעות החוזיות של שאר המעורבים יושפע רק באופן שולי מהצלחה או כישלון של המהלך העסקי המסוכן. (גם כאן, כמובן, יבחרו בעלי המניות בחלופה המסוכנת בגלל השיקול שנידון לעיל – הביזור). לעומת זה, ככל שהחברה מתקרבת למצב של חדלות-פירעון, השינוי ברמת הסיכון משפיע באופן שונה על כל אחד מהמעורבים בחברה: במקרה של הצלחת המהלך העסקי עתיר-הסיכון ירוויחו כולם, אך בעלי המניות ירוויחו יותר, שהרי ערב העסקה שאף ערך מניותיהם לאפס. במקרה של כישלון, בעלי המניות לא יינזקו כמעט (באשר אחריותם מוגבלת ולכן הפסדם יתמצה באובדן מניות שהיו חסרות ערך עוד לפני שהחברה פנתה למהלך המסוכן), אך שאר בעלי התביעות יינזקו גם יינזקו, שהרי החברה תיהפך לחדלת-פירעון ולא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה כלפיהם. לכן, ככלל, העלאה ברמת הסיכון של חברה משפרת את מצבם של בעלי המניות ופוגעת באינטרסים של שאר ספקי התשומות.²⁸

27 להסבר מפורט יותר, ראו סעיף 11(א) להלן.

28 ראו: Michael C. Jensen & William H. Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" 3 *J. Fin. Econ.* (1976) 305.

ובחזרה לתכלית הנוהגת: אם מנהלי החברה אמורים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות, עליהם לוודא שהחברה תתפקד מתוך העדפה של סיכונים בדרך התואמת את האינטרסים של בעלי המניות. דברים אלה יפים הן בחברה בעלת כושר פירעון מוצק (שכן הביזור מאפשר לבעלי המניות לבטל את הסיכון) והן בחברה שכושר פירעונה מוטל בספק (שכן בעלי המניות אינם יכולים להפסיד, רק להרוויח). ברם, העברת משאבי החברה מהשקעה בטוחה להשקעה ספקולטיבית, אף שהיא מגדילה את עושרם של בעלי המניות, אינה משפרת יעילות פרטו משום שהיא פוגעת בעושרם של שאר בעלי התביעות החוזיות כלפי החברה. יישום התכלית הנוהגת ביחס לבחירת רמת הסיכון של פעילות החברה יוצר אם כן פוטנציאל ממשי להחצנה של עלויות אל שאר ספקי התשומות של החברה.

(ב) ניצול תלות: השקעות מתמחות

החברה צורכת תשומות מסוגים שונים: בעלי המניות והנושים מספקים לחברה כסף; העובדים והמנהלים מספקים לה עבודה – "הון אנושי"; ספקים מספקים לה חומרי-גלם; הקהילה שבה היא מתפקדת מספקת לה תשתיות ומשאבים נוספים. תשומת הכסף נושאת אופי בלתי-מתמחה. בעל המניה יכול למכור את מנייתו בשוק ובכך "לחליץ" את השקעתו ממנה (ברווח או בהפסד). גם את שאר התשומות ניתן לעיתים לחליץ מהחברה. העובד יכול לעבור למקום עבודה אחר, הקהילה יכולה להעביר את התשתיות שהקימה לצרכיה של חברה אחת לשימושה של חברה אחרת, וכדומה. אולם הספקים של שאר התשומות נדרשים לעיתים מזומנות להיכנס להשקעה מתמחה בחברה (firm specific investment). השקעה מסוגת כמתמחה אם תוחלת הרווח המלאה ממנה יכולה לצמוח רק במסגרת מערכת היחסים שבין ספק התשומה לבין החברה הנתונה. בעל ההשקעה המתמחה אינו יכול לחליץ את השקעתו מהחברה ולעשות בה שימוש אחר שיעניק לו את מלוא ערכה הכלכלי. בהעדר ביקוש בשוק להשקעה המתמחה, ספק התשומה לכוד בידי החברה ותלוי בה.²⁹

התלות שספקי תשומות מסוימים מפתחים בחברה נתונה, והעובדה שעל-פי התכלית הנוהגת על החברה לפעול למען השאת הרווח של בעלי המניות (תוך התעלמות מהאינטרסים של שאר ספקי התשומות), מהוות כאמור כר פורה להתנהגות אופורטוניסטית. חברות עלולות לנצל את הפגיעות המיוחדת של ספק התשומה: הן ילחצו

334–335; Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants" 7 *J. Fin. Econ.* (1979) 117, 118–119; John C. Coffee "Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web" 85 *Mich. L. Rev.* (1986) 1, 61; Jonathan R. Macey "Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes" *Duke L. J.* (1989) 173, 181

29 Benjamin Klein, Robert G. Crawford & Armen A. Alchian "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process" 21 *J. L. & Econ.* (1978) 297

אותו בעת ניהול משא־ומתן על חוזה חדש, יתכחשו להסכמות מכללא ואף יפרו חוזים קיימים. ניצול התלות של בעלי ההשקעות המתמחות נוטל מהם עושר ומעביר אותו אל בעלי המניות. התכלית הנוהגת, הרואה באינטרסים של בעלי המניות את חזות הכל, מנחה את החברה לנצל תלות זו.

(ג) הפרת ציפיות: התחייבויות משתמעות

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

מערכות היחסים שבין חלק מספקי התשומות לבין החברה הינן מתמשכות, לעיתים לאורך שנים רבות. המציאות שהחברה פועלת בה הינה דינמית וקשה לצפייה מדויקת מראש. עקב כך סביר להניח שהחוזים המסדירים מערכות יחסים אלה, אף אם ינוסחו על־ידי טובי עורכי־הדין, ייכשלו מלהציע פתרונות מפורטים למרקם המלא והעשיר של השאלות שיתעוררו בעתיד. בין שהחוזים כוללים פתרונות פתוחים (כגון מנגנון לפתירת בעיות) ובין שהם שותקים כליל בעניין זה, ברור כי הצדדים בפקעת החוזית מבטיחים זה לזה הבטחות משתמעות שהם מתקשים לבטאם מפורשות בחוזה.

מקום שהדבר תואם את האינטרסים של החברה, נושאי־משרה עלולים להתפתות להביא את החברה לידי אי־עמידה בהתחייבויותיה המשתמעות כלפי ספקי התשומות, וזאת בשל הרפיפות המשפטית הטבועה בהן.³⁰ על־פי התכלית הנוהגת, האינטרסים של החברה

30 Daniels קובע כי עצם העובדה שציפיות הצדדים לא פורשו בחוזה מעלה שתי שאלות לפחות: ראשית, האם מדובר בציפיות מוסכמות? כלומר, האם החברה אכן התחייבה כלפי ספקי התשומות כנטען על־ידיהם? שנית, אף אם יוכח כי מדובר בציפיות מוסכמות על דעת שני הצדדים, נותרת השאלה אם הצדדים התכוונו לאכוף את מימושן באמצעות סנקציות משפטיות דווקא, או שמא כוונתם הייתה לאכיפה חוץ־משפטית (non-legal sanctions). החברה עלולה לטעון כי שתיקת החוזה בנידון מלמדת שההסכמה בין הצדדים הייתה כי ההתחייבות המשתמעת לא תהיה בת־אכיפה כמו התחייבות חוזית מפורשת, אלא מימושה יהיה תלוי ברצונם הטוב של הצדדים. ראו: Ronald Daniels "Stakeholders and Takeovers: Can Contractarianism be Compassionate?" 43 *U. Toronto L. J.* (1993) 331–340. Charny ניתח את דרך פעולתן של סנקציות חוץ־משפטיות, והסביר כי כוחן נובע משיקולים שונים של הצד המבטיח: "[The need] to maintain reputation or profitable relationships, the concern for standing among peers, and the force of conscience." ראו: David Charny "Nonlegal Sanctions in Commercial Relations" 104 *Harv. L. Rev.* (1990) 373, 375. אכן, דברים אלה יפים גם למערכת היחסים שבין החברה לבין ספקי התשומות: אפשר שספקי התשומות לא כללו את ציפיותיהם בחוזה משום שהם מצפים שהחברה תממשן בשל רצונה לשמור על שמה הטוב, להזיל את

נגזרים מהאינטרסים של בעלי המניות. לכן, כאשר קיום ההתחייבות המשתמעת מנוגד לאינטרסים של בעלי המניות, מתחזק הפיתוי האמור. התכלית הנוהגת עלולה להתפרש כהמלצה למנהלים להתכחש לציפיות המקוריות של ספקי התשומות השונים שאינן מפורשות בחוזה, אם יש בכך כדי להעביר מעושרם אל בעלי המניות.³¹

(ד) ניצול טעויות: התחייבויות היפותטיות

את שתיקת החוזה ניתן לייחס לא רק לקושי של הצדדים לתת ביטוי חוזי לציפייה המוסכמת שלהם, אלא גם לטעות בהערכת המציאות. בעוד שבמקרה של התחייבות משתמעת נתנו הצדדים את דעתם לאפשרות שהתרחשה בפועל אך לא הסדירו אותה, במקרה הנידון כאן לא העלו הצדדים על דעתם כלל את המאורע שהתרחש. מכיוון שכך, הם גם לא פיתחו ציפייה, ומכאן גם לא הסכמה, באשר לדרך הטיפול במאורע. במקרים מעין אלה פרשנות החוזה צריכה להישען על השאלה ההיפותטית הבאה: מה היו הצדדים כותבים בחוזה אילו היו מודעים בעת עריכתו לאפשרות שהמאורע יתרחש? כאמור לעיל, החוזים שבין החברה לבין ספקי התשומות משתדלים להסדיר קיום ארוך-טווח במציאות דינמית ביותר. שינויים בטכנולוגיה, בדרכי המימון, בתחרות, ברגולציה ובפרמטרים רבים נוספים מתרחשים במציאות לאחר שנחתמו החוזים. סביר להניח שהקיום הממשי מציף אל פני השטח תרחישים ודילמות שהצדדים לא היו ערים להם כלל כאשר התקשרו בחוזה. לפיכך החברה נדרשת לקרוא לתוך חוזה ההתקשרות עם

התקשרויותיה העתידיות עם ספקי תשומות, להתנהג באופן מוסרי ומצפוני וכדומה. מכאן הרפיות המשפטית של ההתחייבות המשתמעת: החברה הפועלת למען השאת רווחיהם של בעלי המניות עלולה להתנער ממימוש ההתחייבות המשתמעת בטענה שהיא אינה קיימת (תוכנה לא הוסכם), או לחלופין בטענה שהיא קיימת רק בספירה החוץ-משפטית, ולכן, משהחליטה החברה כי היא מוכנה לשאת בעלויות של הסנקציה החוץ-משפטית, ספקי התשומות אינם יכולים לאכוף את ההתחייבות על החברה באמצעים משפטיים.

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

ספקיה השונים תנאים היפותטיים.³² החשש הוא שעקב התכלית הנוהגת, תנצל החברה את שתיקת החוזה, תולדת הטעות ההדדית, על־מנת להעביר עושר, באופן שיטתי, מספקי התשומות אל בעלי המניות. כל התרחשות בלתי־צפויה עלולה לשמש מנוף להעדפה של האינטרסים של בעלי המניות ולהחצנה של עלויות אל שאר השחקנים.³³ עולה, במקובץ, שהחד־צדדיות של התכלית הנוהגת, הדורשת מהחברה לפעול על־פי האינטרסים של בעלי המניות ללא התחשבות באינטרסים של שאר ספקי התשומות, עלולה לגרום להפעלה שיטתית של סמכויות החברה בדרך שמעבירה עושר מכל השחקנים אל בעלי המניות. במצב זה יעשו המנהלים את כל אשר לאל ידם – יעדיפו סיכון, ינצלו תלות ופגיעות, יתכחשו להתחייבויות משתמעות וישתמשו בהתרחשויות בלתי־צפויות – כדי להכניס את ידם של בעלי המניות אל כיסם של העובדים, הנושים, המנהלים, הצרכנים, הספקים והקהילה שבה החברה מתקיימת. ברור, אם כן, שהתכלית הנוהגת אינה משפרת יעילות פרטו, באשר בעטייה בעלי המניות נהנים אבל כל השאר חסרים.³⁴

2. ההחצנה בפועל

כיצד אפשרויות ההחצנה שנמנו לעיל מתממשות ביחס לכל אחד מספקי התשומות של החברה? האם לחששות מפני החצנה יש אחיזה באופן תפקודן של חברות במציאות? אם כן, מיהם המפסידים המרכזיים מהעברת העושר לבעלי המניות? כפי שעולה מהניתוח לעיל, אפשרויות ההחצנה מרובות הן. אולם הספרות המשפטית

32 כך, למשל, נאמר ביחס לתופעת ההשתלטויות: "In the context of stakeholders and takeovers, it is arguable that the parties, rather than having negotiated an explicit or implicit allocation of risk, never turned their attention to the issue of dislocation from a takeover transaction. This interpretation is plausible in the light of the dramatic and relatively recent impact that globalization has had on domestic product, capital, and labour markets." Daniels, *supra* note 30, at pp. 341–342.

33 "[T]here is no inherent reason that responsibility for contractual failure, particularly when it does not derive from strategic behavior of one of the parties, must be resolved by an ex post transfer of wealth from one contracting party to the other. It may be appropriate for society, rather than either of the contracting parties, to bear the responsibility for assisting the victims of contractual failure." *Ibid*, at p. 342.

34 בחלק זה של המאמר איננו בודקים את האפשרות ששאר השחקנים יצליחו להתגונן מפני החצנת העלויות. ברור שאם קיימת אפשרות יעילה כזו, המקיפה את כל המצבים, התכלית הנוהגת יכולה לחזור ולהתדר בכתר היעילות. בדיקה זו עומדת במרכז הדיון בחלקו השני של המאמר.

והכלכלית בוחנת אותן בעיקר בהקשר של עסקות לרכישת שליטה בחברות (אם בדרך של השתלטות עוינת ואם בעסקה ידידותית). הסיבה לכך ברורה: העברת שליטה הינה מאורע דרמטי מבחינת החברה. לכאורה זוהי עסקה בין בעלי מניות, כך שלשאר ספקי התשומות אין עניין לענות בו. אולם אין ספק שעסקה כזו עשויה להשפיע, לעיתים באופן מרחיק-לכת, על האינטרסים של שאר ספקי התשומות של החברה. אין זה נדיר לגלות כי עם התפזרות אבק העסקה, משתנה לרעה מצבם של בעלי התביעות החוזיות נגד החברה – הנושים (למשל, עקב שינוי מבנה המימון של החברה והעלאת רמת המינוף), המנהלים (שעלולים להיות מוחלפים בקבוצת הניהול של הרוכש), העובדים (שעלולים למצוא את עצמם מפוטרים), הספקים והצרכנים (שהחוזים עימם "נפתחים" לדיון מחדש), הקהילה (עקב סגירה או העתקה של מפעלים) או הציבור בכללותו (למשל, בגלל הקטנת התחרות). לפיכך התגלע בשני העשורים האחרונים ויכוח בין המלומדים בארצות-הברית באשר לשאלה אם החצנה של עלויות אל שאר ספקי התשומות הינה מניע בעל משקל לתופעת ההשתלטויות.³⁵ יש הסוברים כי מקורה של הפרמיה שהרוכשים מוכנים לשלם לבעלי השליטה המוכרים הוא בין היתר ביכולתם להעביר לעצמם עושר משאר ספקי התשומות (ולא ביצירה של עושר חדש).³⁶ לדידם, תכלית החברה הנוהגת מעניקה "רישיון נורמטיבי" לבעלי המניות לערוך השתלטויות לא-יעילות ולא-הוגנות.

לצורך הדיון כאן לא אכנס לעובי הקורה, והיא עבה למדי, מהגם שהעדויות

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

36 ראו, למשל: Bradford Cornell & Alan C. Shapiro "Corporate Stakeholders and Corporate Finance" *Fin. Mgmt.* (1987) 5. ראוי לצטט בהקשר הנוכחי את המסקנה הבאה של צמד כלכלנים: "We argue that hostile takeovers facilitate opportunistic behavior at the expense of stakeholders. In this way hostile takeovers enable shareholders to transfer wealth from stakeholders to themselves more so than to create wealth. The available empirical evidence suggests that the redistributions associated with takeovers can be large and that perhaps some inefficiencies result as well. It is then incorrect to gauge the efficiency gains from takeovers by looking at event study measures of increases in shareholder wealth." Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (Chicago, Alan J. Auerbach ed., 1988) 33.

האמפיריות סותרות זו את זו. אולם גם אם ההחצנה אינה מניע של ממש לרכישות,³⁷ היא לכל הפחות תוצאה שלהן. מנקודת-הראות שלי, הבודקת שיקולים של יעילות פרטו, די שאחשוף את הקשר המעשי הבולט בין תכלית החברה הנוהגת לבין הפגיעה באינטרסים של שאר ספקי התשומות.³⁸

(א) עובדים

העובדים נתפסים כחוליה חלשה בפקעת החווית, מטרה חשופה וברורה להחצנה של עלויות על-ידי השולטים בחברה. אצל העובדים מצטברות כל אפשרויות ההחצנה שנמנו בסעיף הקודם: ראשית, ההשקעה הממוצעת של עובד בחברה המעבידה – הן בערכים מוחלטים והן יחסית לסך הנכסים של עובד ממוצע – גדולה מאוד. היא עולה בדרך-כלל לאין ערוך על הערך המוחלט והיחסי של ההשקעה של בעל מניות ממוצע בחברה³⁹ או של כל ספק תשומות אחר. זאת ועוד, את הקריירה אי-אפשר לבזר (אלא אם כן עובדים במשרות חלקיות). לפיכך העובדים שונאים סיכון ביחס לפעולות החברה, ומושפעים באופן משמעותי מכל העלאה ברמת הסיכון שלה.

שנית, תלותם בחברה רבה גם משום שהם משקיעים בה שנות שירות ארוכות, שבמהלכן רבים מהם מפתחים התמחות מקצועית הקשורה לעסקי החברה. לשם רכישת ההתמחות הם משקיעים זמן, מאמץ והוצאות בעין. ההתמחות כוללת מיומנויות, ידע וניסיון ספציפיים, כמו-גם קשרים אישיים ובין-אישיים שרלוונטיים במיוחד לסביבה הארגונית של

37 לבחינת השאלה אם בזיוה של נושים, עובדים או מנהלים הינה מניע לרכישת חברות, ולהפניות למחקרים אמפיריים בנושא, ראו ידידיה צ' שטרן רכישת חברות (1996), תת-פרק 7.4 (נושים), וכן תת-פרק 7.4 בהערות-שוליים 22 (עובדים) ו-23 (מנהלים).

38 "Although stockholders have benefited greatly from takeovers and restructurings, stockholder wealth is not synonymous with social wealth. It is now recognized that stockholder gains have come in part at the expense of other corporate constituencies, primarily creditors and employees. A portion of the premium paid to stockholders in a takeover consists of a transfer payment from other groups to the stockholder group. These wealth transfers to stockholders represent a redistribution of wealth, which is a negative externality." Morey W. McDaniel "Stockholders and Stakeholders" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 121, 124

39 "[E]mployees... are as much members [of the firm] as shareholders who provide the capital. Indeed, the employees may have made a much greater investment in the enterprise by their years of service, may have less ability to withdraw, and may have a greater stake in the future of the enterprise than many of the stockholders." Clyde W. Summers "Codetermination in the United States: A Projection of Problems and Potentials" 4 *J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg.* (1982) 155, 170

החברה שבה הם עובדים. לפיכך העובדים עלולים להתקשות בהעברת ההשקעה שלהם, על כל גווייה, ממקום עבודה אחד לאחר.⁴⁰

שלישית, יש הסוברים כי הקשר של העובדים לחברה המעסיקה אינו מתמצה רק בערכים כלכליים: רבים מאיתנו מחוברים בנימים לא-כלכליים עם מקום העבודה. הוא מהווה קהילה, מקור זהות, מרכיב מרכזי באיכות החיים של העובד.⁴¹ פיטורים של עובד פוגעים לא רק בכיסו, אלא גם ברוחו. לפיטורים יש השלכות רגשיות, משפחתיות וחברתיות מורכבות.

רביעית, חווי עבודה הינם ארוכי-טווח, ולכן, מטבע הדברים, העובדים נסמכים ביחסיהם עם החברה על הבטחות משתמעות. מאותה סיבה חווי עבודה גם מתגלים לעיתים כבלתי-מספקים, ונדרשת קריאה של התחייבויות היפותטיות לתוכן. "פרצות" אלה קוראות לניצול אופורטוניסטי.⁴² Easterbrook ו-Fischel ערים לכך. בהתייחסם לחווי עבודה, הם קובעים:⁴³

"Such contracts could be made explicit, but they would be very hard to write, and attempts to enforce them in court be worse than no contracts at all. Hence the attraction of implicit promises – and the opportunity for exploitation. Managers could decideto squeeze other employees, cutting wages (knowing that the workers' specific capital is worthless at other firms), firing those that no longer justify their salaries (despite implicit promises to 'carry' workers late in life in exchange for highly

40 קיימות דרכים מגוונות לניצול התלות של העובדים. למשל, החברה שולחת קבוצה של עובדים (בעיקר בדרגים נמוכים) לרכוש מיומנות ייחודית שהחברה הינה הצרכן הפוטנציאלי הבלעדי שלה. החברה מכשירה במתכוון מספר עובדים גדול מזה הדרוש לה, בהינתן שעלות ההכשרה אינה תופחת באופן משמעותי משום שהחברה נהנית מיתרונות הגודל בהכשרה של קבוצת עובדים. לאחר הכשרתם של העובדים, החברה יכולה לשאת-ולתת עימם על תנאי העסקתם מעמדת כוח כפולה: לא רק שהעובדים אינם יכולים לעשות שימוש בהשקעה מחוץ לחברה, אלא אפילו בתוך החברה תשואתם על ההשקעה אינה מובטחת, שהרי לחברה יש יותר מועמדים בעלי הכשרה מאשר משרות פנויות. ראו: Shleifer & Summers, *supra* note 36, at pp. 41–42, 49.

41 ראו: Frances Raday "Individual and Collective Dismissal – A Job Security Dichotomy" 10 *Comp. Lab. L. J.* (1989) 121, 150.

42 לניתוח טיעון זה ולהפניות לספרות מתחום כלכלת עבודה המפתחת את המודלים הרלוונטיים ("a theory of life cycle earnings"), ראו: Katherine V.W. Stone "Employees as Stakeholders Under State Nonshareholder Constituency Statutes" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 45, 48–53.

43 Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at p. 182.

productive work earlier). They could abolish severance pay (a form of refunding to workers accumulated firm-specific capital) and cut pensions (another form of deferred payment for work)."

כל קורא עיתונים מכיר את הדיווחים על עובדי חברה שהקדישו לה את געוריהם ובְּחֵרוֹתָם, אך בהגיעם לגיל מתקדם הם מפוטרים מסיבות של ייעול. כרוניקה שכחה זו מבטאת לעיתים החצנה של עלויות מצד בעלי המניות (והמנהלים) אל העובדים, כפי שעולה מדבריה הבאים של Stone:⁴⁴

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

עם זה, יש להודות כי המחקרים האמפיריים חלוקים ביניהם באשר להערכת ההשפעות של גל ההשתלטויות של שנות השמונים בארצות-הברית על האינטרסים של העובדים.⁴⁵

(ב) מנהלים

המנהלים הינם ידם הארוכה של בעלי המניות בהפעלת התכלית הנוהגת לשם החצנה של

⁴⁴ Stone, *supra* note 42, at pp. 51–52. עקב כך יש המציעים לקבוע חובת אמונים של נושאי-משרה בחברה כלפי העובדים, ראו: Marleen A. O'Connor "Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers" 69 *N.C. L. Rev.* (1991) 1189.

⁴⁵ לסקירה של שורה ארוכה של מחקרים אמפיריים סותרים, ראו: Stone, *supra* note 42, at pp. 45–46 footnote 4; Daniels, *supra* note 30, at pp. 315 fn. 4, 319–321.

עלויות אל העובדים, אולם הם עצמם עלולים להיות קורבן להחצנה דומה. המנהלים הינם סוג של עובדים, ולכן כל "ראשי הנזק" שנמנו לעיל רלוונטיים גם לגביהם. ראוי לציין במיוחד החשש מפני החצנה של עלויות אל מנהלים עקב הפרת ציפיות. מנהלים בתחילת דרכם מוכנים להסתפק בתגמול נמוך יחסית – תגמול-חסר – שאינו מבטא את מלוא הערך של תרומתם לחברה. הם עושים זאת מתוך ציפייה מוסכמת (שכאמור, קשה לנסח בהווה) שהם יפוצו בעתיד, לכשיעפילו בסולם הקידום בחברה, בתגמול נדיב – תגמול-יתר – שיעלה על הערך הממשי של תרומתם לחברה באותה עת. קיימת הסכמה מכללא שאם עבודתם תעמוד בסטנדרטים ידועים מראש, מובטח להם המעבר ההדרגתי ממשרד צר חסר חלונות בקומה נמוכה אל משרד רחב-מידות, פינתי, בקומה גבוהה. אלא שהמודלים המנתחים לאורך זמן את ערך העבודה של המנהלים מבחינת החברה מול גובה התמורה שהם מקבלים מן החברה מלמדים כי קיימת תקופה מועדת שבה משתלם לחברה להפר את הציפייה של המנהלים. באותה נקודת-זמן המנהלים כבר תרמו את חלקם לעסקה, אך טרם קיבלו את המובטח להם מכללא מהחברה.

Coffee טוען כי חלק מהרווחים שבעלי המניות צוברים בעסקות להעברת שליטה בחברה מקורם בהודמנות שהעסקה מייצרת לרוכש השליטה, חסר המחויבות האישית, לפטר מנהלים בדרגיה הביניים ובדרגים הגבוהים, תוך הפרה של ההתחייבויות המשתמעות (אך הבלתי-מפורשות) של החברה כלפיהם. על-פי עמדה זו, תופעת ההשתלטויות העוינות נועדה לאפשר לבעלי המניות לשאת-ולתת מחדש על הסכמות מן העבר בין החברה לבין המנהלים (בעיקר בדרגיה הביניים).⁴⁶

(ג) נושים

הנושים, כמו בעלי המניות, מספקים לחברה כסף ולכן אינם נדרשים להשקעות מתמחות בחברה ואינם מפתחים בה תלות שעלולה להיות מנוצלת לרעתם. אולם שאר אפשרויות ההחצנה – שינוי ברמת הסיכון, הפרת ציפיות וניצול טעויות – רלוונטיות גם לגביהם. למשל, הנהלת חברה הפועלת להעלאת החשיפה של החברה לסיכון גורמת במעשיה לירידה בערך החוב המונפק של החברה (כי קיים קשר הפוך בין רמת הסיכון לבין הסיכוי לפירעון החוב), ובמקביל – כמו בחוק כלים שלובים – לעלייה בערך המניות המונפקות. הספרות מתעדת ומסבירה היטב כיצד הפסדם של ספקי החוב מיתרגם לרווח של ספקי

⁴⁶ "[T]he hostile takeover can be seen not simply as a mechanism that compels a management to accept that level of business risk that shareholders deem appropriate, but as a means by which shareholders outflank the safeguards managers obtained to protect the promises of deferred compensation and job security [that shareholders have given to managers]. Thus, what appears from the bidder's perspective to be a process of purging organizational slack looks from the manager's viewpoint more like deceptive renegeing on the original understanding." Coffee, *supra* note 28, at p. 24

ההון. לפיכך הנהלה השואפת לציית לתכלית הנוהגת אמורה לעשות כל אשר לאל ידה על-מנת להוריד את ערך החוב המונפק.⁴⁷

ועוד: אף שחווה הלוואה - בין אם הוא איגרת-חוב ובין אם לאו - הינו בדרך-כלל הסכם מפורט ומתוחכם, אין הוא יכול לכלול הסדרים שיצפו מראש את כל אשר עתיד להתרחש. חווי הלוואה כוללים גם הם התחייבויות משתמעות, ולעיתים על פרשניהם להידרש להשלמתם באמצעות ניהוש בדיעבד של מה שהצדדים היו מעוניינים בו אילו היו ערים למציאות - התחייבויות היפותטיות. בעניין זה בולטת הדוגמה הבאה: בשנות השמונים עלתה לראשונה האפשרות של רכישה ממונפת (leverage buyout) של חברה באמצעות הנפקה של חוב חדש, שכונה "אג"ח זבל" (junk bond). עקב חדשנותה המופלגת של טכניקת מימון זו, פרי השראתו של אשף המימון מייקל מילקן, חווי הלוואה שהיו תקפים באותה עת לא צפו אותה ולכן לא כללו הגנה לנושים הקיימים מפניה. בהינף עסקה, חברות לוות, שנחשבו לבעלות כושר פירעון מוצק, נטלו על עצמן הלוואות ענקיות ושעבדו את נכסי החברה לבנקים המלווים, על-מנת לקדם את האפשרות של העברת השליטה לידי בעלי מניות חדשים (לעיתים קרובות לידי הנהלת החברה, יוזמת העסקה), מבלי שהחברה הלווה תקבל כל תמורה. עם השלמת הרכישה, השתנתה רמת המינוף של החברה באורח דרמטי, סיכויי ההחזר של חובותיה המקוריים השתנו לרעה, וערכן של אגרות-החוב המונפקות - רכושם של הנושים - נפגע.⁴⁸

הנה כי כן, אפילו הנושים, שהינם ספקי תשומות מתוחכמים (הנהנים, בין היתר, משירותים מקצועיים של נאמנים, חתמים וחברות לדירוג אשראי), עלולים למצוא את עצמם מטרה להחצנת עלויות מטעם חברה המנוהלת למען השאת רווחיהם של בעלי המניות.

⁴⁷ "For any corporation, let A = Assets, B = Bonds, and C = Common Stock, where all values are at market. In that case, A = B + C. It is easy to see that any decrease in B will increase C by a corresponding amount. If you want bonds to lose value, you make them more risky." McDaniel, *supra* note 38, at p. 125

⁴⁸ ראו, למשל: Yakov Amihud "Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth" in *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences* (Homewood, Yakov Amihud ed., 1989) 2-11; Kenneth Lehn & Annette Poulsen "Leveraged Buyouts: Wealth Creation or Wealth Redistribution?" in *Public Policy Toward Corporate Takeovers* (New Brunswick, Murray L. Weidenbaum & Kenneth W. Chilton eds., 1988). המקרה המפורסם ביותר קשור להשתלטות הממונפת על חברת הענק - נביסקו. עקב השינוי ברמת המינוף השתנה הדירוג של אגרות-החוב המונפקות מ-"A" ל-"CAA", ושוויין המצרפי ירד במיליארד דולר. לדיון משפטי שדחה את זכות הנושים לפיצוי, ראו: *Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.*, 716 F. Supp. 1504 (1989).

(ד) ספקים וצרכנים

ספקים נדרשים לעיתים להשקעות מתמחות. בספרות מובאת דוגמה שנהפכה לקלסית:⁴⁹ חברה לייצור כלי-רכב מתקשרת עם ספק, שמתבקש לספק לה דלתות שיתאימו לרכב ממודל מסוים שהחברה מייצרת. הספק משקיע בהקמת קו-ייצור ייחודי של דלתות שאין להן שום שימוש חלופי סביר. לאחר שנלכד הספק בקוריה, החברה עלולה לנצל את תלותו בה. היא תישא-ותיתן מחדש על תנאי הרכישה של הדלתות, תוך ניצול חולשות בחוזה הרכישה או כל תירוץ אחר. תלותו של הספק בחברה יכולה לנבוע גם מנסיבות אחרות, כגון מהעובדה שהיא הצרכנית הגדולה ביותר של מוצריו. התכלית הנוהגת, המחייבת את החברה לפעול אך ורק למען קידום האינטרסים של בעלי המניות, מנחה את הנהלת החברה לנקוט דרך פעולה כוחנית ואופורטוניסטית שאינה מביאה בחשבון את האינטרסים של הספק.

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

(ה) קהילה

כאשר קהילה מקומית מחליטה להקים בית-ספר, בית-חולים, מערכת כבישים ושאר השקעות תשתית למען חברה שמיקמה את מפעלה בסביבת הקהילה, הדבר נעשה מתוך תקווה שהחברה תמשיך לקיים את עסקיה שם. במקרים רבים מערכת היחסים שבין החברה לבין הקהילה אינה נושאת אופי חוזי-פורמלי, ועובדה זו מקשה כמובן על הקהילה להתגונן מפני החצנת עלויות אליה מצד החברה (בפועלה למען השאת רווחיהם של בעלי המניות) – למשל, כאשר זו מחליטה לסגור את מפעלה או להעתיקו למקום אחר.

זאת ועוד, אפילו כאשר קיימים חוזים, ואפילו כאשר אין מדובר בקהילה מקומית אלא בשלטון מרכזי, לעיתים כוחן של חברות עסקיות כה גדול, והתחרות בין הקהילות עליהן קשה כל-כך,⁵⁰ שיכולתן להחצין עלויות אל הסביבה רבה ומעשית. כבר בשנות החמישים

49 ראו: Klein, Crawford & Alchain, *supra* note 29, at pp. 308–310.

50 ראו: Richard B. Tyler "Other Constituency Statutes" 59 *Missouri L. Rev.* (1994) 373, 414–415.

נכתב התיאור הבא לגבי כוחן של חברות ביחס לקהילות מקומיות בארצות־הברית ואפילו ביחס למדינות:⁵¹

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

אפשר שהקורא יוכל לזהות בדברים אלה תיאור רלוונטי למערכות היחסים שבין "חברת כימיקלים לישראל" לבין מדינת־ישראל, למשל, באשר לניצול אוצרות־הטבע של ישראל באיזור ים־המלה, או בין חברת "אינטל" העולמית לבין ממשלת ישראל באשר למענקים ש"אינטל" דורשת לשם הקמת מפעלה החדש בקרית־גת.

United States Steel Company הייתה הבעלים של שני מפעלים שסיפקו את עיקר התעסוקה לתושביה של העיירה Youngstown, Ohio. החברה החליטה לסגור ולהרוס את שני המפעלים הוותיקים משום שהטכנולוגיה שלהם מיושנת ולא־יעילה, וחישוביה של החברה הולוכו אותה להחלטה לא להשקיע את הכסף הנדרש לשם מודרניזציה של המפעלים. החלטת החברה פגעה ישירות בקבוצות של קהלים: ראשית, 3,500 עובדים עמדו לפני פיטורים, ואלפי עובדים נוספים היו עתידים להינזק. שנית, הקהילה וגורמים פרטיים שונים השקיעו בעיירה משאבים רבים, אשר עמדו לרדת לטמיון עקב סגירת המפעלים. השקעות אלה היו ספציפיות ומתמחות משום שההצדקה הכלכלית היחידה לקיומן הייתה הספקה של שירותים ומוצרים לעובדי החברה ולמשפחותיהם, ולא היה ספק שרובם יעזבו את העיירה עם סגירת המפעלים. העובדים ניסו למנוע את הטרגדיה הכלכלית בדרכים שונות, ובין היתר באמצעות הצעה שהפנו לחברה לרכישת המפעלים

Carl Kaysen "The Corporation: How Much Power? What Scope?" in *The Corporation in Modern Society* (Cambridge, Edward S. Mason ed., 1959) 88, 100–101.

בערך השוק שלהם. החברה סירבה למכור את המפעלים לארגון העובדים בשל החשש שהרכישה תמומן על-ידי הלוואות של המדינה, כך שתיווצר תחרות לא-הוגנת כלפי החברה עצמה. בית-המשפט סירב להכיר בקיומה של זכות קניינית לעובדים, לעיירה ולאחרים בהמשך קיומו של המפעל, ודחה את תביעתו של ארגון העובדים למנוע את הסגירה על-ידי מכירת המפעלים לעובדים. בית-המשפט, בשתי ערכאות, קבע כי לחברה יש זכות חוקית לעשות כרצונה במפעליה, כולל להרוס אותם, גם אם כתוצאה מכך תיהפך Youngstown לעיירת-רפאים.⁵² כתוצאה מכך התאפשר למנהלי החברה להעביר עושר מהעובדים, מהקהילה וממשקיעים פרטיים שהשקיעו בעיירה אל בעלי המניות. לסיכום: כל הצדדים בפקעת החוזית תלויים בהצלחת החברה. ההחלטות שהחברה מקבלת במהלך חייה משפיעות על ערך ההשקעות הטבועות (sunk investments) של כל אחת מהקבוצות של ספקי התשומות, ובאפשרותן להביא לידי העברת עושר מקבוצה אחת לקבוצה אחרת. תכלית החברה הנוהגת אינה מגלה רגישות לאפשרות זו. היא אינה קובעת נורמה שמשדלת לאזן בין האינטרסים, כך שלא יועבר עושר בדרך העולה כדי פגיעה שיטתית או העדפה שיטתית של מי מהקבוצות. היפוכו של דבר: התכלית הנוהגת מנחה את קברניטי החברה לקבל החלטות שיעבירו עושר בכיוון קבוע אחד: מכל ספקי התשומות של החברה אל בעלי המניות.⁵³ כפי שהראיתי, האפשרויות המעשיות להעברות אלה רבות. החצנת עלויות מרחפת כאיום ממשי מעל לראשו של כל אחד מספקי התשומות של החברה.

פרק ג: יעד-העל והאינטרסים של החברה

בניגוד לעקרון היעילות של פרטו, הבוחן את יעילותה של פעולה בהשפעותיה על כל אחד מהצדדים, יעילות קלדור-היקס (להלן: יעילות) מתמקדת בהשלכות המצרפיות של הפעולה. גם אם הפעולה מעבירה עושר בין המעורבים, כך שיש מי שחסר ויש מי שנהנה, הפעולה יכולה להיחשב למשפרת יעילות אם סך כל הרווחים שצמחו כתוצאה ממנה

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

53 לניתוח דומה שהוביל לקריאה לשנות את דיני החברות כך שיכללו "anti-theft measures", ראו: Morey McDaniel "'Other Constituency' Statutes: Necessary or Misguided?" 12 *BNA's Corporate Counsel Weekly* (May 30, 1990) 8

(התועלות) עולה על סך כל ההפסדים (עלויות). בהקשר הנידון כאן, ומנקודת-הראות של יעילות החברה, יש לבחון אם פעולתה של חברה למען התכלית של השאת הרווחים של בעלי המניות עתידה להשיא תמיד את רווחיה של החברה עצמה. גם אם התכלית הנוהגת אינה מבטיחה יעילות פרטו, משום שהיא מאפשרת החצנה של עלויות אל אחרים, אפשר שהיא מבטיחה יעילות קלדור-היקס ברמת החברה, אם יסתבר כי לחברה עצמה יהיו תמיד רווחים נטו כתוצאה מפעולה על-פי התואי של התכלית הנוהגת. לעומת זה, אם יסתבר כי קיימים ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות לבין החברה עצמה, כך שעקב פעולת החברה למען השאת רווחיהם של בעלי המניות ישתנה מצבה של החברה לרעה, או-אז התכלית הנוהגת אינה עומדת גם באמת-מידה זו של יעילות.

הדיון להלן ממפה את האפשרויות הקיימות לניגוד אינטרסים בין החברה כאישיות משפטית נפרדת ועצמאית לבין בעלי המניות בארבעה תחומי תפקוד מרכזיים של החברה העסקית: הניהול השוטף; החוזים שהחברה כורתת עם ספקי התשומות השונים; חלוקת הרווחים של החברה; עסקות סופיות.

1. ניהול שוטף של החברה

החוזים שהצדדים בפקעת החוזית כורתים ביניהם אינם יכולים לכלול פרטים מדויקים באשר לאופן הניהול השוטף של החברה. ריבוי המשתנים וחוסר האפשרות המעשית לחזותם מראש מסכלים כל אפשרות לתת מענה חוזי א-פריורי נקודתי לשאלות, קטנות כגדולות, שקיום החברה מעורר מפעם לפעם. במציאות שבה "הכל זורם" נדרש ניהול זורם על-ידי גורם המוסמך להפעיל שיקול-דעת ששוליו אינם צרים. על-פי דיני החברות, הגורם המוסמך – ההנהלה המעשית, ולעיתים הדירקטוריון – נבחר לתפקידו על-ידי בעלי המניות (ישירות או בעקיפין). נוסף על כך, התכלית הנוהגת קובעת שעל שיקול-הדעת של הגורם המחליט לכוון את עצמו להשאת רווחיהם של בעלי המניות. בהינתן כללי משחק אלה, ברור כי הניהול השוטף של החברה יהיה ממוקד באינטרסים של ספקי ההון. מתבקשת מאליה השאלה אם קיימת חפיפה מלאה בין האינטרסים של ספקי ההון לבין יעילותה המצרפית של החברה כאישיות משפטית נפרדת. ככל שחפיפה כזו מתקיימת, מובטח לנו שהתכלית הנוהגת פועלת לשם קידום היעילות. אולם ככל שקיים ניגוד אינטרסים, וככל שהיקפו של ניגוד האינטרסים גדול ורחב יותר, כן יתגבש ויתעצם טיעון כלכלי נגד התכלית הנוהגת.

הניתוח מעלה כי בחלק גדול מהמקרים, ניהול שוטף של חברה המכוון ליצור עושר בעבור בעלי המניות אכן מגדיל אגב כך את עוגת המשאבים הכוללת של החברה, ולפיכך יש לקטלגו כמשפר יעילות. אולם קיימים מצבים שכיחים וחשובים שבהם הגדלת חלקם של בעלי המניות בעוגה מחייבת הקטנה של היקפה הכולל. במצבים אלה בעלי המניות אינם מעוניינים בטובתה של החברה מכיוון שטובתם שלהם סותרת אותה. אדגים להלן כמה מקרים כאלה.

(א) יחס לסיכון

כל החלטה עסקית שחברה מקבלת במהלך חייה מתאפיינת ביחס מסוים לסיכון: היא יכולה לבחור בדרך פעולה שתבטיח לה רווחים ודאיים אך צנועים או בדרך פעולה שתאפשר לה להפיק רווחים גבוהים יחסית אך בהסתברות נמוכה יחסית. כיצד עליה לפעול? בבחירה בין האפשרות הראשונה, המבטאת שנאת סיכון, לבין האפשרות השנייה, המבטאת אהבת סיכון, החברה אמורה להעדיף את האפשרות שהערך הנוכחי שלה הוא הגבוה ביותר מבחינתה. בדרך-כלל האינטרס של בעלי המניות זהה: בהיותם מושפעים מן הרווח וההפסד השיוריים של החברה, גם הם מעוניינים שהחברה תבחר באפשרות שהערך הנוכחי שלה הוא הגבוה ביותר מבחינתה. אולם המצב השכיח אינו המצב היחיד האפשרי. ייתכנו מצבים אחרים שבהם עקב העובדה שהחברה ובעלי המניות הינם ישויות נפרדות, בעלות סדר-יום והעדפות פרטיות, יתגלעו ביניהם הבדלים שיבואו לידי ביטוי ביחס שונה לסיכון.

אציג שתי דוגמות-אב: הראשונה מדגישה את המשמעות של האחריות המוגבלת של בעלי המניות ביצירת ניגודי אינטרסים ביניהם לבין החברה; השנייה מתעכבת על ההשפעות של ביוור ההשקעות המאפיין את בעל המניות הרציונלי בחברה ציבורית. כל אחת מן הדוגמות מצביעה על קיומו של מתחם רחב של מקרים שבהם ניהול החברה למען האינטרסים של בעלי המניות יפגע ביעד היעילות של החברה עצמה.

(1) אחריות מוגבלת -

בעלי המניות והחברה אינם חולקים אותו יחס כלפי האפשרות שעקב החלטה עסקית שהחברה תקבל, היא תיהפך לחדלת-פירעון ותפסיק להתקיים. מבחינת החברה, ההישרדות הינה מטרה עליונה. כאשר פעולה שלה עלולה להביא אותה אל עברי פי חדלות-פירעון, החברה נהפכת לשונאת סיכון מובהקת. לעומת זה, בעל מניות נהנה מאחריות מוגבלת לתוצאות הכלכליות של חברה נתונה, ולכן נטייתו הרציונלית היא לדחוף את החברה ליטול על עצמה סיכונים. מבחינתו, הזכייה במקרה של הצלחה הינה מלאה, ואילו ההפסד במקרה של כישלון מתחלק בינו לבין אחרים.⁵⁴ משהוברה נקודה זו,

54 להמחשת מקרה זה נשתמש בדוגמה שהציעו אחרים, תוך שאנו נוטלים לעצמנו חירות לשפץ אותה כראות עינינו. ראו: Steven M.H. Wallman "The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 163, 178. חברה הנמצאת על סף חדלות-פירעון עומדת לפני בחירה בין שני מיזמים עסקיים חלופיים: אפשרות א, שהחזר הצפוי שלה הוא 900,000 (סיכוי של 50% להחזר של 1,500,000 וסיכוי של 50% להחזר של 300,000); ואפשרות ב, שהחזר הצפוי שלה הוא 1,200,000 (סיכוי של 100%). העלות שהחברה תישא בה כתוצאה ממימוש של כל אחת משתי האפשרויות (למשל, שכר לעובדים, תמורה לספקים, בלאי של החוב וכולי) היא 1,000,000. לכן הרווח הצפוי לחברה הוא שלילי במקרה של האפשרות הראשונה (הפסד של 100,000) וחיובי במקרה של האפשרות השנייה (רווח של 200,000). על בסיס נתונים אלה קל לקבוע כי מנקודת-הראות של החברה (ושל המשק בכללותו), האפשרות הראשונה אינה באה בחשבון. גם חברה בעלת כושר פירעון יציב

ניתן להפוך אותה למנוף לעריכת הבחנה כוללת בין האינטרסים של בעלי המניות, שאחריותם מוגבלת, לבין האינטרסים של החברה עצמה. כשם שבמקרה הקיצוני, של תפקוד על סף של חדלות-פירעון, נבעה פער במכנה המשותף שבין השניים, כך גם בכל החלטות הניהול השוטפות שהחברה מקבלת: לעולם תהיה החברה הססנית יותר מבעלי מניותיה ביחסה לסיכון, משום החשש שמא תיקלע למצב הקצה האמור. כמובן, ככל שהנתונים העובדתיים מרחיקים אותנו מקיום על סף חדלות-פירעון כן הולך ומתאחה הפער האמור וקטן ניגוד העניינים, בהקשר האמור, בין בעלי המניות לבין החברה עצמה. אולם באופן עקרוני ההבדל קיים תמיד, ורק שיעורו משתנה ממקרה למקרה.

(2) ביזור השקעות –

בעלי מניות רציונליים מבזרים את השקעותיהם בין חברות רבות. כל חברה נתונה מייצגת מבחינתם רק פיסה אחת בתצרף השלם המרכיב את תיק השקעות שלהם. על-ידי כך הם מגינים על עצמם מפני סיכונים ספציפיים הקיימים בחברה נתונה. הביזור מאפשר להם להיות ניטרליים לסיכון.⁵⁵ מובן כי אין משמעות הדבר שהם לא-אכפתיים ביחס לסיכון: אדרבא, משקיע מבוזר מעוניין שההנהלה של כל אחת מהחברות תתפקד ברמת סיכון גבוהה שמגדילה את אפשרויות הרווח שלה. הוא אוהב סיכון. הוא אינו מעוניין בהנהלה שרואה את חזות הכל בצמצום הפסדים (ולכן נמנעת מהחלטות מסוכנות), אלא דווקא בהנהלה שרואה את חזות הכל בהגדלת רווחים (ולכן נוטלת סיכונים מחושבים).⁵⁶ מחקרים

לא תתקיים לאורך זמן אם תעדיף אפשרויות מסוג זה באופן קבוע. אולם מהי ההעדפה הרציונלית מנקודת-ראותם של בעלי מניות בעלי תיק השקעות מבוזר היטב? בהנחה שבעלי המניות יכולים לגרוף לכיסיהם את כל הרווח שתפיק החברה מן המיזם (למשל, על-ידי חלוקתו כדיבידנד), השווי הנוכחי של האפשרות השנייה מבחינת בעלי המניות הוא 200,000 – ההפרש שבין ההחזר הוודאי (1,200,000) לבין העלות הוודאית (1,000,000). לעומת זה, השווי הנוכחי של האפשרות הראשונה מבחינת בעלי המניות גדול יותר – 250,000. אסביר: מבחינת בעלי המניות, השווי הנוכחי של האפשרות הגרועה, שבה ייגרם לחברה הפסד של 700,000, הוא אפס. החברה תיהפך לחדלת-פירעון וההפסד יוטל על בעלי התביעות כלפי החברה. לעומת זה, השווי הנוכחי של האפשרות הטובה הוא 250,000, שכן זה ההפרש בין ההחזר – 1,500,000 בסבירות של 50% – לבין העלות (1,000,000). לכן, אם האינטרס של בעלי המניות הוא שאמור להנחות את דרך פעולתה של החברה, אזי עליה לבחור באפשרות הראשונה, בעלת תוחלת הרווח השלילית. הנה כי כן, מתעוררים מצבים שבהם דרך הפעולה המשיאה את רווחיהם של בעלי המניות היא זו שפוגעת ברווחים של החברה.

55 לדיון ברציונל של ביזור השקעות, ראו, למשל: Booth, *supra* note 4, at pp. 442–447. הטיעון בקטע זה מבוסס על הניתוח של Booth.

56 הדוגמה ש-Booth מציע (*ibid*, at p. 443) מועילה: חברה א מייצרת רווח שנתי צנוע של 5% לבעלי מניותיה (בכלל זה רווחי הון וחלוקת דיבידנדים). החברה שוקלת לפתח קו-ייצור חדש שאם יצלה, יאפשר לה להקטין את הוצאותיה ולהגדיל את רווחיה השנתיים. קיים סיכון של 40% שמעבר לקו-הייצור החדש יגרום לעיכובים בייצור, כך

מלמדים כי תיק השקעות המורכב ממניות של עשרים חברות מגן על בעל המניות מפני 99% מהסיכון הספציפי הכרוך בכשלונה של אחת החברות.⁵⁷ השקעה במאתיים עד שלוש מאות חברות מבטלת את הסיכון לחלוטין.⁵⁸ כידוע, קיימים כיום מוסדות פיננסים שמאפשרים גם למשקיעים קטנים להשיג את הביזור הרחב בזול יחסית, כך שברור שבעל המניות הרציונלי יעדיף לבזר את השקעותיו. לכן, אם תכלית החברה היא השאת רווחיהם של בעלי המניות המבוזרים היטב, אזי היא חייבת לתפקד מבלי להתחשב בסיכון הספציפי שפעולת החברה מעוררת,⁵⁹ שהרי בעלי המניות ניטרליים לסיכון זה באופן מושלם.⁶⁰ במקרה הקיצוני מכולם, אפשר שהאינטרס של בעל מניות מבוזר הוא שהחברה המסוימת תפורק, על-מנת להקטין את התחרות בענף, כך שרווחיו מהשקעתו בחברות האחרות שבתיק ההשקעות שלו יגדלו.⁶¹ לעומת זה, האינטרס העצמי של החברה מחייב אותה לשקול את הסיכון והסיכוי בדרך שונה לגמרי. בניגוד לבעל המניה, החברה אינה שוות-נפש להליכה בשביל המסוכן, באשר התהום הפעורה לצידו מהווה לגביה איום של ממש על רווחיה ולעיתים גם על עצם הישרדותה.

טיעון זה יפה ביחס לחברה ציבורית, שבה בעל המניה הטיפוסי הוא משקיע מבוזר היטב, אך כוחו תש בהקשרן של חברות פרטיות (וחברות ציבוריות שאינן בשליטת

שהחברה עלולה לאבד את חלקה בשוק לטווח הקצר, ואפשר כי הדבר אף יוביל לפירוקה. מצד אחר, קיים סיכוי של 60% שהמעבר יתרחש ללא תקלות, כך שרווחיה השנתיים של החברה יגיעו לכדי 20%. בחישוב כולל, המעבר לקו-הייצור החדש הינו כדאי משום שלאחר חישוב כולל של הסיכוי והסיכון הכרוכים בו מסתבר שההחזר השנתי הצפוי כתוצאה ממנו הוא 12% (לעומת החזר נוכחי של 5%). מי יהיה מעוניין במעבר? ברור כי בעל מניות מבוזר יתפזר במעבר, שהרי אם הוא מחזיק במניות של חברות רבות, וכולן יאמצו את המדיניות אוהבת הסיכון, הוא עתיד להרוויח: 60% מהחברות יגדילו את רווחיהן ב-20%, ו-40% מהחברות ייכשלו וייסגרו, כך שבממוצע יצמח ההחזר של תיק ההשקעות שלו מ-5% ל-12%.

57 ראו: Burton G. Malkiel *A Random Walk Down Wall Street* (New York, 4th ed., 1985) 185–209; Meir Statman "How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?" 22 *J. Fin. & Quant. Anal.* (1987) 353.

58 להפניות, ראו: James H. Lorie, Peter Dodd & Mary H. Kimpton *The Stock Market: Theories and Evidence* (Homewood, 2nd ed., 1985) 21–24.

59 למעשה, פירוק של חברה אחת בתיק ההשקעות של בעל מניות מבוזר היטב הינו "matter of indifference". ראו: Daniel Fischel "The Business Judgment Rule and the Trans Union Case" 40 *Bus. Law.* (1985) 1437, 1442.

60 הסיכון היחיד שהם חשופים לו נובע משינויים המתרחשים בשוק כולו.

61 כך, למשל, משקיעים מוסדיים, המחזיקים בדרך-כלל תיק השקעות מבוזר היטב, אינם מעוניינים בהצלחה של חברה נתונה, אלא בהצלחה של ענף או בהצלחה של הכלכלה כולה. בכל מקום שמתעורר ניגוד אינטרסים בין טובת החברה לבין טובת הענף או טובת הכלכלה כולה, הם עלולים – מפאת האינטרסים הפרטיים שלהם – לפעול בניגוד לטובת החברה.

ההנהלה), שבהן קיים בעל דבוקת-שליטה מובחן המחזיק חלק גדול מרכושו הפרטי בחברה. סביר להניח שמחמת ריכוז השקעתו ומפאת השיפתו הגבוהה להשלכותיהן של התוצאות הכלכליות של החברה, יחסו לסיכון יהיה זהיר, כך שיצטמצם הפער בין האינטרסים שלו לבין האינטרסים של החברה בהיבט הנבדק. אולם המקרה האחרון מעורר חשש מסוג אחר לפגיעה באינטרסים של החברה, וזאת כאשר הם עומדים בסתירה לאינטרסים הפרטיים של בעל דבוקת-השליטה, כמתואר להלן.

(ב) אינטרסים פרטיים

היעילות הפרטית של בעל מניה מושפעת מגורמים אישיים, ממשתנים ייחודיים ומסביבת התפקוד שלו. כשם שפרצופיהם של בעלי המניות שונים זה מזה, כך גם מערך האינטרסים שמהם נגזרת רווחתם האישית. לפיכך, כאשר התכלית הנוהגת מתמקדת בהשאת רווחי של בעל המניה בחברה נתונה, אין היא יכולה לממש את ייעודה במנותק מהקשר הנסיבות הייחודי שעל-פיו נמדדת היעילות הפרטית מבחינת בעל השליטה.

לשם הדגמה, הניחו אשכול חברות. חברה-אם מחזיקה במניות-שליטה בחברה-בת. ככזו, יש לה בוודאי אינטרסים בהצלחת הבת, אך בו-זמנית יש לה גם אינטרסים אחרים – פרטיים – הקשורים למצבה הייחודי כחברה-אם. היא תרצה לפעול לאופטימיזציה של הסיכון שהיא נוטלת על עצמה, ולצורך כך היא עשויה לבחור במדיניות ניהול שתדחוף חלקים מהאשכול לנטילת סיכונים גבוהים וחלקים אחרים להימנעות מסיכון. ברמת החברה-האם, מינון זה של הקצאת הסיכונים משיא את הערך הנוכחי של החברה, אך ברמת כל אחת מהחברות באשכול, אפשר שהסיכון שהחברה-האם בחרה להשית עליה, מכוח שליטתה בה, הינו גדול מדי או קטן מדי יחסית לאפשרות היעילה המיטבית מבחינתה. ושוב, מקרה זה לא ללמד על עצמו יצא, אלא ללמד על הכלל כולו: כמו החברה-האם באשכול, כך גם כל בעל מניית-שליטה, בכל חברה, פועל מתוך מצב אישי מסוים אשר מכתוב לו את העדפותיו הרציונליות.

יש בעלי מניות שתיק ההשקעות שלהם מוטה באופן מסוים (למשל, חשוף לסיכון שבשער החליפין), ואשר יחפצו על-כן לאזן אותו באמצעות השקעתם בחברה הנתונה; יש בעלי מניות שמצבם הכלכלי שונה מהממוצע (למשל, בעלי הכנסות רבות בשנה נתונה המעוניינים להימנע מתשלום מס גבוה), אשר עלולים עקב כך להכתיב לחברה שבשליטתם התנהגות מסוימת; יש בעלי מניות בעלי העדפות ערכיות אישיות או אמונות פרטיות (למשל, "ירוקים" המעוניינים בשמירה על הסביבה מעבר לדרישת החוק הנוהג, או בעל שליטה דתי המעוניין להפסיק את פעולתו של קו-הייצור בשבת אף שהחוק מתיר פעולה זו) אשר יגבילו פעולות חוקיות של החברה המנוגדות להן, וכדומה. ובאופן כללי: אינו דומה בעל שליטה העולה בחופה של עכו לבעל שליטה העולה בחופה של אספמיה. התכלית הנוהגת עלולה לסחוף את ניהולה השוטף של החברה בהתאם לאינטרסים הייחודיים של בעל השליטה על-מנת להשיא את היעילות הפרטית שלו (או ערכים אחרים שהוא מייחס להם חשיבות), גם במחיר פגיעה ביעילות התפקוד של החברה עצמה.

(ג) טווח ההשקעה

בעלי המניות מעוניינים להשיא את ערך ההחזקות שלהם בחברה, לא את ערכה של החברה עצמה. ככל שטווח ההשקעה הממוצע של בעלי המניות בחברה נתונה קצר יותר כן הפער שבין שני הערכים נהיה בעל נפח ממשי יותר. בחברות ציבוריות רבים מהמשקיעים אינם מקבלים החלטות מתוך ראייה אסטרטגית. הם נכנסים להשקעה בחברה ויוצאים ממנה במהירות יחסית, כשעיקר תשומת-ליבם ממוקדת בהחזר (תשואה שוטפת ורווח הון) שיקבלו על ההשקעה בטווח קצר עד בינוני. אולם בין ההחלטות שעל החברה לקבל יש גם כאלה הדורשות "נשימה עמוקה" והמתנה עד להבשלה של תהליך. כמו התנא הזקן ששתל עץ חרוב למען הדור הבא, כך גם חברה, מצד האינטרסים העצמיים שלה, חייבת לפעול לטווחים ארוכים גם במחיר פגיעה בערך המניות בטווח הקצר.⁶²

2. חוזים עם ספקי תשומות

בפרק ב לעיל הראיתי כי התכלית הנוהגת עלולה לשמש מכשיר רב-ערך בידי בעלי מניות המעוניינים להחזין עלויות אל שאר ספקי התשומות של החברה. כאשר הניהול השוטף של החברה דורסני, בלתי-מתחשב ונצלני כלפי שאר ספקי התשומות, הללו, במשך הזמן, יאלצו להתגונן כמיטב יכולתם מפני האיום. הם ינקטו שורה של צעדי מנע, שיקטינו אומנם את יכולתם של בעלי המניות להחזין אליהם עלויות, אך בו-זמנית יקטינו את יעילות התפקוד של החברה ואת שווייה הכלכלי.

עובדים, מנהלים, ספקים ולקוחות עלולים להסס בטרם יאותו להיכנס להשקעות מתמחות בחברה. היצע כוח-האדם שמעוניין להתמחות יקטן. בודעם כי ההשקעה המתמחה קולעת אותם לעמדת תלות בחברה, שעלולה להיות מנוצלת נגדם לצורך העברת עושר מהם לבעלי המניות, אלה שייאותו להתמחות יבקשו פיצוי א-פריורי על הסיכון העודף, כך שמחיר החוזים שהחברה זקוקה להם יעלה. ניהול החברה בדרך שמפירה ציפיות שאינן מעוגנות בחוזה או מנצלת טעויות בחוזה עלול לגרום למתקשרים עם החברה לנהוג במשאם-ומתנם עימה בדרך שבה נוהגים עם מי שחושדים בכוונותיו. הצדדים בפקעת החוזית יהדקו את המערך החוזי באופן שיעלה ויתפיה את עלויות העסקה מבחינת כולם. החוזים יהיו מפורטים לא לצורך; מערכת היחסים בין הצדדים תלבש לבוש משפטי עודף;

62 לדיון בבעיה זו, ראו: Thomas L. Hazen "The Short-Term/Long-Term Dichotomy and Investment Theory: Implications for Securities Market Regulation and Corporate Law" 70 *NC L. Rev.* (1991) 137, 139-142. לכאורה, בשוק יעיל, השווי העתידי של ההשקעה הנוכחית אמור לבוא לידי ביטוי בערך הנוכחי של המניה, כך שלא יתקיים ניגוד אינטרסים בין המשקיעים לטווח קצר לבין החברה. אולם בפועל, התרחשות זו אינה מתממשת מסיבות שלא כאן המקום לפרטן. דינו שנצביע על העובדה שיעילות חוקה של שוק הינה שאיפה, לא עובדת חיים.

החוזים יסתרבלו בסעיפי-סל מכבידים ובתניות כלליות לא-מדויקות (במטרה לקלוע בחשכה אל נושאים שקשה לצפותם מראש). המחיר הבלתי-נמנע של התפתחויות אלה יהיה פגיעה בוודאות וביציבות של מערכות היחסים, והיזקקות מוגברת לפרשנות שיפוטית ולאכיפה משפטית.

באופן כללי, התכלית הנוהגת, המעדיפה את האינטרסים של ספק תשומות אחד ומנחה את החברה לפעול ככל האפשר להשאת רווחיו, עלולה לפתח חששות מוצדקים אצל שאר הצדדים בפקעת החוזית מפני התנהגות חד-צדדית ולא-הוגנת. "מקדם היסטוריה" גבוה ייהפך לסטנדרט מאפיין במערכות היחסים הפנים-חברתיות, ואת עלות הבזבוז יישאו הכל.⁶³

3. חלוקת הרווחים

תופעת המחסור הינה מאפיין-יסוד של הקיום האנושי. אפילו אדם וחוה בגן-עדן, שהכל היה מזומן להם, סבלו ממנה: הם היו מנועים מעץ הדעת.⁶⁴ ברור, לפיכך, שלעולם תהיה שמיכת הרווחים של החברה קצרה מכדי לספק את רצונותיהם ושאיפותיהם של כל המעורבים. מאבק בין הצדדים על חלוקת רווחי החברה ביניהם הינו אם כן בלתי-נמנע.

לחלוקת הרווחים יש חשיבות מרובה. ראשית, בהיבט האיכותי, חלוקת הרווחים הינה הפעולה המכרעת מבחינת הצדדים בפקעת החוזית, שלשמה התקשרו עם החברה מלכתחילה. שנית, בהיבט הכמותי, חלוקת הרווחים קשורה לחלק גדול מההחלטות הניהוליות שמתקבלות בחברה העסקית. למשל, בעלי המניות תאבים לדיבידנד ולהעלאה של ערך המניה; עובדים מעוניינים בהעלאה משכורות ובשיפור של סביבת העבודה ותנאיה; מנהלים חושקים במה שהעובדים מעוניינים, אך גם בכונסים, בתנאי פרישה ייחודיים, בעסקות עם בעלי-עניין ואפילו בהגדלת האימפריה העסקית שבשליטתם; ספקים ולקוחות מעוניינים למכור לחברה ולקנות ממנה (בהתאמה) במחיר טוב ככל האפשר ובתנאי תשלום נוחים; הנושים מעוניינים לא רק בריבית גבוהה, אלא גם בכטוחות מוצקות, ברמת מינוף נמוכה ובניהול שמרני. ניהולה השוטף של החברה, הכרוך בקבלת החלטות ביחס לנושאים אלה, עוסק למעשה בחלוקת רווחיה בין ספקי התשומות.

63 לכאורה, חשש זה אין בו ממש, שהרי גם בעלי המניות, בהיותם בעלי אינטרס שיורי בחברה, מעוניינים למנוע את הבזבוז האמור. אולם בפועל כוחו של טיעון זה אינו עומד להצדקת התכלית הנוהגת במקרים הרבים (שנסקרו לעיל) שבהם קיים ניגוד אינטרסים בין בעלי המניות לבין החברה. במקרים אלה בעלי המניות אינם פועלים למנוע את החצנת העלויות אל שאר בעלי התביעות נגד החברה, גם במחיר פגיעה בחברה עצמה, משום שהחצנת העלויות משיאה את היעילות הפרטית שלהם.

64 קישור זה למדתי בזמנו מיעקב רוזנברג, בשיעורי הפתיחה של הקורס "מבוא לכלכלה". אפשר כי ההגבלה שהושתה על אדם וחוה הייתה הכרחית לשם אפיון הקיום שלהם בגן-עדן כקיום אנושי, רלוונטי לדורות.

בהינתן מציאות כלכלית שבה איש אינו "שמה בחלקו", השאלה היא אם תכלית החברה הנוהגת מספקת הנחיה באשר לחלוקת הרווחים – בכל המובנים שהוזכרו לעיל – בדרך שמשפרת יעילות. לצורך בחינת שאלה זו אנתח את החברה העסקית כמערכת של ייצור קבוצתי (team production).

מתבקשת הקדמה מבהירה: Blair ו-Stout העלו לאחרונה הצעה חדשה לסדר-היום של דיני החברות.⁶⁵ הן קוראות תיגר על העמדה המקובלת הרואה בבעיית הנציג – בין השולח (בעלי המניות) לבין השלוח (המנהלים) – את הסיבה המרכזית לקיומם של דיני חברות. עמדה זו קשורה לכלל ההעדפה של בעלי המניות ולתכלית הנוהגת במשפט המקובל שעל-פיה בעלי המניות הם הגורם שבשמו ולמענו החברה אמורה לתפקד. השתיים טוענות כי ראייה זו של החברה מתעלמת מהאינטרסים של שאר הגורמים המעורבים בתאגיד. יתרה מזו, לדעתן, בחיי היומיום של חברות קיים שיתוף-פעולה מעשי בין הגורמים השונים לשם קידום מטרות החברה, אף מעבר לאינטרסים הייחודיים של כל אחד מהגורמים. וזו לשונן:⁶⁶

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

מכיוון שכך, הן סבורות שהמודל של בעיית הנציג אינו מספק. בעיות הנציגות מתקיימות אומנם במסגרת החברה העסקית, אולם הארגון המשפטי-הכלכלי עצמו –

65 ראו: Margaret M. Blair & Lynn A. Stout "A Team Production Theory of Corporate Law" 85 *Va. L. Rev.* (1999) 247 (hereinafter: "A Theory"), reprinted in 24 *J. Corp. L.* (1999) 751. בעקבות מאמרו התקיים סימפוזיון על הנושא של ייצור קבוצתי, שנפתח בהקדמה שבה הציגו השתיים בקצרה את התזה שלהן. ראו: Margaret M. Blair & Lynn A. Stout "Symposium: Team Production in Business Organizations: Team Production in Business Organizations: An Introduction" 24 *J. of Corp. L.* (1999) 743 (hereinafter: "Introduction").

66 Blair & Stout, "A Theory", *ibid*, at p. 264.

החברה – נועד לפתור בעיות אחרות. לדעתן, הסוגיה המרכזית שדיני החברות מתמודדים עימה, ואשר מצדיקה את קיומם, היא הבעיה של ייצור קבוצתי.

מהו ייצור קבוצתי?⁶⁷ תהליך ייצור נהפך לקבוצתי בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: (1) תהליך הייצור דורש קיבוצן יחדיו של כמה תשומות, שמקורן ביותר מגורם אחד. מקום שכל התשומות החיוניות – כגון זמן, כסף וידע – מקורן בגורם אחד בלבד, לא נדרש שיתוף-פעולה של קבוצה, ולכן הבעיה של ייצור קבוצתי אינה מתעוררת. (2) לפחות חלק מהמשאבים שחברי הקבוצה חייבים להשקיע בתהליך הייצור הינם ייחודיים לקבוצה ("team specific"), דהיינו: כאשר משתמשים בהם במסגרת הקבוצה יש להם ערך גבוה באופן משמעותי יחסית לשימוש החלופי הטוב ביותר באותם משאבים. (3) הרווחים הנוצרים כתוצאה מתהליך הייצור הקבוצתי ("the economic rent") הינם משותפים או בלתי-ניתנים להפרדה, כך שקשה לייחס חלק מסוים כלשהו ברווחים לפעולתו של חבר כלשהו בקבוצה השותפה בתהליך הייצור.

חברות עסקיות ציבוריות עומדות בשלושת התנאים הללו: ראשית, תהליך הייצור במסגרת החברה דורש קיבוצן יחדיו של כמה תשומות (הון, חוב, עבודה, ניהול וכדומה) שמקורן בגורמים שונים (בעלי מניות, בעלי אגרות-חוב, עובדים, מנהלים). שנית, כפי שהראיתי לעיל, חלק מהמשאבים הנדרשים לשם פעולת החברה הינם ייחודיים לקבוצה. יתר על כן, על-פי Blair ו-Stout, אפילו הון פיננסי ספקי ההון והחוב משקיעים בחברה נהפך לייחודי לקבוצה לאחר שהחברה משתמשת בו לצרכיה – למשל, לשם רכישת ציוד ייחודי. זאת ועוד, גם הקהילה המקומית משקיעה לעיתים בדרך שנועדה לענות על הצרכים הייחודיים של חברה נתונה. לבסוף, משהחל תהליך הייצור הקבוצתי להפיק רווחים, אף לא אחד מהגורמים החברים בקבוצה, ובכלל זה ספקי ההון האנושי וספקי ההון הפיננסי, יכול להוכיח כי חלק מסוים של רווחי החברה נובע דווקא מהשקעתו שלו.⁶⁸

הייצור הקבוצתי, בגלל אופיו האמור, מעורר קושי של ממש: כל אחד מחברי הקבוצה תורם את חלקו לתהליך, אך אף לא אחד מהם יכול לקבל את החזר המרבי על השקעתו באופן פרטי, מחוץ לקבוצה. לכן מתעוררת השאלה כיצד יחולקו הרווחים של הקבוצה בין החברים? בחברה העסקית, שהינה עסק חי ומורכב, אי-אפשר לחלק את הרווח בין החברים בהתאם למידת התרומה היחסית של כל אחד מהם, באשר אין אפשרות מעשית לקבוע את מידת התרומה. כל כלל חלוקה שייקבע, מלכתחילה או בדיעבד, עלול לפגוע בתהליך הייצור הקבוצתי: כלל חלוקה של רווחים שייקבע מלכתחילה – למשל, כלל חלוקה

67 Stout ו-Blair מסתמכות על עבודתם של כלכלנים שחקרו את הבעיה של ייצור קבוצתי, ביניהם: Armen A. Alchian & Harold Demsetz "Production, Information Costs, and Economic Organization" 62 *Am. Econ. Rev.* (1972) 777; Bengt Holmstrom "Moral Hazard in Teams" 13 *Bell J. Econ.* (1982) 324; Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales "Power in the Theory of a Firm" 113 *Q. J. Econ.* (1998) 387.

68 ראו: Blair & Stout, "Introduction", *supra* note 65, at p. 745.

שווינוני - עלול לגרום לאופורטוניזם ולטפילות (the free-rider problem). כלל כזה ייתן תמריץ לכל חבר להתחמק מלהעביר לחברה את מלוא התשומה אשר לה התחייב - ובכך ירוויח באופן אישי את החיסכון בהשקעה - תוך שהוא דורש את החלק הקבוע ברווחים המובטח לו על-פי כלל החלוקה שנקבע מלכתחילה (shirking).⁶⁹ מאידך גיסא, אם יבחרו החברים להחליט ביניהם על דרך חלוקת הרווחים רק בדיעבד, לאחר יצירתם, הם עלולים להיקלע לוויכוחים ולסכסוכים בשאלה למי מגיע יותר מכיוון שחלקו במאמץ הקבוצתי היה גדול יותר (rent-seeking). שתי האפשרויות מסוכנות לחברה ופוגעות בה.⁷⁰ זה הקושי המרכזי - לדעת Blair ו-Stout - בתפקודו של עסק מסחרי העוסק בתהליך של ייצור קבוצתי, ויעדם המרכזי של דיני החברות הוא לתת מענה סביר לקושי זה.

דומה בעיניי שהתכלית הנוהגת, המעדיפה את האינטרסים של בעלי המניות, לא רק שאינה עומדת במשימה, אלא אף מעצימה, מחריפה ומאששת את החששות שתהליך הייצור הקבוצתי מעורר אצל שאר חברי הקבוצה. אף שההשקעה של כל אחד מהם חיונית לתהליך הייצור, ואף שהשקעותיהם נושאות לעיתים אופי מתמחה שאינו מאפשר להם לעשות שימוש סביר אחר בהשקעה, הדין הנוהג מתעלם מהאינטרסים שלהם. תהליך הייצור הינו קבוצתי, אך השליטה בו מסורה לידי אחד מחברי הקבוצה, והאינטרסים האישיים שלו הם אלה המגדירים את תכלית פעולתה של הקבוצה.

כתוצאה מכך ההחלטות הרבות הנוגעות בחלוקת רווחי החברה בין ספקי התשומות נהיות מוטות לטובת בעלי המניות. כפי שהוסבר לעיל, חלוקת הרווחים עומדת בלב המאמץ הקבוצתי: היא מתרחשת בהקשרי תפקוד מגוונים ביחס לכל החוזים המרכיבים את הפקעת החוויות, והיא סיבת ההתארגנות כקבוצה. לפיכך ברור שהתכלית הנוהגת בדיני החברות, המשעבדת את הפעולה של הקבוצה כולה להעדפות פרטיות, אינה משביעת-רצון מנקודת-הראות המצרפית של הקבוצה עצמה.

4. עסקות סופיות

ניגוד האינטרסים בין בעלי המניות לבין החברה בולט במיוחד בעסקות שכתוצאה מהן בעלי המניות עתידים לצאת מהשקעתם בחברה. הניחו, למשל, הצעת מיזוג בין שתי חברות שהתמורה המשולמת בה היא מזומנים. בעלי המניות בחברה הנרכשת ישקלו את

69 למשל, עובד יתחמק מלהשקיע בעבודה את מלוא מרצו; ספק יספק מוצר נחות לחברה; מנהל יתשל במלאכתו. כל אחד מאלה יגרוף את מלוא היתרונות האישיים הנובעים מתפקודו התת-מיטבי (בהתאמה, ייהנה ממשק שש"בש בזמן העבודה, יחסוך בעלויות הייצור של המוצר, יקבל על עצמו משרה נוספת במקום עבודה אחר), אך ההחזר שיקבל מהחברה לא ייזוק (אלא רק בחלק היחסי, הועיר בדרך-כלל, של הפגיעה בחברה, שישפיע על ערך תביעתו ממנה).

70 ראו: Blair & Stout, "Introduction", *supra* note 65, at p. 745.

תגובתם על העסקה מתוך הפרספקטיבה הבלעדית של גובה התמורה שיקבלו תמורת מניותיהם. הם אדישים לחלוטין לשאלת עתידה של החברה לאחר העסקה, באשר הם כבר לא יהיו מושקעים בה באותה עת. אולם ייתכנו מצבים שבהם גובה התמורה לבעלי המניות ישיא את רווחיהם מהשקעתם ואף על-פי-כן העסקה עצמה תהיה מנוגדת ליעד היעילות של החברה גופה. במצב כזה בעלי המניות עלולים להעדיף החלטות שמשפרות את היעילות הפרטית שלהם גם במחיר פגיעה ביעילות החברה.

באופן כללי, מצבים אלה מתקיימים בעסקות להעברת שליטה שבמסגרתן העושר הקיים בחברה מוקצה מחדש בין ספקי התשומות השונים. כפי שהראיתי לעיל,⁷¹ להעברת שליטה בחברה עלולות להיות השפעות שליליות מנקודת-ראותם של בעלי התביעות החוזיות השונות כלפי החברה. ההפסדים שמושתים על קבוצות אלה עלולים להוות דלק מניע של עסקה שתעביר את השליטה בחברה לידיים של משתמש נחות בה (יחסית לבעל השליטה הקודם): בעלי המניות המוכרים יאותרו למכור למשתלט התת-מיטבי משום שיקבלו פרמיה ויתנתקו סופית מהחברה; ואילו הרוכש יסכים לשלם את הפרמיה, אף שהשימוש שלו בנכסי החברה עתיד להיות נחות, משום שרכישת השליטה יוצרת לו הזדמנות לגרוף עושר על-חשבון שאר ספקי התשומות.

גם מי שסבור שהקצאה מחדש של העושר בין הקהלים אינה סיבה מרכזית להשתלטויות על חברות אינו יכול לפטור כלאחר-כך את החשש הבא: על-פי התכלית הנוהגת יכולה להתבצע העברה של שליטה בחברה לידי משתמש נחות אך בוזוני. המניע לעסקה כזו הוא יכולת הבזיזה המשופרת של רוכש השליטה בהשוואה ליכולת הבזיזה של המוכר. ההבדלים בין השניים יכולים לנבוע הן מאופי אישי (הרוכש חסר מעצורים יחסית למוכר), הן מנסיבות מסחריות (הרוכש הינו מתחרה של החברה), הן מנסיבות אחרות (למשל, המוכר פיתח יחסי קרבה עם מי מבעלי התביעות החוזיות כלפי החברה ולכן מתקשה לפגוע בהם). כך או אחרת, אם הנהלת החברה ואורגנים אחרים של החברה אמורים להגיב על הצעת הרכישה רק מתוך התחשבות באינטרסים של בעלי המניות, אזי חובה עליהם לקדם את העברת השליטה לידיים הבוזוניות, שהרי מנקודת-ראותם של בעלי המניות המוכרים זו עסקה סופית, ולכן התמורה בה היא דאגתם היחידה. הנה כי כן, התכלית הנוהגת עלולה לקדם "מירוץ לתחתית" ביחס לאיכותם של בעלי השליטה בחברות.

71 לעיל תת-פרק ב2.

פרק ד: יעד-העל ובעיית הנציג

כיצד ייקבע אם חברה הינה מוצלחת או כושלת? אם תוצאותיה הכלכליות מיטביות, משובחות, ממוצעות או קטסטרופליות? אם מנהליה נאמנים או בוזניים? נדרש מדד שעל-פיו ייעשו הערכות אלה. משקיפים שונים עלולים לא להסכים ביניהם על תוכנו של המדד הראוי.⁷² כל אחד בוחר מדד המשקף את האינטרסים, סדרי העדיפויות, עולם הערכים, המעמד הכלכלי-החברתי, נסיון-החיים והשקפות-העולם שלו.

אולם עולם המשפט זוקק ודאות. יישומן של נורמות אורחיות ופיליות במקרה נתון תלוי בקיומה של אמת-מידה חותכת שמכוחה תיקבע תחולתן. כך גם בדיני החברות: רק אם תאומץ אמת-מידה מוסכמת – קו פרשת-מים חד וברור – אשר תבחין בין ראוי לבלתי-ראוי, יהיה ניתן להעריך, מבחינה נורמטיבית, את תפקודן של חברות ושל נושאי-משרה בהן. על-פי המדד ייקבע אם נושאי-המשרה פעלו כשורה או הפרו את חובת ההתנהגות שלהם. מכוחו ייטענו מונחים גמישים ופתוחים הרווחים בדין – כגון "טובת החברה", "קיפוח", "הגינות" או "יעילות" – תוכן מוגדר. ערכו של המדד אינו מוגבל רק להערכה שלאחר מעשה (אם נשמר הדין או הופר), אלא אמור גם – ובעיקר – לשמש הנחיה לדרך הפעולה הראויה מלכתחילה.

על רקע זה יש לראות את חשיבותה של קביעת נורמה ביחס לתכלית פעולתן של חברות. תכלית החברה היא המדד המוסכם שעל-פיו הכל אמורים להעריך אותה, את מנהליה ואת ביצועיה.⁷³ כל אחד יכול להחזיק בהשקפה אישית באשר לדרך ההערכה הראויה של חברות עסקיות, אך אמת-המידה הקבועה בשיטה המשפטית ביחס לתכלית החברה אמורה לשמש מכנה משותף לכולם לשם גיבוש ציפיות באשר לפעולת החברה מלכתחילה, לשם בקרה ופיקוח על פעילותה ולשם הערכת פועלה בדיעבד. מהי אמת-המידה להערכת אמת-המידה?⁷⁴ דומה שתכונה מרכזית של תכלית החברה

72 למשל: פרופסורים לכלכלה ופעילי זכויות אדם יעריכו באופן שונה את ביצועיה של חברת מוצרי הספורט Nike (שיש המקשרים בין רווחיה המופלגים לבין שימוש לא-הומני לכאורה בכוח עבודה זול במדינות העולם השלישי); פועלו של ביל גייטס עלול להיות שנוי במחלוקת בין בעלי המניות במיקרוסופט לבין הרשות האמריקאית המופקדת על עידוד התחרות.

73 Jensen קובע כי תכלית החברה ממלאת לגבי עולם העסקים תפקיד מקביל לזה של שבועת היפוקרטס לגבי הרופאים. ראו: Michael C. Jensen "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function" 14 *J. of Applied Corporate Finance* (2001) 8, 9.

74 ודוק: איני שואל איזו הצעה של תכלית לחברה תשמש את המשק טוב יותר מכל הצעה אחרת. בשאלה מרכזית זו אעסוק בהרחבה בחיבור אחר. כאן הנני מתחקה אחר

המבוקשת היא שקיפות וחדות. אם הביצועים של חברות ושל נושאי-משרה נשפטים באמצעות אמת-מידה מעורפלת, עמומה ורבת-משמעויות, מנהלי החברה אינם מקבלים הנחיה של ממש, והיכולת (וגם ההצדקה) של אחרים לבקר את פעולתם נפגמת. לעומת זה, אם הסטנדרט הקבוע בתכלית החברה הינו ברור, קל ליישום וחד-משמעי, מתחזקת מאוד התביעה מנושאי-המשרה כי יפעלו על-פי הסטנדרט. גם המלאכה של פיקוח ובקרה עליהם נעשית קלה יחסית ופשוטה. תכונה זו של תכלית החברה חיונית למי שרואה את דיני החברות מבעד לפריזמה של בעיית הנציג.

שקיפותה וחדותה של אמת-מידה תלויות במידה רבה במספר המשתנים שנדרשים להפעלתה. אמת-מידה שהפעלתה תלויה במשתנה יחיד הינה קלה יחסית ליישום. לעומת זה, אמת-מידה ששופטת את המציאות באמצעות בדיקתם של כמה משתנים מכבידה על המשתמש. כאשר קיימים ניגודים ישירים בין המשתנים, אמת-המידה מרובת-המשתנים עלולה לאבד כליל את יכולת הפעולה שלה. בהקשר של פעולת החברה עלולים להתפתח במקרה כזה שני תרחישים קשים: בתרחיש האחד, נושאי-המשרה יפסיקו לתפקד מאחר שאין הם יודעים את הגבול בין מותר ואסור; בתרחיש האחר – וזו כמובן האפשרות השכיחה – הם יתפקדו כרצונם, באופן אופורטוניסטי, בהעדר חשש מעשי שוטל עליהם אחריות.⁷⁵ במקרה הראשון החברה תשוקק; במקרה השני היא תיבוז; ובשני המקרים תיפגע יעילות התפקוד שלה.

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

רבים סוברים כי תכונה חשובה של התכלית הנוהגת היא היותה ברורה וחדה.⁷⁶ היא מופנית כלפי דמות אחת – בעל המניות – ולכן היא תלויה במשתנה אחד בלבד. מנהל החברה אינו נדרש לפעול למען כל ספקי התשומות בחברה או כמה מהם; מחויבותו היא רק כלפי האינטרסים של שחקן יחיד ומוגדר – ספק תשומות ההון של החברה. גם תוכנה של המחויבות כלפי בעלי המניות מוגדר וברור: השאת הרווח בגין השקעתו בחברה. מדידת ההצלחה בהשגת היעד פשוטה יחסית, שהרי המידע לגבי רווחיהם של בעלי המניות זמין לכל. לכן, לכאורה, התכלית הנוהגת מספקת למנהלים הנחיה ברורה באשר לדרך שבה עליהם ללכת ומאפשרת פיקוח נאות והדוק על הנציג, ובכך מצמצמת את השלכותיה הקשות של בעיית הנציג.

דומה בעיניי כי הערכה חיובית שכיחה זו של התכלית הנוהגת בטעות יסודה. היא

קנה-המידה שבאמצעותו יהיה אפשר להעריך את טיבן של ההצעות השונות לגבי תכלית החברה, יהיו אשר יהיו.

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

76 ראו, למשל: Clark, *supra* note 21, at p. 38; Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at p. 20.

מניחה כי "בעלי המניות" הינם קבוצה הומוגנית שחבריה חולקים מכנה משותף רחב של אינטרסים והעדפות, כך שההנחה למנהלי החברה להשיא את רווחיהם תלויה במשתנה אחד. אולם בפועל בעלי המניות אינם גזורים מעור אחד.⁷⁷ כפי שאוכיח, קיימת שונות רלוונטית גדולה בין חלקי הקבוצה, והיא בעלת אופי הטרוגני מובהק. מכיוון שכך, אטען כי התכלית הנוהגת מאמצת למעשה אמת-מידה מרובת-משתנים. היא אינה מנחה את המנהלים לילך בשביל אחד מסומן היטב, אלא מובילה אותם אל מבוך של שבילים מתפצלים, שכל אחד מהם מייצג אינטרסים ייחודיים של מי מבעלי המניות, אך אף לא אחד מהם מוליך אל היעד המבוקש: השאת הרווחים של כלל בעלי המניות.

במה בעלי המניות נבדלים זה מזה? ראשית, ביחס לסיכון: בעבר, במאה התשע-עשרה, כאשר החברה השכיחה הייתה חברה פרטית שהיו בה רק משקיעים אסטרטגיים שהשקיעו בה חלק ניכר מהונם, היה אפשר להתייחס בהכללה אל בעלי המניות, בהיבט הנבדק, כאל קבוצה הומוגנית של שונאי סיכון המעדיפים החזר נמוך יחסית אך ודאי. כיום, לעומת זה, בחברות הציבוריות השכיחות קיימים זה בצד זה משקיעים אסטרטגיים (למשל, בעלי-עניין או דבוקת-שליטה), משקיעים מקרב הציבור (שמחזיקים בתיק השקעות מבוזר) ומשקיעים מוסדיים (שפיזור ההשקעות שלהם הוא כזה שהם רגישים בעיקר לשינויים מקרו-כלכליים). יחסה האופייני של כל אחת מקבוצות משקיעים אלה לסיכון הינו שונה לחלוטין.⁷⁸ למשל, המשקיע האסטרטגי, הלא-מבוזר, דומה יותר לנושה ולעובד מבחינת יחסו לסיכון מאשר לבעל המניות המבוזר.

77 שורה של מלומדים ערים לטעות זו, ומצביעים על העובדה שקיומה של חובת אמונים של נושאי-משרה כלפי בעלי המניות משאירה שאלה חשובה פתוחה: מיהו בעל המניות שהחובה מופנית כלפיו? ראו, למשל: D. Kyle Sampson "The Fiduciary Duties of Corporate Directors to 'Phantom' Stockholders" 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995) 1275; Daniel J.H. Greenwood "Fictional Shareholders: For Whom Are Corporate Managers Trustees, Revisited" 69 *S. Cal. L. Rev.* (1996) 1021; Henry T.C. Hu "New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare" 69 *Tex. L. Rev.* (1991) 1273; Lawrence E. Mitchell "The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It)" 51 *Bus. Law.* (1996) 443; Wallman, *supra* note 54, at pp. 173–177; Booth, *supra* note 35, *ibid*.

78 "If management duty is measured by the interests of a diversified stockholder, management duty is to maximize profits even at the risk of bankrupting the firm. A diversified stockholder cares little about firm-specific risk so long as return is adequate. A diversified stockholder cares only about the overall risk in his or her portfolio... On the other hand, if management duty is measured by the interests of an undiversified stockholder, the duty is to maximize profits and to minimize risk. An undiversified stockholder will likely prefer a merely adequate return to a high return with high risk. Such an investor cares very much about .the survival of the firm." Booth, *ibid*, at pp. 429–430

שנית, כפי שהוסבר לעיל,⁷⁹ לבעלי המניות יש גם אינטרסים פרטיים ייחודיים המכתיבים להם העדפות רציונליות אישיות ביחס לפעולתה של חברה נתונה. שלישית, בעלי המניות נבדלים גם בטווח ההשקעה שלהם בחברה נתונה. האם מנהלים המעוניינים לפעול על-פי התכלית הנוהגת אמורים להשיא את רווחיהם של ארביטרוז'רים (שרוכשים מניות לתקופה קצרה מאוד – שעות או ימים), של משקיעים מזדמנים מהציבור (שמשקיעים בחברה למשך ימים או שבועות אחדים), של קרנות פנסיה (שטווח מעורבותם בחברה נתונה מתפרש על חודשים ושנים) או של בעלי שליטה (בעלי זיקה אסטרטגית לחברה, הנמשכת לעיתים שנים רבות)? כתוצאה מהשוני במשך ההשקעה של כל אחת מהקבוצות, גם האינטרסים שלהם בחברה שונים. החלטה ניהולית המשיאה את הרווח של מבצע הארביטרוז' אינה משיאה בהכרח את הרווח של משקיע לטווח ארוך, כגון קרן פנסיה.⁸⁰

רביעית, בעלי המניות אינם מהווים קבוצה אחידת-אינטרסים גם משום שעיתוי ההשקעה שלהם בחברה שונה. הבה נניח שני בעלי מניות בעלי אותן יחס לסיכון, אותם אינטרסים פרטיים ואותו טווח השקעה (למשל, חמש שנים). ההבדל היחיד ביניהם הוא שהאחד רוכש את מניות החברה היום (ועתיד למוכרן בעוד חמש שנים) ואילו האחר עתיד לרכוש את המניות בעתיד, בעוד עשר שנים (ולמוכרן בעוד חמש-עשרה שנים). הנהלת

79 ראו סעיף ג(ב) לעיל.

80 Wallman מדגים נקודה זו: הניחו חברה שעם ספקי תשומות ההון שלה נמנים מבצע הארביטרוז', שרכש את המניה לפני חודש במחיר של \$50, ומשקיע ארוך-טווח, שרכש את המניה לפני עשר שנים במחיר של \$5. להנהלת החברה מוצעת עסקת מיזוג, שבמסגרתה ירכשו כל מניות החברה בכסף מזומן במחיר של \$52 למניה. כיצד המנהלים אמורים להגיב על ההצעה אם הם מעוניינים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות, כקבוע בתכלית הנוהגת? אף אם נניח שמבצע הארביטרוז' והמשקיע ארוך-הטווח מחזיקים באותן ציפיות לגבי ההחזר השנתי העתידי על ההשקעה במניות החברה, תגובתם המסתברת על הצעת המיזוג תהיה שונה: מנקודת-ראותו של מבצע הארביטרוז', ביצוע העסקה יבטיח לו תשואה חודשית של 4% על השקעתו. במונחים שנתיים זהו החזר פנטסטי. אך מנקודת-ראותו של המשקיע ארוך-הטווח, העסקה אינה מבטיחה כל-כך. הוא ראה עד כה תשואה שנתית ממוצעת על השקעתו בשיעור של 25.9%, והוא מצפה לקבל החזר דומה גם בהמשך. מהעובדה שבמהלך כל התקופה, וגם עתה, הוא ממשיך להחזיק במניה, מסתבר כי הוא אינו מזהה אפשרויות השקעה אחרות עדיפות שיעניקו לו החזר משופר. ביצוע המיזוג יגדיל אומנם בשוליים את התשואה השנתית הממוצעת שלו (26.4%), אך הוא ייותר עם הכסף המזומן ללא חלופות השקעה בנות-תחרות עם ההשקעה שמימש. מסתבר, אם כן, שהמשקיע ארוך-הטווח היה בוחר לא להיענות למיזוג (על-מנת שיוכל להמשיך ליהנות מהתשואה הממוצעת הקיימת), ואילו מבצע הארביטרוז' היה קופץ על ההזדמנות. אם כן, כיצד מנהלים המעוניינים להשיא את רווחיהם של בעלי המניות אמורים להגיב? מיהו "בעל המניות" שהאינטרסים שלו ידריכו את החלטת המנהלים? ראו: Wallman, *supra* note 54, at pp. 173–174.

החברה נדרשת להכריע בשאלה אם להשקיע כיום במחקר ופיתוח של מוצר שפיתוחו יושלם ויניב רווחים נאים לחברה רק בחלוף תריסר שנים. אם החברה תחליט להיכנס לתהליך הפיתוח, יהיה עליה לשמור ואת בסוד על-מנת שמתחרים לא ינסו ללכת בדרכה. כתוצאה מכך יש להניח שבתקופה הראשונה, כאשר תשקיע החברה במחקר מבלי לקצור פירות ומבלי שהשוק יהיה מודע לכך, רווחיות החברה תרד, הביקוש למניותיה יקטן ולכן גם מחיר השוק של המניה ייפגע. לפיכך, כאשר המשקיע הנוכחי ימכור את מניותיו, הוא יקבל תמורה נמוכה יחסית. לעומת זה, המשקיע העתידי ירכוש את מניותיו במחיר זול (בטרם ייודע דבר הפיתוח), אך ימכור אותן במחיר גבוה, לאחר שהחברה תשלים את תהליך פיתוחו של המוצר ותחל בשיווקו המוצלח. בהינתן עובדות אלה, כיצד ההנהלה מצווה לפעול, לאור התכלית הנוהגת, כאשר היא שוקלת את ההשקעה כיום? אם תחליט לפתח את המוצר, היא תפגע ברווחיו של בעל המניה הנוכחי. הלה יידרש לסבסד בעל-כורחו את הרוכשים העתידיים של המניה. לעומת זה, אם תחליט החברה להגן על בעל המניה הנוכחי ולהימנע מההשקעה (או לחלופין לדווח עליה לשוק), היא מוותרת על הזדמנות עסקית מצוינת (או במקרה של דיווח לשוק, היא מקטינה את הערך הנוכחי של ההזדמנות מבחינתה) ובכך היא פוגעת ביעילות המצרפית של החברה (ובמקרה של הימנעות מההשקעה, אף ביעילות המצרפית של המשק).⁸¹

חמישית, עד כה הנחתי כי כל בעלי המניות בחברה נתונה מחזיקים בנייר-ערך זהה. אולם, כידוע, לעיתים חברות מנפיקות סוגים שונים של מניות הנבדלים זה מזה בזכויות ובחובות הצמודות אליהן. יש מניות חסרות זכות הצבעה, מניות בעלות עדיפות בקבלת דיבידנד וכדומה.⁸² חברות מנפיקות לעיתים מניות מועדפות בעלות מאפיינים שמקרבים את האינטרסים הכלכליים של בעליהם לאינטרסים הכלכליים של בעלי אגרות-חוב. באופן כללי, עיצוב התכנים של נייר-הערך הוא עניין המסור לחופש החוזים של הצדדים. לכן גיוון האינטרסים של בעלי המניות הינו אינסופי למעשה.

הוא שאמרת: קיימים הבדלים ניכרים בין האינטרסים של הפרטים הנמנים עם קבוצת בעלי המניות, ולכן אי-אפשר להתייחס אליהם כאל קבוצה הומוגנית בעלת אינטרס אחיד. מתברר, אם כן, שהתכלית הנוהגת אינה מופנית כלפי דמות אחת, אלא כלפי דמויות רבות. היא אינה תלויה במשתנה אחד בלבד, כפי שנדמה במבט ראשון, אלא במשתנים רבים. על-פי התכלית הנוהגת, נושאי-המשרה מחויבים אם כן בזמנית לקדם אינטרסים המופנים לכיוונים שונים, אשר לעיתים – כפי שחשפו הדוגמות לעיל – אף סותרים זה את זה.

יש הממעיטים בחשיבותה של עובדה זו, ויש המתכחשים לה. הממעיטים גורסים כי אין

81 Wallman, *ibid*, at p. 176

82 ניתן להוסיף על האמור עוד כהנה וכהנה. למשל, על-פי התכלית הנוהגת, כיצד המנהלים אמורים להתייחס לאינטרסים של אנשים המחזיקים באופציות למניות או בניירות-ערך אחרים שהמירים למניות? למשקיעים אלה יש אינטרסים ייחודיים שאינם זהים בהכרח לאלה של בעלי המניות.

בעייתיות רבה בריבוי הנאמנויות.⁸³ הם מצביעים על העובדה שעל-פי דיני השליחות, רשאי שלוח לשרת יותר ממשלח אחד, ובלבד שאופייה הפוליגמי של השליחות ידוע לכל השולחים.⁸⁴ יתרה מזו, השלוח אף רשאי לפעול למען צדדים שיש ביניהם ניגודי אינטרסים באותה עסקה, אלא שמוטלת עליו חובת התנהגות כלפי שניהם, ועליו להגן על שניהם במידה שווה.⁸⁵ למשל, עורך-דין יכול לייצג את כל הצדדים בעסקה, ובמקרה כזה יכונה בלשונו של השופט ברנדייס, "עורך-הדין של העסקה".⁸⁶ המתכחשים לעובדה של ריבוי נאמנויות נחלקים לשני מחנות: יש הסוברים⁸⁷ שהתכלית הנוהגת מנחה את החברה לפעול למען האינטרסים של בעלי המניות המבוזרים בלבד.⁸⁸ אחרים מחזיקים בעמדה הפוכה:⁸⁹ התכלית הנוהגת מחייבת להשיא את רווחיהם של בעלי המניות הלא-מבוזרים.⁹⁰

83 ראו: Macey, *supra* note 5, at pp. 24, 31–36; McDaniel, *supra* note 38, at pp. 158–159; Wai S.W. Leung "The Inadequacy of Shareholder Primacy: A Proposed Corporate Regime that Recognizes Non-Shareholder Interests" 30 *Colum. J. L. & Soc. Probs.* (1997) 587, 623–624.

84 ראו סעיפים 28(2) ו-17(ב) לחוק השליחות התשכ"ה-1965.

85 ראו: Restatement (Second) of Agency §392, 394 comment (c) (1957).

86 ראו: Ronald M. Green "Shareholders As Stakeholders: Changing Metaphors of Corporate Governannce" 50 *Wash. & Lee L. Rev.* (1993) 1409, 1418.

87 ראו, למשל: Richard A. Posner *Economic Analysis of Law* (Boston, 3rd ed., 1986) 370–371, 380, 407–411, 420, 549; Hu, *supra* note 77.

88 כלי-כך למה? כל בעל מניות רציונלי אמור לבזר את השקעותיו על-מנת להגן עליהן. אם נמנע מלעשות כן, אות הוא כי ביודעין, או לפחות מתוך רשלנות, נטל על עצמו מרצונו החופשי את הסיכון. אין סיבה שהדין ינחה את מנהלי החברה להגן על מי שבחר לא להתגונן או על מי ששגה באופן רשלני. כמו-כן, פעולה של החברה למען בעלי מניות לא-מבוזרים הינה בגדר בזבוז משום שעלות ההגנה על בעלי המניות זולה יותר לבעלי המניות עצמם (באמצעות יצירת תיק השקעה מגוון) מאשר לחברה (למשל, באמצעות יצירת קונגלומרט). ראו: Booth, *supra* note 4, at pp. 468–469. מאידך גיסא, יש להודות כי לעיתים משקיעים רציונליים אינם יכולים להתגונן באמצעות ביזור. למשל, משקיע שאינו עתיר-נכסים, אשר מעוניין להשקיע בחברה פרטית, יתקשה להגן על ההשקעה באמצעות ביזור, מכיוון שהיקף ההשקעה הממוצעת בחברה פרטית גדול יחסית. כמו-כן אין שוק פעיל למניותיה של חברה פרטית ולכן קשה למשקיע למכור את מניותיו בה כרצונו. *Ibid*, at p. 470.

89 ראו: Booth, *ibid*, at pp. 434–436.

90 עמדה זו נשענת, בין היתר, על הטענות המעשי הבא: המנהלים עצמם אינם יכולים לבזר את השקעתם בחברה (קריירה ולעיתים גם אופציות ומניות של החברה המעסיקה אותם). לכן האינטרסים שלהם דומים לאלה של בעלי המניות הלא-מבוזרים. אין זה מעשי ונכון לדרוש ממנהלי החברה להתנכר לאינטרסים הפרטיים שלהם ולפעול, באופן עקבי, דווקא לטובת האינטרסים של בעלי המניות המבוזרים.

דעתי שונה: הממעטים אינם מעלים נימוק של ממש נגד החשש מפני ריבוי נאמנויות. עצם העובדה שדיני השליחות, דיני האתיקה של עורכי־הדין ודיני החברות הנוהגים מאפשרים קיומם של יחסים מרובי נאמנויות, אין בה כדי מענה לחשש, ואין היא הוכחה מספקת שמצב של ריבוי נאמנויות מניב תוצאות משביעות־רצון.⁹¹ המתכחשים, בשני המחנות, מתייחסים רק לפן אחד של ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות – מרכיב הביזור, ומתעלמים משאר המרכיבים שנמנו לעיל. כמו־כן, אף ביחס לביזור, דומה בעיניי שהטענות ששני הצדדים מעלים הינן כבודת־משקל, כך שעל המנהלים להביא בחשבון הן את האינטרסים של המשקיעים המבוזרים והן את האינטרסים של המשקיעים הלא־מבוזרים. באחת: ריבוי הנאמנויות של המנהלים על־פי התכלית הנוהגת יוצר בעיית יעילות ממשית. המנהלים אינם מקבלים הנחיה כיצד לבחור בין אינטרסים מרובים המתחרים זה בזה וסותרים זה את זה. התכלית הנוהגת מציידת את העולם העסקי באמת־מידה מעורפלת, מבולבלת ומלאה סתירות פנימיות, ולכן, למעשה, שמישהו מוגבלת. מכיוון שכך, אנו נעדרים אמת־מידה חדה וברורה שעל־פיה ניתן להעריך את פעולת החברה ומנהליה, לבקר אותה ולפקח עליה (למעט, כמובן, הבקרה המופעלת עליהם על־ידי כוחות השוק השונים). בדרך זו המנהלים אינם צריכים ליתן דין־וחשבון לפני איש – unaccountable. הם עלולים לנצל עובדה זו על־מנת לעשות ברכוש החברה כרצונם, קרי לביתם, על־חשבון ספקי התשומות, החברה והמשק בכללותו. הנה כי כן, התכלית הנוהגת, המתיימרת להשיא את רווחיהם של בעלי המניות, משיאה תחת זאת את עלויות הנציגות (agency costs) ובכך פוגעת ביעילות.

פרק ה: איזון יעד־העל באמצעות המתחם החוזי

רבים וטובים דוחים את הביקורת שמתחתי בפרקים הקודמים על יעד־העל. לשיטתם, העדפת בעלי המניות בדיני החברות ושעבוד תכלית החברה לקידום האינטרסים שלהם אינם פוגעים ביעילות הכלכלית. זו נשמרת משום שמתקיים איזון בין דיני החברות, המעדיפים את בעלי המניות, לבין מנגנונים אחרים, שתכליתם להגן על אינטרסים של אחרים הקשורים לפקעת החוזית.

מקובל לזהות שלושה קווי הגנה מוצקים שאמורים למנוע את האפשרות של פגיעה בשאר ספקי התשומות של החברה: הראשון הוא המתחם החוזי. כל אחד מספקי התשומות

91 למשל, ביחס לעורך־הדין של העסקה, יש עדויות רבות לכך שהמחויבות הכפולה מניבה תוצאות לא־טובות לצדדים ולעורך־הדין כאחד. ראו הפניות אצל: Stephen M. Bainbridge "In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green" 50 *Wash. & Lee L. Rev.* (1993) 1423, 1436–1437

של החברה נכנס לחוזה עם החברה מרצון ובמודעות מלאה, ויש באפשרותו לעצב את תנאי החוזה בדרך שתגן על האינטרסים שלו מפני שימושים שונים שנושאי־המשרה עלולים לעשות בכוחות החברה המופקדים בידיהם. השני הוא השוק. גם ספק של תשומות שנמצא בעמדת נחיתות מול החברה בעת ההתקשרות עימה אינו חשוף להחצנה של עלויות מצידה. הוא אינו עומד בגפו מול החברה, באשר המחירים של התשומות שהוא מספק לחברה נקבעים על־ידי הכוחות התחרותיים שבשוק הרלוונטי. אמת, לעיתים קיימים כשלים בשווקים, ולכן קיים קו הגנה שלישי – רגולציה כללית מתערבת. במקרים שהדבר הכרחי, המחוקק נחליץ לעזרת ספקי התשומות באמצעות שורה של חוקים ותקנות ועל־ידי הסמכה של מוסדות מפקחים ורשויות מנהליות שזו תכלית קיומם.

אם קווי ההגנה אכן משיגים את ייעודם, אזי פעולת החברה אמורה להיות תמיד יעילה פרטו: היא משיאה את רווחיהם של ספקי תשומות ההון, בהתאם למצוות התכלית הנוהגת ("זה נהנה"), מבלי שהספקים של שאר התשומות, המוגנים על־ידי רשת ההגנות המשולשת, ייחשפו להחצנה של עלויות כלשהן ("וזה לא חסר").

דהיינו, על־פי הטענה, הנסיונות (של מלומדים ושל מחוקקים) להביא לידי כך שתכלית החברה לא תתמקד בהשאת רווחיהם של בעלי המניות מונעים על־ידי רצון לא־מוצדק לאפשר לשאר ספקי התשומות לנגוס פעם רביעית באותו תפוח: נוסף על ההגנות החוזיות, השוקיות והרגולטוריות הם מעוניינים גם "לכבוש את המלכה בבית" – להטות את תכלית החברה ואת חובת האמונים של נושאי־המשרה מקידום האינטרסים של בעלי המניות לעברם של האחרים, ובכך להעביר אליהם עושר שאמור להיות שייך לבעלי המניות. לעומת זה, המתנגדים לתכלית הנוהגת גורסים כי החוזה, השוק והחוק הכללי אינם מספקים הגנה מעשית נאותה לשאר הקהלים מפני החצנת עלויות, ולכן נדרש שינוי בדיני החברות. בשלושת הפרקים הבאים נברר טענות סותרות אלה: מיהו הרש שאת כבשתו עלינו להציל, ומיהו הקוזק שזעקתו אינה ראויה להקשבה? ההתחקות אחר האמת תגלה תמונה מורכבת.

1. הטיעון החוזי

התומכים יתדותיהם בהגנה החוזית מדגישים את ההבחנה הבאה:⁹² לגבי מערכות היחסים שבין ספקי התשומות לבין החברה, המסגרת הנורמטיבית המרכזית – הן מבחינת כמות ההסדרים והן מבחינת חשיבותם – היא החוזה להספקת התשומה. דיני החברות והדין הכללי מקרינים אומנם על מערכות יחסים אלה, אך השפעותיהם משניות בלבד.⁹³ דברים

92 ראו, למשל: William J. Carney "Does Defining Constituencies Matter?" 59 *U. Cin. L. Rev.* (1990) 385, 394–417; Michael E. Debow & Dwight R. Lee "Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation" 18 *Del. J. Corp. L.* (1993) 393, 406

93 "Corporate law allows firms to strike almost any imaginable bargain with debt

אלה נכונים לגבי כל ספקי התשומות, זולת אחד - בעלי המניות. בהקשרם של אלה, המסגרת הנורמטיבית המרכזית היא דיני החברות. חוזה המניה הינו שלדי במהותו; התכנים הפרטניים הקובעים את זכויותיהם וחובותיהם של בעלי המניות מול החברה נקבעים בדיני החברות (על חלקיהם המרשים והכופים).

מדוע? ההסבר המקובל מסתמך על ההבחנה בין אופי התביעות של ספקי התשומות השונים כלפי החברה: כל ספקי התשומות מציגים כלפי החברה תביעה שערכה קבוע וידוע ואשר יש לה מועד פירעון מוסכם. לעומת זה, בעלי המניות מחזיקים בתביעה שירית כלפי החברה, שתכניה ומועד מימושה אינם ידועים מראש. לכן התביעה הקבועה לריצוי החוב יכולה לקבל לבוש חוזי נאות, וזה מקום הסדרתה. לעומתה, התביעה השירית, בהיותה בעלת מרקם פתוח, ומאחר שתוכנה נוגע ברמת הביצועים הכוללת של החברה,⁹⁴ חייבת להיות מוסדרת - בעיקרה - על ידי מסכת נורמטיבית שונה.⁹⁵ חוק החברות הינו מכשיר ייחודי שהוכן במיוחד כדי למלא את החסר ההכרחי במערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין החברה. החוק הינו תחליף חוזה. התפקיד שהוא ממלא ביחס למערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין החברה דומה לזה שממלאים חוזי העבודה, ההלוואה או ההספקה במערכות היחסים שבין העובדים, הנושים או הספקים לבין החברה. על רקע זה מובנת התכלית הנוהגת: היא אינה מיועדת ואינה מסוגלת להחצין עלויות אל האחרים, שהרי הללו מוגנים במערכות נורמטיביות מתמחות - חוים. לאחר שכל אחד מספקי התשומות קיבל הגנה חזית המפרטת את זכויותיו, בעלי המניות, בעלי הזכות השירית, נותרים יעד יחיד לפעולת החברה.

כך קובע Macey:⁹⁶

investors, with employees, with suppliers, and with local governments... These will be enforced according to the law of contracts. All of these 'constituencies' may make formidable investments in the firm (in the sense of irrevocable, specialized commitments of physical or human capital); all are left to protect themselves through contract." Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at pp. 24-25.

"Uniquely, the residual claimants... are interested in the firm's overall profitability, whereas creditors and managers [and presumably other constituents as well] are essentially fixed claimants who wish only to see their claims repaid and who will logically tend to resist risky activities. Having less interest in the overall [economic] performance of the firm, creditors can bargain through contract and do not need representation on the board to monitor all aspects of the firm's performance." Jesse H. Choper, John C. Coffee & Robert C.

.Morris *Cases and Materials on Corporations* (Boston, 3rd ed., 1989) 28-29
 ראו: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel "Voting in Corporate Law" 26 *J. L. & Econ.* (1983) 395, 403

Macey, *supra* note 5, at p. 25

"...[F]iduciary duties are owed to residual claimants and residual claimants alone because this is the group that faces the most severe set of contracting problems with respect to defining the nature and extent of the obligations owed to them by officers and directors. Other constituencies besides shareholders face contracting problems, to be sure, but these problems can be solved at far less cost than those confronting shareholders."

הטיעון החוזי מדגיש כי כל המתקשרים עם החברה ערים לעובדה שבעלי המניות הם השולטים במשטר ובמבנה של החברה ולפיכך החברה מתפקדת למענם. האפשרות של החצנת עלויות בכל אחת מהדרכים הרבות שפורטו לעיל עומדת לנגד עיניהם של ספקי התשומות כאשר הם שוקלים אם להתקשר עם החברה. לפיכך הם עושים כל אשר לאל ידם על-מנת להגן על עצמם מפני ההחצנה על-ידי תניות צופות פני עתיד שהם כוללים בחוזי ההתקשרות עם החברה.

מטרתם וייעודם המרכזיים של חוזה העבודה, חוזה ההלוואה, חוזה הקנייה של המוצר, חוזה ההספקה של השירות או המוצר לחברה וכל שאר האניצים שהפקעת החוזית עשויה מהם היא למנוע החצנה של עלויות אל ספקי התשומות. תפריט האפשרויות מגוון מאוד: תביעותיהם של העובדים מהחברה – משכורת, פנסיה, שעות עבודה ומנוחה, תנאי עבודה וכדומה – ניתנות להגדרה ברורה ולהסדרה מפורטת במערכת החוזית שבין העובדים לבין החברה.⁹⁷ אילו סברו העובדים כי אין די בסעיפים המפורטים, היו יכולים לדרוש הגנות חוזיות נוספות בעלות אופי כללי. למשל, העובדים – כמו-גם הנושים, המנהלים או הקהילה שבה החברה מתפקדת – היו יכולים לדרוש תנאי חוזי המעניק להם "שליטה שלילית" בחברה, קרי: כוח וטו למנוע החלטות של נושאי-המשרה הפוגעות באינטרסים המוגדרים שלהם (למשל, בעת עריכת שינוי מבני בחברה שעלול להוביל לפיטורים).⁹⁸ העובדה שתנאים כאלה אינם שכיחים אינה מוכיחה כי העובדים אינם יכולים לדרוש אותם, אלא שהם אינם מעוניינים בהם משום שהם אינם מוכנים לשלם את מחירם – משכורת נמוכה יותר (או ריבית נמוכה וכדומה).

גם המנהלים יכולים להיות מוגנים היטב על-ידי חוזה ההעסקה. למשל, לחשש כי עסקות להעברת שליטה ישמשו מכשיר להחצנת עלויות אל מנהלי החברה (באמצעות פיטוריהם בתקופה המועדת, דהיינו, ערב המעבר למשרד הפיננסי בקומה העליונה) יש תשובה חוזית מספקת. מנהלים מודאגים יכולים לשאת-ולתת על הכללה של תניות מסוג

97 ראו, למשל: Alexander C. Gavis "A Framework for Satisfying Corporate Directors' Responsibilities Under State Nonshareholder Constituency Statutes:

"The Use of Explicit Contracts" 138 *U. Pa. L. Rev.* (1990) 1451

98 ראו: Macey, *supra* note 28, at p. 187.

של "מצנת זהב" בחווי ההעסקה שלהם, ובכך לסכל את האפשרות של העברת עושר חד-צדדית מהם אל בעלי המניות באמצעות פיטורים.⁹⁹ הוא הדין בנוגע לחווי אגרות-חוב: הנושים של חברות מנסחים חוויים מפורטים להפליא, שמונעים מהחברה הלווה את היכולת לבצע, באופן חד-צדדי, פעולות שעלולות להוריד את ערך התביעה שלהם כלפי החברה.¹⁰⁰ למשל, בחווי הלוואה ניתן למצוא לעיתים קרובות תניות האוסרות על החברה הלווה לחתום על חווי הלוואה נוספים, להתמוג, לשלם דיבידנדים, לרכוש את מניותיה המונפקות, להנפיק מניות מועדפות, למכור נכסים או לערוך עסקות עם חברות קשורות ועוד. בכך הנושים מונעים, הלכה למעשה, את גולת עושרם על-ידי בעלי המניות. זאת ועוד, הנושים יכולים להגן על עצמם באמצעות "put provisions": על-פי תנאים אלה, הנושים יכולים לאכוף על החברה המנפיקה לחזור ולרכוש את אגרות-החוב במחיר קבוע מראש בהתרחש אירועים מפעילים (למשל, מיזוג שמעלה את רמת המינוף של החברה מעבר לסף קבוע, העברת השליטה בחברה לידיים חדשות או נפילה במחיר השוק של אגרות-החוב אל מתחת לרמה מסוימת).¹⁰¹

אין אומנם לכחד כי בחוויים יש מגבלה טבועה: הם אינם מושלמים ביכולתם לצפות פני עתיד. הבעיה מחריפה ככל שתקופת החוזה ארוכה יותר וככל שהמציאות שהחוזה מיועד להסדיר דינמית יותר. עם זה, אין בכך כדי להטיל צל של ממש על הפתרון החווי. ספקי התשומות השונים יכולים לסמוך על בתי-המשפט, אשר פיתחו מומחיות במתן פתרונות שיפוטיים לנושאים לא-מוסדרים בחוויים ארוכי-טווח.¹⁰² מילוי פערים בין החוזה, שתנאיו קבועים, לבין המציאות, המשתנה תמיד, הינו לחם-חוקם של שופטים. הללו נעזרים בחוקי החוויים, המנחים אותם לבסס את פרשנותם על הכוונות המקוריות של הצדדים בחוזה (ככל שניתן לעמוד עליהן), על מנהג הסוחרים המקובל וכדומה.¹⁰³ ובאופן כללי: החוזה להספקת התשומות לחברה מבטא הסכמה אוטונומית של הצדדים לו. הצדדים יכולים להימנע מההתקשרות או לעצב את תנאיה כרצונם. מכיוון שכך, אין לחשוש מפני החצנה שיטתית של עלויות אל ספקי התשומות.

2. ביקורת הטיעון החווי

ספקי התשומות אכן נכנסים לחוזה עם החברה מרצונם הטוב. לפיכך, על-פי ההגדרה, ההסדר שנקבע ביניהם נושא בחובו יתרונות לשני הצדדים, ומכאן שהוא מקדם את הרווחה המצרפית. כמו-כן, כפי שהראיתי, יש להם אפשרות עקרונית להגן על עצמם באמצעות

99 ראו: Macey, *supra* note 5, at p. 40.

100 ראו: Smith & Warner, *supra* note 28.

101 ראו: Macey, *supra* note 5, at p. 39.

102 *Ibid*, at p. 37.

103 ראו: Charles J. Goetz & Robert E. Scott "Principles of Relational Contracts" 67.

תניות חוזיות מגוונות. אולם האם בפועל הם מצליחים לממש אפשרות זו? האם עצם העובדה שהם כורתים חוזה מלמדת על כך שנחסמה האפשרות להחצנה של עלויות אליהם? יש העונים על שאלות אלה בשלילה.

ראשית, מנהלי החברה, הנושאים-ונותנים בשמה, מחזיקים במידע פנימי ואינם חושפים אותו לפני שאר ספקי התשומות. בניגוד למערכת היחסים שבין החברה לבין בעלי המניות, החברה אינה חייבת לגלות מידע לנושים, לעובדים ולשאר בעלי התביעות החוזיות.¹⁰⁴ המשא-ומתן נערך כשצד אחד נהנה מיתרון מידע והצד האחר מגשש באפלה יחסית. שנית, ניהול המשא-ומתן על-ידי ספקי התשומות חשוף לפגמים הטבועים במצבם כקבוצה. אופטימיזציה של כוחם תיתכן רק אם יצליחו לגבש תיאום בין החברים בכל אחת מהקבוצות ולשאת-ולתת כאיש אחד מול החברה. בפועל, כמובן, קיימים ניגודי אינטרסים בין חלקי הקבוצות, ונוצרות בעיות שליחות.¹⁰⁵ שלישית, לעיתים קיימים פערי כוחות בין הצדדים אשר אינם מאפשרים לספקי התשומות יכולת מיקוח ממשית שתבטיח הגנה מלאה על האינטרסים הכלכליים הלגיטימיים שלהם.¹⁰⁶ רביעית, גם אם ספקי התשומות ערים לעובדה שהחברה עתידה לנהל את עסקיה באופן חד-צדדי לטובת בעלי המניות, הם יתקשו לפצות את עצמם בחוזה על הסיכון הכרוך בכך לגביהם. תמחורו של סיכון זה הינו מורכב, ואינו על-פי מידותיהם של ספקי תשומות מן השורה. חמישית, אף אם נתעלם מכל היבטי הנחיתות של ספקי התשומות יחסית לחברה, ונניח שכוח המיקוח של הצדדים שווה, עדיין נתקשה לקבל את הפתרון החוזי באשר המציאות שבה החברה פועלת הינה דינמית, אקטיבית, משתנה ומתחדשת, כך שקשה לצפות מראש, בעת כריתת החוזה, את שצופן העתיד.¹⁰⁷

האפשרויות המעשיות להחצנה של עלויות אל ספקי התשומות המתקשרים עם החברה בחוזה לטווח ארוך הינן אינסופיות, ולכן יש להטיל ספק ביעילותו של כל ניסיון להתגונן מפניהן באמצעות ניסוח א-פריורי של מערכת קבועה של זכויות וחובות. זאת ועוד, בחלק מהמקרים אין גם לספקי התשומות כל יכולת להגן על עצמם "תוך כדי תנועה" – במהלך

Va. L. Rev. (1981) 1089

104 ראו, למשל: O'Connor, *supra* note 44, at p. 1218.

105 ראו, למשל: David Millon "New Directions in Corporate Law Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law" 50 *Wash. & Lee L. Rev.* (1993) 1373, 1379.

106 ראו, למשל: Alan E. Garfield "Helping the Casualties of Creative Destruction: Corporate Takeovers and the Politics of Worker Dislocation" 16 *J. Corp. L.* (1991) 249, 289.

107 "[E]ven if one assumes that the parties have relatively equal bargaining power, it is impossible for contracting parties to be omniscient, and post facto contractual gap-filling by courts and arbitrators is insufficient to protect stakeholder interests." Leung, *supra* note 83, at p. 596

חיי החוזה או כאשר מגיעה העת לחדשו – בתגובה על שינוי שמאיים עליהם. השינוי עצמו עלול למנוע מהם את האפשרות לשאת ולתת מחדש עם החברה אם כתוצאה ממנו הוטה מאזן הכוחות לרעתם.

McDaniel דוחה את הסברה כי החוזה, כשלעצמו, יכול להגן באופן יעיל על ספקי התשומות במילים הבאות:¹⁰⁸

"The future is unknown and unknowable. No contract can anticipate every future contingency, especially over long periods. Indeed, no contract can specify an exact response for every known contingency. Contingent contracting also is called exhaustive contracting, and for good reason. Contingent contracting will exhaust the parties long before it exhausts the possibilities. In a world of uncertainty and complexity, contingent contracting has pronounced limits... Moreover, ex ante contracting can produce lengthy and complicated contracts that curtail managerial discretion and introduce rigidity and inflexibility into intrafirm relationships."

יש הסוברים כי דוגמה בולטת לתמימותו של הטיעון החוזי ולניתוקו מן המציאות מצויה במערכת היחסים שבין העובדים לבין החברה. כבר ראינו לעיל כי העובד הינו ספק התשומות שעלול להפסיד יותר מכל האחרים כתוצאה ממערכת יחסיו עם החברה (בגלל גובה ההשקעה שלו, אי-היכולת לבזר אותה, אופייה המתמחה ומשכה הארוך, וכן בגלל המשמעות המיוחדת שיש למקום העבודה לגבי העובד).¹⁰⁹ כעת אוסיף שהוא גם נמצא בעמדה נחותה יחסית, שמקשה עליו להגן על עצמו באמצעים חוזיים.

חוזה עבודה הינו מסמך מורכב. כלולים בו לא רק הסדרים הנוגעים בשכר השוטף ובתנאי העבודה של העובד, אלא גם מרכיבים הנוגעים בביטוח פנסיוני, ביטוח בריאות, חיסכון, השכלה, קידום מקצועי ועוד כהנה וכהנה. החוזה אמור להציע פתרונות למגוון גדול מאוד של מצבים שאמורים להתעורר במהלך הקריירה של העובד. אולם העובד השכיח אינו נושא ונותן מתוחכם. הוא גם עומד בדרך-כלל מול החברה המעסיקה ללא עזרתם של נותני שירותים מקצוענים. בכך הוא שונה מספקי תשומות אחרים, כגון חלק מהנושים ומהמנהלים.

זאת ועוד, בדרך-כלל, בעת החתימה הראשונית על חוזה העבודה, העובד אינו בעל ערך מיוחד מבחינת החברה, באשר הוא חסר הכשרה, חסר ניסיון ונעדר תכונות ייחודיות אחרות שרלוונטיות לארגון. לכן, בתחילת דרכו, העובד אינו נמצא בעמדת כוח מול

¹⁰⁸ McDaniel, *supra* note 38, at p. 156

¹⁰⁹ ראו סעיף 22(א) לעיל.

החברה. הוא חושש כי אם יעמיד דרישות, תוותר החברה על שירותיו ותעסיק אחר תחתיו. במהלך הקריירה ערכו של העובד המתמחה עשוי לעלות, ולכאורה מעמדו מתחזק. אולם בו־זמנית הוא גם נעשה פגיע יותר ויותר, שכן הוא יתקשה לקבל את ערכה המלא של השקעתו המתמחה בכל מקום עבודה אחר. מכיוון שכן, החברה עלולה לנצל את תלותו של העובד בה על־מנת להחציף אליו עלויות.

דברים אלה נכונים, בראש ובראשונה, ביחס לכוח העבודה הלא־מאורגן.¹¹⁰ האם הם תקפים גם לגבי עובדים מאורגנים? המציאות מלמדת שארגוני עובדים אינם מצליחים להגן על חבריהם מפני החצנה של עלויות אליהם כתוצאה מפעילותה השוטפת של החברה (למשל, שינוי ברמת הסיכון) וכתוצאה מאירועים מיוחדים בעלי פרופיל גבוה (למשל, שינויים מבניים בחברה). Stone, למשל, מראָה כי יכולתם של ארגוני העובדים לספק הגנה לעובדים, post-factum, כאשר מתרחשים שינויים מבניים בחברה הינה מוגבלת משום שעל־פי הדין הנוהג בארצות־הברית אין חובה חוקית לשאת־ולתת עימם על הסכמתם לשינויים.¹¹¹ הארגונים מנסים כמובן להגן על העובדים ex-ante בעת ניסוח חוזה העבודה, אך גם בזה הצלחתם מוגבלת ביותר.

על־מנת להבין את הקשיים האופייניים לניסוח תניות חוזיות שמיועדות למנוע החצנת עלויות אל העובדים, מנתחת Stone דוגמה חשובה אחת:¹¹² במהלך משא־ומתן קיבוצי הארגונים מנסים לכלול בחוזה העבודה הסטנדרטיים תניות חוזיות מסוג של "מצנח בדיל" (tin parachute).¹¹³ תניות אלה הינן יישום של הרעיון המוכר של "מצנחי זהב" ביחס לעובדי הצווארון הכחול. אלה גם אלה משמשות מעין פוליסת ביטוח במקרה של פיטורים או פגיעה משמעותית בשכר או בתנאי העבודה של העובדים. עיצוב מדויק ורגיש של התניה אמור למנוע החצנת עלויות אל העובדים באמצעות פרישת המצנח מעל העובדים בהתרחש מאורעות מפעילים הקבועים בחוזה. אולם בפועל, מלאכת ההתאמה של תניות אלה למניעת הסוגים השונים של פגיעה אפשרית בעובדים מן השורה אינה קלה כלל ועיקר.

ראשית, קיימים קשיים בחישוב גובה הפגיעה בעובדים (שכן פגיעה זו כוללת מרכיבים רבים ומגוונים שקשה לכמתם).¹¹⁴ שנית, קיימים קשיים בניסוח סעיף כללי שיספק הגנה מתאימה.¹¹⁵ הגדרה של האירועים המפעילים את הסעיף הינה אתגר רציני: הגדרה צרה

110 בארצות־הברית רוב כוח העבודה אינו מאורגן. בחצי השני של שנות השמונים רק כ־20% מהעובדים האמריקאיים השתייכו לארגון עובדים. ראו: Michael Goldfield *The Decline of Organized Labor in the United States* (Chicago, 1987) 16, table 3.

111 ראו: Stone, *supra* note 42, at pp. 56–69.

112 *Ibid*, at pp. 59–64.

113 ראו: Patrick J. Ryan "Corporate Directors and the 'Social Costs' of Takeovers – Reflections on the Tin Parachute" 64 *Tul. L. Rev.* (1989) 3.

114 לפירוט קשיים אלה, ראו: Stone, *supra* note 42, at pp. 59–60.

115 *Ibid*, at pp. 60–62.

מדי לא תספק הגנה מתאימה לעובדים, ואילו הגדרה רחבה מדי עלולה לעודד עובדים להתנהג בדרך שאינה תואמת את האינטרסים של החברה. מכיוון שהמשא-ומתן נעשה במסגרת קיבוצית, קשה להתאים את התניה להעדפות של עובדים שונים ולמצבים עובדתיים ספציפיים. ככל שחווה העבודה אינו מדייק במציאת שיווי-המשקל הנכון של המצנח כן נוצרים תמריצים לצדדים לנצל לרעה את המצב (החצנת עלויות אל העובדים, מצד אחד; פגיעה של העובדים בחברה, מצד אחר). מצנח לא-מכוונן עלול למנוע מהחברה ביצוע פיטורים נדרשים משום הנטל הכספי הכרוך בהפעלה של כמות גדולה של מצנחי בדיל. ההתניה החוזית עלולה לפגוע בגמישות הפעולה של חברות המצויות בקשיים, ולעמוד כמכשול בדרכן בבואן להגיב על תנאים משתנים. שלישית, קיימים קשיים באכיפה של התניה החוזית הקיבוצית במקרים שבהם השינויים המבניים בחברה משפיעים גם על זהותה של האישיות המשפטית המעסיקה את העובדים. למשל, על-פי דיני העבודה האמריקאיים, עם ביצוע מיזוג בין חברות, חווה העבודה הקיבוצי הקיים בחברה הנרכשת אינו מחייב את החברה הרוכשת. לארגון העובדים קיימת אומנם זכות תביעה נגד החברה הנרכשת, אולם לזכות זו אין ערך כלכלי אם החברה הנתבעת מפסיקה להתקיים.¹¹⁶ הזכרתי כאן את החסרונות של מצנח הבדיל משום שהם אופייניים גם להגנות חוזיות אחרות שארגוני עובדים עשויים לבקש למען עובדים. למשל, ארגוני עובדים עשויים לעגן בחווה העבודה את זכות העובדים לשבות בהתרחש מאורעות מפעילים שפוגעים בעובדים, או את זכותם שלא יתבצעו פיטורים ללא הסכמתם או ללא התייעצות עימם. בכך הם משיגים לכאורה זכות וטו למניעת מצבים הפוגעים בהם או אפשרות להשתתף בעיצוב העתיד של החברה. אולם גם כאן קיימים קשיים ניכרים בניסוח המאורעות המפעילים את הזכות ובאכיפת הזכות כלפי האישיות המשפטית החדשה המעסיקה את העובדים לאחר

השלמת העסקה.¹¹⁷

ניתוח המצב החוקי בארצות-הברית מוליך את Stone למסקנה הבאה:¹¹⁸

"...[T]he labor laws severely restrict the ability of unions to protect their members from the adverse effects of strategic corporate decisions by ex ante contractual provisions. Thus, under current labor law doctrines, it is almost impossible for unions to negotiate contractual provisions ex ante or enforce them ex post in a way that provides employees with meaningful protection for their investments in firm-specific capital and deferred compensation."

Ibid, at pp. 62–64 116

Ibid, at pp. 64–68 117

Ibid, at pp. 68–69 118

כזכור, הטיעון החוזי מניח כי ההגנה החוזית יעילה לגבי כל ספקי התשומות, אך אין בה די לגבי בעלי המניות (ולכן דיני החברות אמורים להגן דווקא עליהם).¹¹⁹ הדיון כאן ביקר את החלק הראשון של הטיעון: העליתי ספקות בדבר הערך הממשי של ההגנה החוזית לגבי שאר ספקי התשומות. מה באשר לחלק השני? האם יש אמת בהנחה כי יכולתם של בעלי המניות להגן על האינטרסים שלהם באמצעים חוזיים רגילים נחותה יחסית ליכולתם של שאר ספקי התשומות?

עוקצה של הטענה נעוץ באופי השיורי של תביעתם של בעלי המניות. הם מושפעים מכל החלטה ניהולית, ולכן אי-אפשר לכלול בחוזה תניות שיצפו את כל האירועים שעתידיים להשפיע על ערך רכושם. אלה דברי אמת, אלא שהם אינם ייחודיים לבעלי המניות דווקא: אכן, לרוב, מידת רגישותם של בעלי המניות להחלטות ניהוליות גדולה, אולם גם שאר ספקי התשומות רגישים להן תמיד.¹²⁰ דהיינו, מערכת הטיעונים המסבירה את כשלון החוזה בהגנה על בעלי המניות חלה גם על אחרים. ההבדל בין הקבוצות הוא לכל היותר עניין של מידה. יתרה מזו, יש מצבים שבהם רגישותם של קהלים אחרים לתפקוד החברה עולה על זו של בעלי המניות.¹²¹

ניתן גם לטעון בזכות הדמיון בין כל הקבוצות בכיוון ההפוך: כשם שקיימת אפשרות עקרונית לעצב תניות חוזיות שיגנו על ספקי התשומות למיניהם, כך קיימת עקרונית אפשרות מקבילה לעצב תניות שיגנו על האינטרסים של בעלי המניות. במשטר נורמטיבי זה "יוותרו" בעלי המניות על העדפתם בתהליך קבלת ההחלטות בחברה ובדיני החברות, אך יקבלו לידיהם חוזה מניה מפורט יותר שיעניק להם הגנות שונות מפני הפעלה של החברה בדרך שתפגע באינטרסים שלהם. למשל: ניתן להעניק להם "שליטה שלילית" בחברה שבאמצעותה יוכלו, בדומה למוצע לגבי שאר ספקי התשומות, להטיל וטו על החלטות של נושאי-משרה הפוגעות באינטרסים מוגדרים שלהם; ניתן לנסח "תרופת הערכה" חוזית (appraisal remedy) שתאפשר לבעלי המניות לפדות את המניה מהחברה

119 ודוק: גם מי שסבור שאופיים של דיני החברות הוא בעיקרו מרשה (ולכן גם החוק הינו בגדר חוזה) חייב לתת את דעתו לשאלה אם יש להבחין בין הספקים של שאר התשומות (שמוגנים על-ידי מערכת חוזית פרטית) לבין הספקים של תשומות ההון (שמוגנים על-ידי מערכת חוזית הכתובה עלי חוק).

120 למשל, הערך הנוכחי של תביעת נושים כלפי חברה אינו קבוע, אלא נגזר בכל רגע נתון מהאופן שבו כוחות השוק מעריכים את הסיכוי שהתביעה תיפרע במלואה במועד. אכן, ערכן של אגרות-חוב שחברה מנפיקה משתנה בהתאם למאורעות שוטפים שמתרחשים בחברה המנפיקה (ובסביבתה העסקית). לדיון, ראו שטרן, לעיל הערה 7, סעיף 33(ב)(3).

121 כאמור לעיל, בניגוד לבעלי המניות, אשר השקעתם בחברה מוגבלת (להיקף האחריות שהחליטו ליטול על עצמם), זמנית (עד שימכרו את נייר-הערך) וניתנת לביזור בעלות נמוכה (למשל, על-ידי רכישת יחידות-השתתפות בקרנות נאמנות), העובדים משקיעים בחברה חלק משמעותי ממשאביהם (הונם האנושי), באופן קבוע יחסית (למשל, בגלל השקעות מתמחות) וללא יכולת ביזור. ראו שטרן, שם, שם.

בהתרחש אירועים מפעילים שיש בהם כדי לאיים באופן משמעותי על ערך השקעתם; בעלי המניות יוכלו לדרוש גם חלוקה סדירה וקבועה מראש של דיבידנדים, או לפחות לקבוע בחוזה נוסחה כלכלית שעל-פיה ייקבע מתי יחולקו דיבידנדים וכמה. גם כאן ניתן לטעון כי העובדה שתניות כאלה אינן שכיחות אינה מלמדת על העדר אפשרות טכנית לנסחן, אלא רק על בחירה כלכלית מודעת של בעלי המניות, שאינם מוכנים לשלם את המחיר שהגנה זו תטיל עליהם – למשל, פגיעה בגמישות הפעולה של החברה, קשיים בגיוס חוב בעבור החברה וכדומה.

נמצאנו למדים כי במישור העקרוני, מעגל ההשוואה בין בעלי המניות לבין שאר ספקי התשומות הושלם: בדומה לבעלי המניות, גם שאר ספקי התשומות זקוקים להגנה חוץ-חוזית (משום שהכל מחזיקים באינטרס שמושפע מביצועיה השוטפים של החברה); ובדומה לשאר ספקי התשומות, גם בעלי המניות היו יכולים לעצב את חוזה ההתקשרות שלהם עם החברה בדרך שתגן עליהם מפני החצנה של עלויות.

אין להסיק מהביקורת העקרונית על הפתרון החוזי כי על דיני החברות לטפל באורח זהה בכל ספקי התשומות של החברה: אפשר שיתברר כי העלות של עיצוב הגנה חוזית על בעלי המניות גבוהה יותר, מנקודת-ראות מצרפית, מאשר העלות של עיצוב הגנה חוזית על שאר המעורבים. אולי נקודת האיזון האופטימלית בין ההגנה החוזית לבין ההגנה של דיני החברות אכן תהיה שונה לגבי כל אחד מספקי התשומות. אולם הטיעון העקרוני משרת אותנו בכך שהוא מבהיר כי ההגנה החוזית, כשלעצמה, אינה מונעת החצנה של עלויות אל שאר ספקי התשומות. הוא גם מחדד את ההבנה שאפשר כי על דיני החברות לפתח רגישות לאינטרסים של כל השחקנים, ולא רק לאלה של בעלי המניות.

3. יעד-העל והסיכון השיורי

נגול לעינינו ויכוח בין מי שסוברים כי פתרונות חוזיים יש בהם כדי להגן על האינטרסים של כל ספקי התשומות ולמנוע החצנה של עלויות אליהם לבין אלה הסוברים שזהו מקסם-שווא באשר יישומו המעשי של מערך ההגנות החוזיות מורכב, קשה, יקר ולעולם אינו מספק.

ניתן להציג את המחלוקת על בסיס ההבחנה בין הגנה מלכתחילה לבין הגנה בדיעבד: ההגנה החוזית הינה מלכתחילה (ex-ante). נסח של חוזה חייב לחזות מראש כמיטב יכולתו את האפשרויות העתידיות, ולתת להן מענה. הוא מנסה לתפור את חליפת ההסדרים באופן אחיד, כך שתתאים למגוון רחב של מצבים. אולם משנחתם החוזה, הצדדים חשופים לתוצאות של כשלון החוזה בצפיית העתיד. לעיתים החליפה קצרה מדי (ההגנה אינה מספיקה) ולעיתים היא ארוכה מדי (ההגנה מיותרת ולכן בזבזנית). בתי-המשפט יכולים אומנם למלא פערים באמצעות פרשנות יצירתית של החוזה, אך זהו הליך יקר שתוצאתו אינה ודאית, ולכן יש לתמחרו בזהירות מלכתחילה. לעומת זה, ההגנה באמצעות דיני החברות הינה הגנה בדיעבד (ex-post). האורגנים המוסמכים של החברה

מתפקדים במציאות נתונה שידועה להם, ואין הם נדרשים (או ליתר דיוק, הם נדרשים פחות) לנחש את העתיד. הם מחייטים את הפתרון ברגע האמת למידותיו של אתגר ידוע. פתרונות בדיעבד מדויקים יותר, זולים יותר ויעילים יותר מאשר פתרונות המנסים לצפות פני עתיד.

הדין הנוהג, הנשען על הטיעון החוזי, קובע כי שאר ספקי התשומות של החברה חייבים להשליך את יהבם על ההגנה מלכתחילה – החוזה;¹²² ואילו בעלי המניות, לבדם, נהנים מההגנה בדיעבד – דיני החברות (על התכלית הנוהגת וההיבטים השונים של העדפת בעלי המניות). המבקרים את הטיעון החוזי מדגישים את יתרונותיה של ההגנה בדיעבד בהשוואה להגנה מלכתחילה, ומסיקים מכך שהתכלית הנוהגת מפלה לרעה את שאר ספקי התשומות של החברה: כל חלקי הפקעת החוזה חייבים להתגונן מפני השלכותיהן של התרחשויות עתידיות, אלא שהתכלית הנוהגת מייחדת את דרך ההתגוננות העדיפה לשימושם הבלעדי של בעלי המניות. השאר נאלצים להרוף את האפשרות של החצנת עלויות באמצעות מכשיר חוזי, שאף אם הוא טוב, מפורט ומתוחכם, אין ספק שהוא סובל ממגבלות טבועות המאפיינות כל ניסיון לטפל בזמן הווה במציאות עתידית.

McDaniel מציג זאת בדרך ציורית:¹²³

"...[S]takeholders are on the outside with a piece of paper (maybe) for protection, while stockholders have agents on the inside for protection. Stakeholders want some inside, ex post protection, too."

ניתוח זה מוליך למסקנה הבאה: המענה החוזי, הלכתחילי, אינו יכול להיות מושלם. תמיד יתעוררו נושאים ומצבים שלא ימצא להם מענה בחוזה נתון. עניינים אלה יוצרים אפקט של "סיכון שיורי" הטמון בפעולת החברה. המחלוקת בין התומכים בפתרון החוזי לבין הספקנים, המדגישים את המגבלות המעשיות של ההגנה החוזית, היא רק ביחס להיקפו הממשי של הסיכון השיורי. תהא אשר תהא הערכתו האישית של כל אחד באשר לגודלו השכיח של הסיכון השיורי,¹²⁴ על הכל להודות כי התכלית הנוהגת, המתחשבת רק

122 "Nonshareholder constituencies can bargain for and obtain virtually anything they want ex ante, that is to say, at the time they enter their relationship with the company. Later, however, the nonshareholders are more or less at the mercy of the shareholders..." Jonathan R. Macey "Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies From a Theory of the Firm Perspective" 84 *Cornell L. Rev.* (1999) 1266, 1279

123 McDaniel, *supra* note 38, at p. 157

124 גודלו של הסיכון השיורי שספקי התשומות חשופים אליו משתנה מספק לספק בהתאם לאופי יחסיו עם החברה. יש יחסים שחשופים להשפעות עתידיות קשות לצפייה בהיקף

באינטרסים של בעלי המניות, משיתה את העלויות הנובעות מהסיכון השיורי על שאר ספקי התשומות. זוהי החצנה שיטתית של עלויות שאי־אפשר להתכחש לקיומה.¹²⁵

פרק ו: איזון יעד־העל באמצעות כוחות השוק

חברות אינן פועלות באורח מבודד. הן מתקיימות בדרך־כלל במציאות כלכלית שבה שחקנים רבים מתחרים על כל הזדמנות עסקית. לעובדה זו יש השלכה על מערכת היחסים שבין החברה לבין ספקי התשומות השונים, ולכאורה יש בה פוטנציאל של מענה הן לבעיה של החצנת עלויות (פרק ב לעיל) והן לבעיה של פגיעה באינטרסים של החברה (פרק ג לעיל). אפשר שאף אם המערכות הנורמטיביות החוזיות (פרק ה לעיל) והחוקיות (פרק ז להלן) אינן מצליחות למנוע את ההחצנה של העלויות אל ספקי התשומות, השווקים השונים עושים את המלאכה. הבה נבדוק טיעון זה.

1. הטיעון הנסמך על כוחות השוק

בפרק הקודם נטען כי אף שחוזי ההספקה של תשומות לחברה נכרתים באופן רצוני, הספקים נמצאים במצב נחות יחסית לחברה, ולכן חשופים להחצנה של עלויות. הטיעון הנסמך על כוחות השוק כופר בהצגה חד־צדדית זו של מערכות היחסים. ספקי התשומות אינם עומדים לבדם מול החברה. כל חוזה הספקה נערך על רקעה של מסגרת כלכלית רחבה שבה מתרחשות עסקות דומות רבות. כל התשומות נסחרות בשווקים דינמיים. נקודות המפגש שבין כלל ההיצע לבין כלל הביקוש לתשומות השונות, שבהן מתייצב באופן זמני שיווי־משקל בכל אחד מהשווקים, משמשות איתות רבי־עוצמה לצדדים בעסקה

רחב יותר מיחסים אחרים. למשל, סביר להניח שהסיכון השיורי הנובע ממערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין החברה גדול יותר מהסיכון השיורי שעולה ממערכת היחסים שבין הנושים לבין החברה. הנקודה החשובה היא שהסיכון השיורי לעולם קיים. 125 פועלים כאן שני כוחות נוגדים: מצד אחד, שאר ספקי התשומות יכולים להתגונן מפני ההחצנה באמצעות פנייה לבתי־המשפט על־מנת שישלימו פערים בחוזה בדרך שתקצה את העלות הנובעת מהסיכון השיורי על בעלי המניות. מצד אחר, נושאי־המשרה בחברה פועלים למען תכלית החברה – השאת רווחיהם של בעלי המניות. ככל שבת־המשפט נוטים לא להתערב בהחלטות ניהוליות ומרחיבים את מסגרת העניינים שלגביהם מופעל הכלל של "שיקול־הדעת העסקי" של נושאי־המשרה, כן גובר הכוח השני על הראשון ומתחזקת המסקנה כי התכלית הנוהגת מוליכה להחצנה שיטתית של עלויות אל שאר ספקי התשומות של החברה.

ספציפית באשר למחיר ולתנאים של החוזה שהם כורתים ביניהם. כדרכם של שוקים, קיימים גם מתווכים ונותני שירותים למיניהם שמתפקידם לייעל את השוק ולעזור לסוחרים במשאם-ומתנם.

מצב זה מתואר יפה על-ידי Easterbrook ו-Fischel:¹²⁶

"Participation in corporations is uniquely amenable to contracting because even the ignorant have an army of helpers. The stock market is one automatic helper. Employees work at terms negotiated by unions (and nonunion employees can observe the terms offered at other firms, which supply much information). Managers and corporations employ professional search firms (headhunters) to convey information and match person to job. Holders of bonds are protected by trustees, which negotiate terms and monitor compliance... In sum, knowledge about corporate transactions does not depend on the wisdom of individual investors. What is not understood through professional advice is priced, so that the investor gets what he pays for (in the absence of fraud)."

דהיינו, ספק התשומה היחיד אינו נמצא בעמדת נחיתות מול החברה. אף אם הוא, אישית, אינו בעל מידע מלא, אינו יודע לתמחר את הסיכונים העתידיים, מתקשה בגיבוש עמדה יחד עם חבריו לקבוצה וכדומה, רווח והצלה עומדים לו מכוחות השוק. החוכמה הקולקטיבית, הניסיון המצטבר, המקצוענים ונותני השירותים – כולם יחדיו מפעילים את היד הנעלמה, כך שכל חוזה להספקת תשומה ייחתם רק בתנאים שיבטיחו לספק התשומה פיצוי במלוא גובהה של העלות המוטלת עליו עקב הסיכון השירי שבפעולת החברה. הוא הדין גם במישור המצרפי: כפי שהראיתי, קיים חשש שהתכלית הנוהגת תביא לידי העדפה של האינטרסים של בעלי המניות על האינטרסים של החברה עצמה, כך שאפילו היעילות במובן קלדור-היקס לא תושג. הטיעון הנסמך על כוחות השוק דוחה חשש זה בשתי ידיים: חברה שתהיין להעדיף את האינטרסים של בעלי מניות על האינטרסים שלה עצמה תפגע ביכולת התחרות שלה בשווקים הרלוונטיים – שוק המוצר או השירותים שהחברה מספקת. כמו-כן, ההעברה השיטתית של עושר לבעלי המניות (על-חשבון שאר ספקי התשומות) תיוודע בסופו של דבר ותפגע במוניטין של החברה.¹²⁷ משתבקש החברה לגייס בעתיד חוב או עובדים חדשים, היא תתקשה ותיאלץ לשלם מחיר גבוה (יחסית

¹²⁶ Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at p. 25

¹²⁷ ראו, למשל: Williamson, *supra* note 5, at pp. 259–261.

למחיר שמתחריה משלמים) בעבור התשומה המבוקשת. אם היא תתנהל בדרך זו לאורך זמן, היא תובס בתחרות ותיעלם.

באחת: חברה הפצת חיים, המתפקדת בסביבה תחרותית, חייבת להגיב על כוחות השוק. לכן, גם אם דיני החברות נותנים עדיפות לאינטרסים של בעלי המניות, וגם אם ההגנה החוזית של ספקי התשומות אין בה מענה מלא, יימנעו המנהלים מהעדפה שיטתית של האינטרסים של בעלי המניות משום כוחה המרסן של היד הנעלמה.¹²⁸

למשל, הושמעה לעיל הטענה כי העובדים משקיעים בהתמחות בעסקי החברה, מפתחים בה תלות, ולכן מהווים מטרה קלה להחצנה של עלויות. התשובה השוקית על טענה זו פשוטה: בהינתן שוק עבודה מפותח, הלחצים מופעלים בכיוון ההפוך. חברות מנסות כמיטב יכולתן לגייס עובדים חדשים ולמנוע מעבר של עובדים קיימים – בעלי הכשרה, ידע וניסיון חיוניים לחברה – לחברה אחרת. לעיתים ההתמחות הינה ספציפית אומנם, אולם דווקא אז עולה מאוד ערכו של העובד לגבי חברות אחרות בתחום שמתחרות באופן ישיר עם החברה המעסיקה. עובדים מומחים הינם נכס רב־ערך משום שהם מביאים עימם למקום העבודה החדש את הדבר החיוני ביותר להצלחה בתחרות בשוק פוסט־קפיטליסטי – מידע. גם אם לעיתים המידע ספציפי מדי לצורכי המעסיק החדש, הניסיון המקצועי של העובד יוצר אצלו הון אנושי כללי בעל ערך גבוה מבחינת חברות אחרות בתחומים משיקים ודומים. אכן, בפועל קיים בשוק העבודה חיפוש מתמיד – מכרוז פתוח בלתי־פוסק – אחר עובדים מנוסים ומוכשרים. בדרך זו שוק העבודה מפעיל לחץ קבוע על חברות להתנהג באופן נאות כלפי עובדיהן, שמא יפסידו אותם לחברות אחרות. הצלחה בתחום זה מועילה לחברה לא רק בשוק המוצרים והשירותים, אלא גם בשוק ההון.¹²⁹

האפשרות שהשוקים עשויים לייצר פתרון מקבלת לכאורה חיוק מהתפתחותו של תהליך הגלובליזציה. העובדות מלמדות שהתחרות בשוק המוצרים שוב אינה לאומית, אלא

128 למשל: "[T]he current, modest form of corporate law can be seen as an attempt to lash ourselves to the mast of private decision making. To understand why such a policy is strongly advisable, consider that, when determined in a free marketplace, the fate of a firm ultimately depends on its ability, in competition with other firms, to serve the interests of consumers. An evolutionary process prevails in which those firms that organize in ways that best facilitate the cooperation of owners, managers, and workers for the purpose of creating consumer value have the best long-run prospects for survival. Corporate law's current focus on profit maximization plays an important role in this evolutionary process by promoting and disciplining organizational innovations in ways that, over time, increase economic productivity." DeBow & Lee, *supra* note 92, at p. 410

129 ראו, למשל: Henry Butler "Symposium: Transcript: Corporate Social Responsibility: Paradigm or Paradox?" 84 *Cornell L. Rev.* (1999) 1282, 1319, 1322.

בין-לאומית. דין-חשבון של האומות המאוחדות קובע כי באמצע שנות התשעים היו בעולם כ-44,000 תאגידים רב-לאומיים, וסך נכסיהם הגיע ל-8.4 טריליון דולר.¹³⁰ התפתחותו של השוק הגלובלי מרשימה. למשל, בארצות-הברית, בשנות החמישים, הסתכמו היצוא והיבוא יחדיו ב-8.3% מהתוצר הלאומי הגולמי, ואילו באמצע שנות התשעים הם הגיעו לכדי 22.8%. ההשקעות הזרות הישירות בכלכלה האמריקאית בשנות החמישים היו כ-1.2% מהתוצר הלאומי הגולמי, אולם עד אמצע שנות התשעים הן צמחו לכדי 7.5%. ובכיוון ההפוך: ההשקעות האמריקאיות הישירות בכלכלה הזרה גדלו באותה תקופה מ-4.1% מהתוצר הגולמי האמריקאי ל-9.1%¹³¹ זאת ועוד, בין השנים 1990 ו-1997 נערכו רכישות ומיזוגים חוצי גבולות בסך מצטבר של 1.6 טריליון דולר.¹³² נתונים אלה, שהינם רק בבחינת "נותני טעם", מלמדים על המגמה הברורה של הקטנת חשיבותם של השווקים המקומיים, אשר הולכים ומתקשים לתפקד באופן סגור ועצמאי. תחת זאת, בחלק הולך וגדל של התעשיות החשובות, השוק התחרותי הרלוונטי למוצרים ולשירותים שהחברות מספקות הוא השוק הגלובלי. לכן, לכאורה, גם אם שוק מקומי נתון – למשל, השוק הישראלי – אינו פועל באופן יעיל, החברות המקומיות אינן יכולות לנצל זאת על-מנת להעדיף את האינטרסים של בעלי המניות על-חשבון שאר הקהלים בדרך שהינה תת-מיטבית לגבי החברה עצמה. לאורך זמן, התנהלות זו תגרום לאובדן כושר התחרות של החברה בשוק הבין-לאומי.¹³³

זאת ועוד, לא רק שוק המוצרים עובר תהליך גלובליזציה; גם שווקים נוספים המשפיעים על דרך הפעולה של החברה – כגון שוק הניהול, שוק השליטה ושוק ההון – נחשפים לתהליך זה. למשל, ביחס לשוק השליטה, ככל שתהליך הגלובליזציה מתקדם ומעמיק, השולטים בחברה נתונה נחשפים יותר לסכנה של השתלטות עוינת לא רק מצד גורמים בכלכלה המקומית, אלא גם מצד גורמים בין-לאומיים. ניהול לא-יעיל, הנובע מהעדפה לא-מוצדקת מבחינה כלכלית של בעלי המניות, עלול להוות הזדמנות עסקית מצוינת לכל גורם עסקי על פני הגלובוס. עם התפתחותו של שוק שליטה גלובלי, המגובה על-ידי מערכות מימון, ניהול, תקשורת ומידע גלובליות, עולם העסקים, על כל פינותיו, נחשף לתהליכים אבולוציוניים שבהם החלש (קרי: הלא-יעיל) אינו יכול לשרוד.

130 ראו: U.N. Conference on Trade and Development *World Investment Report 1997: Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy* (1997) 2-7 [http://www.unctad.org/en/docs/wir97ove.pdf (4.4.2004)]

131 ראו: U.S. Bureau of the Census, U.S. Department of Commerce *Statistical Abstract of the United States* (1995) 451 table 699, 809 table 1329 [http://www.census.gov/prod/1/gen/95statab/income.pdf (4.4.2004)]

132 ראו: U.N. Conference on Trade and Development *U.N. World Investment Report 1998: Trends and Determinants* (1998) 413, annex table B7 [http://www.unctad.org/en/docs/wir98_en.pdf (4.4.2004)]

133 ראו, למשל: Frank H. Easterbrook "International Corporate Differences: Markets or Law?" *9 J. Applied Corp. Fin.* (1997) 23, 28

2. ביקורת הטיעון

בספרות קיימות רמות שונות של אי-אמון בדבר כוחו הממשי של השוק להגן על החברה ועל שאר ספקי התשומות שלה מפני הפעלת כוחותיה על-ידי המנהלים לטובת האינטרסים של בעלי המניות, בהתאם למצוות התכלית הנוהגת: טענה כללית אחת מפנה את תשומת-הלב למגבלות פעולתם של השווקים: רמת היעילות שלהם אינה מספקת תמיד; השווקים אינם חסינים מפני כשלים שונים ולכן הסתמכות על פעולתם אינה רצויה. מפאת כלליותה של טענה זו והדיון הנרחב בה בספרות המשפטית-הכלכלית, לא אדון בה כאן.¹³⁴ תחת זאת אתמקד בשתי טענות ספציפיות הנוגעות בהתאמתם של השווקים השונים כמנגנונים המווסתים את הקצאת העושר של חברות בין בעלי המניות לבין שאר ספקי התשומות. ראשית, לשיטתם של אלה המוכנים להסתמך על כוח ההקצאה של השווקים, קשה להבין מדוע שאר ספקי התשומות של חברה אמורים להסתפק בהגנה של השווקים (ושל החוזים שהם כורתים עם החברה), ורק ספקי ההון של החברה מקבלים הגנה נוספת – של דיני החברות. אם הכוחות התחרותיים בשוק העבודה ובשוק החוב מאפשרים לעובדים ולנושים לקשור עסקה עם החברה בדרך שאינה מטילה עליהם עלויות, מדוע הדין מניח

134 עם זה, לעניין השוק הגלובלי ראוי להעיר כי אף שאין לחלוק על עצם העובדה שהשוק הגלובלי הולך ותופס מקום של ממש בצד שווקים לאומיים, אין בכך – לפחות בשלב זה – כדי לשכנע בדבר יעילות פעולתם של כוחות תחרותיים בין-לאומיים כמפקחים של ממש על התנהלות עסקית תת-מיטבית במדינה נתונה. זאת, משום שהשוק הגלובלי מתפקד בעולם שבו יש (עדיין?) חשיבות רבה למדינה הריבונית הטריטוריאלית. לכל מדינה יש מערכת משפט עצמאית; כללי התנהגות, סטנדרטים ודרכי אכיפה ייחודיים; תרבות כללית ועסקית בעלת מאפיינים מקומיים וכדומה. פעולתם של כוחות השוק הגלובלי מתעכבת ואף נבלמת לעיתים לנוכח מציאות שבה חצייה של גבולות פיזיים כרוכה בשינויים, לעיתים מהותיים, של פרמטרים רבים שרלוונטיים לניהול עסקים. ראו, למשל, את הדברים הבאים: "Cross-border liability and bankruptcy rules, antitrust laws, contract enforcement, and dispute resolution standards are all problematic in a setting in which the principle of territoriality is the governing norm. Thus, as the contemporary conduct of the corporation is considered, it is important to recognize that there is a void at the intersection of sovereign boundaries that is very difficult to manage and control." Michael Bradley, Cindy A. Schipani, Anany K. Sundaram & others "The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads" 62 *Law & Contemp. Prob.* (1999) 9, 31 Steven L. Snell "Controlling Restrictive Business Practice in Global Markets: Reflections on the Concepts of Sovereignty Fairness, and Comity" 33 *Stan. J. International L.* (1997) 215

(באמצעות הקביעה כי תכלית החברה היא השאת רווחיהם של בעלי המניות ועל-ידי ההיבטים השונים של כלל ההעדפה של בעלי המניות) כי הכוחות התחרותיים בשוק ההון אינם מאפשרים לבעלי המניות לקשור עסקה עם החברה בדרך דומה? אדרבא, קשה לחלוק על העובדה ששוק ההון ניהון ברמת יעילות גבוהה יותר מכל השווקים האחרים: המידע לגביו זמין יותר מאשר בשווקים האחרים; רמת השירותים והמומחיות של המעורבים בשוק ההון עולה על זו של המעורבים בשווקים האחרים; קיימים בו מכשירים פיננסיים מתוחכמים שמאפשרים הגנה מפני תהפוכות השוק; הגלובליזציה של שוק ההון עולה על זו של כל השווקים האחרים ועוד.¹³⁵ אם כך, מדוע הכללים של דיני החברות מספקים הגנה דווקא לבעלי המניות?¹³⁶

שנית, הקצאת העושר בין ספקי התשומות נעשית על-ידי המנהלים, בעלי סמכות ההחלטה והביצוע בחברה. מהם השווקים המשפיעים ביותר על קבלת ההחלטות של המנהלים? המנהלים רגישים במיוחד לכוחות הביקוש וההיצע בשוק הניהול, שם נסחרת הקריירה שלהם. כמו-כן הם מושפעים באופן ישיר משוק השליטה בחברות, באשר העברה של דבות-שליטה מיד ליד כרוכה לעיתים קרובות בהחלפה של קבוצת הניהול. והנה, הכוחות הדומיננטיים בשני השווקים הללו מופעלים על-ידי בעלי המניות. הם אלה שמייצרים את הביקוש ואת ההיצע הן לשליטה והן למשאבי-אנוש ניהוליים. מכאן ברור כי רגישותם של המנהלים לאינטרסים של בעלי המניות תהיה גבוהה במיוחד. אומנם גם לשווקים אחרים יש השפעה על דרך קבלת ההחלטות של המנהלים, אך זה עניין של דרגה: המנהלים יבחרו בהחצנת עלויות אל עובדים, למשל, אף שהדבר עלול להרע את כוח המיקוח של החברה בשוק העבודה, אם הדבר משתלם לקבוצת-אינטרס מסוימת – בעלי השליטה. אם לא יעשו כן, הם יסכנו את מקום עבודתם ועלולים אף להתקשות במציאת מקום עבודה חדש. במילים כלליות: קיומם של שווקים שבהם נסחרת באופן תחרותי כל אחת מהתשומות והתפוקות שהחברה צורכת ומייצרת אינו מבטיח שההחצנה של עלויות

135 ראו, למשל, את שיר ההלל הבא ליעילותו של שוק ההון: "Many people invest in corporations through their bank accounts; syndicates of banks (after conducting thorough reviews) pool the money of depositors for investment in corporations. Much pension money is under professional management; the funds hire expertise for the benefit of investors who need not even know what stocks they indirectly hold. Individual investors can hire professional advice directly (through brokerage houses) or indirectly (by investing in mutual funds). They can hedge their bets by buying diversified portfolio of investments, getting the return of the market as a whole (or some subset) rather than an individual firm." Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at p. 25

136 כזכור, התשובה השכיחה – כי הם בעלי התביעה השיורית – כבר נדחתה על-ידינו. מכל מקום, שוק יעיל כל-כך, דוגמת שוק ההון, אמור לכאורה לתמחר באופן מספק אפילו תביעות שיוריות.

שליליות תיבלם ותימנע. כל אחד מהשווקים פועל להקצאה של משאבים בין המעורבים בדרך ייחודית לו. כל אחד מהשווקים יוצר תמריצים לפעולה בדרך מסוימת. אולם מקום שתמריצי השוק משפיעים באופן שונה על האינטרסים של המנהלים ועל האינטרסים של שאר ספקי התשומות, המנהלים, הפועלים ממניעים אינטרסנטיים, עלולים לבחור ביודעין להיות לא-תחרותיים בחלק משווקים אלה אם הם מעריכים כי הדבר עשוי להגדיל את הביקוש לשירותיהם מצד בעלי המניות, המפעילים את שוק השליטה ואת שוק הניהול. אפשר שה"מחיר" שהחברה תשלם בשוק העבודה ישתלם להם, באופן אישי, בשוק השליטה ו/או בשוק הניהול.

לסיום, אף שהדיון מתמקד בשיקולים של יעילות, ראוי להזכיר בהקשר זה את התחושה הלא-נוחה שיש לרבים באשר להשלכותיה של ההסתמכות על כוחות השוק ככוח מניע מרכזי בהקצאת העושר. הטענה השכיחה היא שפעולתם התחרותית של השווקים אינה מובילה תמיד לכיוונים ראויים מנקודות-מבט חוץ-כלכליות: מוסריות ו/או חברתיות. האם בסתירה בין כוחות השוק לבין משאלות המצפון עלינו להעדיף תמיד את כוחות השוק? האם החוק בכלל, ודיני החברות בפרט, אינם צריכים להתערב בפעולת השוק גם כאשר המצפון של רבים דורש זאת? כוחות השוק דוחפים חברות לאמץ תקני איכות של מוצר¹³⁷ (במטרה להגן על הצרכנים ובכך לשפר את המכירות), אך בו-בזמן הם דוחפים לעיתים חברות לזנוח תקני איכות של התנהגות מוסרית (במטרה לנצל קהלים אחרים, דוגמת עובדים¹³⁸ או צרכנים חסרי בררות ממשיות,¹³⁹ או במטרה להחציץ עלויות אל הסביבה).

137 ראו, למשל: Perry L. Johnson *ISO 9000: Meeting the New International Standards* (New York, 1993)

138 דוגמה חשובה תבהיר זאת: אנו נהנים מפעולתם של כוחות השוק התחרותי אשר דוחפים את היצרנים להויל ככל האפשר את עלות המוצרים שאנו צורכים. בשוק גלובלי, שבו מעבר של סחורות ממקום למקום זול יחסית, חברות בין-לאומיות המעוניינות לשרוד נאלצות להוריד את עלויות הייצור באמצעות צריכה של כוח עבודה זול במדינות העולם השלישי. לעובדה זו יש שני פנים הפוכים: החברות מדגישות את הצד החיובי - המדינות המפותחות מספקות עבודה למדינות המתפתחות; אולם אחרים מדגישים את הצד השלילי - העולם הראשון מנצל באופן ציני את העולם השלישי. כך, למשל, ארגונים בין-לאומיים מעריכים שכמאה ועשרים מיליון ילדים מועסקים בעבודות ייצור, חלקן מסוכנות, בתנאים לא תנאים, שעות ארוכות ביממה ובשכר-רעב. למידע ופרטים, ראו אתר האינטרנט של International Labor Organization, <http://www.ilo.org>. חלק גדול מהמותגים שאנו צורכים - ביגוד, אוכל ותעשייה קלה - הינו פרי עמלם של ילדים, נשים וגברים אינדונזיים, סיניים או אפריקאיים, שכוחות השוק התחרותי מעמידים אותם במצב שהינו שווה-ערך לעבדות.

139 הגה דוגמה צבעונית משהו: ג'ון לה-קארה (John le Carré), בספרו הגנן המתמיד (The Constant Gardner), מתאר חברת תרופות רב-לאומית שמפתחת תרופה נגד שחפת. הפיתוח טרם הושלם, והגרסה הקיימת של התרופה לא אושרה לשימוש במדינות המערב משום הסכנות הקיימות בה. בכל-זאת, על-פי הסיפור, החברה משווקת את התרופה

המבקרים את כלכלת השוק מצביעים על אופייה הדרוויניסטי, המאפשר לחזק לדרוס את החלש. מתנגדיהם משיבים כי במקרים המתאימים – כאשר קיים כשל שוק – אכן נדרשת התערבות נורמטיבית שתיתן מענה למצוקות החלש. אין בכוונתי לדון כאן בנושא חשוב מאוד זה שכן הוא עלול להסיט את הדיון ממיקודו הרצוי. די שמירקתי את מצפוני האישי באזכור כללי של הנושא.

פרק ז: איזון יעד-העל באמצעות רגולציה

הדעות חלוקות באשר למידת יכולתם של החוזה והשוק להבטיח כי פעולת החברה תהיה יעילה תמיד. על כל פנים, במישור העקרוני הכל מודים – כולל המתנגדים המושבעים לרגולציה של חיי המסחר – כי אם קיימים מצבים שבהם קצרה ידם של החוזה וכוחות השוק מלהושיע, נדרשת התערבות של המחוקק לשם הנחיית פעולתה של החברה לעבר היעד המבוקש של יעילות. למשל, החצנת עלויות אל מי שאינו צד בחוזה, כמו במקרה של חברה תעשייתית המזהמת את הסביבה, או פגיעה בצרכנים של מוצר על-ידי חברה המחזיקה בכוח מונופוליסטי, מוכרות כ"כשלי שוק" קלסיים, המצדיקים התערבות פטרונית של המחוקק באמצעות רגולציה הקובעת את המותר והאסור. עם זה, ההצדקה לכך אינה אוטומטית: רגולציה היא התרופה המועדפת לכשל שוק רק אם יש סיבה להאמין שלרגולטור יש יתרון בהשגת היעד על הצדדים עצמם ועל הכוחות התחרותיים שבשוק. אבחן כעת את יישומו של טיעון כללי זה בהקשר הנידון.

1. הטיעון הנסמך על רגולציה כללית

דיני החברות הינם רק פרט אחד במכלול הנורמטיבי המסדיר את מערכות היחסים שבין ספקי התשומות של החברה לבין החברה ואת הסביבה שבה החברה מתפקדת. קיימת

ברחבי אפריקה, כך שהשחורים משמשים למעשה שפני-ניסיון בטרם תופנה התרופה לצריכה בשווקים של מדינות מפותחות. הסופר מסיים את הספר ב"כתב הכחשה" – הסיפור בדיוני – שיאפשר לו לא לבלות את שארית חייו בבתי-המשפט "או גרוע מכך". אך אין הוא מתאפק, ומוסיף: "אבל אני יכול לומר לכם זאת: תוך כדי מסעי בנכני ג'ונגל התרופות למדתי לדעת כי בהשוואה למציאות, סיפורי משעמם כאיגרת ברכה לחגים." ראו ג'ון לה-קארה, הגנן המתמיד (בת שבע מנס מתרגמת, 2001) 427. יש לדעתי עניין בעובדה שהסופר שבנה את הקריירה הבין-לאומית המרשימה שלו על תיאור בדיוני של המלחמה הקרה, בחר, לאחר התפוגגותה של זו, למקד את סיפורו ב"תאוות הבצע של התאגידים הגדולים" (שם, בעמ' 429).

"חלוקת עבודה" בין דיני החברות לבין שאר חלקי הפסיפס החוקי: דיני החברות מתמחים בהגנה על האינטרסים של בעלי המניות, ואילו חוקים אחרים מתמחים בהגנה על אינטרסים של שחקנים אחרים.

למשל, אם מסתבר כי עקב השתלטויות עוינות מתרחשת העברה שיטתית של עושר מציבור העובדים אל ציבור בעלי המניות, בדרך שחוזי העבודה ושוקי העבודה אינם מסוגלים לתת לה מענה, יש לטפל בתופעה זו באמצעות חקיקה ישירה (למשל, במסגרת דיני עבודה) אשר תגן על זכויות העובדים. דוגמה נוספת, אם כתוצאה מרכישות ממונפות מועבר עושר באופן שיטתי מהנושים אל בעלי המניות, והמענה החוזי והשוקי אינו מספק, יש למנוע התרחשות לא-יעילה זו על-ידי חקיקה אשר תקבע, למשל, רמות חוב מרביות לחברות בענפים השונים. באופן דומה, אם מאזן כוחות לא-שווה בין ספק וצרכן של שירות מעקר מתוכן את היכולת התיאורטית של הצרכן להגן על עצמו באמצעות החוזה והשוק, על הכנסת מוטלת החובה להיכנס לעובי הקורה ולתקן את הנדרש באמצעים חקיקתיים. זאת ועוד, הפתרון הרגולטורי יכול ללבוש צורות מגוונות. בצד הנורמה המתקנת, המחוקק גם מקים מוסדות בעלי סמכות פיקוח והתקנה שכל תכליתם למנוע החצנה של עלויות ופגיעה ביעילות. כך, למשל, כשם שמתפקידה של הרשות לניירות-ערך להגן על בעלי המניות בחברות ציבוריות, כך גם המפקחים על הבנקים ועל שוקי ההון והביטוח אמורים להגן על ציבור הצרכנים של המוסדות הפיננסיים הגדולים. באורח דומה, מכון תקנים, רשות להגבלים עסקיים, מועצה לצרכנות ואחרים הינם כולם כלבי-שמירה שההליך הדמוקרטי מעמיד על-מנת למנוע ניצול לרעה של כוח מסחרי עדיף על-ידי חברות עסקיות.

מעניין לעקוב בהקשר זה אחר ההיסטוריה של התפתחות הסביבה הרגולטורית בארצות-הברית.¹⁴⁰ התקופה המעצבת של הרגולציה של החברה העסקית הייתה בין שתי מלחמות-העולם. מטרתו המרכזית של הפרץ החקיקתי דאו הייתה להבטיח יעילות והגינות במערכות היחסים שבין החברה לבין בעלי ההון. באותה תקופה נחקקו חוקי ניירות-הערך, הוקמה הרשות לניירות-ערך (SEC) רבת-ההשפעה, הוסדרה מעורבות הבנקים בפעילותן של חברות ועוד. רק חוקים פדרליים מעטים עסקו או בהסדרת היחסים שבין החברה לבין שאר ספקי התשומות של החברה, וביניהם בלטו חוקים שנועדו להגן על האינטרס הצרכני (למשל, על-ידי חוקי ההגבלים העסקיים). יותר מדור שלם חלף עבר לו עד שהתעורר, בשנות השישים, עניין רגולטורי ממשי ומקיף בהגנה על האינטרסים של שאר השחקנים מפני פעילותן של חברות. אז נחקקו חוקים רבים שנועדו להגן על עובדים,¹⁴¹ על צרכנים¹⁴² ועל הסביבה.¹⁴³ התגבשות היחס המורכב יותר לפעולתן של חברות, כמי

140 לדיון מפורט בהתפתחות ההיסטורית ולאזכורים של החוקים השונים, ראו: Bradley, Schipani, Sundaram & others, *supra* note 134, at pp. 24–29.

Ibid, at notes 98–105 141

Ibid, at notes 106–116 142

Ibid, at notes 117–128 143

שמתפקדות כאזרח בקהילה, בא לידי ביטוי לא רק בכפיפתן לחובות שונות במשאן ומתנן עם שאר העולם,¹⁴⁴ אלא גם בהענקת זכויות: בשנות השבעים החלו בתי המשפט לראות בחברות "אדם" טבעי שזכאי להגנות חוקתיות מסוימות, דוגמת אלה הקבועות בתיקונים הראשון, הרביעי והחמישי לחוקה האמריקאית.¹⁴⁵

התמונה המצטיירת היא של מאמץ נורמטיבי רב-זרועות שמטרתו להניע חברות לפעול במצב הקרוב ביותר האפשרי להשגת היעד של יעילות. בניגוד למשתמע מדרך הצגת הבעיה בחלקן הראשון של חיבור זה, דיני החברות אינם פועלים לבדם. בצד ההגנה הרחבה שהם מעניקים לאינטרסים של בעלי המניות, גם שאר המעורבים מקבלים מטרייה נורמטיבית המורכבת מהסדרים וממוסדות רבים ומגוונים.¹⁴⁶ התוצאה הכוללת של התצורה הנורמטיבית, תוצר ההליך הדמוקרטי, היא שיווי-משקל סביר בין האינטרסים השונים: אף שיעד-העל של החברה הוא השאת רווחיהם של בעלי המניות, האינטרסים של שאר ספקי התשומות מוגנים לא רק על-ידי החוזה ועל-ידי השוק, אלא גם על-ידי דינים אחרים.¹⁴⁷

2. ביקורת הטיעון

דומה בעיניי שהביקורת שהושמעה לעיל, ביחס לפתרונות החוזיים והשוקיים, רלוונטית גם כאן.

ראשית, העדר ההצדקה: אם המערך הרגולטורי הכולל אכן מטפל היטב באינטרסים של כל השחקנים בחברה,¹⁴⁸ לא ברור מה ההצדקה לייחד את פעולתם של דיני החברות –

144 יש הסוברים כי תהליך הרגולציה של מערכות היחסים הינו מקיף עד כדי כך שדיני החוזים נהפכו למעשה ל-"residual category – what is left over after all the 'specialized' bodies of law have been added up..." Grant Gilmore *The Death of Contract* (Columbus, 1974) 7

145 ראו: Bradley, Schipani, Sundaram & others, *supra* note 134, at notes 129–131.

146 יש הרואים מעורבות רגולטורית רחבה זו בעין ביקורתית. לדבריהם, "robbed contract [law] of its subject-matter, [such as] labor law, anti-trust law, insurance law, business regulation, and social welfare legislation. The growth of these specialized bodies of public policy removed from 'contract' (in the sense of abstract relationships) transactions and situations formerly governed by it..."

Lawrence M. Friedman *Contract Law in America* (Madison, 1965) 24

147 חלק גדול מהסדרים הללו בארצות-הברית הינם פרי חקיקה פדרלית, בעוד דיני החברות הינם, כמובן, חוקים מדינתיים. אכן, Bechuk מציע להרחיב את המעורבות הפדרלית בדיני החברות, בין היתר כדי למנוע החצנה של עלויות אל שאר ספקי התשומות. ראו: Lucian A. Bechuk "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law" 105 *Harv. L. Rev.* (1992) 1435, 1437

148 יש המטילים בכך ספק: "This argument assumes that those other regimes robustly

ובכלל זה גם הקביעה בדבר תכלית החברה – דווקא להגנה על בעלי המניות.¹⁴⁹ האם לא היה סביר יותר שבדומה למערך הנורמטיבי הכללי והמתמחה שמטפל באינטרסים של העובדים, הנושים והצרכנים, כך גם ספר החוקים היה כולל הסדרים שמטפלים באינטרסים של ספקי תשומות ההון (בדומה, למשל, לדיני ניירות-ערך), ואילו דיני החברות היו עוסקים בהסדרת פעולתה של החברה תוך העמדת החברה עצמה (להבדיל מבעלי המניות) במוקד תשומת-הלב?

שנית, הסיכון השיורי: ענפי הרגולציה השונים קובעים נורמות שיש להן אופי לכתחילי. נורמות אלה נושאות בדרך-כלל גם אופי אחיד:¹⁵⁰ חליפת ההסדרים התפורה מראש אמורה לטפל בכל המצבים כולם, והיא מטבעה בלתי-גמישה.¹⁵¹ לעומת זה, כפי שהראיתי,¹⁵² העמדת המשטר והמבנה של החברה לרשות האינטרסים של בעלי המניות מעניקה להם יתרון רב-חשיבות. המנהלים אמורים להפעיל את כוחות החברה למענם בדיעבד. דהיינו, הסיכון השיורי שבפעולת החברה מוחצן על שאר ספקי התשומות. אם ההסדרים הרגולטוריים השונים נכשלים בחיזוי מראש של הסיכון (או בחיזוי של שיעורו), שאר ספקי התשומות אינם יכולים להתגונן מפניו.¹⁵³ למשל, אם חוקי איכות הסביבה מטילים קנס בשיעור מסוים על חברה שפוגעת בסביבה, אפשר כי ישתלם לחברה לזהם, במקרה נתון, אם יתברר לה שהמכפלה של שיעור הקנס הקבוע בחוק בהסתברות שהחברה תיתפס ותורשע קטנה מהשווי הנוכחי של היתרונות הכלכליים שהיא תפיק כתוצאה מיצירת הזיהום. ובאופן כללי, בכל המצבים שבהם יתברר שחוק כללי אינו נותן מענה מושלם לבעיות המתעוררות במציאות, התכלית הנוהגת מנחה את מנהלי החברה לבצע החצנה של עלויות אל אחרים, ואפילו לנקוט דרך פעולה לא-יעילה מצרפית, ובלבד שרווחיהם של בעלי המניות יושאו.

and successfully address non-shareholder interests and are devoid of any 'accommodation' of shareholder interests. This is naive and at odds with critiques of legislation as almost always representing compromises, not victory for one group in one statutory regime and another group in another regime." Lyman Johnson "New Approaches to Corporate Law" 50 *Wash. & Lee L. Rev.* (1993) 1713, 1718.

149 ראו תת-פרק 21 לעיל.

150 מקום שההגנה על האינטרסים של המעורבים נעשית באמצעות מוסדות שמפקחים בזמן-אמת על ההתרחשות, הבעיה אומנם מתרככת. אולם סביר להניח כי פעולתו של פיקוח באמצעות מוסד חיצוני לחברה תניב הגנה נחותה יחסית להגנה הדינמית המתמדת על בעלי המניות המובנית אל תוך תהליך קבלת ההחלטות של החברה.

151 ראו: McDaniell, *supra* note 38, at p. 157.

152 ראו תת-פרק 3 לעיל.

153 אכן, כשם שהפתרון החזוי כשל בחיזוי חלק מהאפשרויות להחצנה של עלויות על ספקי התשומות השונים כתוצאה מגל ההשתלטויות העוינות של שנות השמונים, כך גם הפתרון הרגולטורי לא עמד לספקי התשומות בעת ההיא.

שלישית, אופי ההגנה ששאר ספקי התשומות מקבלים שונה מאופי ההגנה שדיני החברות מעניקים לאינטרסים של בעלי המניות: ההגנה הרגולטורית הכללית אינה מופעלת באופן אוטומטי. על העובד, למשל, לדרוש את זכויותיו על-פי חוקי העבודה, שאם לא כן לא יינה מהן. אם הוא נתקל בהתנגדות, עליו ליזום הליך משפטי נגד החברה במטרה לאכוף את מימוש זכויותיו, ולשלם מכיסו את עלות ההליך. לעומת זה, ההגנה שהתכלית הנוהגת מספקת לבעלי המניות אמורה לפעול באופן ספונטני כל אימת שהמנהלים מפעילים את סמכויות החברה. עלות פעולתם של המנהלים מוטלת על החברה עצמה (ולא על בעלי המניות), אף שהם רגישים כמובן לרווח ו להפסד השוריים של החברה). "חלוקת העבודה" בין החוק הכללי לבין דיני החברות יוצרת מצב שבו הגנת האינטרסים של שאר ספקי התשומות נתפסת כנוגדת את האינטרסים של החברה, ואילו הגנת האינטרסים של בעלי המניות נתפסת כממשת את האינטרסים של החברה.

פרק ח: סיכום – יעד-העל פוגע ביעילות הכלכלית

יעד-העל של החברה העסקית במשפט המקובל הוא השאת רווחיהם של בעלי המניות. במאמר זה בחנתי את התאמתו של יעד-העל לקידום תפקוד יעיל של חברות. פרשתי שורה ארוכה של השגות: ראשית, העדפת האינטרסים של בעלי המניות פותחת פתח לניהול שמחצין עלויות אל שאר המעורבים – ספקי התשומות של החברה. שנית, השאת הרווחים של בעלי המניות עומדת לעיתים בסתירה לאינטרסים העצמיים של החברה כאישיות נפרדת חסרת בעלים. שכחותם, גיוונם וחשיבותם של המצבים שבהם מתעורר ניגוד עניינים זה מצצים את החשש שנושאי-המשרה בחברה יונחו את טובתה של החברה במצוות יעד-העל המנחה אותם להשיא את רווחי המשקיעים. שלישית, אין אנו מקבלים את ההצדקה הרווחת לתכלית הנוהגת, הגורסת כי היא מבוססת על אמת-מידה חדה, ברורה, בתיישוב וניתנת לפיקוח. אדרבא, התכלית הנוהגת מטילה על נושאי-המשרה בחברה לפעול לקידום אינטרסים שונים, ולעיתים אף סותרים, של משקיעים שונים. היא מציבה אותם במצב של ריבוי נאמנויות. עקב כך מתעוררים קשיים של ממש בבקרת פעולתם, ומתעוררת בעיית נציג חמורה.¹⁵⁴

154 ראוי לציין כי דיני החברות מנסים להתמודד עם חלק מבעיות אלה באמצעים שונים. לא נמנה כאן נסיונות אלה משום שאנו מעוניינים להסב את תשומת-הלב לעובדה מרכזית אחת – יעד-העל של החברה העסקית במשפט המקובל לקוי מנקודת-ראות של יעילות כלכלית. אכן, המהלך הכללי של דיני החברות – הכולל את יעד-העל, את כלל ההעדפה של בעלי המניות ואת הראייה השכיחה של החברה כ"רכוש" של בעלי המניות – מגמד

במסקנות אלה אין די, שהרי אפשר שהתוצאות התת-מיטביות שאמורות להיגרם על-ידי פונקציית-המטרה הנוהגת במשפט המקובל, בשל חסרונותיה שנמנו לעיל, נמנעות בפועל על-ידי מנגנונים שונים – חוזיים, שוקיים ונורמטיביים כלליים. אילו כך היה, היינו יכולים להכשיר את הדרישה להשיא את רווחיהם של בעלי המניות כיעד-על משפר יעילות. אולם הדיון שערכתי בחלק השני של המאמר עורר ספקות מהותיים בדבר ערכו המעשי של הפתרון המשולש המצטבר: האם ספק התשומה, האוטונומי לכאורה, יכול להגן על האינטרסים שלו במשאור-ומתנו עם החברה לא רק להלכה אלא גם למעשה? האם כוחות השוק, המפעילים לכאורה כוחות מרסנים, אכן יעילים בפעולתם? האם החוק הכללי – שנועד לכאורה להבטיח, מעמדה "יודעת כל", שהשימוש בכוחות החברה יהיה יעיל תמיד – אכן מסוגל להסדיר באופן א-פריורי פעילות מתמשכת של עסק חי במציאות רבת-תהפוכות? כפי שהראיתי, שורה של טיעונים חשובים מגלה פרצות בכל אחד מקווי ההגנה האמורים.

באחת: התכלית הנוהגת מקדשת את האינטרסים של צד אחד בפקעת החוזית, ומטילה על כל השאר, באופן קבוע ושיטתי, את העלויות הכרוכות בסיכון השיורי – זה שלא הוסדר בחוזים ובחוקים ואשר השווקים אינם מצליחים להקצותו באופן יעיל. בעולם הכלכלי של המאה העשרים ואחת – שהמאפיין הקבוע המרכזי שלו הוא ריבוי המשתנים הדינמיים המקשים חיזוי והערכה מושכלת של סיכויים וסיכונים – הקצאה חד-צדדית וקבועה מראש של הסיכון השיורי, כקבוע בתכלית הנוהגת, פוגעת באופן שיטתי באינטרסים של אלה שאינם בעלי מניות ובאינטרסים של החברה עצמה, ולכן היא תת-מיטבית מנקודת-ראות של יעילות כלכלית. על בסיס ניתוח זה הנני סבור שנדרשת רפורמה בדיני החברות עצמם באשר לתכלית החברה העסקית. את תוכנו של השינוי הנדרש אציג בחיבור נפרד.

את ערכם של הפרטים השונים בדיני החברות המנסים לתת מענים נקודתיים לחלק מהכשלים.