

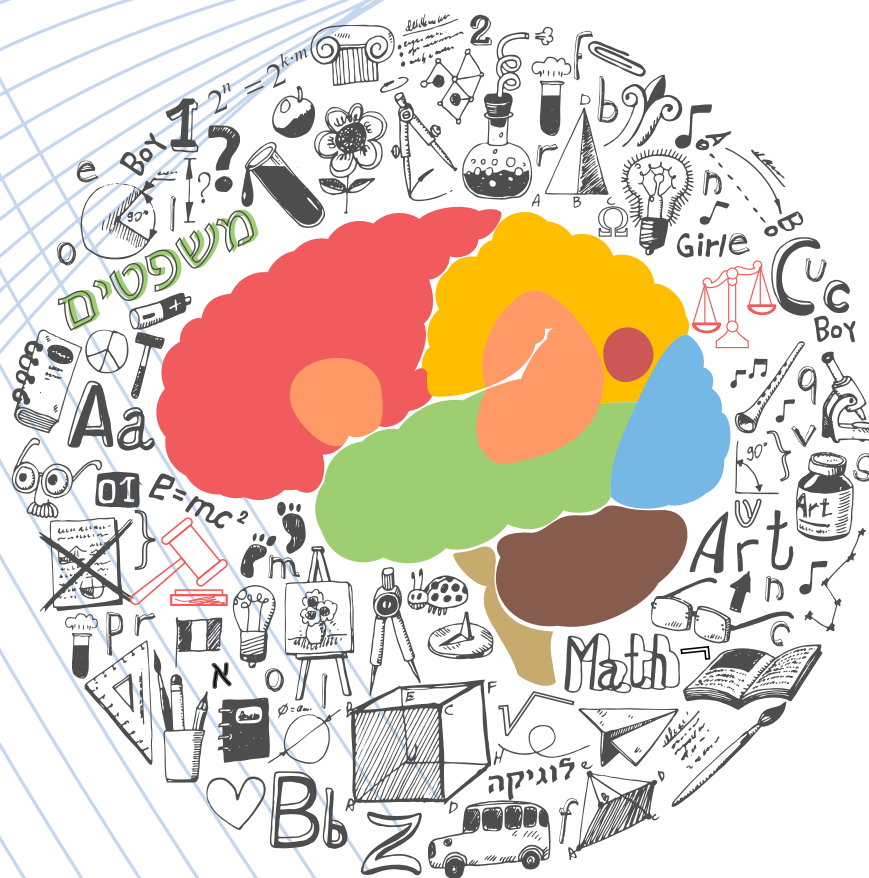
# מבוא לדיני חברות



פרופ' אוריאל פרוקצ'יה

מרכז פדרמן לחקר הרציונאליות, האוניברסיטה העברית  
והפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב

# מבוא לדיני חברות



פרופ' אוריאל פרוקצ'יה

מרכז פדרמן לחקר הרציונאליות, האוניברסיטה העברית  
והפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב

# מבוא לדיני חברות

כתיבה: **פרופ' אוריאל פרוקצ'יה** מרכז פדרמן לחקר הרציונאליות, האוניברסיטה העברית  
והפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.  
מנהל פרויקט **כדאי לדעת**: פרופ' אילון סולן  
עריכה לשונית: ד"ר דנה ברעם  
רכזת אדמיניסטרטיבית: מיכל זוהר  
עיצוב גרפי ועימוד: ניצן-שמיר מעצבים  
איורים: מירל גולדנברג  
איור עטיפה: shutterstock  
כתובת האתר **כדאי לדעת**: [goodtoknow.tau.ac.il](http://goodtoknow.tau.ac.il)

זכויות הקניין הרוחני, לרבות זכויות היוצרים והזכות המוסרית של היוצרים בחומר זה, מוגנות.

אין לשכפל, להעתיק, לצלם, לתרגם, וכן אין לאחסן במאגר מידע, לשדר או לקלוט בכל דרך או בכל אמצעי אלקטרוני, אופטי, מכני או אחר את החומר ו/או כל חלק שהוא מהחומר הזה. כמו כן אין לעשות שימוש מסחרי כלשהו בחומר זה, אלא אך ורק לאחר קבלת רשות מפורשת בכתב מאוניברסיטת תל אביב, בית הספר למדעי המתמטיקה.

## תוכן

|    |                                                       |
|----|-------------------------------------------------------|
| 4  | הקדמה                                                 |
| 5  | פרק א: פירמות וחברות                                  |
| 5  | פירמות                                                |
| 7  | חברות                                                 |
| 10 | שיקולי מדניות כלכליים וחברתיים                        |
| 11 | שיקולי יעילות כלכליים להצדקת אישיותה המשפטית של החברה |
| 13 | האם השתכנעתם? יש לקוות שלא לגמרי                      |
| 15 | פרק ב: בעיית הנציג                                    |
| 15 | מנהלים ובעלים                                         |
| 16 | רוב בעלי המניות ומיעוט בעלי המניות                    |
| 17 | בעלי מניות ונושים                                     |
| 19 | דרכים למזעור העלויות של בעיות הנציג בדיני החברות      |
| 19 | פתרונות ארגוניים                                      |
| 22 | פתרונות משפטיים                                       |
| 26 | פתרונות שוקיים                                        |
| 31 | פרק ג: דיני חברות ודיני ניירות ערך                    |
| 32 | תכלית האסדרה                                          |
| 32 | עשיית צדק                                             |
| 35 | רווחת המשק כולו                                       |
| 36 | תכני האסדרה                                           |
| 39 | סיכום                                                 |

## הקדמה

חברות מקיפות אותנו מכל עבר. כשאתם עולים לאוטובוס, למונית, למטוס או לרכבת אתם מתקשרים עם חברה. כשאתם מבצעים חיפוש במרשתת (אינטרנט) - את המידע מספקת לכם חברה. מצרכי המזון בסופרמרקט, המים והחשמל בבית ובבית הספר, הדרכים המחברות ערים וכפרים מרוחקים, הטלפון הנייד, הגז לבישול, לחימום ולאנרגיה וגם אתרי הנפש הפזורים ברחבי תבל - את כל אלה ועוד מספקות חברות. מהי חברה? על שום מה היא קיימת? מדוע חברות אחדות, למשל בתי קפה משפחתיים, הן זעירות ואילו אחרות (מייקרוסופט, IBM, טויוטה) הן ענקיות חובקות עולם, שתקציבן השנתי גדול מתקציבן של מדינות ריבוניות רבות? בחוברת זו נשיב על כמה משאלות אלה ונשיב גם על שאלות נוספות שיצוצו בדרכינו. החוברת אינה מיועדת למפות את כל השאלות הרבות והמגוונות העולות מעיון במערכת הכללים העוסקים בחברות והקרויים **דיני חברות**. יש בה מעין "תפריט טעימות", שאולי יעזור את תאבונכם לדעת עוד על עולם מופלא ומורכב זה של חברות - הרצוף בכוונות טובות וגם במחשבות רשע - אשר כמה ממרכיביו מתוארים כאן.



## פרק א: פירמות וחברות

### פירמות

כל חברה היא פירמה, אם כי לא כל פירמה היא חברה. נגדיר תחילה מהי פירמה ולאחר מכן נגדיר את המושג חברה.

בני הזוג עומר ומוון מתפרנסים ממסחר בפירות וירקות. הם יכולים לנהל את העסק שלהם בעצמם, ללא שיתוף זרים. עסק המתנהל ללא שיתוף של זרים אינו פירמה, הוא פשוט עסק בבעלות פרטית. עומר ומוון רשאים להיעזר גם בגורמים חיצוניים, שאתם יכרתו הסכמים יומיים, שבועיים או חודשיים. כך למשל, הם יכולים להתקשר בקשרים מזדמנים עם שמעון כדי שיספק להם סחורה מן השוק הסיטונאי, עם רותם כדי שתעזור בקופה הרחשמת, או עם אלון שיהיה אחראי על הניקיון ועל ההיגיינה בחנות. עומר ומוון רשאים בכל עת להיפרד משמעון, מרותם ומאלון, והללו רשאים ללכת לדרכם ולמצוא להם תעסוקה אחרת. הקשר הרופף הזה של הבעלים עם ספקי הסחורות והשירותים אינו מתלכד למה שאנחנו מכנים פירמה. הפירמה נוצרת כאשר בעלי העסק עומר ומוון כורתים הסכמים לזמן ארוך עם גורמים חיצוניים, משלמים את שכרם ומצפים מהם שיצייתו בכל הנוגע לעבודתם בעסק. במילים אחרות, הפירמה נוצרת כאשר קיימים בה יחסי כפיפות (היררכיה) מחייבים חוזית בין הבעלים לבין ספקי הסחורות והשירותים לעסק. ספקי הסחורות והשירותים מקבלים לעתים ביטחון תעסוקתי, ואילו הבעלים "קונים" לעצמם את הזכות להורות לספקים כיצד עליהם להתנהג בפעילותם בעסק. המעבר מעסק שאינו פירמה למערכת המעניקה לבעלים זכות להורות לגורמים חיצוניים כיצד עליהם לנהוג - שהיא המערכת הקרויה פירמה - טומן בחובו יתרונות גדולים לעומר ולמוון. יחסים רופפים ומזדמנים מחייבים את הבעלים לערוך עסקאות תכופות עם ספקי הסחורות והשירותים, לעתים אפילו מדי יום. הבעלים אינם יכולים להיות בטוחים שיימצאו להם ספקים זמינים, אך גם אם יימצאו - יהיה עליהם לבזבז משאבים יקרים של זמן ושל ממון כדי לנהל משא ומתן עם כל ספק ולכרות הסכמים היכולים להשתנות מדי יום. במילים אחרות, הפירמה חוסכת לבעלים את מה שמכונה **עלויות עסקה**, שהן ההוצאות שהיו נדרשים להוציא אלמלא הבטיחו הספקים את נאמנותם לפירמה לטווח ארוך. החיסכון בעלויות עסקה מאפשר לפירמה להתמקד בניהול יעיל של העסק ולצמוח מעסק קטן וצנוע לעסק גדול ומשגשג.

ככל שהפירמה גדלה ומעסיקה ספקי סחורות ושירותים רבים יותר, כך גדל גם החיסכון שלה בהוצאות העסקה והיא יכולה לגדול עוד יותר. עם זאת, אנחנו רואים שצמיחתן של פירמות רבות איננה נמשכת עד אין-סוף ובנקודה מסוימת היא נבלמת. מהו הגורם האחראי לבלילת צמיחתן של פירמות? האם תוכלו לנחש את התשובה לשאלה זו גם מבלי לקרוא את הפסקה הבאה?

ובכן, העלויות הנחשבות בפירמה, שקראנו להן עלויות עסקה, אינן העלויות היחידות שיש להביאן בחשבון. בצדן מרחפת על הפירמה עננה מאיימת הקרויה **עלויות הנציגות**. עלויות אלה מקורן בספקים שאינם שותפים לבעלות על הפירמה ועלולים להתפתות לנקוט התנהגות שתזיק לפירמה אך תועיל להם. כך למשל, אם הפירמה של עומר ומוון שכרה את רותם כדי שתעזור בקופה ותייצג את האינטרסים של בעלי הפירמה, הרי רותם אמורה להיות נציגה של הפירמה בכל הקשור למילוי תפקידה. אולם עומר ומוון עשויים לחשוש שרותם תשלח ידה בקופה, שהיא רכושה של הפירמה; או שאלון, הממונה על הניקיון וההיגיינה, יעדיף להשתזף בשמש ולא לעסוק בכיבוד הרצפה ובצחצוח בית העסק. עומר ומוון יכולים כמובן להשגיח על התנהגותם של הנציגים כדי להבטיח שקידה נאותה ויושר אישי. למשל, הם יכולים למנות משגיחים, להתקין שעון נוכחות או לערוך ביקורות פתע בזמנים לא קבועים. אך גם להשגחה זו יש עלויות של זמן ושל ממון – אלה הן **עלויות הנציגות**. כל עוד העסק הוא עסק קטן והבעלים נמצאים לעתים קרובות בקרבת הנציגים ששכרו, עלויות הנציגות יכולות להיות צנועות. אך תארו לעצמכם שהפירמה צמחה וגדלה, היא פרושה על פני שטחים גיאוגרפיים רחבי ידיים בארץ ובעולם ומספר הנציגים הנדרשים להפעלת העסק גדול מאוד. במצב דברים זה, עלויות ההשגחה על כל אחד מהנציגים הולכות ועולות בהדרגה, ובשלב מסוים הן יכולות לעלות בשיעורן על החיסכון בעלויות העסקה.

כעת אפשר לנסח את התנאי, שאם הוא מתקיים הפירמה חֲדֵלָה לצמות: פירמות אינן יכולות לגדול אם עלויות ההשגחה על נציגי הפירמה – כלומר הוצאות הנציגות – עולות בשיעורן על החיסכון בעלויות העסקה. נבחן את הבנתנו בדוגמה מספרית:

פירמה פלונית חוסכת 20 ₪ בכל יום בעלויות עסקה על כל ספק סחורות או שירותים שהיא מעסיקה. מנגד, יש לה גם עלויות נציגות. אם היא מעסיקה ספק יחיד עליה להוציא 2 ₪ ליום הוצאות נציגות, וכל ספק נוסף עולה לה 2 ₪ יותר מהספק שקדם לו (למשל, הספק השני עולה לה 4 ₪, הספק השלישי עולה 6 ₪ וכן הלאה). כמה ספקים תעסיק הפירמה?

תשובה: הפירמה תעסיק בין תשעה לעשרה ספקים. הספק התשיעי יחסוך לה 20 ₪ בהוצאות עסקה ויעלה לה 18 ₪ בהוצאות נציגות (האם אתם מבינים מדוע?), ולכן יהיה כדאי לבעלים להעסיקו. הספק העשירי יחסוך לה 20 ₪ בעלויות עסקה וגם יעלה לה 20 ₪ בעלויות נציגות, ולכן הפירמה תהיה אדישה אם להעסיקו או לא. את הספק האחד עשר לא יהיה כדאי לה להעסיק: החיסכון הכרוך בהעסקתו יהיה 20 ₪ בעלויות העסקה, אך הוצאות הנציגות יהיו גבוהות יותר – 22 ₪. לכן הפירמה תסרב להעסיק יותר מעשרה ספקים.



## חברות

לעתים, פירמה בוחרת להפוך לחברה. חברה היא סוג של תאגיד, ולכן כדי להבין מהי חברה עלינו להבין תחילה מהו תאגיד. אך לפני שנגדיר את המושג תאגיד ראוי לציין כי להבדיל מפירמות, תאגידים בדרך כלל אינם נוצרים באופן ספונטני אלא עליהם להתאגד, כלומר להירשם במרשם רשמי על פי כללים המוכתבים בחוק. משנרשמו, הרשות הרשומת מעניקה להם תעודת המעידה על היותם תאגידים. כך למשל, אם פירמה חפצה להירשם כחברה עליה לפנות לרשות המנהלית הקרויה "רשם החברות, השותפויות ושמות העסק", ולאחר שהפירמה עמדה בכמה תנאים פורמליים, מנפק לה הרשם - העומד בראש הרשות - תעודת התאגדות; מרגע זה היא הופכת לסוג התאגיד הקרוי חברה.

ובכן, תאגיד מהו?

תאגיד הוא פירמה שיש לה זכויות וחובות משל עצמה, הנבדלות מן הזכויות והחובות של בעלי הפירמה או של בני אדם אחרים הקשורים לפירמה. מאחר שחברה היא סוג של תאגיד, גם לה יש זכויות וחובות משל עצמה. כך למשל, רכושה של הפירמה הוא קניינה שלה ולא קניינם של בני האדם שסביבה. כדי להבהיר משפט זה ניעזר בכמה דוגמאות, כולן מקרים שהתרחשו במציאות (עם שינויים קלים שנועדו לפשט את הדברים) ותועדו בפסיקתם של בתי המשפט.

דוגמה 1. יריב היה הבעלים היחיד של פירמה שנרשמה כחברה. בשלב מסוים נקלעה החברה לקשיים, ויריב החליט להלוות לה כספים (הלוואת בעלים). החברה נטלה הלוואות גם מן הבנק. למרות כספי ההלוואות שזרמו לקופתה, החברה נכשלה בעסקיה ופשטה את הרגל (על המושג פשיטת רגל - ראו במסגרת).

חברה פושטת רגל כאשר אין לה די אמצעים כדי להחזיר את כל חובותיה. במצב דברים זה, בית המשפט ממנה אדם המכונה "הנאמן בפשיטת רגל" (או כינוי דומה), אשר תפקידו למכור את נכסי החברה ולחלק את התמורה בין הנושים. ככל שהנושים רבים יותר וככל שהחובות גדולים יותר, כך החלק שיקבל כל אחד מהם קטן יותר.

הבנק ביקש מהנאמן בפשיטת הרגל שיעביר לרשותו את נכסי החברה הנותרים, אך יריב התנגד לבקשה. לטענתו, לא רק הבנק זכאי לקבל את חלקו בנכסי החברה, אלא גם הוא, יריב, הלווה לחברה כספים, ולכן גם הוא נושה שיש להתחשב בזכויותיו. לכן על הנאמן לחלק את נכסי החברה בין הבנק לבין. הבנק התקומם נגד טענותיו של יריב וטען שיריב והחברה שלו הם "אדם אחד" ולכן אינו יכול להלוות כספים לעצמו. הבנק הוא הנושה החוקי היחיד של החברה, ועל הנאמן להעביר את כל נכסיה לבנק.

מה דעתכם? כיצד הייתם פוסקים במחלוקת?

בית המשפט פסק לטובת יריב.



בית המשפט פסק שיריב והחברה שלו אינם "אדם אחד". הואיל והחברה היא תאגיד, יש לה **אישיות משפטית** נבדלת מאישיותו המשפטית של יריב. יריב יכול להתקשר בחוזים עם החברה ממש כשם שהוא יכול להתקשר בחוזים עם כל אדם אחר. יש לו זכויות מול החברה ואילו לחברה יש חובות עצמאיות משל עצמה. לכן החברה חייבת לכבד את זכויותיו של יריב, כלומר להחזיר לו את ההלוואה שנתן לה. יריב רשאי להציג את החוב המגיע לו לנאמן בפשיטת הרגל, והנאמן מחויב לחלק את נכסי החברה בין הבנק לבין יריב.

דוגמה 2. מיקי היא הבעלים היחיד של חברה לאפיית לחם, והחברה שכרה אותה לעבוד במאפייה. יום אחד החליקה מיקי על כתם שמנוני שהיה מרוח על הרצפה ונחבלה. מיקי נזכרה שעל פי החוק מעבידים צריכים לדאוג לסביבת עבודה בטוחה לעובדיהם. אם העובדים ניזוקים בשל סביבת עבודה מסוכנת שנגרמה **מרשלנות** המעבידים (הגדרת המושג רשלנות מופיעה במסגרת), הם יכולים לתבוע את המעבידים בגין אותה רשלנות ולקבל פיצויים. מיקי החליטה לתבוע את החברה שלה על רשלנותה.

אדם נחשב רשלן אם היה עליו לצפות שאם לא ינקוט את אמצעי הזהירות הדרושים ייגרם לאדם אחר נזק, והנזק אכן התרחש לאחר שאותו אדם לא נקט את אמצעי הזהירות הללו. רשלנות היא המקרה השכיח ביותר שבו אפשר להיפרע ב"נזיקין" ממי שגרם את הנזק.

אם מיקי היא הבעלים היחיד של החברה, מה התועלת שתפיק מתביעת החברה שלה?

האין היא מעבירה כסף מכיס ימין לכיס שמאל?

רמז: יש נסיבות רבות שבהן כדאי לאדם לתבוע את החברה גם אם הוא בעליה היחיד;

חישובו על חברות ביטוח, למשל.

האם לדעתכם מיקי תזכה בתביעתה נגד החברה?

הכרעתו של בית המשפט במחלוקת הייתה מפתיעה. מחד גיסא, בית המשפט פסק פסיקה עקרונית שהחברה הייתה רשלנית כלפי מיקי, ובכך נתן הכרה לאישיותה המשפטית הנפרדת של החברה: מאחר שהחברה ומיקי אינם אותו אדם, אחת משתי האישיות (החברה) יכולה להתרשל כלפי חברתה (מיקי). מאידך גיסא, בית המשפט פסק שגם מיקי הייתה רשלנית: כתם השמן נותר במקומו מכיוון שמיקי לא נקטה אמצעי זהירות נאותים. אם כן, התאונה הייתה תוצאה של רשלנות משותפת של מיקי ושל החברה. למיקי הייתה, בלשון המשפטים, **רשלנות תורמת** (ראו מסגרת) לתאונה. מאחר שבית המשפט העריך שרשלנותה התורמת של מיקי הייתה הגורם העיקרי לקרות התאונה, הוא סרב לפסוק לה פיצויים כלשהם.

לעתים, תאונה נגרמת לא רק בשל רשלנותו של הנתבע אלא גם בשל רשלנותו של התובע. למשל, תאונת דרכים יכולה להיגרם בשל רשלנותם המשותפת של נהג בכלי רכב שנהג במהירות מופרזת ושל הולך רגל שקפץ לכביש. במקרים כאלה, הדין קובע כי גם הנפגע תרם ברשלנותו לקרות הנזק, ולכן הפוגע מחויב לפצות אותו פיצוי מוקטן בהתאם. קיומה או היעדרה של רשלנות תורמת הוא שאלה שכיחה במשפטי נזיקין.

דוגמה 3. אמנון ותמר הם הבעלים היחידים של חברת "אמנון ותמר בע"מ". אמנון ותמר מתכננים להעלים חלק מהכנסות החברה על מנת להתחמק מתשלום מסים. העלמת המס טרם מומשה, אך הדין אוסר על עצם תכנונה של עבירה אם מתכננים אותה במשותף כמה בני אדם יחד. תכנון משותף כזה נקרא **קשר פלילי**. לכל הדעות, אמנון ותמר עברו את עבירת הקשר הפלילי. אך רשויות התביעה אינן מסתפקות בהגשת כתב אישום נגד אמנון ותמר, והן חפצות לכלול בו גם את אמנון ותמר בע"מ. האם החברה אמנון ותמר בע"מ עברה עבירה פלילית?

בית המשפט פסק כי אכן את העבירה עברו שלושה קושרים, לא רק שניים. החברה היא אישיות משפטית נפרדת מבעליה, וכוונתה לעבור את העבירה נוצרה בשל כוונתם של אמנון ותמר לעבור את העבירה בשמה. כוונה זו יוחסה לחברה, כאילו היא עצמה "התכוונה" לעבור את העבירה.

תארו לעצמכם שתמר הייתה הבעלים היחיד של החברה והיא נתפסה כאשר היא מתכננת בינה לבין עצמה לבצע את העבירה. האם לדעתכם אפשר להגיש כתב אישום נגד תמר ונגד החברה בגין ביצוע עבירת הקשר הפלילי? זכרו, תנאי לביצועה של עבירת הקשר הפלילי הוא שמספר הקושרים הוא לפחות שניים.

התשובה שנתן בית המשפט לשאלה זו הייתה שלילית. בית המשפט פסק שלמרות היות החברה אישיות משפטית עצמאית, בנסיבות שתוארו בפסקה הקודמת לא נעברה עבירה של קשירת קשר פלילי. בית המשפט נאחז בנימוקים של צדק שאינם קשורים לדיני החברות. חשבו על מה התבססו נימוקים אלה ומדוע יש הבדל בין חברת אדם אחד, שאינו יכול לקשור קשר פלילי עם החברה, לחברת שני בני אדם, היכולים לקשור קשר פלילי עם החברה שלהם (רמז: האם הייתם רוצים לחיות במשטר המפעיל צנזורה על מחשבות גם אם אין הן מתבטאות במעשים?).

לעקרון האישיות המשפטית הנפרדת של החברה יש דוגמאות רבות נוספות. המחוקק הישראלי הכיר בכך, ולכן קבע בחוק הפרשנות (ראו מסגרת) כלל, שלפיו כאשר הדין מתייחס ל"אדם" יש לפרש את הביטוי כאילו כלל גם תאגיד.

חוק הפרשנות הוא חוק ישראלי שהכנסת חוקקה בשנת 1981, המגדיר מונחים המופיעים בחוקים אחרים. סעיף 4 בחוק הפרשנות קובע כי פירוש הביטוי "אדם" משמעו גם "חבר בני אדם", כלומר תאגידים וצורות אחרות של קבוצות אנושיות שהדין החל עליהם הוא אותו דין החל על בני אדם פיזיים כמונו.

## שיקולי מדיניות כלכליים וחברתיים

חשוב להבין שהמשפט בכלל ודיני החברות בפרט אינם אוסף סתמי של כללים שמשפטים לומדים בעל פה כדי לשרת את לקוחותיהם. מאחורי כל כלל משפטי מסתתר טעם כלכלי, חברתי או פילוסופי המצדיק את הכלל, ואף מבהיר מדוע, מבין אין-סוף חלופות הבאות בחשבון, המשפט בחר דווקא בכלל זה ולא בחלופה שלו. בדיון הקודם ראינו מהי חברה ומה יכולות להיות ההשלכות של היותה אישיות משפטית. אבל טרם עסקנו בשאלה מדוע כל הכללים הללו קיימים, כלומר מדוע החברה היא אישיות משפטית הנפרדת מבעליה ומה הם התנאים הצריכים להתקיים כדי שההכרה באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה תהיה גם **יעילה** וגם **צודקת** (ראו מסגרת).

המושגים יעילות וצדק הם מושגי יסוד במשפט, כשם שהם גם מושגי יסוד בתחומי ידע אחרים. כלל משפטי מסוים נחשב יעיל אם הוא מגדיל את "העוגה" העומדת לחלוקה, כלומר יוצר יותר יתרונות לכל הצדדים, בלי לתת את הדעת מי מהם זוכה למרב היתרונות. לעומת זאת, כלל נחשב צודק אם חלוקתה של העוגה היא חלוקה הוגנת ואין בה כיפוח של אף אחד מן הצדדים. למשל, נניח שרובינזון קרוזו וששת, שנקלעו לאי בודד, שוקלים להשתמש באחת מתוך שתי שיטות של דיג שתייצרנה עבורם מזון. בשיטה הראשונה יעלה בידם לדוג 12 דגים בשבוע, מתוכם רובינזון יקבל 8 וששת 4. בשיטה השנייה הדיג יניב 10 דגים בלבד שיתחלקו שווה בשווה בין רובינזון לששת. השיטה הראשונה יעילה יותר, אך אפשר לטעון שהשנייה צודקת יותר.



## שיקולי יעילות כלכליים להצדקת אישיותה המשפטית של החברה

דרך אחת להתבונן באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה היא להזכיר לעצמנו את המושג **אחריות מוגבלת**, אשר בא לידי ביטוי בסיומת "בע"מ" - בעירבון מוגבל. מהי חברה בעירבון מוגבל? נניח שחברה פלונית פושטת את הרגל, כלומר אין לה די אמצעים להחזיר את חובותיה לנושים - האם הנושים רשאים לתפוס לעצמם את נכסיהם הפרטיים של בעלי החברה כדרך להחזיר את החוב המגיע להם?

התשובה לשאלה זו שלילית. מאחר שהחברה היא אישיות משפטית נפרדת מאישיותם המשפטית של בעליה, החובות הם רק חובותיה שלה ולא חובותיהם של הבעלים. אם אין בחברה די נכסים כדי לכבד את החובות לנושים, הנושים יאלצו לספוג את ההפסד. אחריותם של הבעלים לחובותיה של החברה מוגבלת שכן בכל מקרה אין הם צפויים להפסיד סכומי כסף העולים בשיעורם על הסכומים שהשקיעו בחברה. אם אין די בנכסים אלה כדי להחזיר את החובות המגיעים לנושים, אזי הנושים - ולא הבעלים - יספגו את ההפסד.

נברר לעצמנו, אם כן, מדוע "יעיל" שלא הבעלים אלא הנושים יישאו בסיכון שהחברה תפשוט את הרגל ולא תוכל לכבד את התחייבויותיה.

נחזור ונזכיר לעצמנו בעזרת דוגמה באילו נסיבות תיחשב עסקה כלשהי לעסקה יעילה. נופר היא בעלת דוכן למכירת תפוחים בשוק. היא מציגה את הסחורה למכירה תמורת עשרה שקלים לקילוגרם. דוד הבחין בשלט המחיר ולאחר ששקל בדעתו רכש מנופר קילוגרם אחד של תפוחים. העסקה שנקשרה בין השניים היא יעילה. מדוע? ברור מתוך עובדות המקרה כי נופר העדיפה להיפרד מקילוגרם תפוחים תמורת עשרה שקלים, ואילו דוד העדיף להיפרד מעשרה שקלים תמורת קילוגרם תפוחים. כל אחד מן השניים שיפר את מצבו הודות לעסקה, ולכן סך כל התועלת שהפיקו שניהם עלתה. ה"עוגה" גדלה. העסקה היא יעילה.

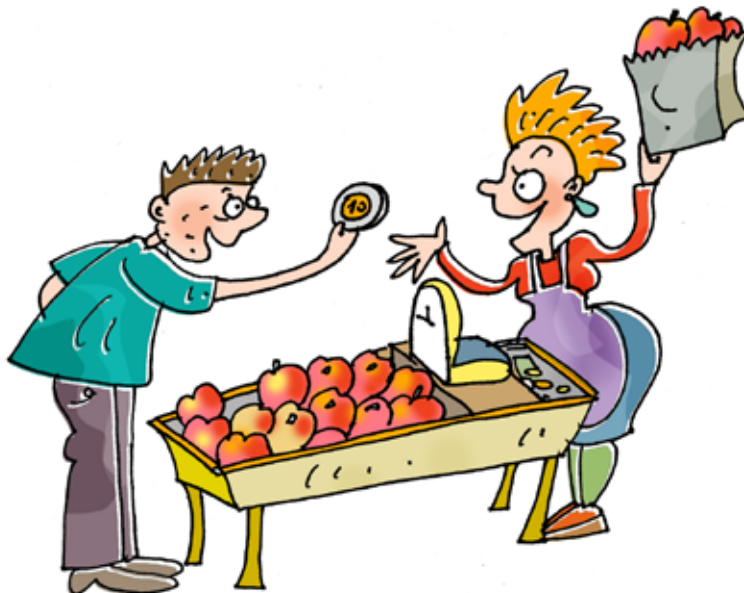
ומן המשל אל הנמשל.

חברה גדולה שבעליה מפוזרים בציבור הרחב - למשל גוגל או פייסבוק - רוצה להגן על בעליה, כדי שאם תפשוט את הרגל הנושים לא יוכלו להיפרע מנכסיהם הפרטיים ויהיה עליהם להסתפק בנכסי החברה, כלומר יוחל כלל האחריות המוגבלת. על פי רוב, הנושים של חברות גדולות כאלה הם הבנקים. כדי שהבנקים יסכימו לקבל את כלל האחריות המוגבלת ולהסתכן בכך שלא יוחזרו להם מלוא כספי ההלוואה, הבעלים יידרשו לשלם מחיר כלשהו. המחיר מתבטא בשער ריבית גבוה שהחברה תשלם עבור ההלוואה - למשל במקום ריבית של חמישה אחוזים לשנה, החברה תשלם ריבית של תשעה אחוזים לשנה.

הבנקים מעדיפים לקבל תוספת של ארבעה אחוזי ריבית ולספוג את הסיכונים הכרוכים באחריות מוגבלת. מנגד, הבעלים מעדיפים לשלם תוספת ריבית של ארבעה אחוזים לשנה ולא להיחשף לסיכון שהבנקים ייפרעו מתוך נכסיהם הפרטיים אם החברה תפשוט את הרגל. תוספת של ארבעה אחוזי ריבית לשנה כדאית לשני הצדדים, ולכן עסקת האחריות המוגבלת היא עסקה יעילה.

### מיד תיעשה הסיבה לכך ברורה ומובנת.

בהיעדר אחריות מוגבלת, הבעלים חשופים לתביעות הבנקים וצפויים לאבד את כל נכסיהם. זהו איום כבד על הבעלים, במיוחד אם השקיעו בחברות רבות בדומה למשקיעים רבים בארצות המערב. די שאחת החברות תפשוט את הרגל כדי שהבעלים יהיו חשופים לתוצאות הרסניות מבחינתם. אם אחריות הבעלים היא אחריות מוגבלת, הבנקים חשופים לסיכון שכמה חברות הלוות מהם לא יעמדו במילוי התחייבויותיהן ואילו הם יהיו מנועים מלהיפרע מן הנכסים הפרטיים של הבעלים; מנגד, הבנקים יכולים להניח שלא כל החברות יפשוטו את הרגל, ותוספת הריבית שהם גובים בגין ההלוואות לחברות יהיה בה די כדי לפצות על הסיכון הזה ועוד להותיר בידיהם רווח. כשמביאים בחשבון את מכלול השיקולים הללו, ודאי שהבעלים יסכימו לשלם תוספת ריבית כדי להסיר מעל עצמם איום מפחיד במיוחד, ואילו הבנקים יסכימו להסתפק בתוספת הריבית כי די בה כדי לפצות אותם על הפסדיהם ועוד להותיר בידיהם רווח. אי לכך ה"עסקה" של העברת סיכוני פשיטת הרגל מן הבעלים אל הנושים - הלוא היא עסקת האחריות המוגבלת - היא עסקה יעילה. אכן, הבנקים המלווים לחברות בעירבון מוגבל מוסיפים למחיר האשראי, כלומר לריבית שהם גובים מן החברות הלוות, תוספות המיועדות לפצות אותם על סיכוני פשיטת הרגל. הם שמחים לקבל את תוספת הריבית הזו והבעלים של החברות הלוות שמחים לשלם אותה כדי להסיר מעל עצמם את איומי פשיטת הרגל; עסקה זו אינה שונה במהותה מכל עסקה אחרת הכדאית לשני הצדדים, ממש כמו העסקה שבה נופר מכרה את תפוחיה בשוק לדוד לרווחתם של שני הצדדים.



## האם השתכונעתם? יש לקוות שלא לגמרי!

האמת היא שהדברים אינם פשוטים כל כך. יש מקרים שבהם ההכרה באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה, כלומר בעיקרון של הגבלת האחריות, אינה מתקבלת על הדעת. נפתח בדוגמה.

יפית היא בעלים של מכון ספורט המאורגן כחברה בעירבון מוגבל. בניגוד לנדרש על פי חוק הספורט, יפית לא השקיעה הרבה ממשאביה העצמיים במכון, לא רכשה ביטוח למקרים של תאונות ספורט למתאמנים וגם לא דאגה לאמצעי בטיחות שיגנו על המתאמנים מפני סיכונים של תאונות ספורט. גיא, אחד הלקוחות של יפית, נפצע תוך כדי פעילות ספורטיבית במכון ונגרמה לו נכות גופנית. גיא הגיש תביעה נגד החברה של יפית, אשר בה הוא רשום כמתאמן. התברר שהחברה ריקה מנכסים, ואילו יפית, הבעלים, סירבה לפצות אותו בטענה שאחריותה לחובות החברה היא אחריות מוגבלת. כיצד לדעתכם יש ליישב את הסכסוך?

קל להבחין בכמה וכמה הבדלים בין היחסים בין גיא ליפית לבין היחסים בין בעלים של חברה לבנקים הנוגעים לאחריות המוגבלת של הבעלים, שדנו בהם קודם.

ראשית, בדוגמה הקודמת הבנקים פיצו את עצמם על אי-יכולתם להיפרע מנכסיהם הפרטיים של הבעלים באמצעות העלאת שיעור הריבית. ביחסים בין גיא ליפית לא נערכה עסקה - לפחות לא עסקה מפורשת - באשר לסיכון הכרוך בפשיטת הרגל של החברה, וגיא ככל הנראה לא קיבל הנחה בדמי המנוי כדי ליטול על עצמו את הסיכון שהחברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה. סביר להניח שאילו הצדדים היו עורכים ביניהם הסכם מפורש בשאלה מי משניהם יישא בסיכון שהחברה תפשוט את הרגל, ככל הנראה לא היו מסכימים על אחריות מוגבלת. ומדוע? כי הפיצוי הכספי הנמוך ביותר שגיא ידרוש כדי ליטול על עצמו את הסיכון מן הסתם גבוה מן המחיר הגבוה ביותר שיפית מוכנה לשלם לו. למשל, אילו ידע גיא שיפית לא תהיה ערבה לבריאותו במקרה של תאונה, היה מסכים להצטרף למכון רק תמורת הנחה של 1000 ₪ לשנה. אך יפית מוכנה לתת לו הנחה שאינה גבוהה מ-500 ₪ בלבד. בדוגמה הקודמת של עסקת התפוחים בשוק, מצב דומה למתואר כאן יכול להיות אם נופר אינה מוכנה להסתפק בפחות משנים-עשר שקלים לקילוגרם אחד של תפוחים, ודוד מוכן לשלם תמורת אותו קילוגרם לא יותר משמונה שקלים. במצב כזה התפוחים נותרים אצל נופר, כלומר לא נרקמת עסקה. כך גם בענייננו: האחריות לאיתנותו של העסק צריכה להישאר אצל יפית ולא "להימכר" לגיא. נוסף על כך, ברוב החברות הציבוריות מושקע ממון רב, ובכלל זה ממון רב של הבעלים, ופשיטת הרגל היא תוצאה של כישלון עסקי שהתרחש בשלב מאוחר יותר. אולם כאמור, יפית לא השקיעה מכספה בחברה סכום סביר. אילו העסק היה פורח, הרווחים היו נכנסים לחשבון הבנק שלה, אך את ההפסדים היא מבקשת להעמיס על גיא ועל מתאמנים אחרים במצבו. משיקולים אלה עולה כי הכרה באחריותה המוגבלת של יפית איננה רעיון טוב ככל שהדבר נוגע ליחסיה המשפטיים עם גיא.



המקרים שבהם המשפט מסרב להכיר באחריותם המוגבלת של הבעלים ומטיל עליהם את חובות העסק מכונים מקרי **הרמת המסך** (ראו מסגרת). המשפט מרים כביכול את המסך החוצץ בין האישיות המשפטית הפרטית של הבעלים לאישיותה המשפטית של החברה, ורואה בהם "אדם אחד". הרמת המסך היא הדרך של המשפט לסייע לנושים להיפרע מן הנכסים הפרטיים של הבעלים, והדבר נעשה כאשר אין זה צודק להניח לבעלים להסתתר מאחורי המסך ולהעלות את הטענה הפורמלית שאין כל קשר בין חובותיה של החברה לבין חובותיהם הפרטיים.

השאלה אימתי צודק וראוי להרים את המסך איננה יורדת מסדר היום המשפטי שלנו. בשנים האחרונות התרבו פשיטות הרגל של חברות ציבוריות גדולות. הציבור הרחב משקיע את חסכונו בחברות מעין אלה ולכן רבים מאתנו הם ה"נושים" של חברות פושטות רגל. הבעלים של חברות אלה, בדרך כלל עשירים מופלגים ("טייקונים"), אינם ששים לתרום מכספם לטובת הנושים ומעלים את טענת האחריות המוגבלת, כלומר טוענים שאישיותה המשפטית של החברה נפרדת מזו שלהם ולכן אינם חייבים בחובותיה. כך הם מאלצים את הנושים לספוג "תספורת", שמשמעותה ויתור על חלק גדול מן החוב המגיע להם.

לאחר שקראתם את הפסקאות האחרונות, נסו לנסח לעצמכם אילו תנאים צריכים להתקיים כדי להתיר לבעלים של חברה להסתתר מאחורי מסך ההתאגדות ("לעשות תספורת" לנושים), ולהיפך: מתי יש להפעיל את נשק הרמת המסך נגד בעלים של חברה המנסים "לעשות תספורת" לנושים.





## פרק ב: בעיית הנציג

בעיית הבעיות של חברות ציבוריות גדולות מכונה **בעיית הנציג**, ודיני החברות מאורגנים סביב ניסיונות כאלה ואחרים לצמצם את פגיעתה הרעה. הצגנו את בעיית הנציג כאשר ניתחנו את מהותה של הפירמה. הזכרנו את הנטל המוטל על הפירמה, ההולך וגדל ככל שהיא מתרחבת, להוציא הוצאות ניטור כדי לפקח על ספקי הסחורות והשירותים בחברה ולהבטיח שינהגו בנאמנות. כעת נרחיב סוגיה זו.

בעיית הנציג מופיעה בקשר לדיני החברות בהיבטים אחדים, ובפרק זה נסקור שלושה מהם: היבט אחד הוא קיומה של בעיית נציג בין מנהלים לבעלים; היבט שני מתייחס לבעיית הנציג שבין רוב הבעלים למיעוט הבעלים; היבט שלישי מתייחס לבעיית הנציג בין בעלים לנושים. דיני החברות עוסקים גם בבעיות נציג נוספות, שלא יפורטו כאן מפאת קוצר היריעה.

### מנהלים ובעלים

הבעלים של הפירמה הם בעלי מניותיה.

**מהי מניה?**

מניה היא חלק מן הבעלות בחברה. למשל, אם יש בחברה אלף מניות, כל מניה מייצגת אלפית אחת מן הבעלות בחברה. לכן אם החברה מחלקת את רווחיה לבעלים - או מחלקת **דיבידנד** (ראו מסגרת) - כל מניה תקבל אלפית אחת מן הרווחים המחולקים. בדומה לכך, אם החברה תגיע לסוף ימיה ותימחק וייוותרו בה נכסים גם לאחר שפרעה את חובותיה לנושים, כל מניה תקבל אלפית אחת מהשווי של אותם נכסים.

#### מהו דיבידנד?

כאשר חברה מפיקה רווחים מפעילותה העסקית, עומדות בפניה שתי אפשרויות: האחת, להותיר את הרווחים בעסק על מנת לבססו ולהרחיבו; השנייה, לחלק את הרווחים לבעלי המניות על פי שיעור אחזקותיהם במניות החברה. רווחים המחולקים לבעלי המניות נקראים דיבידנד.

מנהלי החברה הם נושאי משרה שמונו למשרתם כדי לקדם את ענייניה של החברה ולהגדיל את רווחיה, על מנת שבעלי המניות יראו ברכה בהשקעתם. בראשם עומד מנהל ראשי, הנקרא על פי רוב **מנכ"ל החברה** (ראו מסגרת). רבות מן ההחלטות שהחברה מקבלת מדי יום הן למעשה החלטותיה של קבוצת המנהלים.

בחברות גדולות יש בדרך כלל מנהלים רבים, וכל אחד מהם מופקד על תחום פעילות מסוים, כגון ייצור, שיווק, חשבונאות, יחסי מסחר בין החברה לבין צדדים שלישיים. הנהלת החברה היא גוף היררכי, כלומר גוף שבו ההחלטות אינן מתקבלות בהצבעה דמוקרטית כי אם על פי החלטתו של המנהל הכללי, או מנכ"ל החברה. עם זאת, כפי שיובהר בהמשך, הנהלת החברה כפופה להנחיותיו של דירקטוריון החברה, שעוד יורחב עליו הדיבור.

בעיית הנציג ביחסים שבין המנהלים לבין בעלי המניות מתעוררת בשל חריגות (אנומליה) במהות בעלותם של בעלי המניות בחברה. מה חריג בבעלות זאת? בדרך כלל, כאשר אדם הוא בעלים של נכס, יש לו שליטה מלאה על גורלו של הנכס. למשל, אם יש בבעלותכם טלפון סלולרי, אתם רשאים להפעילו כרצונכם, להחביאו במגירה, למכור אותו, להשכיר אותו או להשליך אותו לנהר. לעומת זאת, בעלותם של בעלי המניות בנכס הקרוי "חברה" אינה מאפשרת להם לעשות בנכס שלהם כרצונם: לאחר שהשקיעו את כספם בחברה, את מרב ההחלטות מה יעשה בכספים אלה מקבלים המנהלים ולא בעלי המניות. במילים אחרות, נוצרת כאן הפרדה בין הבעלות בנכס לבין השליטה בו, שלא כמו בעלות בנכסים אחרים, שבהם הבעלות משודכת לשליטה.

למנהלים יכול שיהיו אינטרסים משלהם, השונים במובהק מאלה של בעלי המניות. למשל, ייתכן שהם מעוניינים לקבל שכר גבוה, לקיים אורח חיים ראוותני, לנהל את ישיבות החברה בפריז ולא בקריית אונו למשל, או להסיט הזדמנויות עסקיות מן החברה אל עסקים אחרים הנמצאים בבעלותם. התוצאה היא שבעלי המניות, שהפקידו את רכושם בידי נציגים מטעמם, עלולים לגלות שהנציגים אינם נאמנים לשליחות שהוטלה עליהם, ואילו הם, בעלי המניות, נדרשים לשלם את המחיר (כיצד הם משלמים את המחיר?)

## רוב בעלי המניות ומיעוט בעלי המניות

היבט שני של בעיית הנציג טמון ביחסים בין מי שמחזיק בידיו את רוב המניות בחברה, המכונה **בעל שליטה**, לבין יתר בעלי המניות, המכונים **בעלי מניות המיעוט**.

כדי להדגים בעיית נציג זו נניח שמיכל היא בעלת המניות היחידה בחברה א' ובעלת שבעים אחוזים מן המניות בחברה ב'. שלושים האחוזים הנותרים של מניות חברה ב' מצויים בבעלותם של בעלי מניות המיעוט. מאחר שמיכל היא בעלת השליטה בחברה ב', היא יכולה למנות נושאי משרה, כגון מנהלים, כדי לנווט את פעילותה של החברה. נושאי משרה אלה חבים לה את מינויים ולכן הם נאמנים לה. למיכל יש אינטרס להעביר עושר מחברה ב' שבבעלותה החלקית לחברה א' שבבעלותה המלאה. למשל, אם היא מעבירה שקל אחד מחברה ב' לחברה א', ההעברה מסבה לה נזק של 70 אגורות בחברה ב' (מדוע?) ותועלת של 100 אגורות בחברה א'. לכן ההעברה כדאית לה, אך היא מזיקה לבעלי מניות המיעוט בחברה ב'.

זהו מצב דברים שכית. נניח, לדוגמה, שלחברה ב' נקרתה הזדמנות עסקית רווחית, אך מיכל משפיעה על נושאי המשרה בחברה ב' לדחות את ההזדמנות כדי שאפשר יהיה להפנותה לחברה א'. בדרך זו כל הרווח יצטבר בקופתה של חברה א' ויעשיר את מיכל אישית. מובן שמדיניות כזו פוגעת באינטרסים של בעלי מניות המיעוט בחברה ב'.

## בעלי מניות ונושים

בין בעלי המניות בחברה לבין נושיה יש לעתים קרובות ניגוד עניינים. מאחר שעל פי התפיסה המקובלת בעלי המניות הם גם בעלי החברה ויש ביכולתם למנות את נושאי המשרה שבה, הללו נוטים בדרך כלל להעדיף את האינטרסים של בעלי המניות על פני האינטרסים של הנושים, ולעתים יש בכך כדי להסב נזקים קשים לנושים.

בואו נפשיל שרוולים ונחשב כמה חישובים.

נניח ששתי הקבוצות, בעלי המניות והנושים, השקיעו כל אחת מיליון ₪ בחברה. בעלי המניות מקבלים תמורת השקעתם את מניות החברה, ואילו הנושים מקבלים הבטחה שהחוב יוחזר להם בצירוף ריבית, הבטחה בצורה של **אגרות חוב** (ראו מסגרת) הנושאות ריבית של עשרה אחוזים בשנה.

איגרת חוב היא התחייבות של החברה להחזיר לבעליה את סכום ההלוואה שהעמיד לרשות החברה בצירוף ריבית מוסכמת. איגרות חוב מונפקות לתקופה קצובה מראש. בתום התקופה החברה מחזירה את קרן החוב לבעל איגרת החוב, ובמועד זה איגרת החוב "פוקעת". חברות ישראליות רבות נמנעות משיווק מניותיהן לציבור או משווקות כמות מוגבלת של מניות לציבור, אך הן מגייסות כספים רבים באמצעות הנפקת אגרות חוב.

נניח שלחברה יש הכנסה שנתית קבועה של 120,000 ₪. מה חלקה של כל אחת מן הקבוצות בסכום זה? הואיל והחברה חייבת להחזיר את החובות לנושים לפני שהיא מחלקת דיבידנד לבעלי המניות, בעלי אגרות החוב מקבלים כל שנה 100,000 ₪ (מדוע?) ורק היתרה, בסך 20,000 ₪, מחולקת בין בעלי המניות. שימו לב שהדין מחייב את החברה לפרוע את חובותיה לפני חלוקת דיבידנד. לולא כן, איש לא היה מוכן להלוות אפילו שקל אחד לחברה בשל החשש שכספי ההלוואה ישמשו לתשלום דיבידנד ובחברה לא ייוותרו די אמצעים להחזיר את ההלוואה.

נניח עתה שהחברה מקבלת הצעה לשנות את אפיקי ההשקעה שלה: במקום הכנסה שנתית בטוחה של 120,000 ₪, היא יכולה להשקיע בעסק הרבה פחות בטוח עם סיכוי של 85% שההכנסה השנתית תרד ל-80,000 ₪ בלבד וסיכוי של 15% שהיא תעלה ל-300,000 ₪.

האם כדאי לחברה לזנוח את אפיק ההשקעה המקורי שלה ולהסתכן?  
התשובה היא כנראה "לא".

בתרחיש הטוב, אם מכפילים את הכנסות החברה - 300,000 ₪ - בסיכוי של 15% שהתרחיש יתממש, נקבל **שתוחלת הרווח** (ראו מסגרת) היא 45,000 ₪. לעומת זאת, תוחלת הרווח בתרחיש הרע היא 68,000 ₪, סכום המתקבל ממכפלת הסכום 80,000 ₪ בסיכוי של 85% שתרחיש זה יתממש. לכן תוחלת הרווח הכוללת מן ההרפתקה החדשה היא בסך הכול 113,000 ₪, שהוא סכום המתקבל מצירוף התוחלות של שני התרחישים. סכום זה קטן מהסכום שהיה מובטח לחברה - 120,000 ₪ - אילו דבקה באפיק ההשקעה המקורי. הנושים, כמובן, יתנגדו למעבר מאפיק ההשקעה הראשון, הבטוח, לאפיק השני המסוכן. כל עוד החברה דבקה באפיק המקורי לא מרחף כל איום על ציפיתם לקבל את הריבית השנתית המגיעה להם בסך 100,000 ₪. באפיק המסוכן הנושים אינם מרוויחים דבר אם יתממש התרחיש הטוב (מדוע?), והם מפסידים אם מתממש התרחיש "הרע", כי במקרה זה החברה אינה מייצרת די הכנסות כדי לשרת את חוב הריבית המגיע להם.

ננסה להבין את המושג **תוחלת**. נניח שיש לכם כרטיס הגרלה המזכה אתכם ב-10 ₪ אם הוא עולה בגורל, ויש לו סיכוי של 50% לעלות בגורל. תוחלת השווי של כרטיס זה היא 5 ₪, סכום המתקבל ממכפלת שווי הזכייה (10 ₪) בהסתברות שהזכייה תתממש (50%). כדי להבין מדוע אלה הם פני הדברים, תארו לעצמכם שרכשתם 1000 כרטיסי הגרלה. כמחצית מהם יעלו בגורל ולכן השווי הממוצע של כל אחד מן הכרטיסים הוא 5 ₪. אם לכרטיסי ההגרלה יש סכח המניב 20 ₪ במקרה של זכייה והסיכוי לזכייה בסכח הוא 10%, תוחלת השווי של הסכח היא 2 ₪. תוחלת השווי של הכרטיס והסכח גם יחד היא 7 ₪, שהוא סכום התוחלות של כל אחד ממרכיבי הכרטיס.

אף שהמעבר מן האפיק המקורי והבטוח אל האפיק החלופי אינו רצוי לחברה, יש סיכוי סביר שנושאי המשרה - שטובתם של בעלי המניות לנגד עיניהם - יאמצו דווקא את האפיק השני, המסוכן והפחות רווחי.

בואו נראה איך ומדוע עלול הדבר להתרחש.

אם התרחיש הרע יתממש, בעלי המניות יפסידו הכנסה שנתית של 20,000 ₪, שכן אחרי תשלום הריבית לנושים (שאף היא לא תשולם במלואה) לא ייוותר דבר לחלוקת דיבידנד. יש סיכוי של 85% שתרחיש זה יתממש, ולכן תוחלת ההפסד מבחינת בעלי המניות היא 17,000 ₪ (הפסד של 20,000 ₪ כפול 85%). מנגד, אם התרחיש הטוב יתממש, בעלי המניות ישפרו את מצבם לעומת התרחיש הרע ב-180,000 ₪, שהרי עתה ייוותרו להם 200,000 ₪ לחלוקת דיבידנד במקום 20,000 ₪, שהוא הסכום שהיה נותר להם באפיק ההשקעה המקורי. הסיכוי לקבל תוספת עושר זו של 180,000 ₪ הוא 15%, ולכן התוחלת

של תוספת העושר היא 27,000 ₪. אם מצרפים את שתי התוחלות - השלילית הנובעת מאפשרות התממשותו של התרחיש הרע והחיובית הנובעת מאפשרות התממשותו של התרחיש הטוב - התוצאה הסופית היא שבעלי המניות ישפרו את תוחלת הרווח שלהם ב-10,000 ₪.

אם כן, ראינו שבחברה יש בעיות נציג אחדות, וסקרנו את שלוש החשובות שבהן: זו היוצרת ניגודי עניינים בין המנהלים לבין בעלי המניות, זו היוצרת ניגודי עניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט וזו היוצרת ניגודי עניינים בין בעלי המניות לבין הנושים. לו נותרו בעיות נציג אלה ללא פתרון, שיתוף הפעולה בין הקהילות השונות בתוך התאגיד לא היה מתאפשר, שכן משקיעים המכלכלים את צעדיהם בזהירות היו חוששים להניח את כספם על קרן הצבי. למרבה המזל, דיני החברות יש בהם כדי למזער, גם אם לא לבטל, את חומרתן של בעיות נציג אלה, והם מאפשרים לקיים את שיתופי הפעולה הנדרשים להצלחת המיזם המשותף.

## דרכים למזעור העלויות של בעיות הנציג בדיני החברות

בדיני החברות יש לפחות שלוש קבוצות של פתרונות לבעיות הנציג, אולם אף אחד מן הפתרונות הללו איננו מושלם. תמיד עלולים להימצא מנהלים ונציגים אחרים שלא יהיו נאמנים לחברה ולקהל המשקיעים בה וינסו לנקוט אמצעים מתוחכמים כדי להיטיב עם עצמם על חשבון החברה. לכן יש לראות בפתרונות שייסקרו כאן פתרונות חלקיים בלבד, המצמצמים את היקף הבעיה אך אין בהם כדי לבער לחלוטין. דיני חברות נחשבים מוצלחים יותר ככל שהפתרונות יעילים יותר. שלוש הקבוצות הן פתרונות ארגוניים, פתרונות משפטיים ופתרונות שוקיים. נייחד דיון קצר לכל קבוצה.

## פתרונות ארגוניים

פתרונות ארגוניים הם אלה המסדירים את הארגון הפנימי בחברה באופן שיש בו כדי לצמצם את עלויותיהן של בעיות הנציג. לפני שנפרט מה הם פתרונות ארגוניים אלה, ראוי להוסיף הקדמה קצרה על המבנה הארגוני הבסיסי של חברה. לכל חברה יש **אסיפה כללית**, שהיא מפגש המתקיים מפעם לפעם ומוזמנים אליו כל בעלי המניות בחברה. תפקידים מסוימים מיוחדים בחוק לאסיפה הכללית, והחשובים שבהם הם קביעת כללי ההתנהגות של החברה ועיגונם במסמך הקרוי **תקנון** ובחירת **דירקטוריון** החברה (על מהות הדירקטוריון ועל הגדרת תפקידיו ראו להלן). החלטות האסיפה הכללית נעשות בהצבעה, כאשר לכל מניה יש קול אחד. **בחברות פרטיות** (ראו מסגרת) שאינן נסחרות בבורסה אפשר ליצור סוגי מניות מיוחדים עם זכויות הצבעה מיוחדות. לצד האסיפה הכללית והדירקטוריון, לכל חברה יש הנהלה מעשית, המופקדת על ניהול ענייניה השוטפים.

**חברה פרטית** היא חברה שמניותיה אינן נסחרות באופן חופשי בשוק שנועד לכך - הבורסה. בעלי המניות בחברה פרטית אמנם רשאים למכור את מניותיהם בתנאים מסוימים למי שמוכן לקנות, אך בהיעדר שוק מסודר קשה למצוא קונים ו"להיפטר" מהן. ואילו **חברה ציבורית** היא חברה שמניותיה נסחרות בבורסה, ולמניות הללו נקבע **שער יומי**, שהוא מחירן של המניות באותו יום.

הפתרון הארגוני החשוב ביותר לבעיות הנציג הוא הדירקטוריון. הדירקטוריון הוא קבוצת נושאי משרה הנבחרים לתפקידם כדי להתוות את מדיניות החברה וכדי לפקח על הוצאת מדיניות זו אל הפועל בידי ההנהלה המעשית והמנכ"ל העומד בראשה. חברי הדירקטוריון, **הדירקטורים**, אינם עובדי החברה. בדרך כלל עיקר עיסוקם הוא מחוץ לחברה בתחומים שונים: מנכ"לים של חברות אחרות, בעלי מקצועות חופשיים כגון עורכי דין או רואי חשבון וכן אנשי ציבור, אקדמאים ואנשי רוח. הדירקטוריון מתכנס לישיבותיו ככל שנדרש, החל בפעם בשבוע בחברות עתירות מעש כגון בנקים, וכלה באחת לשנה בחברות הקטנות ביותר. חברי הדירקטוריון מקבלים את החלטותיהם בהצבעה, אך כללי ההצבעה יכולים להיות שונים מחברה לחברה. נדגיש שוב: הדירקטוריון אינו מנהל את ענייני החברה - תפקיד זה מסור בידי ההנהלה המעשית. חברי הדירקטוריון הם מעין חבורה של משגיחי כשרות או כלבי שמירה, ותכליתם לפקוח עין על הנעשה בחברה ובמיוחד על ההנהלה המעשית כדי להבטיח שהמנהלים - הנציגים - יפעלו ביושר ובמיומנות למען המיוצגים, בעלי המניות.

אם תפקידם העיקרי של הדירקטורים הוא לפקח על הנציגים, האם תוכלו לשער מהי הבעיה המעשית החריפה ביותר המתעוררת בקשר לכך?

אני מניח שהבנתם שהבעיה היא עד כמה אפשר להבטיח את אי-תלותם של הדירקטורים בנציגים, כלומר במנהלים ובעלי השליטה בחברה. בעיה זו נוצרת בעיקר משום שבעלי המניות הם הבוחרים את חברי הדירקטוריון, ואם יש בחברה בעלי שליטה הרי הכוח למנות את הדירקטורים נתון בידיהם. יש לזכור כי גם בעלי השליטה הם "נציגים" (ראו מסגרת). אפשר כמובן לסמוך עליהם שישתדלו לבחור דירקטורים שלא יניחו למנהלים לעשות את בעלי המניות, אך לעומת זאת יש לבעלי השליטה תמריץ לבחור דירקטורים שיניחו להם לעשות את בעלי מניות המיעוט. לשמחתנו לא כל בעלי השליטה מתפתים לתמריץ שלילי זה, אך אין להתעלם מעצם קיומו.

ברוב החברות הציבוריות בישראל שולטים בעלי שליטה. זהו גם המצב ברוב ארצות העולם. יוצאת מן הכלל היא ארצות הברית, אשר בה יש חברות ציבוריות רבות שמניותיהן מפוזרות בקרב הציבור הרחב ולכן אין בהן בעלי שליטה. נוכחותם השכיחה של בעלי השליטה בחברות ציבוריות ישראליות יוצרת מצב שבעיית הנציג העיקרית בישראל היא ניגודי העניינים שבין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט.



המחוקק הישראלי ניסה להתמודד עם בעיה זו וקבע כי בכל חברה ציבורית ימונו לפחות שני דירקטורים חיצוניים (המכונים בקיצור דח"צים). החוק נותן לציבור, כלומר לבעלי מניות המיעוט, סמכויות מסוימות בבחירת הדח"צים ובפיטוריהם, אך גם עם סמכויות אלה אין אדם יכול להתמנות לדח"צ ללא תמיכתם של בעלי השליטה. הספקנים סבורים שבשל מצב דברים זה יש דירקטורים רבים, וביניהם גם דח"צים, שיש להם עניין לפעול לטובת בעלי השליטה גם כאשר אין הפעילות מתבקשת מבחינת טובת החברה. האופטימיסטים סבורים שלמרות הבעייתיות הכרוכה בכך הדירקטוריון הוא כלי חיוני בריסון של בעיות הנציג.

אחת הסמכויות החשובות של הדירקטוריון היא למנות מבין חבריו דירקטורים שיכהנו בוועדות אחדות, שהעיקריות בהן הן **ועדת הביקורת** ו**ועדת התגמול**. ועדת הביקורת מטרתה לשמור על יעילות הניהול ועל טוהר המידות, ואילו ועדת התגמול מפקחת על השכר שהחברה משלמת לנושאי המשרה שבה. זהו תפקיד חשוב ביותר לנוכח חמדנותם של נושאי משרה בחברות רבות, ה"שואבים" מן החברה משכורות גבוהות מאוד והטבות רבות אחרות. חברי ועדות אלה נחשבים לדירקטורים בלתי תלויים בבעלי השליטה, אך מאחר שכל הדירקטורים, ובכללם חברי הוועדות, אינם יכולים להיבחר לתפקידם בניגוד לדעתם של בעלי השליטה, מידת חוסר התלות שלהם בבעלי השליטה שנויה במחלוקת חריפה. אחד הסימנים המדאיגים מתבטא בחוסר יכולתן של ועדות התגמול לרסן את גובה השכר המשולם לנושאי המשרה הבכירים בחברה על חשבון בעלי המניות (ראו מסגרת). החברות המשלמות שכר גבוה במיוחד טוענות להגנתן כי רק באמצעות תשלום שכר גבוה אפשר לגייס מנהלים איכותיים, שהודות לכישורי הניהול הייחודיים שלהם החברה עושה חיל ומניבה רווחים נאים לבעלי המניות. המתנגדים מצביעים על כך שבחלק גדול מן המקרים אי-אפשר להצביע על קשר ישיר בין גובה השכר לבין ביצועי החברה.

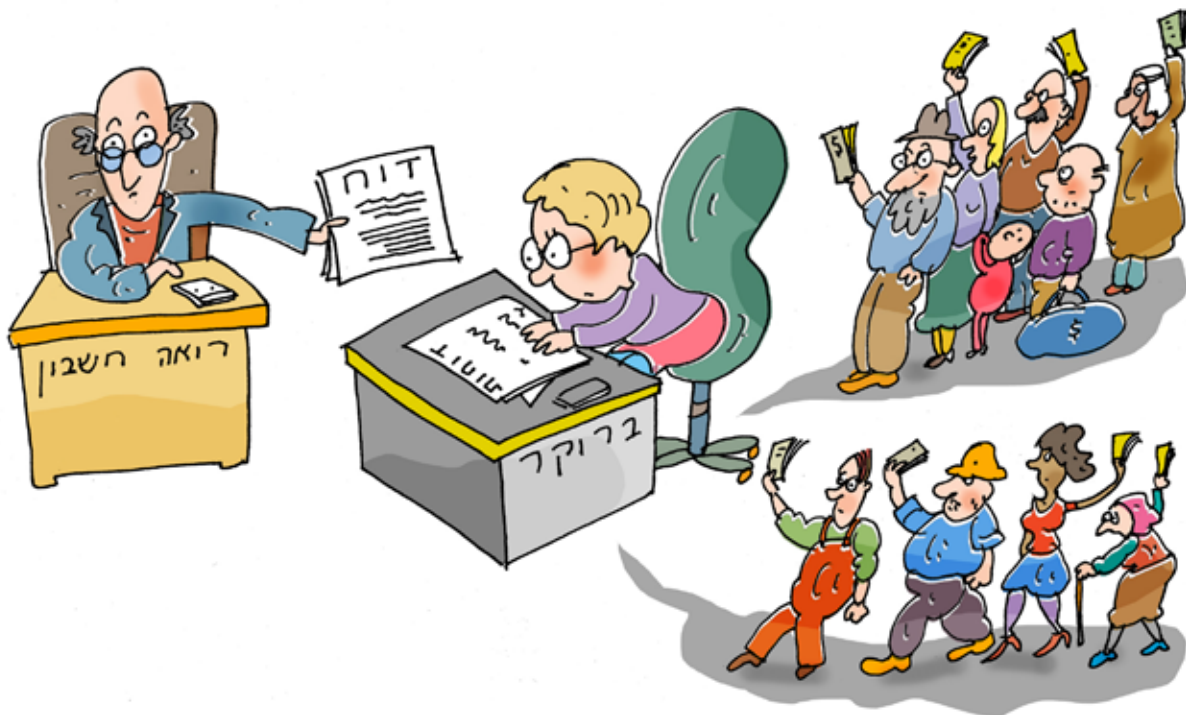
מה דעתכם בשאלה "לוהטת" זו?

בשנת 2015, עשרת שיאני השכר בחברות ציבוריות ישראליות גרפו כ-137 מיליון ₪ שכר שנתי, כלומר כמעט 14 מיליון ₪ לאדם. מאה שיאני השכר גרפו יחד כ-821 מיליון ₪ - שכר שנתי ממוצע של יותר מ-8 מיליון ₪. בארצות הברית המשכורות גבוהות יותר. כאן וגם שם, תופעה זו מעוררת תרעומת ציבורית רבה, בעיקר לנוכח מצבם של בני העשירון התחתון באוכלוסייה, שחלקם סובלים חרפת רעב. המחוקק הישראלי ביקש להתמודד עם בעיה זו באמצעות פרסום שמותיהם של שיאני השכר, בכוונה לבייש אותם ולהקיע אותם בעיני המשקיעים. אולם צעד זה הוביל לתוצאה הפוכה מן המקווה, שכן נושאי משרה שנוכחו לדעת שכמה מעמיתיהם מרוויחים יותר מהם תבעו לעצמם ואף קיבלו "השוואת תנאים". לנוכח כישלונם של ניסיון חקיקתי זה לרסן את שכר הבכירים נעשים כעת ניסיונות נוספים להגבילו באמצעות חקיקה וניסיונות אלה קיבלו גושפנקה חקיקתית במגזר הפיננסי (בעיקר בנקים וחברות ביטוח).

בין הפתרונות הארגוניים האחרים שנועדו לצמצם את פגיעתן הרעה של בעיות הנציג יש לציין בעיקר שניים. האחד, כל חברה ציבורית חייבת להעסיק רואה חשבון מבקר עצמאי, כלומר רואה חשבון שאינו עובד החברה, שיבקר את דוחותיה הכספיים (ראו מסגרת) ובכך יאפשר לציבור לעמוד על מצבה הפיננסי. הציבור יוכל להעריך את מדיניות ההשקעה שלו בחברה ולהחליט אם לרכוש את מניותיה ולהלוות לה כספים או להיפך - למשוך את השקעתו מן החברה ולהועידה לאפיקים חלופיים.

הפתרון הארגוני השני שיוזכר כאן הוא מבקר הפנים של החברה. כל חברה ציבורית חייבת למנות מבקר פנים, שיסייע לה לאתר כשלים ניהוליים ולבער פגיעה בטוהר המידות.

כל חברה ציבורית נדרשת לערוך דוחות כספיים מפורטים ביותר המסייעים לעמוד על מצבה הפיננסי. הדוחות צריכים להיערך על פי תקנים חשבונאיים דקדקניים, ותפקידו של רואה החשבון המבקר של החברה להבטיח שכך אכן נעשה. בדרך כלל, משקיעים קטנים אינם יודעים לפענח דוחות כספיים אלה. אך רוב הציבור משקיע בחברות ציבוריות בתיווכם של אנשי מקצוע כגון ברוקרים, קרנות נאמנות וקופות פנסיה, ולכן אם רואה החשבון המבקר עושה את מלאכתו כראוי יש ערך רב לפרסום הדוחות ברבים. מספר בלתי מבוטל של שערוריות פיננסיות שגררו פשיטות רגל המוניות נגרם מעבודה לקויה של רואי חשבון מבקרים, שהסתירו מידע חיוני מעיני הציבור.



## פתרונות משפטיים

**יש שני סוגים של פתרונות משפטיים: מהותיים ודיוניים.**

פתרון נחשב מהותי אם הוא יוצר זכויות וחובות משפטיות. במקרה שלנו, הדין מטיל על נושאי המשרה בחברה **חובת זהירות וחובת אמונים**. משמעות חובת הזהירות היא שעל נושאי המשרה לנהוג בזהירות ובמיומנות במילוי תפקידיהם. אם הם מתרשלים במילוייה של חובה זו עליהם לפצות את מי שנפגע מרשלנותם, בין שהנפגעת היא החברה עצמה ובין שהנפגעים הם צדדים שלישיים. חובת האמונים משמעה שעל נושאי המשרה לנהוג ביושר כלפי החברה ולא להעדיף את טובתם האישית על פני האינטרסים של החברה. גם הפרתה של חובה זו מחייבת את נושאי המשרה לפצות את הנפגעים, ובמקרים חמורים המפרים עלולים גם לתת את הדין בפלילים.

יש הבדל עקרוני בין הפתרונות המשפטיים הללו לבין הפתרונות הארגוניים שסקרנו קודם. הפתרונות הארגוניים מיועדים להקשות על נושאי המשרה לפעול שלא כשורה באמצעות הפיקוח ההדוק המוטל עליהם בידי הדירקטוריון וועדותיו, רואה החשבון המבקר והמבקר הפנימי. לעומת זאת, הפתרונות המשפטיים פועלים בדיעבד, באותם מקרים שבהם הכוח המרסן של הפתרונות הארגוניים "לא עשה את העבודה" ונושאי המשרה נהגו שלא כשורה למרות הפיקוח שהוטל עליהם. כוחם של הפתרונות המשפטיים הוא בהרתעה שהם יוצרים מפני הפרתן של חובות הזהירות והאמונים. מי ששוקל להפר חובות אלה חייב להביא בחשבון כי יש "תג מחיר", ואם ייתפס בקלקלתו הוא צפוי לעונשים הקבועים בחוק. מאחר שהפרתן של חובות הזהירות והאמונים יכולה להוביל לנזקים עצומים, גם הפיצוי על נזקים אלה יכול להיות משמעותי ביותר (ראו מסגרת), ובהחלט יש בו כדי להרתיע נושאי משרה סוררים.

דוגמה אחת תסבר את האוזן. בנק ישראלי קטן ששמו בנק צפון אמריקה נפל קורבן למעילה ענק שביצעו עובדיו. חברי הדירקטוריון של הבנק "נרדמו בשמירה" ואפשרו למעילה להתבצע מתחת לאפם. כשהתגלתה המעילה נשלחו המועלים לכלא, ואילו הדירקטורים חויבו לפצות את הבנק על הנזק בסכום של חמש מאות וחמישה עשר מיליוני ₪, אך שאיש לא חשד שהיו שותפים למעילה. שימו לב שאכיפת החובות המשפטיות מומשה כאן לא נגד הנציגים הטיפוסיים, קרי המנהלים, אלא דווקא נגד מי שהיו אמורים להשגיח עליהם - חברי הדירקטוריון. גם אלה הם נציגים, שכן בעלי המניות המיוצגים הפקידו בידם את הדאגה לגורל השקעתם.

כדי להבין את הנאמר קודם טוב יותר, נעשה ניסוי מחשבתי: שימו עצמכם בנעליו של נושא משרה השוקל להפר את חובותיו, כלומר להתנהג ברשלנות או לא ביושר כלפי החברה. נניח שאם יוציא אל הפועל את אשר הוא זומם הוא יפיק מכך תועלת כלשהי, למשל תועלת של 100 שתופק מכך שיסיט אל חשבוננו האישי הכנסה כספית שאמורה להגיע לקופת החברה. נניח שהסנקציה על מי שנתפס בהפרת חובה מעין זו היא בשיעור של 1000. אך לא כל המפרים נתפסים בקלקלתם, וחלקם "צוחקים כל הדרך אל הבנק", כלשון הביטוי העממי.

האם הסנקציה הצפויה לנתפסים די בה כדי להרתיע נושאי משרה רציונאליים החפצים להפך את חובותיהם? חישובו לרגע על התשובה לפני שתקראו את הפסקה הבאה.

בהנחה שנושאי המשרה הם **אדישים לסיכונים** (ראו מסגרת), הסנקציה הצפויה תרתיע אותם אם ורק אם יידעו שיש סיכוי להיתפס לפחות ב-10% מן המקרים. נושאי המשרה רואים לנגד עיניהם את תוחלת הנזק הצפויה להם מן התפיסה, המתקבלת ממכפלת סכום הסנקציה 1000 בסיכוי שתוטל 10%, דהיינו 100. ככל שהסיכוי להיתפס גבוה מ-10%, כך תוחלת הנזק גדולה יותר. בפרט, אם תוחלת הנזק גבוהה מ-100 (למשל, אם הסיכוי להיתפס הוא 20%), לנושאי משרה רציונאליים לא יהיה כדאי להסתכן והם יירתעו מביצועו של המעשה האסור.

תארו לעצמכם שמישהו מציע לכם לבחור בין שתי אפשרויות: אפשרות א' היא לקבל בוודאות 1000 ₪, אפשרות ב' היא לקבל 2000 ₪ בהסתברות של חצי ואפס בהסתברות של חצי. מה תעדיפו? שימו לב שתוחלת הרווח בשתי האפשרויות זהה, כי התוחלת באפשרות ב' היא 2000 ₪ כפול חצי ועוד אפס כפול חצי ובסך הכול 1000 ₪. אדם המעדיף את אפשרות א' מכונה "שונא סיכון", כי הוא מעדיף את תוחלת הרווח הוודאי של 1000 ₪ על פני התוחלת הנתונה בהגרלה שבאפשרות ב', אף על פי ששתי התוחלות זהות. אדם המעדיף את אפשרות ב' מכונה "אוהב סיכון", כי הוא מעדיף את ההגרלה. מי שאדיש לבחירה בין שתי האפשרויות מכונה "אדיש לסיכונים". אם בדוגמה שהובאה בפסקה למעלה נושא המשרה שונא סיכונים, בהחלט ייתכן שיירתע מביצוע ההפרה גם אם הסיכוי שייתפס קטן מ-10% (מדוע?).

עד כאן עסקנו בפתרונות משפטיים **מהותיים** לטיפול בבעיות הנציג. אך כידוע, אין ערך רב לזכויות ולחובות אם אין דרך מעשית לאכוף אותן, כלומר לקיים דיון בבית המשפט שבו הזכויות נאכפות. הארה זו מובילה אותנו מעולם הפתרונות המהותיים אל עולם הפתרונות הדיוניים, קרי הפתרונות המאפשרים לאכוף את הזכויות המהותיות בבית המשפט.

עיקר החובות המוטלות על נושאי המשרה הם שלא להתרשל ושלא לנהוג בחוסר יושר כלפי החברה. משמעות הדבר היא שבעלת הזכות לאכוף את החובות הללו היא החברה עצמה. ואולם אם הנציגים עצמם הם שהפרו את החובות - דהיינו נושאי המשרה או בעלי השליטה בחברה, שבידם שמורה הזכות להחליט על מי החברה רוצה לאכוף את זכויותיה - סביר להניח שלא ירצו לפעול נגד עצמם בשם החברה. התוצאה היא שבמקרים רבים, למפרים את החוק יש תמריץ להעלים הפרות ולטשטש אותן, ולכן הפתרונות המהותיים שהוזכרו קודם עלולים להיוותר כאבן שאין לה הופכין.

הפתרון הדיוני שהדין מעמיד לקורבנות ההפרה הוא נשק **התביעה הנגזרת**. תביעה זו מהי? כאשר מתברר לבית המשפט כי יש חשד סביר שזכויות החברה הופרו מצד כלשהו, הוא רשאי להתיר לכל בעל מניות, זעיר ככל שיהיה ואפילו אין לו יותר ממניה אחת מתוך מיליון, להתייצב בדיון ולתבוע את המפר בשם

החברה. זהו יוצא מן הכלל החורג מן הנהוג בתביעות רגילות, שכן בדרך כלל רק הדירקטוריון והנהלה מוסמכים להחליט להגישן. בעלי מניות זעירים מקבלים מעמד להגיש תביעות נגזרות רק מפני החשש שבשל ניגודי העניינים בין החברה לבין נושאי המשרה ובעלי השליטה לא תתבררנה תביעות ראויות.

האם אתם מבחינים בקושי כלשהו בהפעלתה של שיטה מעין זו?

הקושי נעוץ כמובן בשאלת התמריצים. תארו לעצמכם שדינה היא בעלת מניה אחת מתוך מיליון בחברה ציבורית גדולה, ויש בידה חומר המעורר חשד שנושאי המשרה בחברה הפכו את חובותיהם כלפיה. דינה רשאית להתייצב בבית המשפט ולבקש לייצג את החברה נגד המפרים. אך האם כדאי לה לעשות זאת? בהיעדר הסדר חקיקתי, הוצאות הדיון המשפטי - ובכללן שכר טרחה לעורכי דין שיכול להיות בלתי מבוטל - תוטלנה כולן על כתפיה של דינה, ואילו אם תזכה בסופו של דבר בפיצוי, הפיצוי יהיה שייך לבעלת הזכות, כלומר לחברה. חלקה של דינה בפיצוי יהיה רק אחד חלקי מיליון. כדי לתמרץ את דינה להירתם למשימה, הדין בישראל מבטיח גם לדינה וגם לעורך הדין המייצג אותה פיצוי הולם על מאמציהם, שישולם להם מתוך הסכום שיצליחו להשיג למען החברה. המדובר בסכום משמעותי, שלעיתים יכול להגיע למיליוני שקלים.

מאחר שנושאי המשרה מודעים לאפשרות שיוגשו תביעות נגזרות נגדם, תוחלת הנזק הצפויה להם מאפשרות שתביעות כאלה יתקבלו היא הרתעה אפקטיבית נגד הפרות.

בצד נשק התביעה הנגזרת יש להזכיר נשק דומה, והוא **התובענה הייצוגית**. גם במקרים אלה רשאי כל משקיע לרתום את עצמו לאכיפת החוק, אך שלא כמו בתביעה נגזרת, התובע בתובענה הייצוגית איננו מייצג את החברה כי אם קבוצה של בעלי ניירות ערך (ראו מסגרת) שהוא נמנה עמה.

נייר ערך הוא זכות כלשהי שיכולה להיסחר בבורסה. מניות הן סוג של נייר ערך. גם אגרות חוב הן סוג של נייר ערך. נוסף על אלה יש מגוון רחב של ניירות ערך אחרים. תובענות ייצוגיות בדיני החברות יכולות להיות מוגשות בשם קבוצה כלשהי של בעלי ניירות ערך שהתובע נמנה עמה.

והנה דוגמה: חברה התפארה בהישגים שלא היו ולא נבראו, וקבוצה של משקיעים התרשמו מן ההתפארות הכוזבת הזו ורכשו מניות של החברה. לאחר שהתרמית התגלתה נגרם למשקיעים אלה נזק, שכן ערכן של מניות החברה בבורסה צנח. הקבוצה כולה סבלה נזק ממצגי השווא של החברה, אך החברה עצמה לא נפגעה; אולי אפילו להיפך, כי הודות למצגי השווא היא זכתה למכור מניות לציבור במחירים גבוהים יותר מהמחירים שהייתה יכולה לקבל אילו ידע הציבור את האמת. במצב דברים זה אין מקום להגשת תביעה נגזרת. רק התובענה הייצוגית יכולה להתאים לפיצוי בעלי ניירות הערך הניזוקים.

## פתרונות שוקיים

קבוצת הפתרונות העיקרית השלישית לריסון של בעיות הנציג מעוגנת בהשפעתו של השוק. נסקור בקצרה שני פתרונות שוקיים.

פתרון אחד הוא להצמיד את שכרם של נושאי המשרה בחברה לרמת ביצועיה הפיננסיים. פתרון זה מרמז על פן בלתי מחמיא בטבע האדם: הוא מניח שאין כל טעם להטיף מוסר לנושאי המשרה, שכן חרף כל המאמצים, הם מתמרצים להפיק תועלת אישית רבה יותר גם כאשר זו אינה עולה בקנה אחד עם טובת החברה. אך אם שכרם של נושאי המשרה בחברה ישקף את ביצועיה, יינתן להם תמריץ לשפר את ביצועי החברה - גם אם לא תהיה זו מטרה העומדת לעצמה אלא אמצעי להגדיל את שכרם. על כך נאמר במקורותינו: "מתוך שלא לשמה בא לשמה", כלומר אף שכוונתו של פלוני איננה לעשות את המעשה הראוי, הריהו עושה את המעשה הראוי מסיבות אחרות.

דרך פשוטה לקשור בין שכרם של נושאי המשרה לרמת הביצועים של החברה היא לקבוע יעד חשבונאי ופיננסי, שאם החברה תגיע אליו הם יזכו בפרס כספי, המכונה **בונוס**. למשל, אפשר לקבוע שהמנכ"ל יקבל בונוס של עשרה אחוזים על כל סכום רווח שנתי העולה בשיעורו על סכום יעד של 100 מיליון ₪.

דרך מקובלת יותר לקשור בין השכר לביצועים היא מתן **אופציות רכישה** לנושאי המשרה. אופציה זו היא נייר ערך המאפשר לבעליו להמירו בנייר ערך אחר של החברה תמורת מחיר מוסכם (מחיר ניצול האופציה). למשל, במקרה שאנו עוסקים בו אפשר לקבוע שכל אופציה תאפשר לבעליה להמירה בתוך פרק זמן קבוע מראש במניה רגילה של החברה, תמורת תשלום מחיר ניצול האופציה בסך 100 ₪. אם האופציה איננה מנוצלת בתוך אותו פרק זמן היא פוקעת מאליה. אם ביום האחרון של האפשרות לנצל את האופציה מחיר המניה בבורסה הוא 150 ₪, שוויה של האופציה באותו יום הוא 50 ₪, שכן היא מאפשרת לבעליה לקבל לידי נכס השווה 150 ₪ תמורת 100 ₪ בלבד. מובן שנושאי המשרה המקבלים לידיהם אופציות רכישה מעוניינים לשפר את מצבה של החברה כדי שביום ניצול האופציות ערך מניותיה של החברה יהיה גבוה ככל האפשר. בדרך כלל האופציות ניתנות לבעלי המניות כשהן **בכסף**, אך לעיתים הן ניתנות להם כשהן **מחוץ לכסף** או **בתוך הכסף** (ראו מסגרת).

אופציה היא "בכסף" כאשר מחיר הניצול שלה שווה למחיר המניה בבורסה. אם מחיר המניה לא ישתנה עד סיום חייה של האופציה שוויה יהיה אפס, כי לא יהיה רווח בהמרתה למניה. אופציה היא "מחוץ לכסף" כאשר מחיר הניצול שלה גבוה ממחיר המניה בבורסה. ברור שאין טעם לנצל אופציות כל עוד הן מחוץ לכסף. אופציה היא "בתוך הכסף" אם מחיר הניצול שלה נמוך ממחיר המניה בבורסה. אם מצב זה מתמיד עד ליום ניצול האופציה, יש לה כמובן ערך חיובי. גם אופציות הנמצאות בכסף או מחוץ לכסף ביום מסירתן לבעליהן אינן חסרות ערך, כי מצבה של החברה עשוי להשתפר לפני מועד סיום חיי האופציה ובמקרה זה ייתכן שהיא תיכנס אל תוך הכסף. יש



נוסחאות מתמטיות מסובכות לחישוב ערך של אופציות אלה. אף שהאופציות הן ניירות ערך, מוסכם בין הצדדים כי הן ייחסמו למסחר כדי לא לאפשר לנושאי המשרה למכור אותן בשוק וכך לבטל את הערך התמריצי שלשמן ניתנו, דהיינו שיפור מצבה הפיננסי של החברה כתנאי להגדלת חבילת השכר שלהם.

אף על פי שגם בונסים וגם אופציות לרכישת מניות מיועדים לתמרץ נושאי משרה לפעול בשקידה לטובת בעלי המניות, הם יכולים לעתים להשיג תוצאות הפוכות. חשוב לעצב אותן במיומנות, כדי שלא יחטיאו את המטרה. למשל, אין זה ראוי להעניק לנושאי המשרה אופציות הנמצאות "עמוק" בתוך הכסף, שהרי אז נושאי המשרה יוכלו לגרוף הון לכיסם מבלי לנקוף אצבע.

ועכשיו אציג לכם שאלה קשה: האם תוכלו לשער כיצד קשירת השכר לביצועי החברה כפי שהוסבר עד עתה יכולה לעוות את שיקוליהם של נושאי משרה תאבי בצע?

נבהיר את התשובה לשאלה זו בעזרת דוגמה. נניח שרונית, מנכ"לית החברה, זכאית לקבל בונס של עשרה אחוזים על כל סכום רווח שנתי גדול מ-100 מיליון ₪. נוסף על כך רונית זכאית לקבל שכר קבוע של מיליון ₪ לשנה. בפני רונית עומדות שתי אפשרויות השקעה. האחת צפויה להניב לחברה בוודאות רווח שנתי של 120 מיליון ₪. אם רונית תבחר באפיק השקעה זה, שכרה יהיה 3 מיליון ₪, שיתקבל משכרה הקבוע בסך מיליון ₪ ועוד שני מיליון ₪, שהם עשרה אחוזים מן הרווח העולה בשיעורו על קו היעד. אפשרות ההשקעה השנייה כרוכה בכניסה של החברה למיזם מסוכן: אם המיזם יעלה יפה הרווח השנתי יהיה 300 מיליון ₪, אם ייכשל - החברה תסבול הפסדים בסך 300 מיליון ₪. ההסתברות של כל אחד משני התרחישים שווה. ברור שהחברה צריכה להתרחק מן המיזם המסוכן כמו מפני אש. תוחלת הרווח שלה מן המיזם המסוכן היא אפס, סכום המתקבל ממכפלת 300 מיליון ₪ בהסתברות של חצי, ועוד סכום המתקבל ממכפלת מינוס 300 מיליון ₪ בהסתברות של חצי. תוצאה זו הרבה פחות טובה לחברה מאשר התוצאה באפיק ההשקעה הראשון - 120 מיליון ₪. אך הבה נתבונן באותם מספרים מבעד למשקפיה של רונית בהנחה שרק תאוות הבצע שלה מנחה אותה (ראו מסגרת). אם התרחיש הרע יתממש, רונית לא תקבל בונס כלל ויהיה עליה להסתפק בשכר הקבוע. לעומת זאת אם התרחיש הטוב יתממש, שכרה של רונית יהיה 21 מיליון ₪, סכום המתקבל משכרה הקבוע בסך מיליון ₪, ועוד עשרה אחוזים מן הסכום שבו הרווח חצה את קו היעד. מכיוון שהתרחיש הטוב צפוי להתרחש בהסתברות של חצי, תוחלתו היא עשרה וחצי מיליון ₪. לכן אם רונית תבחר להסתכן, תוחלת הרווח שלה - הכוללת גם הסתברות של חצי לקבל מיליון ₪ אם יתרחש התרחיש הרע - תהיה 11 מיליון ₪. סכום זה עולה בשיעורו בהרבה על אותם שלושה מיליון ₪ שרונית תיקח הביתה אם תבחר באפיק הראשון, אותו אפיק שטוב לחברה ולבעלי המניות.



בשנת 2008 ניחתה על העולם מהלומה פיננסית גדולה בעקבות התמוטטות שוק המקרקעין בארצות הברית והתמוטטות רבבות החברות שהשקיעו בו. הדעה המקובלת היא שהמשבר נגרם, בין היתר, בשל התיאבון של נושאי משרה בכירים בחברות ציבוריות ליטול סיכונים "בלתי יעילים" מן הסוג שתואר בטקסט. הממשל האמריקני נקט שורה של צעדים כלכליים לריסון המשבר, ובין השאר יצר תמריצים חזקים לתגמול נושאי משרה בבונוסים ובאופציות במקרים של הצלחה, אך גם לקנס אותם במקרים של כישלון. בדוגמה שבטקסט, שימו לב שאילו רונית הייתה נקנסת במקרים של כישלון, התיאבון שלה לבחור באפיק ההשקעה המסוכן היה נעלם או קטן מאוד. דרך פשוטה לתגמול נושאי משרה באופן שייקנסו על כישלונות היא להעניק להם מניות במקום בונוסים או אופציות. אם החברה נכשלת בעסקיה ערך המניות יורד, וזהו שיקול המתמרץ את בעלי המניות להביא בחשבון לא רק את סיכויי הרווח אלא גם את סיכויי ההפסד.

פתרון שוקי אחר לריסון פגיעתן הרעה של בעיות הנציג הוא לעודד את **שוק השליטה**. נניח שביצועיהם של נושאי המשרה בחברה גרועים וכתוצאה מכך שערן של מניות החברה בבורסה יורד. מצב זה של שער נמוך הוא אבן שואבת ליזמים זריזים: כדאי להם לרכוש את החברה כאשר מחיר מניותיה בשפל (חברה הנרכשת בנסיבות אלה מכונה **חברת המטרה**), ולאחר החלפת הצוות הניהולי הכושל בצוות מוצלח יותר יוכלו ליהנות מעליית שווי החברה או למכור אותה ביוקר. אל נטעה: מטרתם של היזמים איננה להושיע את בעלי המניות שסבלו מביצועיהם הירודים של נושאי המשרה הקודמים; מטרתם היא להפיק רווחים לעצמם. אך אגב כך מושגות שתי מטרות. ראשית, אם היזמים אכן רוכשים את חברת המטרה וערכה עולה - גם בעלי מניות המיעוט נהנים. שנית, גם אם אינם רוכשים אותה וגם אם איש לא הציג לרכוש אותה, ברור לנושאי המשרה שעליהם להקפיד על השבחת מצבה של החברה כדי שערן מניותיה בבורסה לא יצנח. שכן, כאמור, שער מניות נמוך עלול למשוך יזמים שירצו לרכוש את החברה, ואם תרחיש זה יתממש עתידים נושאי המשרה להיזרק מן החברה. הביטוי דלעיל, שוק השליטה, מוסבר בכך ששליטתם של נושאי המשרה הנוכחיים כאילו הונחה על הדוכן בשוק, ולכן אם ערך החברה יורד בשל ביצועים גרועים תירכש השליטה בחברת המטרה ותודח ההנהלה הכושלת.

שוק השליטה יהיה יעיל כפתרון שוקי לבעיית הנציג רק אם מניותיה של חברת המטרה מפוזרות בציבור הרחב. אם אין זה כך ורוב מניותיה של החברה מרוכזות בידי בעל שליטה אחד או בידי קבוצת בעלי שליטה הפועלים בעצה אחת, שוק השליטה איננו יעיל עוד בהגנה על בעלי מניות המיעוט. הסיבה היא פשוטה: אם יש בעלי שליטה, הדרך היחידה להשתלט על חברת המטרה היא לעשות אתם עסקה, כלומר לקנות מהם את מניותיהם. מניות המיעוט שבידי הציבור לא די בהן כדי לשלוט בחברה. לכן גם אם יזמים יצליחו לרכוש את כל מניותיו של הציבור הרחב - לא יעלה בידם להשתלט על חברת המטרה. מכך מובן גם שאם בעלי השליטה חפצים לבצר את מעמדם ואת מעמדם של נושאי המשרה שמינו, כל שעליהם לעשות הוא להימנע מלמכור את מניותיהם ליזמים הרוצים להשתלט על החברה.

לעומת זאת, אם מניות החברה מפוזרות בציבור, שיתוף פעולה של הדירקטוריון ושל ההנהלה המכהנת איננו דרוש עוד ושוק השליטה נעזר לחיים. היזם אינו מציע להנהלה למכור לו את החברה אלא הוא פונה במישרין, "מעל ראשה" של ההנהלה, אל בעלי המניות מן הציבור ומציע להם לרכוש את מניותיהם. הצעה זו מכונה **הצעת רכש**. אם רוב בעלי המניות מקרב הציבור מקבלים את תנאיה של הצעת הרכש, היזם נעשה בעלים של רוב המניות על אפה ועל חמתה של ההנהלה, ויש בכוחו לפטר את הדירקטוריון ואת ההנהלה הכושלים ולהציב במקומם צוות כלבבו.

רוב החברות הציבוריות בישראל מוחזקות בידי בעלי שליטה, ולכן שוק השליטה בישראל רדום. עם זאת, הצעות רכש שאינן על דעת ההנהלה של חברת המטרה, המכונות הצעות רכש עוינות, אפשריות לעתים גם אצלנו. למשל, בשנת 1998 השתלט היזם יצחק תשובה השתלטות עוינת על קבוצת דלק, ועד שנת 2014 הגדיל את שווייה פי 12. בארצות הברית, שחלק גדול מהחברות הציבוריות בה הן בבעלות בעלי מניות שאינם בעלי שליטה, שוק השליטה "רותח" וקרבות שליטה בין יזמים לבין הנהלות מתגוננות של חברות מטרה מדווחים כמעט מדי שבוע בעיתונות הכלכלית והפיננסית. החברות היריבות - החברה התוקפת וחברת המטרה - מקיימות לעתים קרובות "חדרי מלחמה" שדרכם מתנהל הקרב עד להצלחתה של הצעת הרכש העוינת או עד הכשלתה הסופית.

מעמד של בעל שליטה בחברה מקנה מעין חסינות מפני הצעות רכש עוינות, ובכך נפגמת יעילותו של שוק השליטה כפתרון שוקי לבעיות נציג חמורות. מסיבה זו אנשי עסקים רבים בישראל וגם במקומות אחרים בעולם מנסים לעתים קרובות להגיע למעמד הנכסף - בעלי שליטה - מבלי להשקיע את סכום הכסף הנדרש כדי לרכוש את מרב מניות החברה. מנגד, רשויות המדינה נלחמות בחקיקה באסטרטגיה זו של בעלי השליטה לביצור מעמדם, שבעיניהן היא בלתי לגיטימית, וכך נוצר מעין שדה קרב אין-סופי בין בעלי ממון לבין המדינה. נסתפק בשתי דוגמאות.

דרך אחת שבעלי השליטה נקטו על מנת לבצר את שליטתם היא לגוון את סוגי המניות שהחברה מוכרת לציבור. עד כה הנחנו כי כל המניות שוות זו לזו, אך תיאורטית אפשר למכור מניות בעלות כוח הצבעה בלתי שוויוני. למשל, אפשר לסווג את הונה של החברה ולחלקו לשני סוגים של מניות. מייסדי החברה קונים לעצמם מניות מסוג אחד, נכנה אותו סוג א', במחיר של 1 ₪ כל אחת, ומוכרים לציבור מניות מסוג אחר, נכנה אותו סוג ב', במחיר של 5 ₪ כל אחת. מאחר שחלוקת הרווחים בצורת דיבידנד נעשית בהתאם לשיעור השקעתו של כל אדם במניותיו, מוסכם כי מניה מסוג ב' תקבל פי חמישה יותר דיבידנדים ממניה מסוג א'. עד כאן הכול טוב. אך נתאר לעצמנו שגם מוסכם כי לכל מניה יהיה קול אחד בהצבעה באסיפה הכללית, בלי קשר למחיר שבו נמכרה. התוצאה היא שבהשקעה קטנה למדי במניות מסוג א' אפשר להשיג שליטה בחברה, ובעקיפין גם חסינות מפני הצעות רכש עוינות.

האם לדעתכם יש להתיר גיוון כזה של הון החברה?

זוהי שאלה שיש בה פנים לכאן ולכאן. מכל מקום, המחוקק הישראלי אסר לגוון את הון של חברות ציבוריות וקבע שכוח ההצבעה חייב להיות יחסי לסכום ההשקעה בכל מניה.

האם תוכלו לשער מדוע האיסור לגוון את ההון הוגבל למניותיהן של חברות ציבוריות? רמז: חברות פרטיות הן על פי רוב עסקים קטנים בבעלות פרטית. דוגמאות לכך הן חנות מכולת בבעלות בעל העסק, בית קפה שכונתי, מכבסה ציבורית וכדומה.

דרך אחרת שבעלי ממון אוהבים להשתמש בה כדי לשלוט בחברות מבלי להשקיע את ההון הנדרש לרכישת רוב המניות מכונה **פירמידות תאגידיות**.

להבהרת המושג פירמידה נתאר לעצמנו שחברה א' היא בעלת 51% ממניותיה של חברה ב', חברה ב' בעלת 51% ממניותיה של חברה ג' וחברה ג' בעלת 51% ממניותיה של חברה ד'. חברה ד' היא חברה ציבורית, המקפידה כנדרש על הכלל שלכל מניה יש לתת זכויות הצבעה יחסיות לערכה. השולט בחברה א' אמנם השקיע את רוב השקעתו בחברה זו, אך באמצעותה הוא שולט גם בחברה ב', שבה שיעור השקעתו הוא קצת יותר מרבע (מדוע?). באמצעות שליטתו העקיפה בחברה ב' הוא שולט גם בחברה ג', שבה שיעור השקעתו הוא קצת יותר משמינית, ובאמצעות חברה ג' הוא שולט גם בחברה הציבורית ד', שבה שיעור השקעתו הוא קצת יותר מאחד חלקי שש-עשרה. יזם שירצה לרכוש את חברה ד' ידע שלא יוכל לעשות זאת ללא שיתוף פעולה של חברה ג', ושיתוף פעולה זה יושג רק בברכתה של חברה ב', ולצורך כך יאלץ להשיג את הסכמתה של חברה א', וזו תושג רק אם בעל השליטה בחברה א' יסכים לכל המהלך.

המחוקק הישראלי התמודד עם תופעת הפירמידות באופן חלקי. הוא קבע שפירמידות ש"קומותיהן" רבות מדי תחדלנה להיות חוקיות, ועליהן "להשתטח" לשתי קומות בלבד, ובמקרים מסוימים לשלוש קומות. עליהן לעשות זאת גם אם צמצום מספר הקומות בפירמידה מחייב למכור לגורמים חיצוניים חברות אחדות מתוך קבוצת חברות פירמידליות.



## פרק ג: דיני חברות ודיני ניירות ערך

קשה להבין מהם בדיוק דיני החברות מבלי להעיף ולו מבט חטוף אחד על מערכת דינים סמוכים לדיני החברות, הלוא הם **דיני ניירות ערך**. דיני ניירות ערך הם בעיקרם דינים רגולטוריים, או בעברית מְאִסְדָּרִים. בפתח הדברים ראוי להסביר מהי רגולציה - **אַסְדָּרָה**.

במאה השמונה-עשרה והתשע-עשרה היו רבים שהאמינו שיש להניח לפרטים ולפירמות לעשות ככל העולה על רוחם ללא התערבות המדינה, אמונה שהיטיב לבטא אחד מענקי תנועת ההשכלה הסקוטית, אדם סמית, בעיקר בספרו "עושר האומות". רבים האמינו כי אם יניחו ליחידות כלכליות לפעול לטובתן (תועלת אישית במקרה של פרטים, רווח במקרה של פירמות), תצוץ לה איזו "יד נעלמה" ותתרגם את מה שטוב לכל יחידה בנפרד לטוב החברתי הכללי. דעה זו רווחת גם היום בחוגים מסוימים. עם חלוף השנים וריבוי המשברים הכלכליים הלכה והתמעטה האמונה בכוחה של היד הנעלמה לתרגם תועלת ורווח של פרטים ושל פירמות לרווחה חברתית של כולנו. במקומה באה ההכרה כי לעתים המדינה חייבת להתערב בהחלטות הפרטים והפירמות - לאסדר אותן - כדי שיעוצבו על פי כללים הנחשבים למיטביים, וזאת מבלי להסתמך על היד הנעלמה (ראו מסגרת).

האם קראתם את ספרה רב ההשפעה של איין ראנד "כמעין המתגבר"? אם לא, כדאי לכם לקרוא את הספר, שעיצב את השקפת עולמם של רבים מקוראיו. בספר זה שרה ראנד שיר הלל ליוזמה החופשית. היא מְגַנָּה כל התערבות מדינתית המצרה את צעדיו של היזם השואף לגדולות ובשאיפתו הפרטית מצעיד גם את האנושות קדימה. תורתה של ראנד כמעט משכנעת.

חיי הכלכלה שלנו רצופים בהסדרים מאסדרים. כך, את מערכת הבנקאות מאסדר הפיקוח על הבנקים, על תעשיית הביטוח מפקח פקיד בכיר במשרד האוצר המופקד על המלאכה - ושני מקרים אלה אינם אלא שתי דוגמאות מתוך רבות. רשות ציבורית מיוחדת - **רשות ניירות ערך** - מאסדרת חברות ציבוריות ישראליות ומפקחת עליהן, ולהוראותיה של רשות זו יש השלכה משמעותית גם על דיני החברות.

לסיום נדון בשני נושאי משנה הקשורים לדרך אסדרתן של חברות ציבוריות. הנושא הראשון נוגע לתכלית האסדרה. הנושא השני, שהוא הנושא האחרון בחוברת זו, ממוקד בתכני האסדרה העיקריים.

## תכלית האסדרה

אסדרתן של חברות ציבוריות מונעת משתי תכליות נפרדות: עשיית צדק והגדלת הרווחה במשק.

## עשיית צדק

תכלית אחת היא לעשות צדק בקרב כל המשתתפים בהרפתקה התאגידית. במצבים רבים, צדדים חזקים בתוך התאגיד מנצלים לרעה את כוחם ומקפחים את זכויותיהם של הצדדים החלשים. תפקידו של הרגולטור, הלוא הוא הרשות המאסדרת, להתייבץ לימין של הצדדים החלשים ולמנוע את קיפוחם. דוגמה בולטת לכך היא האיסור לנצל **מידע פנים**, המוטל מכוחם של דיני ניירות הערך. שימוש במידע פנים מקנה לצדדים החזקים יתרון על פני קורבנותיהם החלשים, והאיסור מונע מצב זה.

מידע פנים מהו? נפתח בדוגמה. נתאר לעצמנו חברה לחיפושי גז, שלאחר שנים רבות של חיפושי סרק מתייבץ שער מניותיה בבורסה ברמה מסוימת, נקרא לו רמה 100. ביום בהיר אחד נודע בחדרי החדרים של החברה כי מאמצי החיפושים עומדים לשאת פרי משום שהחברה איתרה שדה גז עשיר במיוחד. אנשי הפנים בחברה - שהם כל מי שהבשורה נודעה לו בתוקף מעמדו בחברה - צופים שלאחר פרסום המידע ברבים יזנק שער המניה לרמה של 1000. במקום להמתין לפרסום הרשמי, אנשי הפנים מזרימים לבורסה **פקודות קנייה** (ראו מסגרת) ורוכשים לעצמם כמות גדולה של מניות החברה במטרה להרוויח מהפרשי השערים. מובן שבכך הם שוללים ממי שמכר להם את מניותיו מבלי להיות בסוד העניינים את ההזדמנות להרוויח מהשקעתו.

המסחר בבורסה מתנהל באמצעות פקודות קנייה ומכירה של משקיעים. הרוצים לרכוש נייר ערך כלשהו מפקידים בידי סוכן לעשיית עסקאות - ה"בוקר" - פקודה לרכישתו של אותו נייר ערך. בדומה לכך, המבקשים למכור נייר ערך מפקידים בידי הבוקר פקודת מכירה. הבורסה מקבלת בכל יום מסחר את כל פקודות הקנייה והמכירה שהגיעו לברוקרים המורשים שלה, ודואגת להעביר את ניירות הערך ממי שרוצה למכור למי שחפץ לקנות. אם יש יותר פקודות קנייה מפקודות מכירה הבורסה מעלה את מחיר המניה, הלוא הוא השער, ולהיפך - אם יש עודף היצע, כלומר פקודות מכירה רבות מפקודות הקנייה, הבורסה מורידה את השער. כאשר השער עולה יותר משקיעים מעוניינים למכור, ולהיפך - כאשר השער יורד יותר משקיעים מעוניינים לקנות (מדוע?). שינויי השער בעקבות הפערים בין הביקוש להיצע מובילים לבסוף למצב של שיווי משקל, שהוא המחיר החדש שבו הביקוש משתווה להיצע ולכל מוכר נמצא קונה.

כדי להילחם בנגע השימוש במידע פנים, הרשות המאסדרת סורקת את שוק ניירות הערך באמצעים אלקטרוניים מתקדמים. מי שנמצא אשם בשימוש אסור במידע פנים צפוי לעונש פלילי, ויתרה מזו - במידה מסוימת יהיה עליו לפצות את הנפגעים.

חסידי השוק החופשי הרבו לטעון בעבר, ורבים מהם טוענים גם היום, כי היחלצותו של הרגולטור לטובת הצד החלש איננה נחוצה, משום שמשקיעים רציונאליים ידעו להגן על זכויותיהם ולממשן גם ללא סיועה של הרשות המאסדרת. חשוב להבין מדוע טענה זו בעייתית.

אילו שרר בשוק מצב של **תחרות משוכללת**, הטיעון של חסידי השוק החופשי היה תקף יותר. תחרות משוכללת מתרחשת כאשר לאף שחקן שוק אין עמדה שולטת בשוק, כמו למשל היתרון שיש למונופוליסט, המספק מוצר או שירות שאין לו מתחרים; כל מי שמבקש לרכוש את המוצר או את השירות נאלץ להתקשר עם אותו שחקן או לוותר על הרכישה מכול וכול. תחרות משוכללת מחייבת שיתקימו תנאים רבים נוספים, ואחד החשובים בהם, הקשור לשימוש במידע פנים, הוא שלכל הפעילים בשוק יהיה מידע שלם על מה שקורה בשוק. כאשר אחד או יותר מן התנאים הללו איננו מתקיים מתרחש מה שנקרא בלשון הכלכלנים **כשל שוק**, ובמצבים כאלה אי-אפשר עוד לסמוך על כוחות השוק החופשי - היד הנעלמה - שיניבו תוצאות משביעות רצון.

מובן שאילו המידע שבידי אנשי הפנים היה ידוע לכול, לא היה מתעורר צורך לאסדר נושא זה, כי הרי איש לא ימכור את מניותיו לאנשי הפנים במחיר שאינו מגלם את המידע החדש. הצורך באסדרה נוצר בשל יכולתם של אנשי הפנים להפיק רווח בלתי צודק כאשר המידע מוסתר מן הציבור - לנצל את כשל השוק של היעדר המידע לצרכי הפקת רווח אישי.

הצדקתה של האסדרה בשוק ניירות הערך מעוגנת לא רק במצבים של ליקויים במידע, אלא גם בקיומם של כשלי שוק מסוגים אחרים. הבה נדגים זאת.

נתאר לעצמנו חברה ציבורית הנשלטת על ידי בעלי שליטה, שמכרה למשקיעיה מיליון מניות. הדר היא משקיעה מן הציבור ובעלותה עשר מניות. הדר היא משקיעה חרוצה וחכמה, והיא מבחינה שבעלי השליטה מנתבים את החברה לאפיקים הכדאיים להם יותר מכפי שהם כדאיים לחברה כולה. מכיוון שהדר היא בעלת מניות בחברה, היא יכולה להופיע באסיפה הכללית של בעלי המניות ולהסביר את תובנותיה. אם תצליח במשימתה, החברה תימנע מן הדרך שעליה ממליצים בעלי השליטה ובכך תשפר מאוד את מצבה. נניח שהשיפור יגדיל את רווחיה באותה שנה בסך 10 מיליון ₪. היש לצפות שהדר תירתם למשימה?

התשובה החד-משמעית לשאלה היא "לא", אלא אם כן נזנח את הנחתנו שהדר פועלת ברציונאליות ונייחס לה תכונות דון קישוטיות. ומדוע? חלקה של הדר בהון החברה הוא אחד למאה אלף, שכן יש לה עשר מניות מתוך מיליון. לכן, אם החברה תרוויח עקב מאמציה של הדר סכום של עשרה מיליון ₪, הדר עצמה תקבל מסכום זה מאה שקלים בלבד (אחד חלקי מאה אלף מרווח של עשרה מיליון ₪ לחברה). זהו סכום נמוך - בסך הכול קצת יותר ממחירו של כרטיס לקולנוע. לעומת זאת, כדי להצליח במשימה יהיה על הדר לשאת בנטל כספי כבד הרבה יותר, כי יהיה עליה לתקשר עם בעלי המניות האחרים

ולשאת בהוצאות הכרוכות ברתימתם למשימה. לכן עדיף לה להתנהג באדישות ולא להגיב על מזימתם של בעלי השליטה. אדישות מסוג זה מכונה בספרות **אדישות רציונאלית**. אדישותה הרציונאלית של הדר בתסריט המתואר כאן היא תוצאה של כשל שוק הנובע מכך שאיכות התנהלותה של החברה היא **מוצר ציבורי** עבור כל אחד מבעלי המניות שלה (ראו מסגרת).

מוצר ציבורי הוא מוצר או שירות שכאשר פרט אחד צורך ממנו, הכמות הנותרת לצריכתם של פרטים אחרים אינה נגרעת. כך למשל, אם מגדלור מאותת לספינות ומזהיר מפני הקרבה לחוף ומפני הסכנה להתנגש בסלעים, הנאתה של ספינה אחת משירותי המגדלור איננה גורעת מיכולתן של ספינות אחרות ליהנות מאותם שירותים. עתה נתאר לעצמנו שכל ספינה נדרשת לדווח מה ערכם של שירותי המגדלור בעבורה ולשלם לישות המתפעלת את המגדלור את הסכום שדיווחה עליו. לכל בעל ספינה יהיה תמריץ לזייף ולהפחית את הערכת שווי השירות, כי כך הקמת המתקן תמומן בעיקר בכספי המשתמשים האחרים והוא יוכל ליהנות ממנו. אך אם תמריץ זה יפעל על כל המשתמשים במידה שווה - איש לא יתרום די למפעל המשותף והמגדלור לא ייבנה. זהו כשל שוק, שכן ההוצאה הכספית לצורך הקמתו של המגדלור היא הוצאה חיונית לכל המשתמשים, אך איש מהם לא יתרום תרומה מספקת מרצונו החופשי למיזם המשותף. הם יעדיפו "לתפוס טרמפ" על תרומתם של המשתמשים האחרים.

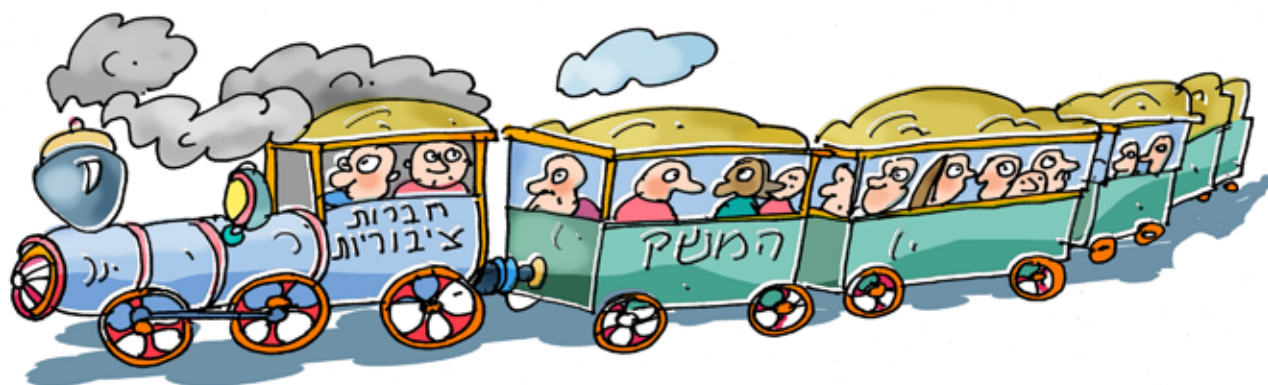
מאחר ששיפור התנהלותה של החברה הוא מוצר ציבורי עבור כל בעל מניות, סביר להניח כי הללו לא ייטו "לייצר" את המוצר הזה מרצונם החופשי, ולכן לא סביר לקוות שהשוק החופשי יתכנס מעצמו לפתרונות מיטביים. כאן נחוצה מעורבותה של הרשות המאסדרת, ממש כשם שמימון של מוצרים ציבוריים אחרים - כגון מגדלור, ביטחון המדינה או אוויר נקי מזיהום - אינו יכול להסתמך על רצונם הטוב של האזרחים אלא המדינה נדרשת לממןם באמצעות המסים שהיא מטילה. כבר ראינו שאם הדר תירתם למשימה ותגיש תביעה נגזרת בשם החברה צפוי לה ולעורך דינה גמול הולם אם התביעה תוכתר בהצלחה, גמול שישולם מתוך הפיצוי שיפסוק בית המשפט. אך מה יקרה אם התביעה תיכשל? מי יישא אז בהוצאות הכבדות של הדיון המשפטי? בנקודה זו נכנסת לתמונה רשות ניירות ערך: כשם שהמדינה מממנת מכספי המסים מוצרים ציבוריים אחרים, רשות ניירות ערך מוסמכת לממן את הוצאות ההתדיינות של הדר אם שוכנעה שתביעתה אינה תביעת סרק ויש מקום לברר אותה בין כתלי בית המשפט.



## רווחת המשק כולו

התכלית השנייה של אסדרת שוק ניירות הערך היא להוביל את המשק לרווחה כלכלית מרבית. החברות הציבוריות הן הקטר המוביל את המשק קדימה. הן שואבות כספים מן המשקיעים ומפנות אותם לפעילות יצרנית: חברה אחת מוכרת שירותי תיירות לבאים בשעריה, אחרת מייצרת תרופות וחברה נוספת מנצלת את הרכב המים בים המלח ומייצרת אשלג ומוצרים. אלו שלוש דוגמאות מקריות. כיצד ידע הציבור להיכן לתעל את כספי חסכוניותו? תיאורטית, התשובה ברורה: כל משקיע רציונאלי ישאף להשקיע את חסכוניותו בחברה שתוכל לתת לו תמורה טובה יותר לכספו (התמורה על השקעה מעין זו מכונה **תשואה**). ככל שהחברה מצליחה יותר, כך תוכל למשוך אליה משקיעים רבים יותר בתנאים שיהיו כדאיים גם לה וגם להם. אם למשל, החברה המייצאת שירותי תיירות רווחית יותר ממתחרותיה, היא תוכל להציע למשקיעים תשואה גבוהה יותר מהתשואה שפירמות אחרות יכולות להציע, וכך תמשוך אליה ציבור משקיעים גדול יותר.

בדברים הללו טמונה ההצדקה לפעילות המאסדרת לשם ההגדלה של רווחת המשק. כיצד ידע הציבור איזו חברה תניב לו תשואה גדולה יותר בתמורה להשקעתו? לשם כך הכרחי שכל המידע הקיים על כל החברות הנסחרות בבורסה יהיה מידע גלוי וינסיח באופן שיהיה מובן לפחות ליועצי ההשקעה שהציבור מתעל באמצעותם את השקעותיו. ללא מידע זמין כזה, הציבור לא יוכל להשוות בין החברות השונות, לבחון את מצבן ולשקול היכן כדאי לו להשקיע. כאשר הציבור פועל על סמך מידע אמין וזמין, ההשקעות יתועלו לחברות היעילות ביותר, שיש ביכולתן להניב למשקיעים את התשואה הגדולה ביותר. לכן המשק כולו יהיה יעיל יותר ולכולנו תהיה רווחה גדולה יותר. כפי שיובהר מיד, המטרה העיקרית של אסדרת שוק ניירות הערך היא להבטיח את קיומו של המידע הנדרש.



## תכני האסדרה

האם ועד כמה רצוי לאפשר לרשות המאסדרת, רשות ניירות הערך, להתערב במערכת החוזית הנקשרת בין חברות לבין הציבור המשקיע בהן את חסכוניותו?

את השאלה הזו הגדירו אחדים כ"קרב הפילוסופיות של אסדרת שוק ניירות הערך". ראוי לשקול שלוש גישות. על פי הגישה הראשונה - הנסמכת על אמונה בכוחותיו של השוק החופשי - אין טעם בכל פעילות אסדרתית שהיא. הגישה השנייה היא הגישה ההפוכה: על הרשות המאסדרת לבחון את איכותם של ניירות הערך הנמכרים לציבור ולהתיר את הפצתם של ניירות הערך שהיא מכירה ביתרונותיהם ושכדאי לציבור להשקיע בהם. הגישה השלישית היא גישת ביניים, ועל פיה יש טעם להתערב בשוק אך רק לצורך הבטחת זרימתו של מידע אמין ולא לצורך בקרת איכות.

חישוב לרגע על שלוש גישות "פילוסופיות" אלה ונסו לגבש דעה איזו משלושתן הייתם מעדיפים לאמץ אילו הייתם מופקדים על אסדרת שוק ניירות הערך.

חסידי השוק החופשי, הגורסים כי אין צורך בכל מאמץ אסדרתי שהוא, מנמקים את גישתם בכך שלחברות יש די תמריצים כדי לספק את המידע מרצון החופשי ואין כל צורך לכפות אותן לעשות זאת. הכפייה מעמיסה על המערכת הוצאות כבדות ומבריחה את החברות הציבוריות מן השוק (ראו מסגרת).

חברות ציבוריות ישראליות מרבות להתלונן על היוקר הרב של ציות לאסדרה, ועקב כך כשליש מן החברות הרשומות בבורסה "היגרו" בשנים האחרונות החוצה מן השוק. חלקן הפכו לחברות פרטיות שאין עליהן כמעט עול אסדרתי, וחלקן התחילו לגייס הון מן הציבור בחו"ל, שם, לטענתן, אפשר לעמוד בנטל האסדרה ביתר קלות. ואולם רשות ניירות ערך איננה ממחרת להרפות מן העול האסדרתי מתוך חשש שהסרת הפיקוח מן החברות הציבוריות תנוצל לרעה ותאפשר סוגים שונים של מעשי מרמה הרווחים בשוק ההון שלנו וגם בשווקי הון אחרים בעולם.

כדי להבין כיצד אפשר לטעון שלחברות יש תמריצים מספיקים לספק את המידע מרצון החופשי גם ללא פיקוח אסדרתי, חישבו על משל זה: אני מראה לכם את הארנק שאני שולף מכיסי, אך איני מגלה לכם כמה כסף יש בתוכו. אני מזמין אתכם ל"מכירה פומבית", שבה מי שיציע את הסכום הגבוה ביותר יזכה בכסף שבארנק, ונוסף על כך המדינה תוסיף לזוכה עוד שמונים אחוזים מהסכום שבארנק. עם זאת, אני אהיה רשאי לסרב לכל הצעה שאינה כדאית לי. חישבו לרגע מהו הסכום הגבוה ביותר שכדאי לכם להציע לי בעבור ארנק שכאמור כמות הכסף שבו אינה ידועה לכם.

כמובן, יש מצבים שהעסקה כדאית לשני הצדדים. למשל, אם יש לי בארנקי 100 ₪ וקיבלתי הצעה למכור את סכום הכסף הזה ב-120 ₪, אשמח לקבל את ההצעה כי יש בה רווח של 20 ₪ עבורי. גם המציע ייהנה מן ההצעה, כי תמורת 120 ₪ יקבל תמורה כספית של 180 ₪ וירוויח 60 ₪. למרות הסיכוי

לרווח הדדי, ההצעה הטובה ביותר שכדאי לכם להציע היא אפס. מדוע? לצורך ההוכחה נניח שבהינתן הסכום שיש לי בארנקי, המציע משער שהסיכוי למצוא בארנק כל סכום כסף שהוא שווה לסיכוי למצוא כל סכום כסף אחר. למשל, אם יש לי בארנקי 100 ₪, יש סיכוי של אחוז אחד שיש בארנקי שקל אחד, וסיכוי שווה - סיכוי של אחוז אחד - שיש לי בארנקי כל מספר טבעי אחר של שקלים (שני שקלים, שלושה שקלים, עד מאה שקלים). המציע יודע שאדחה כל הצעה שהיא נמוכה מן הסכום שיש לי בארנקי. למשל, אם יש לי 100 ₪ בארנק, אסרב לכל הצעה נמוכה מ-100 ₪. לכן אם יש לי בארנק סכום כלשהו -  $X$  ₪, יהיה עליו להציע סכום השווה ל- $X$  או גדול ממנו, כי אחרת ההצעה תידחה. מאחר שהנחנו שיש סיכוי שווה למצוא בארנקי כל סכום מאפס עד  $X$ , המציע הזוכה יקבל בממוצע חצי  $X$ , ונוסף על כך יקבל עוד שמונים אחוזים מן הסכום הזה מטעם המדינה, ובסך הכול תשע עשיריות  $X$ . זו תהיה עסקת הפסד בעבור המציע, כי הוא ישלם לפחות  $X$  ויקבל בתמורה רק תשע עשיריות מן הסכום הנמוך ביותר שיציע ושיתקבל על דעתי, וזאת למרות הסבסוד הנדיב מטעם המדינה.

ומן המשל אל הנמשל. חברה המסרבת לגלות את כל המידע הרלוונטי לגביה משולה לאדם המציע את תכולת ארנקו למכירה מבלי לגלות מה יש בתוכו. למעשה, המצב אפילו גרוע יותר, כי בשוק ניירות ערך אין מישהו, כמו במשל הארנק, המוכן להוסיף לזוכה שמונים אחוזים משווי זכייתו. לכן חברה השומרת את הקלפים קרוב לחזה לא תזכה כלל לגייס הון מן הציבור, וכדי להצליח במשימתה יהיה עליה לשנות טקטיקה ולחשוף בפני הציבור מה בדיוק שווי נכסיה. כל שנדרש מבחינה אסדרתית איננו אלא כלל האוסר על החברה להונות את הציבור. למשל, אסור לה להצהיר שיש לה ב"ארנק" 200 ₪, אם למעשה יש ב"ארנק" מאה ₪ בלבד.

אף שטיעון זה איננו ריק מתוכן, הוא לא התקבל על דעתן של הרשויות האסדרתיות בארץ ובעולם (האם אתם יודעים מדוע?), והוא נדחה לטובת גישות אסדרתיות אחרות.

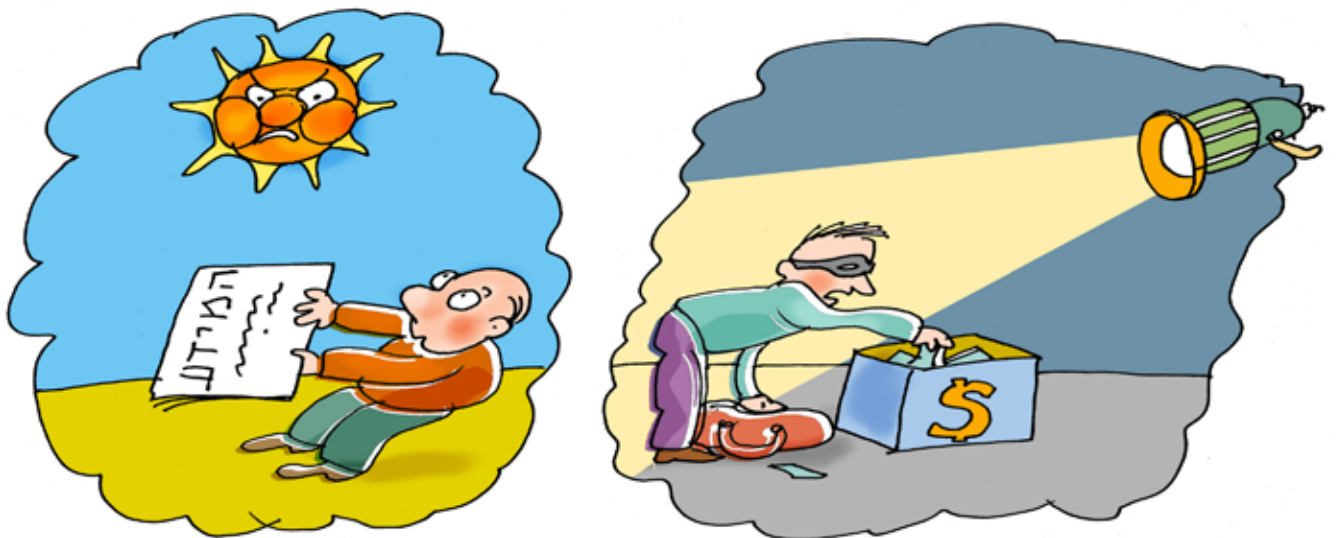
מן הצד השני של המתרחש יש לא מעט חסידים המציעים לפקח על איכותם של ניירות הערך המוצעים לציבור. חסידי גישה זו טוענים בתוקף כי לא די לספק מידע, מכיוון שרוב הציבור אינו מתוחכם דיו כדי לעבד את המידע הזה שלעיתים קרובות הוא חשבונאי ופיננסי (ראו מסגרת). ולכן חרף זמינותו של המידע קל להוליך שולל את הציבור ולנתב אותו להשקעות נפל.

אחד המסמכים העיקריים שהחוק דורש שיופצו נקרא תשקיף, ותכליתו לשקף את מצבה של החברה לפני שהיא מציעה ניירות ערך לציבור. תשקיף טיפוסי יכול להכיל כמה מאות עמודים ובתוכם פרטי מידע רבים שלאדם מן השורה, שאינו מקצוען, קשה לפענח. לאחר שניירות הערך כבר נמכרו לציבור, חברות ציבוריות בישראל נדרשות לעדכן את המידע מדי שלושה חודשים (דוחות רבעוניים). כאשר המידע חשוב דיו יש לדווח עליו מיד.

גם את הגישה הזו דחה המחוקק הישראלי. ההנמקה העיקרית לדחייה היא שכדי שהמידע יועיל לציבור אין צורך שכל פרט בציבור ידע לעבד אותו ולפענח אותו. רוב הציבור משקיע בשוק ניירות הערך בעזרת מתווכים פיננסיים. חלקנו פונים לצורך כך לעזרתם של ברוקרים, ורבים מאתנו לא נאלצים לעשות אפילו את המעט הזה, כי ההשקעה שלנו בשוק נעשית ללא כל מעורבות ישירה מצדנו. כך למשל, החיסכון הפנסיוני הוא אחד הנכסים המשמעותיים ביותר שיש לנו, אך קרנות הפנסיה המנהלות את הכספים שלנו בוחרות את אפיקי ההשקעה בעזרת מומחים משלהן מבלי להיוועץ בחוסכים, ואלה יקבלו את כספם רק לעת זקנה.

רשויות החוק והאסדרה בישראל בחרו בגישת הביניים, היא הגישה השלישית: חברות ציבוריות חייבות לגלות לציבור את כל הראוי לגילוי, ולהותיר לציבור - באמצעות יועציו ונציגיו - להחליט אם להשקיע ולבחור היכן להשקיע ובאילו תנאים. עיקרון זה מונחה על ידי מכתם לשון שטבע השופט היהודי-אמריקאי הדגול לואיס ברנדייס ואימץ נשיא ארצות הברית בשנות השלושים של המאה הקודמת, פרנקלין דלנו רוזבלט. וכך אמר רוזבלט: "אור השמש הוא חומר החיטוי הטוב ביותר; אור החשמל הוא השוטר היעיל ביותר". כלומר, כדי להשיג תוצאות טובות יש להוציא את הדברים מן המחשכים ולהאיר עליהם באור גדול. שום גנב לא יעז לשלוח יד במה שאינו שלו כאשר מכוונים אליו זרקורים מעין אלה.

אסדרת המידע היא, אם כן, פתרון ביניים בין שתי הגישות שנסקרו קודם: הגישה הסומכת על השוק החופשי ומטיפה לאסדרה מינימלית מטעם המדינה, והגישה השוללת כל הסתמכות על כוחות השוק ומציעה לאסור למכור ניירות ערך שאין בהם יתרון לציבור. גישת הביניים מותירה את ההחלטה אם להשקעה כדאית או אינה כדאית לפרטים המשקיעים עצמם ולנציגיהם היועצים להם - ולא לפקידי הרשות המאסדרת. גם כאשר הרשות המאסדרת מפקפקת בערכו של נייר ערך המוצע לציבור, אין היא מתערבת בהליך שיווקו כל עוד המידע הרלוונטי הנוגע לו "הוצא אל אור השמש" והוצג לציבור.



## סיכום

הכלכלה המודרנית של כל מדינה אינה יכולה להתחרות בכפר הגלובלי שאנו חיים בו אלא אם מפעילה מייצרים, משווקים ומייצאים כמויות גדולות של תוצרת. משק המבוסס על מפעלים קטנים, כגון מתכרות, חקלאות זעירה או מכירה לקהילה המקומית הוא משק עני שאין בכוחו להביא רווחה לאזרחים. כדי לייצר, לשווק ולייצא "בגדול" המפעלים זקוקים להזרמה מסיבית של הון, והזרמה כזו יכולה להתקיים רק בעזרתן של חברות. חברות ציבוריות גדולות הן המכשיר שבאמצעותו אפשר לגייס הון רב ממיליוני אזרחים. הודות לתורת האחריות המוגבלת, האזרחים הללו אינם חוששים להשקיע בהן את כספם והם מצפים לתשואה הולמת. אין פלא אפוא שהיו שאמרו שהאחריות המוגבלת היא ההמצאה הגדולה ביותר של הציביליזציה מאז הגלגל.

תורת האחריות המוגבלת אפשרה אמנם לחברות ענק להתקיים ולהשפיע מטובן על האזרחים, אולם ההשקעה בחברות, גדולות ככל שיהיו, איננה פטורה מסיכונים. מקצת הסיכונים הם תוצאה של כוח עליון ודיני החברות אינם יכולים להתמודד אתם. בסיכוני כוח עליון נכללים מצבים של מלחמה, מגפה, טרור, פגעי טבע וכדומה. סיכונים אחרים נובעים מתוך החברות עצמן, וראש וראשון להם הוא הסיכון שמנהלי החברה ובעלי השליטה בה יסיטו עושר מתוכה אל עצמם, אל קרוביהם או אל חברות אחרות שבשליטתם. בחוברת זו כינינו את הסיכונים הללו בשם הכולל בעיית הנציג. כפי שראינו, דיני החברות הציבוריות מכוונים לבעיה זו, מתוך מטרה לצמצם במידת האפשר את פגיעתה הרעה. איכותם של דיני החברות תלויה בראש ובראשונה ביעילותם של האמצעים להקטנת העלויות של בעיית הנציג. מדינות שהתרבות הניהולית שלהן אינה עולה בקנה אחד עם צמצומן של עלויות אלה כושלות באיכותם של דיני החברות שלהן ונדונות לפיגור כלכלי (דוגמה טובה למדינות כאלה היא הפדרציה הרוסית).

ראינו שבין האמצעים שהדין מאמץ לריסון בעיית הנציג אפשר למנות אמצעים ארגוניים, משפטיים ושוקיים. כולם יחד מכוונים לאותה מטרה. אולם למרות כל המאמצים, התוצאה אינה מושלמת.

תשומת לב מיוחדת יש להקדיש לשאלה באיזו מידה אפשר לסמוך על מנגנוני השוק "שיעשו את העבודה". לעתים, כוחו של השוק הוא בלתי מבוטל, אם רק יודעים כיצד ליצור באמצעים משפטיים תמריצים נכונים לשחקנים האנושיים הרלוונטיים, כגון מנהלים ודירקטורים. דוגמה לתמריצים כאלה היא קשירה של חבילת השכר של נושאי משרה בתאגיד לשורת הרווח ומכאן שגם להפסד. לצערנו, לא תמיד השוק עושה את שלו. בחוברת זו סקרנו מצבים אחדים של כשלי שוק, למשל מצב שבו המידע בשוק אינו מלא או כאשר המטרה שאנו חותרים אליה היא מוצר ציבורי. כשלי שוק אחרים לא נדונו בחוברת זו בשל מגבלות המקום. כאשר המחוקק מבחין בקיומו של כשל שוק עליו להתערב באמצעים אסדרתיים. שוק יעיל ואסדרה מתוכננת היטב אמורים להוביל לחלוקת עושר צודקת יותר בין כולנו וגם להגדלת העושר הכולל של החברה האנושית כולה.

חברות "כדאי לדעת" מציגות מגוון נושאים אקדמיים וסוגיות מתקדמות בשפה שווה לכל נפש. מטרתן לחשוף את הקוראים לתחומים חדשים ולאתגר את חשיבתם.

חברת זו סוקרת את הפן המשפטי של חברות ועונה על שאלות כמו מהי חברה, על שום מה היא קיימת ואיך הדין מנסה להבטיח שמנהלי החברה לא ינצלו את תפקידם על מנת להרוויח על חשבון בעלי החברה.



[goodtoknow.tau.ac.il](http://goodtoknow.tau.ac.il)