

טובת בעלי המניות או בעלי העניין: מדוע רצוי לקחת את עמדת ההנהלה לגבי

תכלית החברה בערבון מוגבל

איתי זיו-אב

קיימות שתי גישות מתחרות לתכלית הרצויה לתאגיד.¹ הראשונה מבכרת את טובת בעלי המניות,² בעוד לפי השנייה,³ יש לאזן בין טובת בעלי העניין בתאגיד, ביניהם בעלי המניות, העובדים והנושים,⁴ ולאחרונה אף הורחבה הגישה כך שנדרש מהתאגיד לפעול גם למען מטרות שאינן עסקיות, כגון מאבק בשינוי האקלים.⁵ המופע האחרון לתחרות בין הגישות התרחש באוגוסט 2019, אז פורסמה הצהרה שנחתמה בידי מנהלי חברות אמריקאיות,⁶ ובמסגרתה התחייבו לפעול למען האינטרסים של בעלי העניין, ואף למען שמירת הסביבה ושימור מגוון תרבותי בקרב העובדים. בכך, הביעו המנהלים תמיכה בגישה השנייה במתכונתה המורחבת. לאור חשיבות המנהלים, ההצהרה עוררה הדים בישראל, והניעה דיון סביב שינוי תכלית התאגיד.⁷ במאמר זה, אטען כי לאור תמריצי ההנהלה,⁸ אין זה מפתיע שההנהלה תומכת בגישה השנייה בגרסתה המורחבת, ורצוי לקחת תמיכה זו בערבון מוגבל. במילים אחרות, המשקל שיש לתת לעמדת ההנהלה בנוגע לשינוי תכלית החברה שקול למשקל שיש לתת לעמדת החתול בנוגע לאופן חלוקת השמנת, עליה הוא שומר עבור בעליה.

בתאגיד המודרני הבעלות מופרדת מהשליטה, כך שניתן יהיה להפיק תועלת מרבית מהתמחותה של כל קבוצה.⁹ אולם, מה יבטיח, מחד, שימשיכו בעלי מניות להשקיע הונם, ומאידך, שההנהלה לא תנצל את משאבי התאגיד למען תועלתה הפרטית? ככל שהקריטריון המודד את פעילות ההנהלה הינו אובייקטיבי ומדיד (כגון רווחיות),¹⁰ כך תתקשה ההנהלה להתחמק מאחריות למעשיה. ככל שהקריטריון עמום יותר (כגון הגנת הסביבה),¹¹ כך תוכל ההנהלה לנצל את משאבי

¹ זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב(2) 383, 381 (2001).

² Lynn Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. CAL. L. REV. 1189, 1190 (2002).

³ Herman Aguinis & Ante Glavas, *On Corporate Social Responsibility, Sense Making, and the Search for Meaningfulness through Work*, 45 J. MANAG. 1057, 1057 (2017).

⁴ Stout, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1191.

⁵ Daniel Greenwood, *Markets and Democracy*, 74 UMKC L. REV. 41, 50 (2005).

⁶ *Statement on the Purpose of a Corporation*, BUSINESS ROUNDTABLE (August 19, 2019).

⁷ מספר דוגמאות: "רווח לבעלי העניין לא חשוב יותר מהאחריות החברתית של תאגידים", יואל חשין, גלובס, 1.7.19; "בעד מהפכת המנכ"לים: שורת הרווח לא תיטיב עם האנושות", יואל חשין, גלובס, 27.8.19; "אחרי הצהרת הערכים החדשים של המנכ"לים האמריקאים: המוסדיים נאחזים בקפיטליזם הישן", אהרון רוזן, גלובס, 26.8.19.

⁸ זוהר גושן "בעיית הנציג כתאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה, 239, 277 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי ראבילו עורכים, 1997).

⁹ שם, בעמ' 240.

¹⁰ Michael Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 14 J.

APPL. CORP. FINANCE 8, 14 (2001).

¹¹ Stout, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1200.

התאגיד למען טובתה האישית. הרי, ככל שקריטריון הפיקוח עמום יותר, כך מתרחב שיקול דעת ההנהלה, שתהיה מסוגלת לצייר כל פעולה כפעולה המקדמת אינטרס ראוי כלשהו, כשבפועל קודמה טובתה האישית בלבד.¹² אם כן, נדרש גורם מפקח על ההנהלה,¹³ ורצוי שקריטריון הפיקוח יהיה מדיד. ככל שהגורם המפקח הינם בעלי המניות (לאור זכות תביעתם השיורית),¹⁴ ובמקביל קריטריון הפיקוח הינו השאת רווחי בעלי המניות – תתקשה ההנהלה למעול בתפקידיה.

לצד זאת, אציין כי אינני מתנגד באופן קטגורי להתחשבות בטובתם של בעלי העניין. ראשית, ככל שבעלי המניות החליטו, על דעתם, לפעול למען טובת בעלי העניין, הרי שמדובר בטובת בעלי המניות, וזוהי זכותם להחליט כך. שנית, קל יותר לבעל עניין להפוך לבעל מניות מאשר לבעל מניות להפוך לבעל עניין.¹⁵ מכאן, שעדיף כי בעלי העניין המעוניינים לקדם אג'נדה מסוימת לא יקראו לשינוי תכלית החברה, אלא ירכשו מניות ויניעו שינויים דרך האספה הכללית.¹⁶ שלישית, ככל שהתחשבות בטובת בעלי העניין נדרשת למען מניעת החצנת נזק לציבור, הפתרון אינו טמון בשינוי תכלית החברה, כי אם בהחמרת הרגולציה.¹⁷ לדוגמא, עדיף להטיל קנסות מוגברים בגין זיהום הסביבה, על פני שינוי תכלית החברה כך שתכלול גם דאגה לסביבה.

לסיים, תכלית החברה לפי חוק החברות הינה גמישה, וקיימות במקביל בפסיקה עמדות התומכות בעקרון טובת בעלי המניות,¹⁸ וגם באיזון בין בעלי העניין.¹⁹ לאור העמימות, הפרשנות לתכלית החברה נתונה להשפעה חיצונית עוד יותר מהרגיל.²⁰ מכאן, שאולי קרב היום בו תפורסם הצהרה התומכת בתאוריית בעלי העניין החתומה בידי מנהלים בישראל. מאמר זה בא להקדים תרופה לתרחיש זה, אשר הופך למציאותי עוד יותר בימי מגפה, כשנשמעות דרישות מתאגידים שיפעלו למען הציבור. ככל שתפורסם הצהרה שכזו, נותר רק לקוות כי הציבור לא יתן לה משמעות רבה מדי רק כי חתומים עליה מנהלים, אלא, יחשוד בה כפליים – דווקא משום שמדובר במנהלים.

Mark Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. PA. L. REV. 12 (2001). 2063, 2065

¹³Michael Jensen & William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FINANC. ECON. 305 (1976).

¹⁴ גושן, לעיל ה"ש 8, בעמ' 261.

Anant Sundaram, *The Corporate Objective Revisited*, 15 ORGANIZATION SCIENCE 350, 255 (2004).

Marleen O'Connor, *Organized Labor as Shareholder Activist*, 31 U. RICH. L. REV. 1345, 1346 (1997)

Leo Strine, *The Dangers of Denial*, 50 WAKE. FOREST. L. REV. 761, 784 (2015)

¹⁸ ת"א 48067-01-11 ב'זק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' רשם החברות, פס' 4ב' לפסק דינה של השופטת קרת-מאיר (פורסם בנבו, 14.5.2012); או בפרשת דנ"א 5286/04 ע"ד שחר הררי נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פס' 4 לפסק דינה של השופטת ביניש (פורסם בנבו, 24.6.2006).

¹⁹ ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' ע"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פס' 18 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 24.01.2006); ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פס' 122 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).

²⁰ Jonathan Springer, *Corporate Law and Constituency Statutes*, N. Y. U. ANN. SURV. AM. L. 85, 122 (1999).