

מאמרים

השימוש הציבורי בדיני התאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

מאת

עדי אייל*

אירועי "המחאה החברתית" של קיץ 2011 סימלו שיא של עניין ציבורי בסוגיות שעד לאחרונה נחשבו לתוך-תאגידיות, עניין למומחים ומתעניינים ולא לציבור הרחב. נושאים דוגמת שכר המנהלים הבכירים בחברות ציבוריות והריכוזיות הכלכלית במשק הפכו נושא לדיונים בכנסת, בעיתונות הפופולרית וברחוב. אמנם טרם נאמרה המילה האחרונה באשר לחקיקה ולשינויי דין בנושאים אלו, אך כבר אפשר לראות כיצד הדיון הציבורי מוסט ממטרותיו המקוריות בשל השימוש בשפה תאגידית והניסיון להישען על הספרות המקצועית בנושאים אלו.

רשימה זו מראה כיצד הניסיון להישען על עוגן מקצועי-אובייקטיבי בספרות התאגידית וההגבלית פוגע ביישום הערכים שמובילים את המחאה החברתית בו בזמן שהדיון המקצועני נפגע בשל שילובו בספרה הפוליטית. השימוש בדיני התאגידים כדי להשיג מטרות חברתיות-פוליטיות, הגם שאלו ראויות כשלעצמן, גורם לעירוב תחומים שיש בו נזק רב בצד התועלת שאולי תצמח מכך. הגם שהתועלת עשויה להיות גדולה, יש צורך במודעות גבוהה לתהליך ולמשמעויות השונות המיוחסות למונחים ולדוקטרינות משפטיות. דיון מעמיק בנושא שכר הבכירים והריכוזיות הכלכלית דורש אפוא זהירות בשני הצדדים: בצד החברתי-פוליטי נדרשת זהירות מהיטמעות בוויכוחים מקצועיים המדללים את האמירה הערכית, ובצד המשפטי-מקצועי נדרשת זהירות מעמימות מושגית הנגרמת מניסיון להשתמש בדוקטרינה קיימת כדי להשיג מטרה חדשה.

א. הקדמה. ב. שכר הבכירים – בין כשל שוק לתוצאת שוק כושלת; 1. האם שכר גבוה לבכירי חברה משקף כשל שוק?; 2. הרצון לפקח על שכר הבכירים והמשתמע מכך לדיני התאגידים ותפקידם הציבורי. ג. הדיון הציבורי והתאגידי בריכוזיות כלל-משקית; 1. הגדרות הריכוזיות; 2. החשש מריכוזיות והמאבק הציבורי נגדה; 3. מאפייני הריכוזיות הכלל-משקית. ד. על פופוליוזם ומקצוענות בדיני התאגידים: ניגוד או השלמה? ה. סיכום.

* ד"ר למשפטים, ד"ר לכלכלה, אוניברסיטת בר-אילן. הערות והארות תמיד מתקבלות בברכה: Adi.Ayal@biu.ac.il. תודה לשמואל מרום ועופר קרין על עזרה במחקר. תודה ליוסי רחמים, לשלי אביב ולעורכי דין ודברים על הערות לגרסה מוקדמת של מאמר זה.

א. הקדמה

מטרת רשימה זו להתבונן בשינוי העובר על דיני התאגידים בישראל בהפכם להיות מכשיר לשינוי חברתי – ולא רק במובן של חברה בע"מ. מסורתית, שימשו דיני התאגידים צדדים מתוחכמים להסדרת פעילות עסקית במסגרת חזית-רצונית. מסיווג זה נגזרה ההסדרה שהייתה מרוכזת ביצירת תבניות יעילות ככלי משפטי שהוא בררת מחדל (וניתן לשינוי) ובהגנה על צדדים שלישיים הסובלים מבעיית נציג בהיותם מושפעים מהחלטותיהם של אחרים. קטגוריה אחרונה זו שימשה אכסניה מחשבתית להגנה על בעלי מניות מיעוט מפני בעלי מניות שליטה, על כלל בעלי המניות מפני ההנהלה המעשית, על בעלי איגרות חוב ונושים אחרים מפני בעלי המניות ועוד.

בעת האחרונה החברה הישראלית עוברת תהליך ששיאו בהפגנות הציבוריות הגדולות של קיץ 2011 תחת הכותרת "מחאה חברתית". שתי סוגיות תאגידיות מרכזיות נקשרו לסערה הציבורית: הפיקוח על שכר הבכירים והריכוזיות במשק. אתיחס לשתי אלה כדי להראות את האופן שבו דיני התאגידים משמשים תפקיד חשוב (ופוליטי) בשינוי החברתי העובר עלינו – וגם להצביע על הכשלים הטמונים בכך. כפי שאפרט בהמשך, מכיוון שדיני התאגידים ממוקדים במשפט הפרטי, תפקידם החדש כסוכני שינוי במשפט הציבורי יוצר בעיות ברמת התאוריה וברמת היישום גם יחד.

בשני הנושאים שבהם אגע עברו טענות ומוטיבציות חברתיות וערכיות מטמורפוזה לדיון תאגידי-טכני. הודגשה ההגנה על בעלי מניות מיעוט באופן התואם את הדיון התאגידי אך רחוק מלייצג את אלו שלמענם החל המאבק הציבורי. בעניין שכר הבכירים הקו הדומיננטי בדבר צורך בהתערבות משפטית נשען על טענה סוציאלית-שוויונית ביסודה, ובנושא הריכוזיות – על טענה פופוליסטית-דמוקרטית בעיקרה. שניהם, דרך השימוש בכלים תאגידיים, מצאו עצמם ממוקדים בבעיית הנציג בין רוב למיעוט בחברה, ובכך שניהם הוסטו ממוקדם העיקרי. הסטה זו נבעה מנטייה כללית בתרבותנו והיא הרצון לעגן דברינו במסקנות מדעיות ובטיעונים אובייקטיביים. דיני החברות סיפקו "תחמושת אינטלקטואלית" נוחה לאלו שחשקו בעיגון שכזה, אך באופן העושה שימוש חדש במונחים ישנים – וגורם להסטת התנועה החברתית לשינוי פוליטי ממיקוד בערכי בסיס כלל-חברתיים למיקוד בממשל תאגידי ובעלי מניות מיעוט בחברות ציבוריות. הסטה זו דורשת דיון מחדש בשני הרבדים: בתוך דיני החברות נדרש דיון פנימי-מקצועי בדבר תופעות לוואי וחסרונות צפויים של הרחבת מעגל התובעים הפוטנציאליים ומעגל הטענות האפשריות. בדיון הציבורי נדרש דיון ערכי-פוליטי בדבר המטרות הרצויות והתאמת הכלים התאגידיים למשימה.

ב. שכר הבכירים – בין כשל שוק לתוצאת שוק כושלת

הקריאה הציבורית לרגולציה של שכר הבכירים נשענת על תפיסה שלפיה המצב שבו נושאי משרה בכירים זוכים למשכורות גבוהות ותנאים אטרקטיביים אינו רצוי ומשקף עיוותים בשוק. המונח "כשל שוק", הרווח מאוד בספרות המקצועית, הפך למטבע לשון גם מחוצה לו. בבסיסו מונח זה נוגע למצב שבו מגבלה כלשהי מונעת מהשוק הרלוונטי לפעול ביעילות. מוכרת הטענה כי בהיעדר התערבות "היד הנעלמה" של השוק דואגת להקצאה יעילה של המשאבים בו, שכן אם משאב מסוים אינו מגיע לידי המשתמש היעיל בו (זה שיכול להפיק ממנו את המרב), קיים תמריץ למשתמש היעיל לרכוש אותו מידי המחזיק הנוכחי בו. מכיוון שהמשתמש היעיל בהגדרתו הוא מי שיכול להפיק מהמשאב יותר, הוא תמיד יוכל לפצות את המחזיק הנוכחי בשווי שזה מסוגל להפיק מהמוצר, ועדיין ייוותר בידו עודף. כשל שוק הוא מצב שבו בשל "בעיה" מסוימת בשוק, זה אינו פועל ביעילות, ולכן לא די ברצונם החופשי של הצדדים כדי להביא לתוצאה היעילה באופן מצרפי, ולכן נדרשת התערבות חיצונית בנעשה בשוק.

בחלק הראשון של פרק זה אבקש לבחון את הטענה שלפיה השכר הגבוה המשולם למנהלים בכירים בחברות (בעיקר, אך לא רק, ציבוריות) אכן מקיים כשל שוק. בחלק השני אבחן את ההצעות הרווחות לפיקוח או להסדרת כשל שוק כאמור ואת המשתמע מההצעות באשר לדיני התאגידים באופן כללי. לאור הדיון בהצעות אלו תיבחן השאלה אם דיני התאגידים הם הכלי המתאים לטפל בבעיה שהוגדרה. אנסה להראות כי דיני התאגידים מטפלים היטב בחלק מהבעיות, אך לא ברור כלל אם אלו הבעיות המרכזיות שהניעו את הדיון הציבורי בסוגיה. מלבד זאת אראה כי הציבור המעוניין בפתרון מסתמך (לאו דווקא במודע) על הנחה סמויה בדבר היותן של חברות ציבוריות "ציבוריות" ממש, קרי שלציבור אינטרס ישיר במתרחש בתאגידים גם מעבר לאינטרס אפשרי כבעלי מניות. פן זה, שהדיון הסטנדרטי בדיני התאגידים מתעלם ממנו, מצדיק אולי את העניין הציבורי בשכר הבכירים אך לא את הפתרונות המוצעים לטיפול בנושא.

1. האם שכר גבוה לבכירי חברה משקף כשל שוק?

בתמצית גמורה, קיימים כמה כשלי-שוק שאפשר לטעון להם בקשר לשכר מוגזם הניתן למנהלים הבכירים בחברה, ואפשר להסביר קיומו של כשל שוק כאמור באמצעות בעיית נציג בפיקוח על העסקה הרלוונטית בין החברה לבין נושא המשרה בה. בעיית נציג כאמור יכולה להתרחש בין בעלי המניות לבין נושאי המשרה, בין בעלי מניות שליטה לבין בעלי מניות מיעוט או בין בעלי המניות לבין קהלים אחרים המושקעים (במישרין או בעקיפין) בחברה. אייחד כמה מילים לכל סוג של בעיית נציג וכשל השוק העלול לנבוע מכך. מובן שהנושאים חשובים וזוכים לדיון נרחב בספרות, וכאן מדובר

אך בתמצית ותזכורת שנועדה להכין את הקרקע לטענה העיקרית – בדבר השימוש הציבורי-פוליטי בדיני התאגידים.¹

חשוב לציין כבר בשלב זה שעצם העובדה שלנושא משרה כלשהו ניתנת חבילת שכר (הכוללת תנאים משלימים שלעתים חשובים מהסכום הנקוב בתלוש המשכורת) נדיבה במיוחד אינה מעידה על היות השכר מוגזם או על קיומו של כשל שוק כלשהו. שכר גבוה יכול שיהיה מוצדק אם הוא משקף את תרומתו של אותו נושא משרה לרווחיות החברה. מכיוון שחברות גדולות "מגלגלות" סכומים גבוהים, גם יתרון יחסי של אחוזים בודדים לעומת מנהלים אחרים יכול להיות מתורגם לרווחיות עודפת של מיליוני שקלים, שחלקם יוענקו בתמורה לאותו מנהל מוצלח במיוחד. נבחן אפוא את הסיבות הדומיננטיות לכשל בפיקוח על שכר הבכירים מבלי להתחייב כעת לגובה השכר הראוי ומבלי להצביע על שכר כלשהו, גבוה ככל שיהיה, כבלתי מוצדק.

(א) בעיית נציג בין בעלי המניות לבין נושאי המשרה

בעיית נציג זו מוכרת לכל העוסקים בדיני התאגידים ונלמדת כבסיס לפיקוח המבני והשיפוטי הקיים בחוק החברות.² הרעיון פשוט: מי שמנהל את החברה בפועל הם נושאי המשרה, ולהם ההשפעה המכרעת על ענייני היום-יום וגם על העסקאות החשובות שבהן הם מעורבים. גם במקומות שבהם הדין או הנוהג יצרו פיקוח של בעלי המניות על עסקאות מסוימות (למשל, אישור שכר לנושאי משרה לפי ס' 270 לחוק), לנושאי המשרה גישה למידע הרלוונטי, ובפועל הם המיידעים את בעלי המניות ומציגים את העסקאות לפנייהם. מכיוון שכך, צפויה להתקיים בעיית נציג בכל מקום שבו לנושאי המשרה אינטרס בעסקה שאינו זהה לאינטרס החברה, או לאינטרס בעלי המניות (הנחשבים בדרך כלל למייצגים את אינטרס החברה בכללותה).³ כאשר עסקינן בשכר,

1 במקום אחר פירטתי לגבי כשלי-השוק השונים בהקשר של שכר הבכירים, ראו: עדי אייל, "רגולציה שכר הבכירים בישראל: פופוליזם זול וערכים יקרים מאחריהם", תאגידים ז' (3) (תש"ע) 15.

2 חוק החברות, תשנ"ט-1999, ס"ח 189.

3 מובן ש"בדרך כלל" אינו תמיד, ולעתים דווקא לבעלי המניות (או חלקם) אינטרס זר בעסקה, או שהאינטרס שלהם אינו חופף את האינטרס ארוך הטווח של החברה. ובכל זאת קריטריון "בעל המניות ההיפותטי" נחשב לקריטריון המוביל בגיבוש אינטרס החברה, כאשר "היפותטי" במקרה זה משמעו שאין המדובר באינטרס ישיר של בעל מניות מסוים (שייתכן שהשקעותיו האחרות מייצרות לו תמריץ שונה מזה של החברה בכללותה) וגם לא בזמן מסוים (שכן עלול להיות פער ניכר בין אינטרסים קצרי טווח לארוכי טווח). ראו: ציפורה כהן, בעלי מניות בחברה – זכויות תביעה ותרופות (כרך א, תשס"ו) בעמ' 348-349; ע"א 741/01 קוט נ' עזבון איתן, פ"ד נו(4) 171, בעמ' 183; עלי בוקשפן, "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי", משפט ועסקים א (תשס"ד) 229, בעמ' 250-257; ידידיה צ' שטרן, תכלית החברה העסקית (תשס"ט) בעמ' 307-312 ובעמ' 344-345.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

ברור שלנציג ולמיוצג אינטרסים שונים, אך דווקא כאן קיומה של בעיה אינו מובן מאליו, שכן ניגוד האינטרסים גלוי וברור, וחזקה על בעלי המניות (ובעיקר בעל מניות השליטה) שיבחנו בקפידה כל עסקה כאמור. נגישותו של המידע היא בדרך כלל גורם מכריע (הגם שלעתים סמוי מן העין) לאיכות ההחלטה, אך גם בנושא זה בעלי המניות מודעים לאינטרס הזר של נושא המשרה, והם יכולים לפעול בהתאם. לא רק שקיים להם תמריץ לפקח על עסקאות מסוג זה, אלא גם עומדים לרשותם מנגנונים שונים לשם כך. לעתים יוכלו להתערב ישירות, דרך הפיקוח המבני באמצעות מוסדות החברה, ולעתים בעקיפין – דרך הפעלת פיקוח שיפוטי בהגשת תביעה מתאימה. בשפה הפשוטה ביותר אפשר לומר שנושא משרה הנשכר על ידי בעלי המניות כדי למקסם את תשואת השקעתם בחברה יצטרך לנהל משא ומתן עם אותם בעלי מניות על שיעור שכרו ועל התנאים הנלווים. עסקה זו נעה בין משחק-סכום-אפס למשחק-שכומר-חיובי בין שני צדדים מיוחדים, וחזקה עליהם שלא יכרתו הסכם זולת אם בחנו את תנאיו וראו שהם מיטיבים עם שני הצדדים.⁴ מובן שלהצגה זו של הדברים סייגים רבים (כולל למשל הברדל ניכר בין העסקה ראשונית לבין חידוש חוזה), ולחלקם אתייחס בהמשך. ובכל זאת חשוב לשים לב שטענה לקיומו של כשל שוק בנושא תנאי ההעסקה של נושאי משרה מניחה שבעלי המניות אינם שומרים על עצמם. הנחה זו בעייתית הן במישור של הנחת הרציונליות בשמירה על אינטרס אישי והן בהעלאת השאלה מדוע מדובר בכשל שוק, קרי מדוע לראות בכך בעיה מצרפית ולא רק אישית של המעורבים בדבר. יש הסוברים אחרת ותולים את האינפלציה בשכר המוענק לנושאי משרה בכירים בעובדה שבעלי המניות מפוזרים, ובפועל אינם מפקחים כיאות על המנהלים שנשכרו (בעקיפין) על ידיהם. כך למשל טוענים בבצ'וק ופריד באשר לשוק החברות האמריקאי, אך כפי שאראה מיד, דווקא בישראל הנסיבות שונות ובעיית הנציג העיקרית המשפיעה על שכר הבכירים שונה.⁵

מובן שאיני כופר בקיומה של בעיית נציג בין בעלי המניות לבין נושאי המשרה. בעיה זו קיימת והוכרה כבר בתחילת המאה הקודמת כחלק בלתי נפרד מהחברה המסחרית

4 משחק-סכום-אפס הוא מצב שבו יצירת רווח לצד אחד באה על חשבון יצירת הפסד לצד השני. במשא ומתן בין מעסיק למועסק השכר שמשלם המעסיק הוא הפסד לו ורווח למועסק, ולכן סכום הרווח וההפסד הוא אפס. לעומת זאת אם נתבונן בשכר כמייצר תמריץ למועסק לעבוד קשה, ועבודה זו מייצרת רווח נוסף למעסיק, יש יתרון למעסיק בתשלום שכר ראוי מתוך מחשבה שהשקעה זו אינה רק הפסד כי אם מייצרת בעקיפין הכנסה עתידית. משא ומתן בין שני צדדים מיוחדים אמור להביא לתוצאה שבה שניהם משיגים את התמריץ האופטימלי לעבוד ומחלקים ביניהם את הרווח הנוצר מכך.

5 ראו: Lucian Bebchuk and Jesse Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled* (2004) *Promise of Executive Compensation* וכן אריה לוצ'יאן בבצ'וק וג'סי מ' פריד, "תגמול מנהלים כבעיית נציג", תאגידים א(4) (תשס"ד) 3.

המודרנית, שהפכה מאז למרכזית כמעט בכל עסקה כלכלית בעלת משקל.⁶ בעיה זו חשובה, וראויים לה דפים רבים של דיון והרחבה, אך לא בהקשר הצר שבו בחרתי לעסוק כאן.

(ב) בעיית נציג בין בעלי מניות מיעוט לבעלי מניות שליטה

בישראל מרבית החברות הציבוריות (ובוודאי הפרטיות) נשלטות על ידי בעל מניות המחזיק ברוב מן המניות המצביעות, בדפוס המכונה "החזקה ריכוזית".⁷ מצב זה שונה מהמקובל בארצות הברית, שבה רוב החברות הציבוריות נשלטות בפועל על ידי מיעוט מקרב בעלי המניות המגיע בפועל לאספה הכללית וכך ממנה את נושאי המשרה בחברה.⁸ בשני המקרים תיתכן בעיית נציג בין בעלי מניות השליטה לבין שאר בעלי המניות, שגם אם מספרם (ושיעור החזקותיהם) גדול, מכונים כאן "בעלי מניות מיעוט". דפוס זה, של החזקה ריכוזית בישראל, מקטין את החשש שהוזכר בסעיף הקודם של בעיית נציג בין בעלי מניות לבין נושאי משרה, שכן לבעל מניות השליטה כוח והשפעה ניכרים במוסדות החברה, והוא מושפע ישירות מגובה השכר שהוא מאשר למנהלים. השפעתו של בעל מניות המחזיק בשליטה מרוכזת נחשבת בדרך כלל כמעט מוחלטת, ולכן קשה להאמין שנושאי המשרה יצליחו להטעותו – בוודאי בכל הקשור לתנאי העסקתם, שם יש לו תמריץ ברור לפקח עליהם וסיבה ברורה לא להסתמך רק על מצג שהם עצמם יצרו עבורו. יתרה מזו, ככל ששיעורן של מניות החברה שמחזיק בעל השליטה גבוה יותר (החזקתו ריכוזית יותר), כן גדל המחיר האישי שהוא משלם על שכר מוגזם לנושאי משרה. לדוגמה, אם בעל השליטה מחזיק ב-60% ממניות החברה, גם 60% מהשכר המשולם בה בא "על חשבוננו" בהורדת מפלס המזומנים בחברה באופן המשפיע על שווי המניה, יכולתה לנהל עסקים או הקטנת היתרה הניתנת לחלוקה

6 ספר היסוד בתחום, המצוטט בהרחבה עד היום, ועל יסודו נטבע המונח "הפרדה בין בעלות לשליטה" הוא Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

7 ראו: אסף חמדני, ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים (תש"ע). חמדני מתאר את השליטה בישראל כריכוזית במיוחד, הן בשיעור החברות הנשלטות בידי בעל מניות שליטה המחזיק מעל ל-50% מזכויות ההצבעה בחברה, והן במספר החברות הציבוריות הנשלטות על ידי קבוצות עסקיות (ולעתים משפחות) שהחזקותיהן כוללות מספר חברות גדול.

8 הבדל זה מיתרגם לא רק לקיומה של הפרדה חדה יותר בין בעלות לשליטה בארצות הברית (שם הפוטנציאל לבעיית נציג בין בעלי מניות לבין נושאי משרה גדול יותר), אלא גם להבדל פנימי בין חברות ישראליות ברמות שונות של שליטה ריכוזית. מתברר שככל שההחזקה ריכוזית יותר (בעל השליטה מחזיק בשיעור גדול יותר מהמניות המצביעות), כך השכר המשולם בפועל למנהלי החברה נמוך יותר. ראו: שמואל האוזר ושרה גזבר, "מבנה השליטה ומדיניות השכר למנהלים בכירים בחברות תעשייתיות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב", רבעון לכלכלה 40 (תשנ"ג) 415.

דין ודברים ו תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

כדיבידנד. מסיבה זו ההחזקה הריכוזית במניות הנהוגה בישראל מקטינה את החשש לבעיית נציג בין בעלי המניות בכללותם לבין נושאי המשרה ככאלה. לעומת הטון האופטימי המשתמע עד כה, יש סיבה טובה לחשוד שמודל ההחזקה הריכוזית דווקא מחמיר את המצב ככל שמדובר בשכר המנהלים בשל בעיית הנציג הקיימת בין בעלי מניות מיעוט לבין בעלי מניות השליטה. בעל השליטה נהנה ככל שהחברה שבה הוא שולט מרוויחה יותר, ובכך יש לו אינטרס הזהה לזה של בעלי מניות המיעוט.⁹ מנגד בעל השליטה נהנה גם ככל שהוא מסוגל לכוון את פעילות החברה לכיוונים המיטיבים עמו על חשבון המיעוט. למשל, אם בעל השליטה ממנה את עצמו או מקורביו לתפקידי ניהול, ברור התמריץ להעניק שכר מוגזם, שעלותו מתחלקת בין כלל בעלי המניות, וההנאה ממנו מופקת בלעדית על ידי בעל השליטה עצמו או הקרובים לו. במילים פשוטות, אם בעל השליטה מסוגל להפיק רווח אישי על חשבון הקופה הציבורית, קיימת כאן בעיית נציג קלסית גם אם אותה קופה ציבורית ממומנת חלקית על ידיו. בדוגמה לעיל, שבה החזיק בעל השליטה ב-60% ממניות החברה, 60% מעלות השכר המוגזם משולמת על ידיו בעקיפין, ואילו 100% מההנאה מופקת על ידיו במישרין. כל שקל בשכר עודף למנהל מזכה את בעל השליטה בשקל שלם (אם הוא אותו מנהל), או חלק מאותו שקל עודף (אם מדובר במקורב שבעל השליטה מחשיב פחות מאת עצמו) – אך רק 60 אג' מאותו שקל עודף באות על חשבוננו של בעל השליטה. ריכוזיות ההחזקה היא אפוא חרב פיפיות: מצד אחד יש בה כדי לאחד את אינטרס בעל השליטה עם אינטרס החברה באופן המגביל את התמריץ לבעל השליטה לנצל לרעה את שליטתו (פגיעה בחברה פוגעת בעיקר בו). מצד שני, ריכוזיות ההחזקה מקטינה עוד יותר את יכולתו של המיעוט להשפיע על התנהלות החברה או להפעיל כוח הרתעתי נגד בעל השליטה עצמו. מובן שהדין מתמודד גם עם בעיות אלו, אם דרך פיקוח מבני (שחוזק מאוד לאחרונה דרך תיקון מס' 16 לחוק החברות)¹⁰ ואם דרך פיקוח שיפוטי (למשל דרך ס' 191 לחוק החברות העוסק בעושה המיעוט). נשאלת השאלה אם די בכך כדי לפקח על ניצול לרעה של כוח השליטה בהקשר של שכר הבכירים.

גם אם המקרה שבו בעל שליטה ממנה את עצמו או אחר הקרוב לו למנהל ממחיש בעיית נציג ברורה וקיצונית, אין זה המקרה הבעייתי ביותר. מקרים קיצוניים אלה נתונים לפיקוח בתי המשפט, וקל להראות בהם קיומו של ניצול לרעה, אם זה אכן קיים. המקרים

9 אכן, זו אחת הסיבות העיקריות המצדיקות את הפקדת ניהול החברה (או מינוי מנהליה) בידיו. ככל שהחזקתו ריכוזית יותר, כך כדאי לו יותר לדאוג להשאת רווחי החברה, שכן חלק גדול יותר מאלה מגיע (במישרין או בעקיפין) לידיו. מכיוון שהנאת בעלי המניות מהשקעתם בחברה שיווית, משום שהחזר השקעתם אפשרי רק לאחר החזר השקעתם של נושים ואחרים בחברה, בעלי המניות ככאלה נתפסים כבעלי השליטה היעילים מצרפית. מכיוון שבעל מניות השליטה מרוויח רק כאשר שאר בעלי המניות מרוויחים (בעולם מושלם), יש למיעוט תמריץ לאפשר לרוב ניהול יעיל של החברה לרווחת כולם.

10 חוק החברות (תיקון מס' 16), תשע"א-2011, ס"ח 390.

המעניינים יותר הם דווקא אלו שבהם נושא המשרה אינו בעל השליטה עצמו, או מקורב הזוכה ל"ג'וב טוב", אלא מנהל מקצועי שמונה על סמך רקע רלוונטי ויכולת מוכחת בניהול חברה שכזו. במקרים כאלו עדיין קיימת בעיית נציג בין רוב למיעוט, שכן מלבד רצונם המשותף בניהול איכותי, קיים ניגוד אינטרסים באשר להשפעה על המנהל. בעלי מניות המיעוט מעוניינים שהמנהל יתמקד באינטרס החברה ארוך הטווח וישיא את רווחיה באופן שימקסם את ערכה בשביל כלל הקהלים המושקעים בה, ושיורית – בשביל בעלי המניות כולם. לעומת זאת בעל השליטה מעוניין במנהל שיהיה עושה דברו ויבין "מיהו בעל הבית". באופן טבעי מנהל שמונה בחברה חב את משרתו לבעל השליטה, שכן הוא הגורם המכריע בפועל באישור מוסדות החברה את ההעסקה האמורה. מלבד זאת כאשר בעל השליטה מוודא שהשכר שהמנהל זוכה לו גבוה מהשכר המקובל בשוק, או לפחות מהשכר האלטרנטיבי שאותו מנהל יכול לקבל באותו הזמן, המנהל מעוניין במיוחד לשמר את העסקתו בחברה זו וחושש יותר למשרתו. מצב זה משרת את בעל השליטה כי השפעתו על המנהל גדלה, שכן זה מודע לכך שבעל השליטה הוא העומד בינו לבין הצורך לחפש תעסוקה חליפית.¹¹ יוצא אפוא ששכר מוגזם למנהלים גורם להם לדאוג לאינטרס בעל השליטה (כדרך למקסם את האינטרס שלהם לשמר את תפקידם ושכרם בחברה), אך אותו שכר מוגזם משולם בפועל על ידי כלל בעלי המניות. אם נניח למשל שבעל השליטה עדיין מחזיק ב-60% ממניות החברה, כל שקל בשכר עודף המשולם למנהל מזכה את בעל השליטה בנאמנות בשווי שקל שלם, אך בעלות של 60 אג' בלבד. בעלי מניות המיעוט יוצאים קירחים מכאן ומכאן, שכן הם מוצאים עצמם משלמים 40 אג' מכל שקל שכר עודף רק כדי לחזק את נטיית אותו מנהל להיטיב עם בעל השליטה על חשבונם. שכר גבוה המשולם למנהל בכיר בחברה, במקרה זה, מגדיל ומנציח את יתרון בעל השליטה על-פני בעלי מניות מיעוט וקהלים אחרים בחברה.

(ג) בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין קהלים אחרים המושקעים בחברה

כפי שבעלי המניות אינם עשויים מקשה אחת, כך גם קהל המושקיעים בחברה מגוון באופיו ובאינטרסים שכל אחד מתמקד בהם. ספקי תשומות ההון יכולים לבחור בין השקעה במניות או השקעה בחוב (אם בדרך של אג'ח ואם בחוזה הלוואה). מלבדם לחברה ספקי תשומות נוספים: עובדים מסוגים שונים, ספקי חומרי גלם (שחלקם מהווים

11 האינטרס לשלם שכר "מוגזם" אינו רלוונטי רק למנהלים בכירים. הרעיון ששכר הגבוה מזה שהיה נוהג בשוק תחרותי מייצר אינטרס לעובד להשקיע מאמץ גדול יותר בעבודתו ולרצות את מעסיקו, פותח במקור כהסבר לתופעה מקרו-כלכלית של אבטלה גם כאשר יש עובדים שהיו שמחים לעבוד בעבור השכר הנוהג ואף למטה מזה, אך אינם זוכים להצעת עבודה. לפי מודל זה, שכר "מוגזם" מייצר חשש למועסקים מאיבוד עבודתם, ולכן מגביר את תפוקתם מעבר לרמה שאפשר להסביר באשר לפיקוח המושת עליהם. ראו: Carl Shapiro and Joseph E. Stiglitz, "Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device", *American Economic Review* (1984) 433.

דין ודברים ו תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

ספקי חוב בשל התחייבויות לתשלום נדחה), שכנים גאוגרפיים ורעיוניים המושפעים מהחלטות החברה באשר לסביבה הפיזית והעסקית שבה היא מתנהלת, ואפילו הציבור בכללותו, עד כמה שפעילותה המסחרית של החברה משפיעה עליו.¹² כל אלה מוצאים עצמם נושאים בחלק מתוצאות פעילות החברה מבלי שהם משפיעים ישירות על תהליכי קבלת ההחלטות, ובמובן זה אפשר לומר שקיימת בעיית נציג בינם לבין בעלי המניות השולטים בחברה דרך מינוי מנהליה.

אין כוונתי להיכנס כעת לנבכי מגוון ההצעות האפשריות בפעילות החברה ולבעיות הנציג הנלוות לכך, אך כן ארצה לייחד כמה מילים לאופן שבו שכר מוגזם למנהלי חברה משפיע על קהלים אלה באופן כללי. נניח לדוגמה שאלה של החצנה סביבתית, שלפיה החברה גורמת לזיהום שהיה אפשר למנוע בעלות מסוימת. בעולם מושלם הייתה החברה (דרך בעלי מניותיה או מנהליה) נמנעת מזיהום סביבתי בשל התחשבות באינטרס של הקהלים המושפעים מכך, אם אלה שכנים ישירים ואם דורות עתידיים או קהילות "במורד הזרם" הפיזי או הרעיוני הסובלים מנזקי הזיהום. בעולם מושלם פחות קיימות דרכי פיקוח באמצעות דיני איכות הסביבה (פיקוח מנהלי) או דיני הנזיקין (פיקוח שיפוטני), המפנימים כלפי החברה כל החצנה שהיא יוצרת, וכך נפתרת בעיית הנציג שלפיה החברה משפיעה על מי שאינו מיוצג במערך קבלת ההחלטות שלה. בעולם מושלם עוד פחות, ההתחשבות המוסרית והפיקוח המשפטי אינם מספיקים כדי לתמרץ את החברה להימנע מהחצנות, ועלויות מניעת הנזק גבוהות מהתשלום שהיא צופה לשלם כדיעבד. במצב כזה מוטב לה לחברה לזהם.

מנהלי חברה הנתונים במצב זה מוצאים את עצמם בדילמה מוסרית, ולפעמים גם חוקית: מחד רווחי החברה יגדלו עם הזיהום, ומאידך קיימת חובה חוקית או מוסרית למנוע את הזיהום. גם כאשר החובה החוקית ברורה (ובמקרים רבים קיים ספק, או אפשר לטעון בדיעבד שהיה ספק כאמור), בניית מבוטס-רווחיות כאשר הסתברות האכיפה נמוכה, יכול שיהיה כדאי להתעלם מהחוק. במקרים מסוימים קיים פתרון בחוק עצמו, בדמות אחריות אישית על מנהלי חברה שסרחה.¹³ במקרים אחרים היה אפשר לקוות

12 ראו באופן כללי: שטרן (לעיל, הערה 3); Edward S. Adams & John H. Matheson, "A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns", 49 *Emory L.J.* (2000) 1085; Kathleen Hale, "Corporate Law and Stakeholders: Moving beyond Stakeholder Statutes", 45 *Ariz L. Rev.* (2003) 823; Larry E. Ribstein, "Accountability and Responsibility in Corporate Governance", 81 *Notre Dame L. Rev.* (2006) 1431 כללי ולאסופת מאמרים בנושא ראו: Robert A. Phillips – ed., (2011) *Stakeholder Theory: Impact and Prospectus*. חשוב לציין שאין בהכרח סתירה בין מודל ההתחשבות בקהלים לבין מודל עדיפות בעלי המניות. ראו למשל: Marshall M. Magaro, "Two Birds, One Stone: Achieving Corporate Social Responsibility Through the Shareholder-Primacy Norm", 85 *Ind. L.J.* (2010) 1149

13 כאשר החוק הרלוונטי מטיל חובות ישירות על נושאי המשרה או על מקבלי ההחלטה, ולא רק על התאגיד, אפשר לומר שהמטרה הישירה היא לתמרץ ציות לחוק באותם מקרים שבהם

שנושאי המשרה יפעילו שיקול דעת לא רק באשר לרווחיות אלא גם באשר למוסריותה של הפעילות המסחרית שלה הם אחראים. ניתן לחשוב על נושא משרה סביר השוקל כיצד לפעול במצב כזה, כאשר האחריות החוקית או המוסרית מתורגמת אצלו לתמריץ לפעולה, אל מול התמריץ הקיים לו להעדיף את אינטרס בעלי המניות בהשאת הרווחיות. כך, פעולה לא מוסרית יכולה להשית על המנהל עלות ישירה – בדמות תחושה רעה ופגיעה בדימוי העצמי – ויכולה להשית גם עלות עקיפה – בדמות פגיעה במוניטין ו"שם רע" בעיתונות או בקהילה הרלוונטית (ולפעמים הדברים מתורגמים דווקא דרך הילדים: "אבא, זה נכון מה שכתבו עליך בעיתון?").

שכר גבוה למנהלי חברה פועל במקרים אלו כתמריץ נגדי – להעדיף את אינטרס בעלי המניות על אינטרסים של קהלים אחרים. תמריץ זה יכול לפעול ישירות באופן שתואר לעיל – המנהל חושש לאבד תעסוקה רווחית במיוחד ולכן יישמע להוראות בעל השליטה (שבהקשר זה מייצג את כלל בעלי המניות). תמריץ זה יכול לפעול גם בעקיפין, ביצירת תחושת נאמנות מלבד האינטרס הכספי הישיר. למשל, מנהל הזוכה לתנאים מועדפים ירגיש "חייב" לזה שמינה אותו וירצה להחזיר טובה תחת טובה. השפעה זו יכולה להתקיים ברמות שונות של מודעות, ולכן אין זה הכרח שהמנהל יאזן ביודעין בין ההשפעות השונות אלא לפעמים די בתחושה לא נוחה של "בגידה" במי שמינה אותו ושדואג למחסורו בנדיבות.¹⁴

מובן שהאמור לעיל מתקיים לא רק בעניינין של החצנות סביבתיות אלא גם בכל סוג של העדפת אינטרס בעלי המניות על אינטרסים של קהלים אחרים. למשל, אפשר לראות בהשקעות מסוכנות סוג של החצנה (בעיקר כאשר החברה כבר מצויה בקשיים כלכליים), שכן בשל הפרקטיקה של חברות בע"מ, כישלון ההשקעה יבוא על חשבון כלל ספקי התשומות של החברה (כולל נושים שלא יזכו לתשלום ועובדים שיאבדו את משרתם, וייתכן שגם חלק מכספי הפנסייה שלהם). לעומת זאת הצלחה מסחרית תייצר בעיקר

אין כדאיות עסקית בכך. האחריות האישית יוצרת תמריץ אישי למנהלים הגדול מהתמריץ לחברה עצמה, ויוצרת מהפך בבעיית הנציג: ממצב שבו הנציג פועל לטובת המשקיעים הישירים בחברה (בעיקר בעלי מניות) ולרעת קהלים המושפעים ממנה (ואפשר לומר שהם משקיעים בה בעקיפין) נוצר מצב שבו הנציג פועל לטובת אותם קהלים מרוחקים, גם על חשבון בעלי המניות ובעלי השליטה שדאגו למינויו.

14 גם כאן המודל הבסיסי שעליו נשענת תובנה זו פותח בהקשר מקרו-כלכלי ולא ספציפי לתאגידים או מנהלים. ג'ורג' אקרלוף הסביר את התופעה לפיה משולם לעובדים שכר על-תחרותי בעת שקיימים עובדים מובטלים המוכנים לעבוד בעלות נמוכה מהעובדים הקיימים, והגדיר אותה כ"חילופי מתנות". לפי הסבר זה, המעביד נותן "מתנה" של שכר על-תחרותי לעובד, וזה משיב טובה-תחת-טובה בהשקעת מאמץ ותשומת לב בעבודתו גם כאשר הפיקוח עליו אינו מושלם. ראו: George Akerlof, "Labor Contracts as Partial Gift Exchange", 97(4) *Quarterly Journal of Economics* (1982) 543.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

רווחים עודפים לבעלי המניות.¹⁵ אפשר לומר אפוא באופן כללי, ששכר עודף למנהלי חברה מחזק את נאמנותם לבעלי המניות המאשרים את תנאי ההעסקה על חשבון קהלים המושפעים מהחלטות המנהלים מבלי להיות מיוצגים כראוי בשלב בחירתם.¹⁶

2. הרצון לפקח על שכר הבכירים והמשתמע מכך לדיני התאגידים ותפקידם הציבורי

בחלק הקודם ראינו כי אפשר לטעון לקיומם של כשלי שוק המאפשרים לשכרם של מנהלים בכירים בחברות לעלות על הסכומים שהיו משולמים בשוק תחרותי משוכלל. הטענה הכללית היא שכשלי שוק אלו מונעים פיקוח יעיל על שכרם של הבכירים, ובעקבות זאת נגרם נזק בשני ראשי חץ: ראשית, נגרם נזק ישיר למשלמים את שכר הבכירים מבלי שהמשלמים ייהנו מפרות שכר זה. למשל, בעלי מניות המיעוט משלמים את חלקם בשכר העודף מבלי לקבל תמורה על כך. שנית, נגרם נזק עקיף לרווחה המצרפית באופן כללי, ולסובלים מבעיית הנציג באופן ספציפי. למשל, אם השכר העודף משמש את בעלי השליטה לחיזוק אחיזתם במנהלים וליצירת נאמנות ספציפית להם, הציבור מפסיד בגלל ניהול תת-מיטבי של חברות אלו (אופן הניהול משפיע על כל הקהלים המושפעים מביצועי החברה כמו גם על היעילות הכלל-משקית). בעקבות זאת בעלי מניות המיעוט סובלים כפליים, שכן הם נפגעים מכך שהמנהלים מתומצצים להתחשב בבעלי השליטה יותר מאשר במיעוט. במילים פשוטות, בעלי מניות המיעוט משלמים כדי לתמרץ את המנהלים לפגוע בהם.

15 מקובל לראות במבנה השכר מוטא האופציות של מנהלים בחברות אמריקאיות אחד מהגורמים להסתכנות מוגזמת. ראו למשל: אוריאל פרוקצ'יה, "שכר הבכירים והמשבר הכלכלי", המשפט 27 (תש"ע) 3; יוסף גרוס, "תגמול בכירים בבסיס המשבר הכלכלי", תאגידים ו(3) (תשס"ט) 3; גיל מור והילי קריזלר, "שכרם בצידם – תכנית התגמול של חברות ציבוריות בישראל", רואה החשבון 19 (תש"ע) 110. אך ראו גם את: שרון חנס, "אופציות למנהלים בשוק ההון עם בעלות מרוכזת – הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי", משפטים לו (תשס"ו) 49. מאמר זה מצדד בפתרון המסורתי של מתן אופציות למנהלים אך לא רק ככלי לאיחוד אינטרסים בין המנהל לבין החברה ותמרוץ המנהל להסתכן בסיכונים יעילים, אלא בעיקר דווקא ככלי לאיחוד אינטרסים בין המנהל לבין בעלי מניות המיעוט והצורך לפקח על בעל מניות השליטה. חשוב לשים לב שהוא עוסק בפתרון בעיית הנציג בין המנהל לבין בעלי המניות (ובין סוגי בעלי מניות שונים) ואינו מתייחס לבעיית הנציג שבין בעלי המניות (הנהנים מסיכון, בעיקר כאשר אחריותם מוגבלת) ולבין קהלים אחרים דוגמת נושים ועובדים.

16 לטיעונים ששליטתם של בעלי המניות בחברה בעייתית בדיוק מסיבות אלו, ויש בכך כדי ליצור בעיה לא בין משקיעים מסוגים שונים בחברה אלא גם בעיה מצרפית כללית, ראו: Joel Bakan, *The Corporation: Pathological Pursuit of Profit and Power* (2004). וכן, Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities* (2006). חיבור זה טוען באופן כללי כי יש לפרש את המונח "חברות ציבוריות" כקובע חובה כלפי הציבור בכללותו, ואולי אף חברות של הציבור.

לו נשמעו הקריאות לפיקוח על שכר הבכירים רק מפי נציגי בעלי מניות המיעוט או רשויות המדינה המגנות על האינטרסים שלהם (למשל רשות ניירות ערך), היה בהן היגיון רב. גם הגנה על אינטרסים מצרפיים, כמו יעילות שוק ההון או הרצון לתמרץ השקעות של הציבור בבורסה, מתאימה לאינטרסים שנבחנו לעיל ולטיעונים הכלליים המוכרים בדיני החברות וניירות הערך. החלק המעניין, ואולי המפתיע, הוא עד כמה רווחת הקריאה לפיקוח על שכר הבכירים בציבור שאינו בהכרח משקיע במניות, או אף מכיר את המתרחש בשוק ההון.

אפשר להסביר את העניין הציבורי בשכר הבכירים בכמה אופנים: ראשית, אפשר לראות בכך מאבק פופוליסטי, שצבר תאוצה רק מכיוון שעם ישראל נהנה להתלונן על יתרונם של אחרים, והקנאה בעשירים השתלטה על הדיון הציבורי. החיסרון בטיעון זה (מלבד הכתמתו רבים וטובים בצרות עין) הוא שבפועל הקריאה הציבורית לא הורחבה למיסוי מוגבר של עשירים ככאלה או למגבלה על הכנסה באופן כללי. שנית, אפשר לומר שהמאבק הציבורי יוחד למנהלים בחברות ציבוריות, כאלו שמניותיהן נסחרות בבורסה והוצאות השכר שלהן מפורסמות בעיתון. הסבר זה מתמקד בכך שבמקרים אלה המידע נחשף לציבור (בשל חובות גילוי של חברות ציבוריות לפי חוק ניירות ערך),¹⁷ ולכן מודגשת נגישותו של המידע ותו לא. גם טיעון זה אינו משכנע בעיניי. הרי כאשר חברות הֶזְנֵק (סטרט-אפ) מצליחות נמכרות לחברות זרות, מתפרסמים הסכומים בעיתון, וכך גם במגוון גדול של עסקאות בולטות ודיווחים על מתעשרים חדשים וישנים. מקרים אלו אינם מעוררים סערה ציבורית גם כאשר מדובר ברווחים גדולים בהרבה משכר הבכירים. הסבר שלישי אפשרי הוא שעסקינן בחוסר עקביות לא רציונלי, ויש ללמוד מכך את חסרונות הספרה הציבורית כאשר היא עוסקת בכספם של אחרים.

האופן שבו אני מציע לפרש את העניין הציבורי בשכר הבכירים הוא שהציבור בישראל (ולפחות חלקו המתעניין בנושא ואף מגיב אליו רגשית) מתייחס לחברות ציבוריות כאילו כשמן כן הן – ציבוריות. העניין הציבורי הוא בחברות הגדולות אם בשל היקפן הכספי הגדול ואם בשל מעורבותן בחיי היום-יום של הציבור בישראל, למשל בשליטתן על משאבים בעלי חשיבות ציבורית או השפעתן הניכרת על מוצרי יסוד שהציבור רואה בהם מוצרים ה"מגיעים" לו. זאת אל מול ההגדרה הרווחת בדיני התאגידים, שלפיה חברה ציבורית היא כזו שמניותיה הוצעו לציבור (ובדרך כלל נסחרות בבורסה). כחברה שמניותיה הוצעו לציבור סביר שהציבור המשקיע יתעניין בחלוקת המשאבים הפנימית בה ובבעיות הנציג המתרחשות (ונפתרות בחלקן) בתוכה. אך העניין בשכר הבכירים חורג בהרבה ממתווה זה ומקבוצת ההתייחסות הרלוונטית להשפעה הישירה של הפרדה בין רוב למיעוט בחברה, ואפילו בין בעלי מניות לבין קהלים חיצוניים לחברה. מבחינה זו אפשר לראות בציבור כולו "קהל" רלוונטי לדיני התאגידים מבחינת עניינו בנושא אך לאו דווקא מבחינת הכרת דיני התאגידים בקיום אינטרס

17 חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, ס"ח 234.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

בר-הגנה המתחרה עם אינטרסים של קהלים אחרים, מסורתיים יותר. חשוב לציין שראיית הציבור (או חלק ממנו) בעצמו קהל רלוונטי הראוי להתחשבות אינה קובעת קבלת אינטרס זה או מחויבות של הדין להגן עליו.

(א) האם עניין ציבורי בשכר הבכירים מחייב את דיני התאגידים להשתנות?

נושא שכר הבכירים נדון בארץ ובעולם זה זמן רב.¹⁸ מאז תחילת שנות התשעים של המאה הקודמת הפך הנושא פוליטי במובהק ונדון במגוון כלי תקשורת כבעיה כללית הרחבה בהרבה משאלת ההגנה על משקיעים או יעילות שוק ההון.¹⁹ בארצות הברית שכר הבכירים המטפס נקשר ישירות בפיתורין ובסגירת מפעלים שהתרחשו בד בבד, וגם אם קשר זה לא הוכח ישירות, טיפוסו של שכר מנכ"לים של חברות גדולות מרמה של פי 30 (בשנות השבעים) לרמה של פי 210 (בשנות התשעים) משכרם הממוצע של עובדי המפעלים, בוודאי גרם לתרעומת ותחושת קיפוח מצדם של אלה שהצמיחה הכלכלית לא היטיבה עמם, ואולי אף התרחשה על גבם.²⁰ עם זאת הגם שהנושא "תפס כותרות" ומנהלים בכירים רבים מצאו עצמם מותקפים, שכר הבכירים (בארצות הברית) המשיך לעלות גם אחרי הסערה הציבורית – הן במונחים מוחלטים והן במידת תלות השכר בהישגי החברה.

השאלה אם דעת הציבור רלוונטית בסוגיית ההתערבות המשפטית בשכרם של מנהלים בכירים מעלה שאלה יסודית יותר באשר למטרתם של דיני התאגידים. אם נקבל את ההגדרות המסורתיות בדבר אפשרו יעילות כלכלית דרך השקעה המוגנת מאחרי מסך התאגדות ויצירת מבנה מוסדי המאפשר ניהול יעיל, לא ברור כלל אם דעת הציבור על השכר המשולם לבכירי חברה רלוונטית או ראויה להתייחסות כלשהי. אם מדובר בפער בין כוחו של הרוב לכוחו של המיעוט, קיימים כלים משפטיים מסורתיים בחוק החברות

18 הנושא נחקר משנות השלושים של המאה הקודמת כחלק מהדיון הכללי בפריחתם של התאגידים המודרניים ומעמדם של מנהליהם. לסקירה מוקדמת ראו: R.A. Gordon, "Ownership and Compensation as Incentives to Corporation Executives", 54(3) *Quarterly Journal of Economics* (1940) 455. בשנות השמונים של המאה הקודמת, בד בבד עם תופעת ההשתלטויות והמיזוגים הגדולים, הלכה והתעוררה ביקורת על שכרם הצומח של המנהלים הבכירים, בעיקר בשל הקשר, כפי שנתפס, בינו לבין "התייעלות" הכרוכה בפיתורים וסגירת מפעלים. באותו זמן זכתה בעיית הנציג לפיתוח אקדמי, ונוצר הקשר בין שני הנושאים, הן בשאלה כיצד לתמרץ מנהלים באופן מיטבי להשיא את רווחי החברות עצמן, והן בשאלה עד כמה השכר עצמו מייצר (או נגרם על ידי) בעיית נציג נוספת. ראו באופן כללי: Kevin J. Murphy, "Executive Compensation", *Handbook of Labor Economics* (Orley C. Ashenfelter and David Card – eds., 1999) 2485.

19 הנושא תואר בכתב העת TIME כ"נושא פופוליסטי שאף פוליטיקאי לא יכול לוותר עליו", ראו: Thomas McCarroll, "Executive Pay: The Shareholders Strike Back", *Time*, 4.5.1992.

20 ראו: Murphy (לעיל, הערה 18) בעמ' 50.

המאפשרים למיעוט נפגע לפקח על חווי העסקה שנחתמים על ידי החברה (ובעיקר לאחר חיזוק מנגנונים אלו בתיקון מס' 16 לחוק החברות), וכן לפנות לבית המשפט כאשר הפיקוח המבני הפנימי כשל. למשל, אם חברה העניקה תנאים מפליגים לנושא משרה בה בשל עניין אישי של בעל השליטה, אפשר לבחון הגשת תביעה בשל הפרת חובת ההגיונות שלו או בשל הפרת חובת אמונים של נושא המשרה עצמו (ולעתים בעל השליטה הוא גם נושא המשרה). אם התנהלות החברה מוטה לטובת בעל השליטה (בין השאר בשל משכורות נדיבות ושמירת אמונים של נושא המשרה לאלו שהיטבו עמו), פתוחה הדרך לפנות לבית המשפט בטענה שהמיעוט קופח – אם בעסקת ההעסקה עצמה ואם בהתנהלות העסקית שנבעה ממנה.²¹

אפשר להרחיב את המבט ולטעון אחרת, שעל דיני התאגידים לתת פתרון לבעיות הנוצרות כאשר התנהלות כלכלית ענפה מתבצעת דרך חברות מסחריות. הרי חלק ניכר מההתנהלות הכלכלית בישראל (ולא רק בה) נעשה באמצעות חברות בע"מ, וחלק מרכזי בכלכלה הישראלית (ולא רק בה) מתנקז לחברות ציבוריות ולמסחר בניירות ערך שלהן בבורסה. בשל כך אפשר לטעון שהחברות הציבוריות אינן רק יציר המשפט הפרטי, ותאגיד אינו רק מצבור של חוזים בין הצדדים הישירים להם. אם לתאגידים מסחריים השפעה על הציבור בכללותו, יש לאפשר השפעה של אותו ציבור על התאגידים הרלוונטיים, שאם לא כן מתאפשרת החצנה המזיקה במישורין לציבור הנפגע ובעקיפין גם לייעילות המצרפית.²²

אפשר כמובן לטעון הפוך, שהעניין הציבורי בשכר הבכירים אינו משקף החצנה לא מתוקנת, אלא פופוליזם זול שבו אלה הקוראים עיתונים ומתרשמים מהשכר הגבוה המשולם לבכירי החברות הציבוריות מתרעמים מבלי להבין ורוצים "פתרון" לבעיה שאינה קיימת כלל. למשל, אם אין מדובר בשכר עודף אלא בשכר המשקף יתרון יחסי של אותו מנהל לעומת אחרים היכולים להחליפו, התרעמותו של הציבור אינה צריכה לחולל שינוי כלשהו, למעט אולי הסברה לציבור על עולם המסחר.

21 ראו גם: איל נייגר, "בקרת שכר הבכירים – הפנס שמעל למטבע", תאגידים ג' (5) (תשס"ז) 51 (הממליץ להשתמש בכלים הכלליים הקיימים בחוק טרם שניגשים "להמציא" חדשים הספציפיים לסוגיה זו).

22 כאשר מתרחשת החצנה על צדדים שלישיים, הפגיעה בהם מובנת מאליה. מעבר לכך, העובדה שצד א' מסוגל לפעול מבלי לקחת בחשבון את הנזק שהוא מחצין על צד ב', גורמת לכך שפעילותו של צד א' תיעשה באופן מוטה. כך, השקעה שמצרפית אינה המיטבית, הופכת בעיני צד א' למיטבית בשל התחשבותו רק בחלק מהשפעותיה. מכיוון שכך, התמריץ של צד א' אינו מתאחד עם התמריץ המצרפי, ובהיעדר אפשרות לצד ב' לכפות על צד א' התחשבות בו (קרי, בהיעדר הגנה משפטית יעילה), נוצר כאן כשל שוק הגורם להשקעה (או פעולה) בלתי-יעילה מצרפית. הנחת "היד הנעלמה", שהשוק יביא לייעילות מצרפית כאשר כל צד מנסה למקסם את האינטרס שלו, אינה מתקיימת במקום שהחצנות כאלו אינן מתוקנות דרך השוק או המשפט.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

אין כוונתי לנסות ולהכריע כאן בין הגישות הנוגדות לשכר הבכירים אלא להתייחס לשאלה היסודית יותר בעיניי – מה משמעות הדיון הציבורי הנרחב בסוגיה והשלכותיו על דיני התאגידים. ספציפית, עד כמה דיני התאגידים עוברים שינוי בשל מעורבות הציבור בשאלות יסוד בהם, ועד כמה המונחים הרווחים בדיני התאגידים מנתבים ומשנים את הדיון הציבורי עצמו. אין ספק שהנושא מסעיר את הציבור, ונדמה שקל להבין את התחושה שעלות שכר של מיליוני שקלים בחודש מהווה בעיה. ככל שמדובר בבעיה של בעלי מניות המיעוט, דיני החברות כבר כוללים אפשרויות מספקות להגנה עליהם, אם בפיקוח מבני ex ante ואם בפיקוח שיפוטי ex post. השאלה המעניינת היא אפוא מידת התאמתם של דיני התאגידים להגנה על אינטרסים רחבים יותר, פופוליסטיים במהותם, והשינוי החל בדיון הציבורי בשל השימוש במונחים תוך-תאגידיים. שני נושאים אלו עולים לא רק בהקשר של שכר הבכירים אלא גם כתופעה כללית יותר, ולכן אדחה את הדיון בהם להמשך, לאחר בחינת התפתחות כזאת בדיון על הריכוזיות.

ג. הדיון הציבורי והתאגידי בריכוזיות כלל-משקית

בציבור הישראלי התגבש קונצנזוס שהמשק מתאפיין בריכוזיות גבוהה, ובשל כך סובלים האזרחים ממחירים גבוהים ומתחרות נמוכה. בפרק זה ארצה להראות שהמונח "ריכוזיות" מתפרש אחרת בהקשרים שונים, והמאבק הנוכחי בריכוזיות הכלל-משקית נשען על מינוחים ודעות קדומות שכוונו לריכוזיות מסוג שונה, שאינו במוקד הכותרות. אבחן את הטיעונים הכלכליים המשמשים בסיס למאבק בריכוזיות ואטען שדווקא כשאלה של מדיניות כלכלית לא מובן מאליו שחסרונות הריכוזיות גדולים מיתרונותיה. את העניין הציבורי בנושא אציע לפרש בהקשר חוץ-כלכלי, כתגובה לפן הפוליטי-דמוקרטי המושפע מן הריכוזיות הכלכלית. בפשטות טענתי תהיה שהריכוזיות נתפסת כמחריפה בעיות של עירוב הון ושלטון ואת תחושת "האזרח הקטן" שהשפעתו הדמוקרטית קטנה בשל קיומם של שחקנים גדולים ומרכזיים במשק הישראלי. כאשר המשחק הפוליטי מושפע מחלוקה לא שוויונית של הכוח הכלכלי, ריכוזיות כלל-משקית הופכת לבעיה דמוקרטית, וכך ראוי להבין את הקריאות לטיפול בה. דיני התאגידים, המשמשים בתפקיד מרכזי בהמלצות הוועדה לבחינת התחרותיות במשק ("ועדת הריכוזיות"), מטפלים (שוב) בחלק אגבי של הבעיה העיקרית, בהתעלם מתרומתם ליצירת הריכוזיות ומקיומם של מנגנונים אפשריים לטיפול רדיקלי בה. ההתמקדות בנושאים שקל לכאורה לשכנע בהם (תחת התמקדות בגורמים האמתיים) היא תולדה של השימוש במונחים אובייקטיביים-מדעיים לכאורה המוכרים לעוסקים בדיני התאגידים. הישענות מוגזמת זו על מונחים מוכרים מסיטה את הדיון ומונעת בחינה מעמיקה של הערכים העומדים בבסיס המחאה החברתית – ויישומם הלכה למעשה.

1. הגדרות הריכוזיות

ריכוזיות כלכלית היא לכאורה מונח אינטואיטיבי ומוכר ברבים, אך בפועל יש להבחין בין שני סוגי ריכוזיות, שכל אחד מנביע תוצאות אחרות וגם מעלה חששות שונים.²³ מחד קיימת ריכוזיות בשוק ספציפי, מהסוג הנדון חדשות לבקרים בדיני ההגבלים העסקיים. על פי הגדרה זו, ריכוזיות היא תכונה של שוק שקיים בו מספר קטן של מתחרים, ואפשר למדוד ריכוזיות מסוג זה במגוון מבחנים המוכרים לעוסקים בתחום.²⁴ חשוב לציין כי "שוק" במובן ההגבלי שונה מאוד מההגדרה הרווחת לאותו מושג. בדיני ההגבלים "שוק" הוא הגדרה צרה ומוכחנת המכוונת למוצר מסוים באזור מסוים. למשל, אם נרצה לבחון את הריכוזיות בשוק החלב, נבחן קודם באילו מוצרים חלב מתחרה, או מה תחליפיו הקרובים. אם נגלה שמחיר גבוה של חלב גורם לצרכנים לשתות מיץ תפוחים במקומו, נבחן אם החליפיות ביניהם גבוהה מספיק כדי להגדירם כשייכים לאותו "שוק" הגבלי הגם שמאפייניהם הפיזיים של המוצרים שונים בתכלית.²⁵ אם נגיע למסקנה שחלב ניגר עומד בזכות עצמו, שוק המוצר יוגדר ככזה, ואז נבחן את השוק הגאוגרפי, קרי מה האזור שבו מתחרים שונים המוכרים מוצר זה משפיעים זה על זה. אפשר להגדיר שוק גאוגרפי ככולל את המדינה כולה (כאשר עלויות ההובלה נמוכות), ולעתים אף לכלול חלב מיובא תחת אותה הגדרת שוק. חשוב להבחין שלא שאלנו אילו עוד מוצרים מיוצרים על ידי אותם מתחרים בהגדרת השוק הראשונית. למשל: אם מחלבה מסוימת מוכרת חלב ניגר לשתיה וגם יוגורט המיוצר מאותו חלב,

23 לפירוט המאפיינים של כל סוג ולדיון בדבר תרומת המשפט ליצירת הריכוזיות ולשימורה ראו: עדי אייל, "מנגנונים משפטיים התומכים בריכוזיות", רבעון לבנקאות 170 (תשע"א) 20.

24 שני המבחנים העיקריים המשמשים לניתוח הגבלי ולשאלה אם שוק מסוים הוא ריכוזי הם מדד ה-HHI ומדד ה-C4 (או Cx), כאשר x יכול להיות מספר שונה מ-4, אך בדרך כלל קרוב אליו). מדד ה-HHI נוצר על ידי נטילת נתח השוק של כל פירמה בשוק באחוזים, העלאת מספר זה בריבוע וסיכום הריבועים. למשל, שוק שבו ארבע פירמות, שתיים המחזיקות בנתח שוק של 30% כל אחת ושתיים המחזיקות בנתח שוק של 20% כל אחת, יחושב כך: $30^2 + 30^2 + 20^2 + 20^2 = 2600$. בארצות הברית היה נהוג בעבר להשתמש במבחן זה תוך התייחסות לאמת מידה מספרית, וכך שוק שמדד ה-HHI שלו נמוך מ-1800 נחשב לא-ריכוזי, שוק שבו מדד ה-HHI גבוה מ-2500 נחשב ריכוזי, ובין שני אלה תחום ביניים שאינו נחשב ריכוזי במיוחד אך גם לא נעדר ריכוזיות. מדד ה-C4 הוא סכום נתחי השוק של ארבע הפירמות המובילות (ולכן אפשר להגדיר C3 או C5, לפי העניין).

25 המבחן העיקרי המשמש בספרות ההגבלית הוא "מבחן המונופוליסט ההיפותטי", שבו שואלים מהי הגדרת השוק הצרה ביותר שבעל מונופולין באותו שוק יוכל להעלות מחירים עלייה ניכרת (מעל 5% או 10%) ועדיין להרוויח. קרי, השאלה היא עד כמה מדובר בשוק מובחן שבו עלולה להיווצר בעיה הגבלית לעומת אפשרות הופכית שבה העלאת מחירים תגרום ללקוחות לצרוך מוצר אחר, הנחשב בעיניהם תחליפי לראשון. בארצות הברית מבחן זה מכונה SSNIP (Small but Significant Non-Transitory Increase in Price), העלאת מחיר קטנה אך בעלת משקל הנמשכת לאורך זמן).

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי דיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

סביר להניח שאלו יוגדרו כשווקים נפרדים. גם אם שתי מחלבות מוכרות את שני המוצרים, ומתחרות בשניהם, נאמר שמדובר בתחרות בשני שווקים במקביל. מאידך קיימת הגדרה של ריכוזיות כלל-משקית המתארת מצב שבו חלק ניכר מכלל הפעילות הכלכלית במשק נעשה על ידי מספר קטן יחסית של גופים. לריכוזיות מסוג זה אין הגדרות פורמליות ברורות כפי שיש לריכוזיות ההגבלית, וגם לא נהוג להסדירה באותו אופן. עובדה מעניינת היא שחוק ההגבלים העסקיים הראשון בארצות הברית, ה-Sherman Act²⁶, התקבל בזמנו בעיקר בגלל ריכוזיות כלל-משקית. זו נתפסה כבעייתית בעיקר בשל נאמנויות שחיברו זה לזה תאגידים שחלקם התחרו קודם לכן באותו שוק (במובן ההגבלי) וחלקם פעלו בשווקים שונים ולא קשורים. למשל, השם שניתן לדיני ההגבלים אז, ושרד עד היום, הוא Antitrust, וה-trust שעליו מדובר הוא אותה רשת של שיתוף פעולה שנוצרה דרך דיני הנאמנויות. המקרה המפורסם ביותר היה Standard Oil, תאגיד בשליטתו של Rockefeller שעסק בתחילה בזיקוק נפט והתרחב עד שכלל בתי זיקוק מתחרים, חברות רכבת והובלה, ואף עסקי סוכר, ויסקי ועוד. מכיוון שבאותה תקופה חל ברוב המדינות איסור על חברה אחת להחזיק במניותיה של חברה אחרת, הדרך המשפטית ליצור מארג שיתופי פעולה הייתה הפקדת מניות החברות השונות בידי נאמן כדי שזה יקבל החלטות המיטיבות עם כלל חברי הקבוצה. אותה נאמנות – trust – בלעז – היא שאפשרה את יצירת הקבוצה העסקית הגדולה, הקונגלומרט. נאמנויות מסוג זה (ר-Standard Oil בראשן) הפכו לסמל להשתלטות בעלי ההון על התעשייה והמשק עד כדי יצירת שגאה ציבורית ותגובת נגד חקיקתית בדמות The Sherman Anti-Trust Act, חוק ההגבלים העסקיים הראשון בארצות הברית. חשוב לציין ש-Standard Oil, שהתנהגותה והדומיננטיות שלה בסוף המאה התשע-עשרה עמדו מאחרי חקיקת חוק ההגבלים העסקיים, העלתה חששות במישור הריכוזיות ההגבלית והריכוזיות הכלל-משקית גם יחד. במישור ההגבלי היה מדובר באיחוד בתי זיקוק לנפט (ומאוחר יותר חברות רכבת שהובילו את הנפט לבתי הזיקוק) באופן שהיום היה מוגדר כמיוזג אופקי בשוק מוגדר היטב.²⁷ במישור הכלל-משקי צמיחתה של החברה וכוחה הכלכלי דרך רשת שיתופי הפעולה שלה ושל מייסדה העלו חששות ניכרים לעודף כוח כלכלי ולהשפעה פוליטית הנובעת מכך.²⁸ גם אצלנו המונח

26 Sherman Act, 15 U.S.C. §§ 1-7 (1890).

27 במישור ההגבלי הגדרת השוק היא קריטית ובדרך כלל ממוקדת בקבוצת המוצרים הקטנה ביותר שצרכנים רואים כחליפיים זה לזה. מיוזג אופקי הוא מיוזג בין חברות המייצרות (או משוקות) מוצרים זהים, או דומים עד כדי להיות חליפיים. במילים אחרות, מיוזג אופקי גורם ששני מוצרים השייכים לאותו שוק הגבלי נמכרים כעת בידי גורמים בעלי אינטרס משותף, שקודם לכן שררה ביניהם תחרות.

28 ואכן, העיתונות באותה תקופה מלאה בכתבות ואיורים המציגים את Standard Oil ואת Rockefeller כתמנון רב-זרועות המגיע לכל תחומי התעשייה והמסחר, כמו גם לבתי המחוקקים המדינתיים והפדרליים. במיוחד השפיעה סדרת כתבות מפורסמת ב-McClure's

“ריכוזיות” משמש היום ברזמנית לכמה מטרות באופן המקשה את יישומו וגורם למשתמשים בו לערב בין דיון בהשפעות השונות – והתרופות המתאימות לכל אחת מהן.

2. החשש מריכוזיות והמאבק הציבורי נגדה

“הריכוזיות היא הרעה החולה של הקפיטליזם” נאמר לי בהרצאה שנשאתי על ריכוזיות והמחאה החברתית של 2011. ייתכן שכך, אך מדוע הדובר, והאחרים סביבו, לא שאלו את עצמם מיד אם במשק סוציאליסטי הריכוזיות פחותה? ריכוזיות כלל-משקית גדלה ביחס ישר לגודל הקבוצות העסקיות המובילות, אך גם ככל שחלקים נרחבים יותר מן הפעילות הכלכלית מנוהלים על ידי המדינה או באי כוחה. דווקא בישראל, שבה היסטורית הייתה הממשלה מעורבת מאוד בניהול הפעילות הכלכלית ובפיקוח עליה, אפשר לומר שריכוזיות תמיד הייתה מנת חלקנו, וברמות גבוהות בהרבה מאלו שאנו מכירים כעת.²⁹ מה הם אפוא החששות מאותה ריכוזיות כלכלית, וכיצד המאבק הציבורי מתייחס להגדרות השונות?

טענתי המרכזית היא שההתנגדות הציבורית לריכוזיות הכלכלית כמעט שאינה קשורה לכלכלה, ואל מול החסרונות מריכוזיות עודפת אפשר להצביע גם על יתרונות. אעמוד בקצרה על היתרונות והחסרונות, אך אקדים ואומר שלדעתי אלה וגם אלה אינם לב העיסוק הציבורי בנושא. ההיבט המרכזי אינו כלכלי במהותו אלא דווקא פוליטי-דמוקרטי, והוא הגורם העיקרי להפיכת המושג לסיסמה העיקרית במחאה החברתית של קיץ 2011. בתמצית, טענתי היא שההתנגדות לריכוזיות נובעת בעיקר מ“תחושת בטן” רווחת שאם בחלק גדול מהפעילות הכלכלית שעושה האזרח הוא מוצא עצמו מול אותן חברות ענק, אזי הוא “הקטן מול גדולים” ונעדר בחירה חופשית מהותית. יתר על כן, כאשר קבוצות עסקיות גדולות מעורבות בפעילות כלכלית ענפה במדינה קטנה, הן תימצאנה פעם אחר פעם באינטראקציה עם רשויות רגולטוריות וחקיקתיות. במצב זה ריכוזיות כלל-משקית מיתרגמת למשחק חוזר בו פוגשות הקבוצות העסקיות את הפוליטיקאים וראשי רשויות הפיקוח וההסדרה באופן המגביר את החשש למעורבות “הון-שלטון” ופוגע בהתנהלות המוסדות הדמוקרטיים של המדינה.³⁰ שתי

Magazine, שאחר כך אוגדה לספר: Ida M. Tarbell, *The History of the Standard Oil Company* (1904).

29 ראו: קונסטנטין קוננקו, התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק (תשס"ח).

30 בעיה זו מחריפה אם מביאים בחשבון את המעורבות הממשלתית ביצירת קבוצות עסקיות. בישראל, כמו בעולם, קבוצות עסקיות גדולות נוצרות (או מתחזקות) כתוצאה מרכישת בעלות על נכסים ציבוריים בעת שינוי משטר כלכלי (כפי שהיה בעשורים הראשונים לאחר הקמת המדינה) ובתקופות של הפרטה מסיבית. ראו: Daniel Maman, “The Emergence of

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

השפעות אלו הן הדומיננטיות בעיצוב התפיסה הציבורית של בעיה המוגדרת במונחים כלכליים אך מדאיגה דווקא בשל השפעות חברתיות ופוליטיות. היות המינוח כלכלי באופיו נגזר מרצונם של מובילי דעת קהל (וגם של המובילים) בנקודת משען אובייקטיבית לכאורה ובאצטלה מדעית-טכנית. אפרט כאן את הפן הכלכלי והפוליטי ואדון בהשפעות השיח הנבחר בפרק הבא.

3. מאפייני הריכוזיות הכלל-משקית

נהוג לפרט בדבר חסרונות הריכוזיות ולקשר בינה לבין היעדר תחרותיות ועליית רמת המחירים במשק הישראלי. דווקא משום כך אדגיש את הפן ההפוך של יתרונות הריכוזיות והמנגנונים המשפטיים המאפשרים את קיומה. לפני כן כיוון שפטור בלא כלום אי אפשר, אסביר בקצרה את הטענה הרווחת. כאשר אין מתקיים לחץ תחרותי מספיק בשוק, החברות המוכרות יכולות להעלות מחירים וליהנות מרווחים עודפים. הרעיון הכללי פשוט: כיוון שלקבוצות העסקיות הגדולות בישראל מגוון נקודות השקה, כדאי לכל אחת "להתחשב" ברעותה, שכן במלחמת מחירים בין החברות כולן מפסידות. ברמת המיקרו התאוריה הכלכלית מניחה שמספר המתחרים משפיע ישירות על מידת התחרות, מכיוון שמספר קטן של מתחרים (שוק ריכוזי) מאפשר "התאמה אוליגופוליסטית", קרי מצב שבו חברה א קובעת מחיר על-תחרותי וחברה ב מתאימה את עצמה וגובה מחיר דומה. במצב זה לשתי החברות כדאי להמשיך ולגבות את המחיר העל-תחרותי גם אם יש להן אפשרות להוריד מחירים ולמשוך אליהן את לקוחות החברה השנייה. זאת מכיוון שלשתייהן ברור שהורדת המחיר תגרור את החברה השנייה להוריד את מחירה גם כן, ובסופו של דבר תיאלצנה שתיהן לחלוק אותם הלקוחות – אלא במחיר הזול יותר.³¹ ככל שגדל מספר החברות הפועלות בשוק, כך עולה ההסתברות שאחת החברות תעדיף להוריד מחירים ולמשוך אליה מספר מוגדל של לקוחות, וקטנה ההסתברות לשיווי משקל יציב לאורך זמן במחירים גבוהים.

כאשר אין מדובר בשוק במובן ההגבלי הצר אלא בקבוצות עסקיות הפועלות במקביל בכמה שווקים, ההתאמה האוליגופוליסטית לובשת לבוש שונה, הגם שדומה במהותו. נניח שתי קבוצות עסקיות המוכרות מגוון מוצרים ולכן "נפגשות" בכמה שווקים בו-זמנית. כעת, אם חברה השייכת לקבוצה הראשונה מתחרה באגרסיביות בשוק אחד, הקבוצה השנייה יכולה להפעיל חברה המתחרה בשוק אחר כדי "להחזיר" לראשונה. מצב זה, המכונה Multi-market contact, גורם לכך שכל קבוצה עסקית מודעת לכך

Business Groups: Israel and South Korea Compared", 23 *Organization Studies* (2002)

737

31 לדיון כללי בנושא ראו: מיכל (שיצר) גל, מנחם פרלמן וטליה סולומון, "הכרזה על קבוצות ריכוז – פתרון חלקי לבעיית ההתאמה האוליגופוליסטית?", משפטים לו (תשס"ו) 13.

שמלחמת מחירים בשוק אחד תוביל למלחמת מחירים מקבילה בשוק אחר.³² כך, גם אם יש מוצר שלאחת הקבוצות יתרון בו, והיא מסוגלת להתחרות באפקטיביות תוך צפיית רווח עודף בשל יתרונה, היא תחשוש מתגובה בהפחתת מחיר מוצר שונה, בשוק אחר שבו הקבוצות נפגשות. ככל שגמישותן של קבוצות בשינוי מחיר או בתנאי מכירה במגוון שווקים רבה יותר, כל אחד מאותם שווקים נתון באיום, ומוטב לשתיים לצמצם את מידת התחרות ביניהן. יתר על כן, דווקא ההטרוגניות שבמוצרים ובתנאי הייצור גורמת שיתרון תחרותי קיים לא ינוצל, שכן סביר שלכל קבוצה יתרון שונה, ולכן מגוון שווקים שיכלו להתאפיין בתחרות עזה בין הקבוצות הופכים ל"רגועים" יותר – למגנית לבם של הצרכנים.

חשוב להביא בחשבון גם את קיומן של חברות אחרות שאינן שייכות לקבוצות העסקיות שהתחרות ביניהן התעמעמה. למשל, אם קבוצה א מקפידה לא "להרגיז" את קבוצה ב, נוצר מצב של מחיר עודף בשוק מסוים, ושחקן מקומי (חברה המוכרת באותו שוק אך לא בשווקים האחרים שבהם פועלות הקבוצות) יעדיף לגבות מחיר נמוך אך במעט כדי להגדיל את נתח השוק שלו. אל מול תמריץ זה קיים תמריץ "לא להרגיז את הגדולים", שכן תחרות עזה מדי בחברה השייכת לקבוצה עסקית גדולה עלולה לעורר אצל אותה קבוצה תגובה במישורים אחרים שבהם היא פועלת. לכן למשל נהוג לראות בשליטת הקבוצות העסקיות הגדולות בקווי אשראי (דרך אחזקת פירמות פיננסיות) בעיה מערכתית לא רק בהעלאת הריבית אלא גם באפשרות לתמרון שווקים גֵּאליים דרך שליטה פיננסית.

אל מול הצגה זו של הריכוזיות הכלל-משקית כפוגעת בתחרות אפשר להציב גם יתרונות לריכוזיות המשפרים את תפקוד השוק או את יציבותו. כאשר חברה שייכת לקבוצה עסקית גדולה, יש לה "גב" להישען עליו ברמות דאגה משפחתית להצלחתה.³³ למשל, אם חברה נקלעת לקשיים, קיים אינטרס לשאר החברות בקונצרן להצילה, הן בשל הרצון בהצלחת ההשקעה הספציפית באותה חברה והן בשל הרצון לשמר תדמית מוצלחת של הקבוצה כולה. נוסף על תרומת הריכוזיות ליציבות דרך מנגנון ביטוח הדדי הפועל בין חברות השייכות לאותה קבוצה עסקית, קיים עוד יתרון – במישור הקצאת האשראי. אשראי ניתן לחברה שלרשותה השקעות בעלות ערך נוכחי נקי חיובי.³⁴ בעולם מושלם ונטול כשלי שוק חברה כזו הייתה מצליחה לגייס הון באמצעות פנייה לציבור

32 B. Douglas Bernheim and Michael D. Whinston, "Multimarket Contact and Collusive Behavior", 21 *RAND Journal of Economics* (1990) 1

33 Mark Granovetter, גם בהקשרים שאינם כלכליים, ראו: "Business Groups and Social Organization", *The Handbook of Economic Sociology* (2nd ed., Neil J. Smelser and Richard Swedberg – eds., 2005) 429

34 השקעה בעלת ערך נוכחי נקי חיובי היא כזו שלאחר התחשבות בפוטנציאל ההפסד והרווח שלה, בהוצאות ליצירתה, בעלויות מימושה ובזמן הדרוש עד להבשלת פרוטיה – צפויה לייצר הכנסה הגדולה מההשקעה הנדרשת. במילים אחרות, השקעה כדאית.

המשקיעים דרך שוק ההון, או באמצעות נטילת הלוואה מבנק המעוניין בפירעון ותשלום ריבית. הבעיה היא שקשה מאוד להעריך נכונה את הערך הנוכחי הנקי של פעילויות שונות בתוך חברה מסחרית. מכיוון שכל חברה רוצה להצליח בגיוס ההון, יש לה אינטרס לצבוע בצבעים ורודים את פוטנציאל ההשקעות שלה, ועל הבנקים (כמו משקיעים אחרים בשוק ההון) להביא תמריץ זה בחשבון. הבעיה היא שהערכות הרווח של החברה מתבססות לעתים קרובות על "מידע רך" הקשה להוכחה או להעברה לצד שלישי. לא רק שההערכות בלתי ודאיות והמלווה צריך להיזהר בשל אופטימיות-יתר אפשרית של החברה הלווה, אלא שהמידע ידוע וברור לחברה העוסקת בתחום יותר מאשר למלווה המכיר פחות את המציאות המסחרית הרלוונטית. מכיוון שכך, אין בררה למלווה אלא להסתמך (בזהירות הראויה) על ההערכות שמוסר לו הלווה ועל המידע שהלווה הפיק עבורו. קיימת כאן אפוא בעיה של "מידע א-סימטרי" או "מידע פרטי", ועל המלווה (או אנליסטים בשוק ההון) להביא בחשבון לא רק את עמימות ההערכות אלא גם הטיה שלהן כלפי אופטימיות-יתר. במילים פשוטות, אם לווה מספר למלווה מידע חיובי, על המלווה לשאול את עצמו אם קיים גם מידע שלילי שהלווה הסתיר ממנו. אם הלווה מסר גם מידע שלילי כדי לאותת על כנותו, על המלווה לשאול את עצמו אם יש מידע שלילי עוד יותר שהוסתר. בשורה התחתונה מתקיימת כאן "בעיית הלימונים" המפורסמת שלפיה אין דרך למלווה לדעת מה הוסתר ממנו, ועליו להביא בחישוביו את האפשרות הנאלית שהמציאות עגומה יותר מכל מצג שהובא בפניו.³⁵

בעיית הלימונים (על שם הכינוי האמריקאי למכונית משומשת הנראית טוב מבחון אך "חמוצה" מבפנים) יכולה לגרום לכישלון השוק כולו (למשל אי-מתן הלוואות כאשר ההערכות אינן ניתנות לידוא אובייקטיבי על סמך "מידע קשה") ויכולה לגרום "רק" לכישלון חלקי (למשל העלאת הריבית על כלל ההלוואות כדי לשקף את הסיכון המוגבר בהיעדר מידע אמין). כאן בדיוק נכנסות הקבוצות העסקיות הגדולות לפעולה כמעין שוק אשראי פנימי הפועל ביעילות רבה יותר מהשוק החיצוני. חברה השייכת לקבוצה עסקית גדולה ובפניה השקעות רווחיות, תוכל לקבל הלוואה (או עזרה אחרת) מחברות השייכות לאותה קבוצה מבלי להיזקק לפנייה "החוצה", ולכן גם ללא צורך לשלם פרמיה בשל המידע הפרטי השמור בידה. כאשר החברות מצויות בבעלות משותפת אפשר להניח שהגישה למידע קלה יותר (שכן פוחת החשש מזליגת סודות מסחריים ומידע פיננסי החוצה), ואפשר להניח גם שהאינטרס הכספי המשותף מקטין את החשש ממזגים שקריים או "מנופחים".³⁶ מובן שגם חברות שונות במסגרת אותה קבוצה עסקית

35 המונחים שאובים כמובן ממאמר המקור שסקר בעיה זו ופיתח את תחום "כלכלת המידע": George A. Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", 84(3) *Quarterly Journal of Economics* (1970) 488

36 קיימת גם סברה שככל ששוק ההון מפותח יותר, כך קטן היתרון המימוני לחברות השייכות לקבוצה עסקית גדולה, ולכן יתרון בכלכלות מתפתחות גדול מזה שבכלכלות מפותחות. ראו: Larry Fauver, Joel Houston, and Andy Naranjo, "Capital Market Development,

מתנהלות כמרכזי רווח והפסד עצמאיים, ומנהליהן מעוניינים קודם כול בהצלחת המיזמים שתחת אחריותם, אך עדיין קיים אינטרס משותף שאינו מתקיים בין חברות בבעלות נפרדת לחלוטין.

מנוע צמיחה נוסף לקבוצות עסקיות גדולות הוא כשלים במנגנון אכיפת החיובים המסורתי – בתי המשפט. ככל שקשה יותר (או יקר יותר) להסתמך על קיומם של חוזים מסחריים, כך גדל התמריץ לנהל עסקים בתוך קבוצה "משפחתית" שבה הסיכון להפרה קטן יותר. בה במידה ניהול עסק במסגרת קבוצה עסקית גדולה מקטין את סיכויי ההפרה גם כלפי חברות השייכות לה, מכיוון שחברה במסגרת קבוצה עסקית גדולה תעביר את המידע בדבר המפר לשאר החברות בקבוצה. המפר, אם כן, משלם מחיר תדמיתי גדול יותר מאשר לו הפר חוזה עם חברה בלתי קשורה, וכן עליו לחשוש מנקמה מצד כל אחת מהחברות בקבוצה ולא רק מזו שבה פגע ישירות.³⁷

נראה, אם-כן, שהריכוזיות הכלל-משקית מנביעה יתרונות וחסרונות גם יחד, והתשובה לשאלה איזה צד גובר איננה ודאית.³⁸ בהקשר זה כדאי גם לזכור כיצד מתאפשרת אותה ריכוזיות. הוזכר לעיל שחוק ההגבלים העסקיים האמריקאי נחקק בתגובה לנאמנויות, trusts, שהחלו להתפתח אז. אותן נאמנויות נדרשו כדי לעקוף את המגבלה החוקית שמנעה מחברה מסחרית להחזיק במניות של חברה מסחרית אחרת – מגבלות שכבר אינן קיימות כיום. קבוצות עסקיות בנויות כיום בדיוק מהחזקות מהסוג שהיה אסור בתחילת המאה העשרים, אם בדרך של שרשור ישיר, אם בדרך של החזקה משותפת, או בדרך המשלבת את השניים יחד.³⁹ לכאורה, אם הריכוזיות הכלל-משקית או תופעת הקונצרנים הגדולים היו בעייתיות כל כך, לא הייתה כל הצדקה לשינוי המצב

International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis", 38 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (2003) 135.

37 גם מנגנון זה תלוי במידת ההתפתחות הכלכלית-משפטית של המדינה שבה מדובר. ראו: Oliver E. Williamson, "The Logic of Economic Organization", 4 *J.L. Econ. & Org.* (1988) 65; Oliver Hart, "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", 89 *Colum. L. Rev.* (1989) 1757; Bengt Holmström and John Roberts, "The Boundaries of the Firm Revisited", 12 *Journal of Economic Perspectives* (1988) 73; Daron Acemoglu, Simon Johnson, and Todd Mitton, *Determinants of Vertical Integration: Finance, Contracts, and Regulation* (2005). הטוענים שבדיקה אמפירית אינה מאששת הנחה זו הגם שבדקו פירמות בודדות (ומידת האינטגרציה האנכית במסגרתן) ולא קבוצות עסקיות.

38 ראו: Tarun Khanna and Yishai Yafeh, "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", 45 *Journal of Economic Literature* (2007) 331.

39 שרשור ישיר מתאר מצב שבו חברת החזקות מחזיקה מניות של חברות מסחריות, שמחזיקות מניות של חברות אחרות, וכך הלאה. החזקה משותפת מתארת מצב שבו בעל מניות מחזיק מניות של כמה חברות בו-זמנית, מבלי שאלו תחזקנה במניות זו של זו.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

המשפטי באופן המאפשר את צמיחתם. בפועל יתרונות היעילות של פעילות קונצרנית גדולים, בעיקר במצב שקיים בו יתרון לגודל ולטווח ובמקומות שבהם נגישותו של שוק הון פנימי חשובה. יתר על כן, כאשר החברות המדוברות פועלות לא רק בישראל אלא גם בחו"ל, בשווקים שבהם הן נפגשות עם חברות-ענק זרות, הגודל מסייע, ומה שנראה מוגזם ביחס לשוק הישראלי הקטן נראה לעתים כמינימום הכרחי ביחס לשוק הבין-לאומי.

ד. על פופוליזם ומקצוענות בדיני התאגידים: ניגוד או השלמה?

קל להתייחס בזלזול לדיונים פומביים המשתמשים (לעתים שימוש מוטעה) במונחים מקצועיים ומחפשים פתרונות פשוטים וגורפים לבעיות קשות. הכותרת "פופוליזם" היא אמצעי בדוק לדחיית הצורך בבדיקה יסודית יותר של קריאה ציבורית לשינוי יסודי, ובוודאי כאשר אפשר להראות שהדיון הציבורי מושתת על הנחות יסוד מוטעות דוגמת "ציבוריותן" של חברות ציבוריות. ובכל זאת העיסוק ההולך וגבר במונחים תוך-תאגידיים בספרה הציבורית חושף תסכול מהאופן שבו מתנהלות חברות אלו, או למצער מהאופן שבו משתקפת התנהלות זו מעל דפי העיתונות. "פופוליזם" אינה מילת גנאי הגם שלעמים נעשה בה שימוש כזה. במקור מדובר בשמה של מפלגה שהוקמה במרכז ארצות הברית כדי לטפל בבעיותיהם של חקלאים שמצאו עצמם בקשיים כלכליים בשל שילוב של תנאים כלכליים אובייקטיביים ומינוף-יתר שנגרם ממדיניות הלוואות ליברלית ואופטימית יתר על המידה.⁴⁰ הדיון הציבורי כיום משקף תפיסה שלפיה בעלי הון ומקורבים לצלחת הצליחו לנכס לעצמם חלק עודף של פירות המשטר הכלכלי והתאגידי הקיים. גם בעבר היה נהוג לראות כך את אילי ההון שאיגדו חברות ויצרו קשרים בין-תאגידיים כדי ליצור לעצמם כוח מונופולין ועצמה כלכלית שירתיעו מתחרים ולקוחות מלעמוד בפניהם.⁴¹

השאלה המעניינת בעיניי, כמי שעניינו (בין השאר) בתאגידים ובהגבלים עסקיים, היא עד כמה הדיון המקצועי משרת את הדיון הציבורי ולהפך. באופן ספציפי יותר – עד כמה הרצון הציבורי בשינוי צריך להיות מופנה כלפי דיני התאגידים דווקא. אפשר לנסח את השאלה כעניין של יתרון יחסי: האם לדיני התאגידים יתרון יחסי בטיפול בבעיות הון-שלטון שנזכרו לעיל? והאם הניסיון המצטבר בדיני התאגידים בטיפול בכשלי שוק תוך-תאגידיים מתאים לטיפול בסוגיות החברתיות הקשורות בשכר הבכירים ובריכוזיות הכלל-משקית? במילים אחרות, אפילו אם נניח שהשכר המשולם לבכירי חברות ציבוריות מוגזם, האם הכלי המתאים לטפל בו הוא דיני התאגידים, או אולי – פקודת מס

40 ראו: Robert C. McMath, Jr., *American Populism: A Social History 1877-1898* (1993)

41 לעיל, הערה 28 והטקסט שלידה.

הכנסה? דיני התאגידיים, צריך לזכור, אינם פותרים ישירות את כשלי השוק אלא יוצרים מנגנונים להכרעה, דוגמת הפיקוח המבני התוך-תאגידי ex ante והפיקוח השיפוטי ex post. בשניהם יש צורך בפנייה של בעל מניות (או בעל עניין אחר המוכר כרלוונטי בדין) – אם לגופים מקבלי ההחלטות בחברה ואם ישירות לבית המשפט.⁴²

ההישענות על מונחים מקצועיים מתחום התאגידיים נותנת לכאורה גושפנקה לטיעון הפוליטי שבבסיס הקריאה לפיקוח על שכר בכירים והקטנת הריכוזיות הכלל-משקית, אך מסיטה את הדיון למחוזות אחרים. הניסיון לקטלג את הבעיה כ"כשל שוק" מעניק אצטלה מדעית-אובייקטיבית לכאורה לטיעון, המציגה אותו כחלק מהתחום הנדון כדיון מסורתי בתוך דיני התאגידיים. בכך אפשר למצוא יתרון בספרה הציבורית, שכן קל יותר לטוענים לצורך בשינוי לעגן תפיסתם כחלק מהדיון המסורתי ולא ככפירה בו, אך בד בבד נוצר חיסרון בכך שלא תמיד השיח המקצועי-מסורתי מעניק תשובות מהסוג שיוזמי הדיון מעוניינים בהן. השאלה החשובה כאן אינה אם יש או אין כשל שוק, שכן זהו טיעון כלכלי מעיקרו. השאלה החשובה היא אם יש משקל ערכי לאידאולוגיה של הקטנת פערי הכוחות והפערים הכלכליים בין קבוצות שונות באוכלוסייה, או לאידאולוגיה הגורסת שריכוז כוח כלכלי בידי קבוצה מובחנת קטנה מזיק לאופי הדמוקרטי של המדינה.

אם הטענות הערכיות הן בעלות משמעות, אין זאת בשל השפעתן הכלכלית דווקא, ויש לייחס להן חשיבות גם אם יישומן מזיק ליעילות הכלכלית. במילים פשוטות, אם לערכים שבבסיס הטיעון יש מעמד עצמאי, חשוב להגן עליהם גם במחיר מסוים – גם אם הם יוצרים כשל שוק ולא רק אם הם פותרים אותו. כאן כמובן מעמדו של אקדמאי בתחום התאגידיים או ההגבלים אינו עדיף על זה של כל אחד אחר: השאלה היא ערכית ולא מקצועית. מטרתי כאן לא הייתה להצדיק אידאולוגיה שכזו או לכפור בה, אלא לחשוף את הפן המקצועי שבבסיס הקריאה הציבורית, כולל סימני השאלה שעולים תוך כדי כך. למשל, האם למחוקק יתרון יחסי בקביעת השכר הראוי למנהל בחברה ציבורית? אם הכוונה הייתה באמת לפתור כשל שוק שלפיו בעל מניות שליטה משליט את רצונו תוך פגיעה בבעל מניות מיעוט, מדוע יש צורך לאבחן שאלה זו מכל מקרה אחר שבו הדין מאפשר לבעל מניות המיעוט לפנות לבית המשפט בטענה שקופח ישירות, או שנפגע בעקיפין בשל הפרת חובת האמונים של נושא המשרה כלפי החברה (או חובת ההגינות של בעל השליטה)? אם הבעיה היא ריכוזיות כלל-משקית, האם באמת מצבנו בישראל גרוע משל מדינות אחרות? והאם באמת החסרונות הגלומים באותה ריכוזיות גדולים מהיתרונות הנובעים ממנה?

נראה שהדיון הציבורי אינו מתעמק בסוגיות אלו, ולרוב בעלי הדעה הכותבים בעיתונים ומתבטאים באמצעי התקשורת אין ההבחנות המקצועיות המדויקות באמת

42 בדרך כלל גם פיקוח מבני בסוגיות בעייתיות מגיע להכרעה שיפוטית, אם בשל סירוב בעל השליטה או נושאי המשרה להעמיד את הנושא הנדון להצבעה בפרוצדורה שבעלי מניות המיעוט רואים בה ראויה, ואם בשל כשלים ביישום החלטה כאמור.

דין ודברים ו תשע"ג השימוש הציבורי בדיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

חשובות. מכיוון שכך, עומדת טענתי שמדובר באידאולוגיה שראויה להישפט בכלים אחרים שאינם בתחום המומחיות התאגידית. אפשר שהעובדה שדיני התאגידים הפכו להיות חלק מהדיון הציבורי תשליך על הלגיטימיות שלהם גם בהקשרים אחרים ותהפוך את השופטים המיישמים אותם למואשמים בהטיה אידאולוגית משלהם בבואם להכריע בסוגיות מעשיות. דוגמה לכך אפשר לראות בהצעת חוק שקודמה לשם מניעת השתתפותן של חברות ישראליות בחרם כלכלי על תושבי התנחלויות ומוצרים שיוצרו בהם.⁴³ ואדגיש, אין כוונתי כאן לדון ביתרונות ובחסרונות ערכיים שבקידום אידאולוגיה זו, אך השילוב בין הפוליטי לתאגידי בולט. בשני הנושאים שבהם התמקדתי – שכר הבכירים והריכוזיות הכלל-משקית – בולטת מגמה של קריאה ציבורית לשיתוף רחב יותר ביתרונות הנצברים מפעילות כלכלית במשק וחשש מניכוס מוגזם שלהם על ידי בעלי שליטה ריכוזיים המאפיינים את המשק הישראלי. גם זו אידאולוגיה, וגם היא ראויה לדיון בשדה הפוליטי והציבורי, אך לא ברור אם לדיון התאגידי יתרון יחסי בפתרונה או ביישומה.

הדיון התוך-תאגידי בבעיות החברתיות והערכיות שנבחנו כאן יוצר הטיה לא רק ברמת המינוח אלא גם ברמת הפתרונות המוצעים. דוח הביניים של הוועדה לבחינת התחרותיות במשק ("ועדת הריכוזיות") הדגיש את נושא "חברות הפער" ואת ההפרדה בין בעלות לבין שליטה המתהווה (או מתחזקת) בהינתן מבנים פירמידאליים המאפשרים לבעל שליטה בחברת החזקות לשמר שליטה גם על חברות במורד השרשרת. בעיה זו ידועה וזכתה לדיון רב ונוקב, והסברה הדומיננטית היא שככל שבעל השליטה מחזיק באחוזים נמוכים יותר של הון המניות של החברות שבקבוצה העסקית, כך גדל התמריץ שלו לעשוק אותן ולהעביר רווחיהן במעלה השרשרת לחברות שהחזקתו בהן גדולה יותר.⁴⁴

43 הצעת חוק לתיקון פקודת החברות (עילה לפירוק חברה), תשע"א-2011. ניתן לצפייה באתר כנסת ישראל [www.knesset.gov.il/privatelaw/data/18/2927.rtf] (נצפה באחרונה ביוני 2012). הצעה זו באה לתקן את סעיף 257 (עילות לפירוק חברה) כדי שיהיה אפשר לבקש פירוק חברה גם אם "החברה התחייבה בחוזה כי לא תפעל או תרכוש מוצרים או שירותים או תספק מוצרים או שירותים בשטח עליו חל המשפט, השיפוט והמינהל של מדינת ישראל לרבות באזור כהגדרתו בחוק לתיקון ולהארכת תוקפן של תקנות שעת חירום (יהודה ושומרון – שיפוט בעבירות ועזרה משפטית), התשס"ז-2007". חשוב לציין שעל פי הצעת החוק לא רק בעל מניות או נושה של החברה רשאי לפנות לבית המשפט לשם ייזום ההליך, אלא אף היועץ המשפטי לממשלה, מה שמגדיל את המעורבות הציבורית-פוליטית בהגשמת המטרה האידאולוגית דרך המנגנון התאגידי.

44 בספרות הכלכלית התקבל המונח "tunneling" לתיאור התופעה של העברת עושר שכזו. ראו: Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling", 90(2) *American Economic Review* (2000) 22. יישום הנושא בדיני החברות והמשל התאגידי רב עד מאוד. ראו למשל: Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman, and George G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from

מעניין עד כמה נושאים שהעסיקו את הציבור כשאלה אידאולוגית ופוליטית הפכו דרך הדיון המקצועני לסוגיות בממשל תאגידי. כך, המלצות הביניים של ועדת הריכוזיות הדגישו הפרדה בין נכסים ראליים לפיננסיים והפרדה בין בעלות לשליטה, ואילו הדיון הציבורי נסב בעיקר על חלוקת עושר והשפעה פוליטית. אפשר כמובן לראות ביישום המקצועני דרך לטפל בסוגיות הפוליטיות, אך קשה להימלט מהחשש שהמינוח התאגידי הפך את הנושא לדיון-של-מומחים, והחששות הפופוליסטיים שבוטאו בציבור נדחקו הצדה.⁴⁵ כמובן, אלו הסוברים שהדיון הפופוליסטי הוביל לפעלתנות-יתר של הממסד הפוליטי ולעודף מעורבות בשווקים הפיננסיים עשויים לברך על מגמה זו, אך השאלה כאן אינה בדבר היות התוצאה מיטיבה או מזיקה לכלכלה הישראלית או אף לציבור הישראלי – אלא מידת ההשפעה שהייתה לאופי הדיון על תוצאה זו.

ה. סיכום

הדיון הציבורי הער בדבר שכר הבכירים והריכוזיות הכלל-משקית נשען על יסודות פופוליסטיים ועל חשש ציבורי בדבר כוחה הגובר של קבוצה קטנה של בעלי הון והשפעה. חששות אלו "תורגמו" לשפה תאגידית והגבלית בשל תחום העניין שבו עסקו, אך יותר מכך – בשל הנטייה האנושית לחפש עוגנים אובייקטיביים ולהשתמש בשפה מדעית כאמצעי לכך. טמון בכך יתרון גדול, שהרי אפשר ללמוד הרבה מהדיון המקצועי בדיני התאגידים וההגבלים העסקיים, וטוב שדיון ציבורי-פוליטי ייעזר במומחים בתחום. טמון בכך גם חיסרון גדול, בדמות הסטת הדיון ממטרותיו המקוריות. למשל, במקום לדון בחששות שהובעו בציבור, נדונים מוקדים אחרים המוכרים מהספרות המקצועית ושקיימים להם פתרונות שאינם בהכרח מתאימים למניעים המקוריים של המוחים וחסדי שינוי השיטה. השפה המקצועית מהווה, אם כן, חרב פיפות המעניקה לגיטימציה לכאורית למחאה חברתית בה בעת שהיא פוגעת ביישומה הלכה למעשה.

Cash-Flow Rights", *Concentrated Corporate Ownership* (Randall K. Morck – ed., 2000) 295; Randall Morck, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", 43 *Journal of Economic Literature* (2005) 605. אך ראו מנגד את: Khanna and Yaffe (לעיל, הערה 38) בעמ' 346, הטוענים שמדובר בהנחת מוצא ו"אמת מקובלת" נעדרת תימוכין אמפיריים מספקים. 45 לסברה שדווקא הכלים המימוניים-הטכניים הם בעלי המשמעות בשינוי מבנה המשטר התאגידי, ונחלו הצלחה בעבר, ראו: Randall Morck, "How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Intercorporate Dividends and other Incisive Uses of Tax Policy", *Tax Policy and the Economy* (Janes M. Poterba – ed., 2005) 135. ספר זה מתאר את טיפולו של רוזוולט בתאגידי הענק שתוארו לעיל, בהערה 28 ובטקסט שלידה, בשנות השלושים של המאה הקודמת בארצות הברית.

דין ודברים ז' תשע"ג השימוש הציבורי דיני תאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי

בנושא שכר הבכירים, המיקוד בכשלי שוק ובבעיית הנציג מתאים לדיון התוך-תאגידי באשר להגנה על בעלי מניות המיעוט (ולעתים גם קהלים אחרים). מיקוד זה מתאים פחות לדיון על מקומם של תאגידים בחברה ועל השימוש של מיעוט מספרי בכוח כלכלי להרחיב שליטתם בהתנהלות הציבורית. השאלה החברתית-פוליטית היא עד כמה רמות שכר גבוהות מנציחות יחסי כוחות קיימים, ועד כמה הן משמשות מנגנון להצרת נקודת המבט של אותם בכירים הזוכים בהן לאינטרסים כלכליים של קבוצות המיעוט הנהנות משליטה אפקטיבית במנגנונים התאגידיים. אם תמריץ כספי גורם לעיוורון מוסרי, השאלות החשובות אינן בתוך דיני התאגידים דווקא אלא בתחום ההכרעה הדמוקרטית באשר לאופן שבו אנו רוצים שיתנהלו חיינו הציבוריים. בפרק השני למאמר, שעסק בשאלות אלו, הצעתי להבין את הדיון הציבורי כפירוש מחדש של המונח "חברה ציבורית", פירוש השונה מהמקובל מדיני התאגידים ודורש הבחנה ברורה בין התחומים.

נושא הריכוזיות הכלל-משקית מעלה שאלות בעיקר מדיני ההגבלים העסקיים ודורש הבחנה בין סוגי ריכוזיות שונים. הישענות על מונחים חוקיים קיימים מסיטה את הדיון והפתרונות המוצעים דווקא לכיוון הריכוזיות התוך-שוקית, שהיא שונה מאוד מזו הכלל-משקית. סקירה של ההיסטוריה החקיקתית מראה שדווקא הריכוזיות הכלל-משקית העסיקה את יוזמי חקיקת ההגבלים המקורית, אך זו הפכה עם הזמן לכלכלי-טכני המטפל בעיקר בשווקים המוגדרים הגדרה צרה ביותר. בד בבד הספרות המקצועית ההגבלית מתעלמת כמעט לחלוטין משיקולים פוליטיים וכלל-חברתיים מהסוג שהניע את המחאה החברתית, ובמובנים מסוימים מחזיר עטרה ליושנה. כדי לקשר בין סוגי הריכוזיות ולבחון את התאמת דיני ההגבלים העסקיים לטיפול בנושאים המסעירים את הציבור, סקרתי את הרקע הפופוליסטי לחקיקת חוקי ההגבלים בארצות הברית בסוף המאה התשע-עשרה ותחילת המאה העשרים. פופוליזם, כך מסתבר, אינה מילת גנאי, ודווקא בהקשר זה חשוב לבחון את רצון הציבור ולהגדיר לאורו את מטרות הדין.

שאלות המפתח המניעות את הדיון הציבורי הן דווקא במישור חלוקת הכוח בין הספרה הציבורית-פוליטית לבין הספרה הכלכלית-עסקית. הדיון בשכר הבכירים ובריכוזיות הכלכלית דורש התייחסות ליסודות הדמוקרטיים של המחאה החברתית ומתן תשובות לשאלות שרק חלקן בתחום דיני התאגידים וההגבלים העסקיים. השימוש במינוח המקצועי מתחומים אלה מאפשר העמקה וזהירות ביישום, אך דורש גם זהירות מהססת הדיון לעבר אזור הנינוחות של העוסקים בתחום. על מומחי התאגידים וההגבלים לסייע בהבנת נפתולי ההשפעות האגביות של שינויים חדים בדין הקיים ועם זאת להכיר בכך שהשאלות המרכזיות אינן בהכרח בתחום מומחיותם.