

שיקול הדעת "העסקי" כמדד לבחינת התנהגות המנהלים בעת רכישת חברה*

עו"ד ראובן משכיל לאיתן**

א. סקירת הדין המצוי

1. כללי

2. חובות המנהלים והחלטותיהם בעת רכישת חברה.

3. הצגת הבעיה.

ב. דיון בהיבט הנורמטיבי (שיקולי מדיניות)

1. גישת התאוריה הכלכלית

2. פיתרון אפשרי = גישת התאוריה הפוליטית

3. ניסיון לפיתרון = הצעה למיקוד ההיבט הפוליטי

א. סקירת הדין המצוי

1. כללי

ה-Business Judgment Rule¹ הוא התייחסות ספציפית לחובת הזהירות של הדירקטור, במצב שבו לאחר בחינה סבירה, הדירקטור מאמץ דרך פעולה, שהוא באופן הגיוני והגון מאמין שתהיה לתועלת החברה אבל היא מוטעית. בנסיבות מסוימות החלטתו, אפילו שהיתה מוטעית ודירקטור סביר לא היה צריך לקבלה, לא תהא עילה לאחריות בהפרת חובת הזהירות².

הרציונל של הכלל הוא לעודד יוזמה והתפתחות שמהווים סיכון מסוים אותו

* המאמר הינו תמצית של עבודה סימנריונית שנכתבה בהדרכת ד"ר ירידיה שטרן ותודתי לו על עידודו והערותיו החשובות.

** תלמיד שנה ד' בבית הספר למשפטים של המכללה למינהל, וחבר מערכת כתב העת "המשפט" בעת כתיבת המאמר.

1 להלן יוצג כ-B.J.R. נושא זה הינו כלל מנחה ומרכזי במשפט האמריקאי ובשל ההתפתחות המשפטית והניסיון הרב שנצבר במדינות ארה"ב ולנוכח ההתייחסות המצויה במשפטנו הנוהג, יהווה תיאורו בסיס לדין נורמטיבי כולל.

2 Block & Prussin "The Business Judgment Rule and Shareholder Derivative Action: Viva Zapata?" 37 *Bus. Law* (1981) 27, 32.

הדירקטור יחשוש לקבל על עצמו. הכלל מספק לדירקטורים שיקול-דעת נרחב, לו הם זקוקים בהפעלת מדיניות של חברה דינמית, ללא חשש מבחינה שיפוטית נוספת.³ הכלל מונע מבית-המשפט מלהתערב באופן קבלת ההחלטות המורכבות שבחברה, מטלה שעמה הוא לא מסוגל להתמודד.⁴ המגמה הינה לא להרתיע אנשים מוכשרים מלהצטרף לדירקטוריונים של חברות. אם תורחב האחריות של הדירקטור, יגרום הדבר לייקור משמעותי של ביטוח המנהלים. המדיניות השיפוטית גורסת שזה לא הוגן לכתוך לאחר מעשה את שיקוליו של הדירקטור, הנתון מתוקף תפקידו במערכת אילוצים, כשבחינה כזו תביא להמנעותו מקבלת החלטות, הימנעות העשויה לפגוע בחברה.

היסטורית, ה-B.J.R. שימש כמגן או כמכשיר להגנה על מקבלי ההחלטות בחברה מפני אחריות אישית לטעויות בשיקול עיסקי שנבע מאמונה כנה וממניעים של טובת החברה. מספר מרכיבים מחייבים להמצא לצורך הגנתו של הכלל על אחריות הדירקטור;

- א. החלטה עיסקית המבוססת על היגיון עיסקי.
- ב. חוסר אינטרסנטיות, החלטה משיקולים של טובת החברה.
- ג. ההחלטה צריכה להתקבל על בסיס מידע ובחינה.
- ד. שיקול-דעת עצמאי.
- ה. פעילות בתום-לב.

כאשר כל המרכיבים האלה קיימים, הדירקטורים, בפעולתם במסגרת סמכויותיהם, לא ימצאו אחראים.

ה-B.J.R. הוא הנחה שבהחלטה עיסקית הדירקטור פועל על סמך מידע ערכני, בתום-לב ובאמונה כנה שהפעולה שנעשתה היתה לטובת האינטרסים של החברה. שימוש בו באופן המקורי מטיל על התובע את נטל ההוכחה להתגבר על ההנחה.⁵ יתכן שהקושי הבסיסי בנושא זה הינו בנוגע לאופיו של ה-B.J.R. כמבחן אובייקטיבי. הדבר מתאפיין אף באופן בחינת "הרשלנות". שהרי בניגוד לנהג מכונית שיש ידיעה באשר לפעולתו, הסיטואציה ביחס לדירקטור היא שונה באשר יש חילוקי דיעות בנוגע לאופן פעילותו. אין סטנדרט נהוג או ניסיון ביחס לאופן עבודתם של דירקטורים,⁶ מה

3 *Carmer v. General Telephone & Electronics Corp.* 582 F. 2d 259, 274 (3rd. Cir. 1978).
4 *Auerbach v. Bennett* 47 N.Y. 2d 619, 629-31, 419 N.Y.S. 2d 920, 393 N.E. 2d 994, 1000 (1979).

5 אפשר לטעון שלמעשה ה-B.J.R. חל משיקולים כלכליים של עלות מול תועלת. התנהגות דירקטור תחשב כהרשלנות רק כאשר הוצאות המניעה הנדרשות נמוכות מהנזק. כאשר בין השיקולים שיישקלו תהיה התועלת החברתית של ההתנהגות יוצרת הסיכון.

6 Manning "The Business Judgment Rule And The Director's Duty of Attention: Time For Reality" 39 *Bus. Law* (1984) 1477, 1492-1495.

ניתן לטעון שכדי למנוע ממצא של רשלנות, שאינו כדאי לו מבחינה אישית, עלול המנהל להשקיע במניעה סכום הגדול מעלות הנזק. האם יש לשכלל לעלות הנזק אלמנטים של עובדים ונושים שעל חשבונם יסכים המנהל "להפטר" מהחברה ובלבד שלא ימצא אחראי אחר-כך? אי התאמת הסטנדרט עלולה להביא להרתעת יתר שתקשה על חיי המסחר ובמיוחד בתחום דיני החברות, בהם יש לגיטימציה לפעולות ולקחת סיכון מסרים. אפשרות נוספת היא תוצאה של

גם שזה משתנה מחברה לחברה, ממצב למצב וכן מזמן לזמן. אין אמצעי בחינה לקבוע איך על הדירקטורים לנהוג. נדמה לי שאפשר לטעון שלמעשה בסיטואציות כאלה אין ישימות למושג "סבירות". לכן יתכן שנורמות כלכליות לא ישימות כאן ולמעשה השופט פועל לפי "הנחתו האישית"⁷ המונעת מדחפים לא מדידים כלכלית. מכאן שיש למפות מה מניע אותו. הדבר מתחدد ביתר שאת במצבים של רכישת חברה. המלומד Manning מציין את הבעייתיות בהתייחסות הנוזקית של בית-המשפט שהיא התייחסות נקודתית לבעיה במקום למכלול. מעשי הדירקטור הינם מכלול של התנהגויות.

"...the heart of the director's true responsibility is attention to his ongoing multiple functions: a process, a flow of events, a continuum of the company's current history. Analogies to driving automobiles just do not fit, because the law of negligence tort is aimed not at a flow of generalized performances, but at a discrete incident in which someone was hurt. To use technical language, the referent of the automobile driver's legal duty is the isolated event of the accident, not his general performance as a driver.

In the case of a director, the proper referent for his legal duty should be the *flow* of his performance of his directoral function, not the individual incident"⁸.

למעשה ניתן לומר שיש קושי בתיאור התנהגות המנהלים על-ידי כללים כלכליים, אלו מתייחסים נקודתית לבעיות ומשווים אותן למודל הרצוי ואילו התנהגות המנהלים הינה

הרתעה חסרה. שתי התוצאות גורמות לחוסר יעילות ולאובדן רווחה. וכן ראה עמדת ד"ר חביב-סגל המתייחסת לקושי שבהחלת קונספציות של רשלנות בתחום העסקי, שבו מנחים שיקולי יעילות לעבר עידוד נטילת סיכון ולא להיפך ואין מקום לאפקט הרתעתי כרשלנות. בנוסף לכך, אין גם מדדים אובייקטיביים ונתונים לאומדן התשואה השולית הנדרשת על כל תוספת ביחידת סיכון, כדי שהפעילות תמצא בעלת ערך נקי חיובי. המבחן האובייקטיבי היחיד לשימוש בנוסחאות ההערכה נגזר משווי התשואה המצרפית בשוק לכל תוספת של יחידת סיכון. אם אנו מקבלים את מדדי השוק כאמיתיים, אז אין מה לכפור בהם שעה שאוכפים את חובות המנהלים בבית-המשפט. אפשר אף לטעון שבעלי המניות אינם צד מקרי, הם הנושאים המרכזיים הן בסיכון והן בתשואה השירוריים הכרוכים בפעילות החברה. ולכן לא רק שניתן לתקוף את מידת הצדק שבהטלת האחריות בשל נזקי סיכונים על מנהלי החברה, שאינם נהנים מתשואתם, אלא גם מאחר שבעלי המניות הם הנהנים מהשקעות בעלות סיכון מוגבר, לא ברור שאפקט ההרתעה אכן מיטיב איתם. לכן חזק הטעון בעד איפוק שיפוטי, המאפשר השפעות שוק ביחס לרמת הסיכון שתיבחר על-ידי המנהלים.

ראה א' חביב-סגל "מודל חדש לחובות אמן של מנהלי חברות" משפטים כב (תשנ"ג) 353. מהי אותה "הנחה אישית"? בהמשך תפורט ההשערה שפועלים עליו כוחות פוליטיים ומתוקף כך יש לבחון אותם כדי להסביר את פעולת מערכת המשפט.

לעיל הערה 6, בע' 1494. ההדגשה במקור. מכאן אפשר אולי להסיק התרכזות מיוחדת בצורת החשיבה הניהולית.

מכלול של אלמנטים. הפעילות בחדר המנהלים, ברובה המכריע, אינה מורכבת מהתייחסות פרטנית לעניינים נקודתיים אלא תהליך ממושך של ניהול ופיקוח. זו שאלה של מדיניות ניהולית.

במסגרת המצומצמת של רשימה זו, יתוארו מספר קשיים באשר לנכונות מרכיבי ההגדרה של ה-B.J.R. "עסקיותה" של ההחלטה מתערערת לנוכח המימד הפוליטי שלה והשלכותיה החברתיות על קבוצות בחברה. ניגוד האינטרסים בו שרוי המנהל במצבי רכישה, מעוות עוד יותר את ההגדרה הפורמליסטית.

בפסיקה ישנה התייחסות לבחינת שיקוליו של הדירקטור ביחס ל"טובת החברה" אך למעשה "טובת החברה" היא בעייתית באשר היא שאלה של מדיניות. אף אם נגדיר זאת כטובת בעלי המניות, כפי הגישה המקורית, הרי שהם עצמם מתחלקים לקבוצות ואינם הומוגניים. כפי שאראה בהמשך אף בדיקת "המוטיבים הנכונים" של הדירקטור היא שאלה של מדיניות שיפוטית. הניסיון ברשימה זו הוא לנסות ולאפיין את האינטרסים השונים העומדים מאחורי אותם כללים.

2. חובות המנהלים והחלטותיהם בעת רכישת חברה

אולי היישום השנוי ביותר במחלוקת של ה-B.J.R. קשור בפעולות שנעשו על-ידי מנהלי חברה, במאבקי שליטה. רוב בתי-המשפט מסכימים להחלתו של הכלל באופן כללי, בצורה זו או אחרת, בהתייחסות לאסטרטגיות ההגנה. חשיבות מיוחדת יש לעובדה, שביישום כלל ה-B.J.R. על-ידי בית-המשפט בהקשר זה, יש נכונות שיפוטית לאשר אמצעים הגנתיים סבירים, כחלק ממדיניות עיסקית אפשרית, אשר יכולים לאפשר תוצאה כדאית לבעלי המניות. בית-המשפט נטה לשנות הגנות שלא משיגות יעד זה ובכך לשנות את מבנה קבלת ההחלטות בין הדירקטורים לבעלי המניות. כך ניתן לומר שה-B.J.R. הינו כלי גמיש, שבת-המשפט השתמשו בו לרסן שימוש לרעה במבנה הכולל, תוך בחינת כל מקרה ומקרה ללא הגבלת יתר, לא הכרחית של הדירקטורים. ה-B.J.R. משאיר להנהלה שיקול-דעת נרחב לפעול לפי מה שהיא חושבת שהוא לטובת החברה.

השקפה מרכזית טוענת לשימותו של ה-B.J.R. גם לפעולות שנעשו להגנה מפני השתלטויות עוינות⁹. הועלתה חשיבותו של ה-B.J.R., בהקשר זה, כגורם מאזן¹⁰. מספר

Panter v. Marshall Field & Co. 646 F. 2d 271, 295 (7th Cir. 1981).

9

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A. 2d 946, 954 (Del. Supr. 1985).

Moran v. Household International, Inc. 490 A. 2d 1059, 1074-75 (Del. ch. 1985).

Lipton "Takeover Bids in the Target's Boardroom" 35 *Bus. Law.* (1979) 101, 120.

לפירוש כללי של טקטיקות ההגנה בהקשר ל-Business Judgment Rule, ראה:

L.A. Hamermesh *Directors' and Officers' Liability 1986: A Review of the Business Judgment Rule* (N.Y., 1986).

D.J. Block, S.A. Radin, N.E. Barton *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors* (N.J., 4th ed. 1993).

בין ההצדקות הרווחות לו הן: (1) שהצעת הרכש דומה לשאר נושאי ההחלטות שהנהלה רנה בהן. (2) שבעלי המניות מרוויחים כאשר ההחלטה באשר לתגובה להשתלטויות נשארת בידי

פסקי-דין פסקו שהדירקטורים יהיו מחוייבים להתנגד להצעת רכש, שהם רואים אותה כמזיקה לחברה¹¹.

השקפה אחרת טוענת לחוסר ישימותו של ה-B.J.R. כמגן על שימוש בטקטיקות הגנה כנגד ניסיונות השתלטות עוינות. בפס"ד *Schneider v. Lazard Freres & Co.*¹² בית-המשפט בניו-יורק דחה תביעה, לדחות טענת רשלנות על-ידי בעלי מניות כנגד בנקאים, שייצעו לוועדה מיוחדת חיצונית של דירקטורים בחברת RJR Nabisco Inc. בית-המשפט דחה טענת הבנקאים שהיה זה על הנהלת חברת RJR להחליט, תוך הפעלת ה-B.J.R. וחובות האומון, האם הבנקאים היו רשלניים ואם כן האם חברת RJR תתבע אותם בשל כך וזאת משום שלפי גישת בית-המשפט,

the "sale of the control of a corporation is not corporate business of the type governed by traditional principles of corporate governance"¹³.

יש הטוענים שהחלטות בהשתלטות, שלא כמו החלטות עיסקיות רגילות, משפיעות על האינטרסים של בעלי המניות בעשיית החלטות השקעה אישיות¹⁴. אם נחدد את הטענה, הרי ש"חסינות" המנהלים במקרה של השתלטות שונה בכך שהיא מעקרת את כוחם הקנייני של בעלי המניות ויחודם כמשקיעים. שהרי זו פגיעה הנוגעת בשורש מהותם; יכולת ההשקעה שלהם¹⁵. אפשר ששימוש לא מתאים בנורמה משפטית זו פוגע בחופש הקניין. טענה נוספת הינה שניגוד האינטרסים החרף במצבי השתלטות, עקב חשש הדירקטורים מאיבוד משרתם, מסיט את האובייקטיביות של הדירקטורים¹⁶. הדריעה לפיה ה-B.J.R. לא ייושם בהחלטות דירקטור בהקשר לאמצעים הגנתיים, היא לא ההשקפה הרווחת. מרבית בתי-המשפט מחזיקים בדריעה שה-B.J.R., אם כי לא במתכונתו המקורית, יתאים למצבים אלה.

ההנהלה. (3) בהצעות רכש תתכנה הסכמות של בעלי המניות מתוך לחץ חברתי (4) שההנהלה היא בעמדה הכי מתאימה לחשב נכון את היחס לכל קבוצה בחברה, מעבר לבעלי המניות.

ראה —

W.D. Harrington "If It Ain't Broke, Don't Fix It: The Legal Propriety of Defenses Against Hostile Takeover Bids" 34 *Syrac. L. Rev.* (1983) 977, 1001.

10 באשר לאיזון האינטרסים השונים, ראה פס"ד Unocal לעיל.

11 למשל פס"ד *Panter*, לעיל הערה 9.

12 159 A.D. 2d 291, 552 N.Y.S. 2d 571 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 1990).

13 שם, 296–297, 552 N.Y.S. 2d at 575.

14 T.C. Pelto, Sr. "False Halo: The Business Judgment Rule in Corporate Control Contests" 66 *Tex. L. Rev.* (1988) 843, 848–849.

15 אפשר לטעון גם טענה הפוכה, באשר הטלת איסור על מעורבות מנהלים בניכוש תגובתם של בעלי המניות, מגבילה את זכותו הבסיסית של בעל רכוש לקיים משא ומתן, כיוון שבלי מעורבותם של המנהלים לא תתכן התארגנותם של בעלי המניות ככוח מסחרי למשא ומתן. ראה: י.צ. שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות" משפטים כ (תשנ"א) 377, 452–453, הערה 240.

16 אובייקטיביות שלפי דעתי מעולם אינה מוחלטת, מכיוון שהדירקטור עצמו, כפי שאנסה להסביר להלן, מושפע מרחפים פוליטיים. במקרים אלה במיוחד נפגם שיקול-דעתו המצרפי של המנהל "הסביר".

יישומו של ה-B.J.R. בבחינת מגוון טקטיקות ההגנה מייצג השקפה לפיה החלטות המנהלים, המצויים במצב של ניסיונות השתלטות, הן החלטות עיסקיות. מכיוון שהימצאותה של הצעת השתלטות במחיר פרמיה מעל מחיר השוק לפי המבחנים אינה מטילה מום כניגוד אינטרסים למשל, הרי שהיא לא משליכה כלל על יכולתו של הדירקטור ועל חובותיו. השקפה זו היתה הרווחת אולם נראה שחל בה מפנה. בעקבות גל השתלטויות רחב שהתפשט בארה"ב על כל משמעויותיו הכלכליות והחברתיות שונתה השקפת בית-המשפט להחלטות "העיסקות".

באופן תיאורטי אלה היו אמורות להיות מופנות להנהלה ולא לבחינה שיפוטית. בפועל בית-המשפט נוטה להתערב ולבחון יותר, דבר שמערער את "עיסקות" ההחלטה. יש לשים לב ל"איתות" זה ולחפש אולי הגדרה אחרת להחלטה זו. בית-המשפט משתמש במכשיר הנורמטיבי של ה-B.J.R. בתגובה לאיום על ערכים סוציאליים וחברתיים¹⁷. כיצד נסביר את הסכמת בית-המשפט בארה"ב לשיריון שיקול-דעתם של מנהלי חברות בדחייתם השתלטויות?

כיצד נסביר את ההתערבות השיפוטית בוויסות הפנימי של שוק השליטה בחברות? דומה כי בדין המצוי מתעוררים קשיים לגבי חלוקתה של התאוריה הכלכלית בשוק החברות. מה הוא הדין הרצוי בסוגייה זו וכיצד ימולא בתוכן?

3. הצגת הבעיה

התייחסות באשר למשמעותה של החברה, היא התוצר הנובע מתופעת ההשתלטות העויינית. במצבים כאלה כל מבנה החברה משתנה. לעתים שינוי שהבנת משמעותו לגופים המקורבים לתאגיד, המנהלים, העובדים, הנושים, הספקים, הצרכנים, מחייבת לבחון כיצד הדבר ישפיע עליהם. בתי-המשפט, כשנתבקשו לבחון את השאלה המורכבת, עשו יותר מאשר לקבוע מי ירוויח או יפסיד במאבק על השליטה. הם למעשה התייחסו למשמעות יישות החברה.

בשאלה בסיסית כזו דנים אנשים שלא נבחרו כנציגי העם.

מעבר לכך, הם גם לא הציגו את השאלה ככזו, אף שבהעריכם את טיבם של אמצעי ההגנה השונים במאבקי השליטה השופטים מכריעים בשאלה עקרונית, היא שאלת מטרת החברה. במסגרת שאלה זו על ביהמ"ש להחליט כמה מוגבל יהיה שיקול-דעתם של המנהלים.

שיקול-הדעת השיפוטי הנוגע לשיקול-הדעת העיסקי הוא מורכב.

עצם ההחלטה לא להפעיל שיקול-דעת אלטרנטיבי במצבים מסוימים ולהעדיף את

17 ראה את פס"ד התקדימי בעניין *Paramount* שהעניק להנהלת החברה כוח רחב היקף להתנגד להצעות רכש עוינות (Del. 571 A.2d 1140) (*Paramount Communications Inc. v. Time Inc.* 1989) ההשלכות של הוויסות העצמי על-ידי כוחות השוק, השתקפה בעובדה שנקודת הציון למדידת הצלחת חברה היתה הצלחתה הפיננסית, כפי שהשתקפה בשוק המניות. מספר האנשים המועסקים, החיים שניהלו וההשלכות על הקהילה היו היבט שולי. בית-המשפט בפרשת *Paramount* משריין לעצמו מושג שסתום כהגנה מפני פריצה בלתי אחראית של כלכלה לא מבוקרת. נראה כי יש בכך משום העלאת ערכו של תפקיד המנהל לדמות כמעט קונסטיטוציונית.

שיקול-דעת ההנהלה, הוא תוצר של מסקנה שיפוטית מסוימת המתחממת את גבולות השיפוט העיסקי. מעצם התייחסות נובעת הלגיטימציה. אפשרות פוטנציאלית של התערבות שיפוטית משליכה על כוחו הפיקוחי של השוק. מעצם התייחסות גם נובעת ההגדרה.

במסגרת זו עלינו להבהיר לעצמנו מה צריך להכלל בשיקול-הדעת העיסקי. שאלה זו מעלה סוגיות עקרוניות נכבדות באשר למטרותיה ואופן פעולתה של החברה. בהיבט זה נכלל דיון במעמדה של החברה ושל אורגניה ביחס לקבוצות שונות הבאות עמה במגע. לאחר שהובהרה ההגדרה והמסגרת נדרשת בחינה של הפעילות הרצויה, כיצד תשמר המסגרת, מה משמעותה. אנו נדרשים לשאול מה המדד הנכון לבדיקת התנהגות מנהלים ברכישת חברות.

"הביטוי 'שיקול-דעת' הוא רב-משמעי, ובהקשרים שונים יש לו משמעויות שונות...., שיקול-דעת הוא הכוח שניתן לבעל סמכות לבחור בין שתי חלופות או יותר, כאשר כל אחת מהחלופות היא כדין"¹⁸.

ולכן עלינו לבחון למעשה את משמעויותיהן של "החלופות" אותן מאפשר בית-המשפט לשיקול-הדעת העיסקי. כיצד הן באות לידי ביטוי בשטח המשפטי בו הן פועלות.

השופט עצמו, בהחליט לא להפעיל את שיקול-דעתו במקומו של המנהל, מפעיל שיקול דעת. שיקול-דעת שיפוטי¹⁹. הוא לא יפעל באופן מכני, פעולת התרשמותו ופרשנותו אף היא דורשת התייחסות.

פעולת המנהל, היא בוודאי נושא לבחינה האם הצרה או הרחבה של שיקול-דעתו עומדת במסגרת המטרות הראויות של דיני החברות.

הנה כי כן לפנינו שלושה רובדי בדיקה במסגרת בחינתו של הדין הרצוי. מהו המדד בו נמדוד את ההשפעה של ההצגה, המועלית על-ידי השחקנים הראשיים, על הקהל והאם הצליחה להנחיל את הערכים התרבותיים הרצויים נורמטיביים.

18 א' ברק שיקול-דעת שיפוטי (תשמ"ז) 29.

19 במסגרת שיקול-הדעת השיפוטי על השופט להיות מודרך על-ידי שיקולים נורמטיביים (בעלי חובת האמון והזכאים על-פיה, תוכן חובת האמון), שיקולים מוסדיים; בהקשר זה מציין המלומד ברק, ביחס לתפקידו של השופט, "קשה יותר הוא תפקידו בתחום הכלכלי-עיסקי. מכאן גישתם העקרונית של בתי-המשפט שלא להתערב בשיקול-הדעת העסקי של מנהלים (ה-"business judgment rule"). בגיבוש חובת האמון אין מנוס מהתמודדות זו. קיים, על כן חשש, כי בתי-המשפט יתנו משקל כבד מדי לשיקולים האתיים. עליהם להיות מודעים לחשש זה. עליהם לשאוף, כמיטב יכולתם, לקבל נתונים בדבר שיקולי יעילות כלכלית. עליהם להיות פתוחים לקבלת מידע על ההשפעות הכלליות והכלכליות של פסיקתם על מכנה החברות ופעילותן בשוק" (שם, בע' 497). וכן על השופט להתחשב בשיקולים בין-מוסדיים, כפי שמציין המלומד ברק, "על השופט להזהר שלא להטיל חובות אמון כבדות מדי או קלות מדי. בפסיקתו הוא צריך לשקף את הקונסנזוס החברתי באשר להתנהגות הראויה של בעלי שליטה בחברה. עליו לשמש פה לתחושת הציבור הנאור באשר להתנהגות הראויה של מנהלים ובעלי מניות. אל לו לשופט ליתן ביטוי לתפיסה אישית – אלטרואיסטית או חומרנית. עליו ליתן ביטוי למה שנראה לו כמשקף ערכי יסוד של חברתו. ככך תובטח אמינותה של השפיטה, ואמונתו של הציבור ברשות השופטת". (שם, בעמוד 497).

ב. דיון בהיבט הנורמטיבי (שיקולי מדיניות)

1. גישת התאוריה הכלכלית

עלינו למלא את הכלי הנורמטיבי בתוכן כדי שנוכל להפעילו כראוי. הדיון הנורמטיבי יתמקד בשתי גישות מרכזיות – הגישה הכלכלית למשפט וגישת הניתוח הפוליטי. ה-B.J.R., כאשר מיושם על החלטות דירקטורים בהקשר להחלטות עסקיות רגילות, מקדם את האינטרסים של בעלי המניות, משום שבמצבים אלה האינטרסים של הדירקטור מקבילים לאינטרסים של בעלי המניות. כוחות השוק מכוונים את הדירקטורים בעניינים הרגילים בגלל שתחרות מענישה החלטות גרועות שתוצאותיהן הפחתת הכנסה ורווחים²⁰. אם תמריצים אלה פותחים, הדבר משליך ישירות על השוק. הפחתת ההכנסות מורידות את מחיר השוק, דבר המושך משקיעים פוטנציאליים שמאמינים שיכולים להפיק רווחים גדולים יותר באמצעות השתלטות. אולם כוחות שוק אלה לא ישיעו על דירקטורים כשהם מחפשים הגנה מפני השתלטות.

בתי-המשפט ערים לקושי ולכן אינם מיישמים את ה-B.J.R. באופן שרירותי. מעבר לסוגיה זו, שאלה נוספת הינה; האם לנוכח העובדה שבמצב של רכישה (בהבדל ממצב רגיל) מתרחש שינוי מהותי בהרכב החברה (עובדים ונושים מתקשים להגן על ציפיותיהם הלגיטימיות על-ידי חוזה), נדרש שינוי בשיקול-דעתם ובהתייחסותם של דירקטורים (ובהתאמה שינוי בדוקטרינת ההתייחסות של בתי-המשפט כלפיהם). בתגובתו המהוססת והלא ברורה, מביא בתי-המשפט לעתים לא-יציבות בשיטה. סבורני שתוצאה זו מחייבת התייחסות. חשוב לציבור לדעת, מכיוון שהכללים הכלכליים ומצב השוק במצבים כאלה לא ברורים, כיצד מנתח בתי-המשפט את המצב. מהם כלי הבדיקה שלו. זה חשוב לפומביות הדיון, לקהרנטיות השיטה, לאימון הציבור במערכת ומעבר לכך במיוחד בשוק ההון העיסקי והרגיש נדרשת ודאות, דבר מהותי לתכנון מהלכים עיסקיים ולהרגעת המשקיעים.

גישתה הדווקנית של הדוקטרינה המקורית שחוזקה על-ידי פרופ' פרידמן כאחד ממצדדיה, טוענת שיש לפעול רק לטובת רווחתם של בעלי המניות²¹. השאלה הנשאלת היא האם על המנהל לשקול רק את טובת בעלי המניות, כאשר בסיטואציה מסוימת יתכן והמכירה תעלה את רווחיהם אך אחרים יפסידו עבודה (עובדים), חובות (נושים), למשל

20 ראה:

Easterbrook & Fischel "The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer" 94 *Harv.L.Rev.* (1981) 1161, 1196–1197.

למנהלים יש גם רצון להגדיל רווחים ובכך למקסם את התמורה שלהם, שכן לעתים תמורתם קשורה לביצועיהם. כשביצועיהם גרועים, התוצאה הינה הפחתת שכר ובונוסים להנהלה וכן הם מעוניינים בהעלאת המוניטין המיקצועי שלהם, ראה לכך

Gilson "A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers" 33 *Stan.L.Rev.* (1981) 819, 837–38.

21 M. Friedman *Capitalism and Freedom* (1962) המבחן הקלאסי של "השאת הרווח"

מתייחס רק לטובת בעלי המניות; אולם ככזה הוא אינו פשוט ליישום כשיש לחברה בעלי מניות מסוגים שונים, ופעולה מסוימת עשויה להחשב כטובה לסוג אחד אך רעה לסוג אחר.

כאשר הרוכש מתכוון לבזוז את החברה או לנצל למטרות אישיות אחרות שיעלו את רווחיו על חשבון הכלל (למשל יצירת מונופול).

הגישה הכלכלית רואה כאמור ברוכש מעל למחיר השוק כלוקח את הסיכון על עצמו וחזקה שירצה למקסם רווחיו. אך מה עם האחרים? ואם נניח שהמנהלים יודעים שהרוכש לא ינצל את הידע והפוטנציאל האמיתי בחברה, האם יש להניח לו לעשות כן? אף אם נסבור שבזבז משאבי החברה והפוטנציאל הגלום בה הוא אלמנט עיסקי טהור שמן הראוי שלא נתערב בו, האם במכלול השיקולים הנורמטיביים אין להתחשב בעובדים ובנושים כמשקיעים לגיטימיים בחברה? האם הטוען בנוגע לשלילת מעורבות המנהלים בתגובה להצעות השתלטות, כאפשרות לפגיעה כלכלית בזכות הקניין של בעלי המניות, לא תואם גם כאשר לעובדים ולנושים שהשקיעו את הונם אף הם בחברה? השאלה הנורמטיבית היא אם כן מה כולל הטווח המצרפי ומה נכלל בשיקולי המדיניות בהתייחסות למצבי השתלטות?²²

באופן כללי, לפי הפסיקה במדינת דלוור, הנהלה שעומדת בפניה של השתלטות עוינת או מאמינה שהחברה פגיעה להשתלטות, יכולה לאמץ אמצעים הגנתיים להבטיח שבעלי המניות יקבלו פיצוי הולם על השקעתם. על ההנהלה לפעול בתום לב, בחקירה סבירה, ובאמונה כנה שהפעולה שנעשית היא לטובת האינטרסים של החברה וכן על כל טקטיקת הגנה להיות סבירה ביחס לאיום שהופעל.²³

השאלה הינה מה פשר התנהגותה מבחינה נורמטיבית-כלכלית, כאשר לפי שיקול-דעתה ואמונתה הכנה, מכירה למרכה במחיר היא עדיין לא אופטימלית? האם משום שהמכירה היא בפרמיה מעל מחיר השוק, הנהלה חייבת לאשר רכישה? הבחינה

22 המצב יכול כמובן להיות מורכב יותר, למשל כאשר החברה היא חברה המתמחה בטכנולוגיה איכותית ("היי-טק") שאז העובדים הם נכס רב חשיבות, או כאשר הם מחזיקים במניות, או כאשר הנכס העיקרי בחברה הוא המוניטין שלה או של מנהליה, כיצד זה משתלב בדרישת השאת רווחי בעלי המניות וכיצד זה ישתכלל בבדיקת שיקול-הדעת העיסקי הנדרש לסוגיה זו. ההנחה הכלכלית היא שהרוכש בפרמיה הינו המשתמש היעיל, שכן בקנייה מעל מחיר השוק הוא למעשה ירצה להצליח כדי להחזיר את השקעתו. מכאן שמניעיו כלכליים גרידא. ועל המערכת "להצמד" אליו להגיע להישגים משלה. אך מעניין לציין כי אפשר והמניעים להצעות רכש כוללים:

1. לתפוס את הערך הפוטנציאלי של חברת המטרה, שערכה בשוק ירד בגלל הנהלה לא יעילה.
2. להרוויח את היתרונות הכלכליים של פעולות הנהלה; משאבים כספיים או רווחים אחרים כתוצאה מהשילוב העסקי.
3. להרוויח מונופול או יתרונות לא תחרותיים אחרים.
4. לספק יתרונות אישיים לדיקטטורים של החברה הרוכשת ומנהליה (כגון כוח מוגדל; יוקרה; פיצוי; או גיוון בהשקעותיהם).
5. לבזוז את חברת המטרה בשל רווחים מהתפרקותה.

ראה: R. Clark *Corporate Law* (1986) 533.

אפשר להתייחס לשלושת המניעים האחרונים כמניעים שלא בהכרח ראויים כלכלית. מה שמחזק את הסברה שלא בהכרח כאשר ניתנת פרמיה גבוהה זה מחייב תוצאות חיוביות ולכן יש לשקול אלמנטים פוליטיים שבחינתם לא נכללת ב"נוסחא" הכלכלית.

Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding 506 A. 2d 173 Del. (1986).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

הכלכלית אף נדרשת לשאלה אחרת והיא; האם בכלל במצב זה פועל המנהל "ביושר", כאשר עתידו מונח על כף המאזניים. האם המנהל יכול להתעקש שהמחיר לא גבוה מספיק ולהכלל בכלל הנורמטיבי? ואם כן, התעקשות יכולה לנבוע ממניעים אחרים. כיצד התיאוריה תבדיל ביניהן? האם באפשרותה לבחון מניעיו? ספק אם התיאוריה מתמודדת עם הקונפליקט של המנהל, עם מעמדו, עם שיקוליו²⁴. התיאוריה הכלכלית מושתתת על "יעילות"²⁵. הקשר אחר של יעילות, לפי השיטה, הינו יעילות שוק השליטה דהיינו, מה שאדם יכול להעריך בסכירות לגבי המוצר כפי שיהיה בעוד כמה שנים מבחינת הפירות שיופקו. למעשה מדובר בהיוון, מבחינה טכנית מדובר בהעברת מידע רלוונטי. היעילות נמדדת בשאלה: האם הועבר המידע. כלומר, האם מידע "רלוונטי" מגיע בו זמנית לכולם. שוק יעיל לפיכך, הוא שוק שבכל רגע נתון כל המידע הרלוונטי להערכת שווי המוצר ידוע לכולם²⁶.

24 בהקשר זה מן הראוי לציין את המודל המנהלי (Managerialist Model). תאוריה זו מתמקדת במנהל; תאורטיקנים אלה מדגישים את ההגבלות מסביב להחלטה העיסוקית ואת האפשרויות למניעי התנהגות המנהלים.

R. Gordon *Business Leadership in the Large Corporation* (1961).

R. Marris *The Economic Theory of Managerial Capitalism* (1964).

25 חלק ניכר בתחום הכלכלי של המשפט דן בערך הנורמטיבי הכלכלי שראוי שינחה את התפיסה המשפטית. ראה י. גלעד "על גבולות ההרתעה היעילה בדיני הנזיקין" משפטים כב (חשנ"ג) 421.

26 מכאן יש הטוענים שכללי איסור מידע פנים פוגמים ביעילות השוק, שכן התרת השימוש במידע פנים תספק ידע. וראה דיון על כך: R.A Posner *Economic Analysis of Law* (1986) 307-309.

סוגייה מעניינת בהקשר זה היא בחינת הקשר בין יעילות השוק ותחולת ה-B.J.R. המחלוקת הינה באשר לגורם השוק כמכשיר למשמעת על המנהלים. גישה התומכת בכך מזוהה עם אסכולת Chicago School of Economics. אם אכן יש פיקוח על-ידי השוק אין לכאורה צורך במעורבות נורמטיבית ואז לכאורה נחלש כוחו של ה-B.J.R. בהקשר זה יש המתנגדים למדיניות ההשתלטות עצמה, שגורמת להעתקה של דעת המנהלים ושל משאבי החברה מאסטרטגיות לטווח ארוך וצמיחה כלכלית עתידית, לפעילויות לטווח קצר שנועדו להגביר מחירי שוק. אחת מתופעות הלוואי לכך הינה מינוף יתר שמהווה איום ליציבות וצמיחה לטווח הארוך.

אם נסבור שהמנהלים טובלים מ"סינדרום מיוחד" של חשש מהשתלטות, הרי שהתעניינותם תהיה במחירי המניות כמשקפת כביכול את פעילותם העסקית. בהתבסס על ההנחה שמחירי שוק המניות לא תמיד מדויקים הרי שהמסקנה תהיה שהמנהלים אינם פועלים נכון ומכאן אולי שאין משמעות ל-B.J.R., באשר המנהלים ככלל, וזאת ההנחה, מונעים מהיבט השוק (הלא מדויק) ולא מההיבט העיסוקי שהוא נשוא כלל ה-B.J.R. וכן מנגד אם נאפשר פעילות השוק ללא הגבלה ונעודד רכישות; הרי שמעבר לזעזועים החברתיים שידובר בהם להלן, נרוקן מתוכן את ה-B.J.R. כמגן על המנהלים בהתנגדותם לרכישה שכן התנגדותם תבוטל מראש. אף אם נראה בשוק כמדד מדויק לבחינת התנהגות מנהלים בעת רכישת חברה, עדיין תצטרך התמודדות עם מצבים של כשלי שוק, שהוא לדעתי המצב הרלוונטי לענייננו ושאו תדרש החלטה כופה כיצד לנהוג ונצטרך לבחון את מהותה של ההחלטה הזו. כמו כן, מתחייבת התייחסות לגישת הסוכרים שהמדד הינו יעילות כלכלית ככלל (לאו דווקא על-ידי שוק המניות). בחינת האובייקטיביות ו"הסכירות" כמדד נכון למצבי רכישה, הן מהאספקט הבוחן

קשיים מספר מתעוררים, כך נדמה לי, מהנחות אלו. אף אם יעבור המידע לכולם (הזדמנות שווה) עדיין אין שוק יעיל, שכן השאלה הינה: האם כל אחד מנתח באופן שווה את המידע? קושי זה הוא מהותי משום שהרציונליות ואופן הניתוח שונים מאדם לאדם. לא כולם יודעים לנתח את המידע. אולם אף אם נסכים לכך, עדיין ישנם קשיים בלתי פתורים. בשוק השליטה, שהוא השוק בו מתרכזות רכישות החברה, ישנו אופי מיוחד למידע. סבורני, ש"האדם הסביר" שונה בשוק השליטה. הוא שונה בניתוח המידע. חלק מרכזי בהשתלטות הוא בניסיון להשתלט על מידע וקבלת אינפורמציה עיסקית על החברה. חשיבות נכבדה תופסת בו ההנהלה שבידה מאגר אינפורמציה רב ערך; היא שולטת בו ומכאן שאף אם מידע יגיע ספק אם יהיה "רלוונטי" ואף אם יהיה "רלוונטי" ספק אם לכולם הכלים "לקרוא" אותו.²⁷

קושי נוסף הוא בצורך בגישה נזיקית מתאימה. ההתייחסות הנזיקית תביא אותנו לבחינת "מי אשם"? מי יכול היה לשפר מצבו בצורה הטובה ביותר? במקרים שבהם ה-B.J.R. ידרש כהגנה על מדיניות מנהלים בנוגע לרכישה, נדרשים השופטים לבדוק מי יכול היה למנוע את "הנזק" טוב יותר?

יש חשיבות רבה לעובדה שנכנסם של בעלי המניות הוא "ניתן להעברה" באופן תדיר יותר מאשר קבוצות אחרות כמו עובדים או חובות לספקים. בתי-המשפט בתחילה לא בדקו זאת, וכשכבר הוכנסו הקבוצות האחרות למעגל הבדיקה לא היתה התייחסות מספקת לצד שיכול הכי הרבה אם ניקח לו את "הנכס שלו". התייחסות כלכלית הוגנת צריכה לקחת בחשבון גם את הנזק לגופים אחרים. התייחסות בלבדית לבעלי המניות היא עיוות שכן רווחיהם נובעים לעתים מהעובדה שהגושים ישלמו על המינוף ברכישה הגבוהה והעובדים יצטרכו למצוא עבודה חדשה כדי להחזיר לרוכש את כספי הפרמיה.

(השופט) והן מהאספקט הנבחן (המנהל). כיצד נמדוד יעילות זו, באיזה היקף והאם המדד הזה מדויק.

נראה לי שהתאוריה לפיה רכישה נעוצה בכישלון תפקודם של המנהלים, אינה תורמת נורמטיבית, באשר התאוריה הכלכלית הזו בודקת בדיוק: אם היתה רכישה, סימן שהמנהלים לא פעלו טוב, ולא משרתת את האינטרס הציבורי שבבחינת מנהלים והחלטותיהם בטרם הרכישה (ex ante). אינני סבור שמשאבים כלכליים, הן אנושי ואספקטים חברתיים צריכים להיחלק לטימיון ולחיות כלי ניסיון כאמצעי לבדיקה אם החלטות המנהל היו נכונות אם לאו. למנהלים ברוב החברות יש מידע פרטי לגבי חכנון עתידי של החברה. טענה זו מועלית כרציונל להתנגדותם וזאת מכיוון שההנהלה מאמינה שלחברה יש ערך לא מנוצל. לכן אולי אפשר לטעון שמחירי השוק לא יכולים לכלול ערך של אינפורמציה שלא מצויה בשוק. הצעות מחירים מעל למחיר השוק של המניה יכולות להיות מתחת להערכת המנהלים בהקשר לערכה, לכן יקשה על השוק או על השופט הניזון מהשוק להעריך באופן מדויק את הצעת הרכישה. אפשר לטעון שהמחירים בשוק הינם תוצר של הערכה לא דווקא כלכלית. יש המסבירים זאת בפסיכולוגיה חברתית ואופנות שונות, ראה:

R.J. Shiller "Fashions, Fads, and Bubbles in Financial Markets", in *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover* (Coffee, Lowenstein & Rose-Ackerman eds. 1988) 56.

הגישה הכלכלית מבוססת על תיאור מדויק לכאורה של יחסים בין אנשים. היא בנויה על עקרונות קבועים של התנהגות אנושית המובנית על כלים כלכליים. אם נסכים שכך אכן בנויה החברה הרי שבהחלט נוכל להגיע לתוצאות ברורות. השאלה הינה האם המסד עליו בנויה הגישה הוא מדויק.

בניסיון להכליל את האדם, ישנה התעלמות ממגוון המניעים האנושיים שיכולים להכלל. הגישה הכלכלית מתקשה להתייחס לאלמנטים אישיים נוגדים ולא מצרפיים. חופש, שהקפיטליזם מתהדר בו, הוא מושג ערכי ולא כלכלי ולכן הנחת היסוד של השיטה הינה פוליטית ולא כלכלית²⁸. האדם נדרש לוותר על מעט חופש כדי להשליט סדר. נדרשת מוסכמה חברתית כדי ליצור ריבונות; זכויות וחובות²⁹.

העיקרון מושתת על הסברה שהאדם חושב במונחים אנוכיים. ההנחה הינה שהאדם יגיב ככל אדם "סביר" אחר לתופעות מסביבו אך יתכן והוא יחליט לפעול אחרת. התאוריה הכלכלית יוצאת מהנחה שכולם שווים, ולכן מנתחים את המידע באופן שווה. היא מכלילה אנשים בנורמה ממוצעת של סבירות, כאשר יתרונו של האדם שלעיתים הוא פועל בתודעה עצמית שונה מהממוצע. מכאן שאולי יש להתמקד באינדיוידואל באספקטים אישיים פוליטיים ולא דווקא סטטיסטיים.

המודל של ניתוח כלכלי של המשפט אינו רלוונטי במצבי כישלון שוק. התאוריה כאן הינה כאמור, שניהול בלתי יעיל מתבטא במחיר מניה נמוך. רוכשים המסוגלים להשיא רווחים, יהיו מוכנים לרכוש את מניות השליטה בחברה במחיר גבוה יותר ממחיר הבורסה ובניהולם היעיל יעלה מחיר המניות בבורסה. באופן כזה מבטיח שוק השליטה, ניהול יעיל של חברות. תאוריה זו מניחה את האפשרות לרכוש שליטה בחברה בניגוד

28 פרופ' Wolfe מסביר:

"...to the degree that capitalism encouraged pure selfishness, it ran the risk of destroying... moral potential. The new economic order being created during the late eighteenth and early nineteenth centuries strengthened individual freedom, but it also made obvious the degree to which people in civil society are interdependent... *Freedom was social not a natural, phenomenon, something that existed only through, the recognition, rather than the denial, of obligation to others.* (שלי) (הרגשה שלי)

A. Wolfe *Whose Keeper? Social Science And Moral Obligation* (1989) 15–16.

רבים מפנים כבסיס לגישה הכלכלית לספרו הנודע של Adam Smith:

A. Smith *An Inquiry Into the Nature And Causes of The Wealth of Nations* (1976).

A. Smith; בעת העלמם מהעובדה שכתב ספר פילוסופי על המוסר ועל ההיכטים החברתיים: *The Theory of Moral Sentiments* (6th ed. 1976).

סבורני ש"כשל שוק" והקביעה כי הוא שורר, הינו גם מונח ערכי. זאת מכיוון שההחלטה לגביו מבוססת על הכנסת מספר מצומצם של אלמנטים לבדיקה. הכללתם היא ערכית ולא כלכלית. אם קיים חוסר שיוויון, ההחלטה על גודלו ועל טיבו היא החלטה ערכית. לכן סבורני שההחלטה באשר להגדרה של מה שכולל הטווח המצרפי הינה גם החלטה ערכית ולא כלכלית, ולפיכך בית'המשפט ממילא בוחן ערכים חברתיים והוא ממילא משתמש בכלים פוליטיים לניסוח הגדרותיו. לכן ההגדרות הערכיות הן הנותנות תוכן לביטויים הכלכליים.

29 המושגים "אזרח"; "מדינה ריבונית"; "זכויות וחובות" הם מוסכמה חברתית שמנסחן במובן המודרני היה ז'אן-ז'ק רוסו. וראה ספרו: Rousseau *Du Contrat Social ou Principes Du Droit Politique* (1762).

לרצונם של המנהלים. פרופ' יורן טוען שהנחה זו אינה מתקיימת לגבי חלק מרכזי מהחברות הגדולות הנסחרות בבורסה, זאת משום שבידי בעלי מניות יש מניות שאינן רשומות למסחר בבורסה הישראלית, המאפשרות להם את רוב כוח ההצבעה כך שלא ניתן לרכוש שליטה בניגוד לרצונם ולכן ממילא אין שוק השליטה יכול לתפקד וניתן לרכוש שליטה רק בעסקה בין בעלי מניות השליטה לבין הרוכשים³⁰. דוגמא נוספת שמביא פרופ' יורן הינה הפער הקיים בין ערך פנימי של מניה לבין מחיר השוק שלה. פער כזה, לטובת המחיר בבורסה, היה קיים בצורה חריפה בתקופת ויסות המניות הבנקאיות. אפשר למצוא, לעומת זאת, בתקופות שונות בבורסה, רמת מחירים של מניות מסוימות הנמוכה משמעותית מערך הפנימי. לפיכך מביע המלומד תמיחה לגבי יעילות מנגנון השוק לקביעת שווי מניות³¹.

הניתוח הכלכלי מעמיד לרשות המשפטן שפה בין תחומית הישימה בכל תחום בו קיימים יחסים חברתיים, ובכך חשיבותה והישגה המרשים שכן הוא מאפשר דיון בכמה תחומים משפטיים באופן מאוחד. מאידך יש לזכור ששימוש בשפה הכלכלית אינו מחייב אימוץ של הערך הנורמטיבי הכלכלי.

קשיים מספר, כך נדמה, אפשר למצוא בבסיס הנורמטיבי של גישת הניתוח הכלכלי של המשפטן. מבין הביקורות שהועלו, ניתן למשל לטעון לבעיית מדידות התועלת³². אין הצעת תשלום לרכישת מניות בשווי אלף ש"ח, המוצעת לבעל מניה אמיד, שקולה לקיצוץ במשכורת של עובד עני בחברה באותו סכום.

ביקורת חריפה, המשליכה ישירות על אופי בחינת שיקול-דעתו של הדירקטור היא שעיקרון מיקסום העושר (שלא כמו עיקרון מיקסום האושר) אינו מאפשר במצבים מסוימים שיפוט, האם השינוי המוצע הוא בבחינת שיפור או הרעה. אפשר למשל, בהתייחס לנושא דיונו, לתאר דוגמא של הצעה של חברה רוכשת להנהלה של חברת מטרה לאשר מיזוג תמורת פיתוי. בעבור הסכמתם המרומזת לא לחסום את הרכישה או לייקרה, יקבלו מנהלי המטרה "שוחד" באפשרות להמשיך בעבודה בחברה השורדת. אלא ש"הפיצוי" (התשלום הצדדי) אינו בכסף ותפקידם ישתנה, כך שיהיה קשה לקבוע את ערכו. כך בהעדר מערכת מחירים ברורה, אין אפשרות לדעת כיצד עסקת החליפין (ללא שימוש בכסף) משפיעה על העושר המצרפי. ביקורת זו, "בהלבישנו" אותה לבוש תאגידי, לצורך דיונו, ממחישה את הקושי שבהחלת תוכן נורמטיבי כלכלי ל"שיקול הדעת העסקי".

בעיה קשה נוספת היא מזווית פסיכולוגית יותר. בעית כפילות הערך³³. אנשים נוטים להעריך במונחים כספיים דברים שברשותם באופן שונה מהערכת ערכם הכספי של אותם דברים כאשר אלו לא מצויים ברשותם (בדומה לאפקט "הדשא של השכן ירוק

30 א' יורן "ארבעים שנה לדיני החברות (תגובה להוצאתו של פרופסור פרוקצ'ה)" משפטים יט (תש"ץ) 729, 747, 749.

31 שם.

32 ע' זלצברגר "על הפן הנורמטיבי של הגישה הכלכלית למשפט" משפטים כב (תשנ"ג) 261.

33 שם.

יותר"). יש אפשרות לטעון שמחירה של מניה כמו מחירה של השתלטות מונע ממניעים פסיכולוגיים-סובייקטיביים. כיצד נקבע אם המיזוג חיובי מצרפית או לא. כך גם שיקול-הדעת העיסקי של המנהל מונע מערכים סובייקטיביים; ייתכן ואינו מעריך נכון תועלת מצרפית, כאשר הוא מתעקש שניהולו כדאי ושהמניות הנסחרות, עלותן גבוהה מהערך שמוצע עליהן. כיצד נבחין בטפל ובעיקר של טיעונו.

ביקורת אפשרית נוספת היא למשל, שהטיעון שהחתירה למיקסום העושר מיטיבה גם עם אחרים, מעודד ומקדם את אלה שכבר התעשרו על חשבון אלה שהם כבר עניים³⁴. ככל שהפרט עשיר יותר, כך טוענת הגישה, הוא תורם יותר עושר לחברה על-ידי עיסקאות בשוק בהן הוא מעורב.

מכאן לא קשה לנחש את המקור לקידומם של בעלי המניות על העובדים, היצרנים על פני הצרכנים וכך מונח הבסיס לעידוד חוסר השוויון. כאשר נוצר אי השוויון השרירותי, על רקע שתיקתו של עקרון מיקסום העושר בשלב הקצאת המקורות, הוא אף מטופח באמצעות זאת.

האם נאפשר לפיכך, עדיפות לבעלי המניות (העשירים בדרך כלל) כמוסיפים יותר תוספת לעושר על פני העובדים? האם אפשר בכלל, בתנאי הכלכלה והחופש המודרניים לשמר מעמדות חברתיים?

בשלב זה של הדיון נמצאנו למדים על דוגמאות מספר לקשיי יישומה של הגישה הכלכלית למשפט כמדד מתאים לפיו יבחן שיקול-הדעת העסקי במצבי רכישת חברות. הבה ננסה לבחון עיקרון נורמטיבי שונה להנחיית המערכת המשפטית.

2. פיתרון אפשרי = גישת התאוריית הפוליטית

א. כללי

ההתעניינות הציבורית והאקדמית באשר לערכים העיסקיים והאתיים נובעת מגורמים שונים. בין המניעים העיקריים לכך אפשר לציין את קשיי מכניזם השוק לשלוט על החלטות עיסקיות ופעולות מרובות כל כך הנובעות מהרחבת גודלן הכלכלי והחברתי של חברות.

נראה כי אנשים החלו להבהל מהגולם הבירוקרטי הענק המגמד את אישיותו ואנושיותו של האדם. יתכן והניסיון "לתרבות" את החברה ו"לחנכה" לשמירה על איכות הסביבה וערכים סוציאליים הינה תגובה לתאוריות כלכליות המוסכמות באופן כללי, אשר ביישומן בגוף עצמאי כמו חברה ולאור חוסר התייחסות מערכת השוק, מהוות איום על נורמות התנהגות חברתית בסיסית. לכן אולי ההתרכזות בחברה והרצון להכפיפה לכללי אחריות חברתית. אך זו היא התרשמות כללית בלבד.

מתוך מודעות גוברת להשפעתם הפוליטית של מחשבות ומוסדות משפטיים על מבנים חברתיים קמו גישות שונות להסבר המשמעויות הפוליטיות הנובעות מכך, תוך העדפת המטרות החברתיות "הנכונות", אותן השיטה הפוליטית אמורה לשרת. הגישה הסובייקטיבית, מתייחסת לכל אובייקט ובודקת מה הדחפים הפוליטיים

שפועלים עליו, מתוך רצון להבין את טבע ערכי האדם. יש דגש על ההבנה החברתית, במיוחד במצבים בהם עומד ערך חברתי מול גוף בירוקרטי, שהוא תוצר חברתי למעשה. יש חשיבות לבחינת גישה זו בהקשר זה, מכיוון שהחלטות עיסקיות כוללות הערכות של התנהגויות ומאפיינים. פעילות עיסקית מעצם מהותה מעלה סוגיות בנוגע לנושאים חברתיים ואתיים כמו כל פעילות אנושית. היא כוללת זכויות וחובות של עובד ומעביד, אתיקת השוק, אחריות סוציאלית ותפקידיה של החברה.

בבחינת המודל הראוי להתנהגותו של מנהל, עלינו לשאול את עצמנו, האם המנהל פועל לפי תיגמולים חברתיים? האם בעלי המניות מתייחסים לאינטרסים לאו דווקא כלכליים? האם הקבוצות המרכיבות את החברה (ובכללם המנהלים) מזדהים עם מטרות, עם אנשים ואינטרסים לאו דווקא כלכליים, ופעולתם מורכבת מדחפים חברתיים, פסיכולוגיים ופוליטיים? גישה הניתוח הפוליטי של המשפט, מנסה לזהות את האינטרסים העומדים מאחורי כללים שונים. חשיבה במונחי הגישה הביקורתית למשפט (Critical Legal Studies — CLS) כמודל אוטונומי מנקודת מוצא של תורת המדינה, היא חשיבה ניאוראליסטית. זרם פילוסופי זה גורס כי הטקסט הפוזיטיבי וכללי הפרשנות השונים אינם מכוונים לפיתרון חוקי אחד אלא בית-המשפט, על-פי שיקול-דעתו, המכוון לפי השקפת עולם פוליטית, נותן משמעות לנומרה המשפטית.

מצדדי תנועה זו מסתייגים משימוש במונחים אובייקטיביים ופורמליסטיים. פורמליזם הוא מחויבות משפטית לרבר מה וככזה הוא שיטה של הצדקה משפטית אשר עומדת בניגוד לערכים חברתיים בסיסיים כמו אידיאולוגיה, פילוסופיה או חזון. מכאן שחיפוש אחר כללים של הקשה מן הכלל אל הפרט על-ידי שיטה פורמליסטית כזאת אמורה להיות מקרה חריג ולא סדיר של תורת המשפט. אובייקטיביות היא האמונה שכלל אוטוריטטיבי, מערכת החוקים, תקדימים וכללים משפטיים, מכילים בתוכם את מכלול ההבנה האנושית ולא כך היא.³⁵

נראה שנקודת המוצא היא אולי האדם כמושא לשינוי החברתי ולא החברה ככלל. ולכן, מכיוון שהשקפת העולם המכוונת כל אדם היא פוליטית, הרי שאולי אפשר לומר שאנשים שונים, נוהגים בצורה שונה, מתוך מניעים שונים.

המסקנה הזו מתחזקת אם מושווה המיבנה המשפטי לרעיון של "סימפטיה" כהסבר לקבלת החלטות שיפוטיות.³⁶

ההתבססות של הסימפטיה על התבוננות ואנלוגיה, מדגישה את האינדיבידואליזם אשר בקהילה. שכן הסימפטיה דורשת שהאינדיבידואל יהיה "מתבונן" על ניסיונו ופעולתו של אחר. התפקיד של צופה הופך מהר מאד להיות תפקיד של "שופט" ולכן סימפטיה מאפשרת ניתוח שונה של מבנה המערכת המשפטית. הבנת הסימפטיה היא יעילה באשר היא מתארת תגובתו של אינדיבידואל לאינדיבידואל אחר.

סימפטיה היא ניסיון לחדור לניסיונו ורגשותיו של אחר, להכנס לנעליו. כך אפשר

35 R.M. Unger *The Critical Legal Studies Movement* (1983). אפשר אולי להסיק מכך את הצורך להתייחס לכל אובייקט ולבדוק מה הדחפים הפועלים עליו. זאת במקום להתייחס לממוצע או באופן אובייקטיבי (האדם הסביר).

36 Note "Sympathy As A Legal Structure" 105 *Harv.L.Rev.* (1992) 1961.

להבינו. בגלל שהרעיון של סימפטיה כולל בתוכו יחס אינדיווידואלי, ההיקש הופך להיות כלי שבאמצעותו הוא מקשר בין שני אינדיווידואלים³⁷. רעיון הבחינה האישית של ניסיונו של אחר מתייחס להיבט האיש³⁸.

בית-המשפט הינו במה לסימפטיה שבאמצעותה שופטים מנסים להבין את הצדדים. השופט מתבסס על היקש כמשתתף בפעולה הדדית סימפטית, שממנה נובע הצורך להתייחס לניסיונו ורגשותיו וכן להיותו של השופט שחקן מוסרי שאמור להשתמש בסטנדרט של "האדם הסביר"³⁹.

חקירות פרוצדורליות מאפשרות לשופט להרכיב סיפור שבו הוא יכול למקם את עצמו או את "האדם הסביר" ולשאול את עצמו מה היה מרגיש במצבו או מה "האדם הסביר" היה מרגיש וכך אופיו של השופט כאלטרואיסט או פורמליסט למשל, יתחיבו את התייחסותו.

הגישה הביקורתית בוחנת גם את התייחסותו של השופט כלפי תקדימים. השופט מפרש את החלטות עמיתיו ורק אחר כך מתייחס למקרה שלפניו לאור פירושו זה. אם השופט סבור שהדוקטרינה המשפטית לא מתאימה למקרה שלפניו, למרות שהתקדימים בפירוש הציעו התייחסות רחבה, השופט חייב לפרש את התקדים שלפניו כדי לאפשר חריג ביחס למקרה הנוכחי. אפשרות היישום של כלי אנליטי זה בקבוצות החברתיות השונות הוא רב משמעות. מכאן שקבוצת אנשים שהם בעלי דבר במשותף, למשל מסורת תרבותית או משלח יד משותף ומעוניינים לקדם אינטרס משותף, נדרשים לתרגם את מאבקם, לא להרצאה כללית, אלא לנימוקים ספציפיים לנבחרי הציבור והמחוקקים. לוביסטים ואנשי יחסי ציבור כעורכי-דין עוזרים לקבוצות אינטרסנטיות כאלה לתפוס את הסימפטיה של המחוקקים או הבוחרים וכך להשפיע על שינוי סוציאלי.

תאוריות אלה, שרשימה זו מנסה לתאר את תמציתן, נדרשות להתמודד עם בעיה מרכזית אצלן והיא אולי הבעיה של הקושי באיפיון ובהגדרתן⁴⁰ אולי זאת הסיבה

37 גראה שהמאמר לעיל, מוסיף מגישתו של המלומד Unger, באשר הסימפטיה מבוססת בעיקרה על התאמה ומכאן שקשה לסווגה ככוח סוציאלי קיצוני.

38 Sympathy invites one to imagine another's pain by remembering one's own moments of pain, to evaluate another's moral choice by recalling one's own difficult situation" לעיל הערה 36, בע' 1964. מעניין לציין שדווקא המלומד אדם סמית כתב על היבטים חברתיים אלה.

"As they are constantly considering what they themselves would feel, if they actually were the sufferers, so he is constantly led to imagine in what manner he would be affected if he was only one of the spectators to his own situation".

Adam Smith *The Theory of Moral Sentiments* (1853) at 24.

39 "The reasonable person is, in fact, the ideal participant in a sympathetic interaction, and the use of the reasonable person standard signals the working of sympathy's modifying effect".

לעיל, הערה 36, בע' 1970.

40 הצלחתן תהיה תלויה בחלקה באופן שבו יצליחו להחיל את התיאוריות השונות שאותן הן מנסות לנסח; ראה: *Oxford J.L.Stud.* 6 Hurt "The Theory of Critical Legal Studies" (1986) 1,3.

שבמספר מאמרים נעשים נסיונות להסביר את השיטה תוך השוואה להתפתחויות מדעיות⁴¹.

בניסיון מעניין לחשוף את השימוש בקונספציות פרוידניות ב־CLS, מועלה הרעיון של אינטרפטציה אישית של כל אדם ביחסו לסביבה. מתוארת ההשוואה בין המחקר הפסיכולוגי שפותח על-ידי שיטותיו של המדען פרויד והפסיכואנליזה שלו, בהקשר לחלומות ומוטיבים תת-הכרתיים המנתחים את התנהגות האדם, לבין הניתוח והפירוש של התנהגות לא מודעת אחרת, למשל היבטים משפטיים, כתוצר של התנהגות אנושית אינדיבידואלית. החברה מפורשת אחרת לפי מכלול המושגים של כל אינדיבידואל. מכאן שתפקיד הגישה המוצעת הוא להביא "להכרה" את המניעים הפוליטיים מאחורי הזהות האישית.

השוואה נוספת היא בין הגילויים האחרונים בשטח הפיזיקה לבין ההתפתחות בענף המשפט. ניתוח החוק באנלוגיה לפיזיקה בנושאים כמו מבנה אטום, תורת היחסות, המכניזם של הקוונטים, מאפשרים להסביר אספקטים של החוק. הניסיון הינו להשוות ולומר שאם הטענה היא שחוקי המדע אינם אבסולוטיים, הרי בוודאי שחוקי המשפט אינם אבסולוטיים.

המדען מבין שהמציאות בה הוא עובד מסוננת דרך המוח האנושי. באופן דומה, השופט מסנן את החוק דרך מוחו האנושי. המושגים המשפטיים הינם ניסיון של המשפטנים לסווג דברים, "שהרי הסיווג אינו אלא הדבקת תוויות מזהות על תופעות (ועל-כן גם תחילתה של כל תיאוריה)", כפי שמסביר זאת פרופ' פרוקצ'יה⁴², בניסיונו לעיין מחדש ב"אמיתות" ובסיווגים המשפטיים המקובלים, בין השאר לאלה המתייחסים ל"חוק", "חווה", "חפץ". במדע, באופן דומה, מנסים לתאר תופעות ולסווגם לצורך הבנתם.

הטיעון של הגישה הפוליטית הינו שיתכן והחברה נדרשת לבדיקה מחדש של מה שהיא רואה כמושגים משפטיים אבסולוטיים, אך זאת מנקודת המוצא שישנם ערכים בסיסיים בשיטה.

ב. התייחסות לנושא

השילוב, מצד אחד של אמירות רטוריות מאת בית-המשפט בזכות השוק והאינטרסים של בעלי המניות ומצד שני בפועל העדפה של טובת המנהלים מזמינה הסבר במונחים פוליטיים⁴³.

41 E. Porter "The Player and the Dice: Physics and Critical Legal Theory" 52 *Ohio State L.J.* (1991) 1571

D.S. Caudill "Freud and Critical Legal Studies: Contours of a Radical Socio-Legal Psychoanalysis" 66 *Indiana L.J.* (1991) 651.

42 א' פרוקצ'יה "זה חווה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושג-היסוד במשפט" משפטים יח (תשמ"ט) 395, 396.

43 ראה — 1931 91 *Colum.L.Rev.* (1991) Gordon "Corporations, Markets, and Courts" וכן — V. Brudney and W.W. Bratton *Brudney And Chirelstein's Cases And Materials on Corporate Finance* (N.Y., 4th Ed. 1993) 1130–1131.

תופעה ההולכת וצוברת תאוצה בעולם הרחב, היא המודעות הגוברת למשמעות הפוליטית של הדין הפוזיטיבי בכלל ושל דיני התאגידים בפרט⁴⁴. פרופ' פרוקצ'יה בהציגו את הגישה הזו מסביר שמצדדיה סבורים ש"אין בנמצא אמת-מידה משפטית 'אובייקטיבית' והטיעון כאילו ניתן להגיע לפתרונות משפטיים 'נכונים' באמצעות דדוקציה של עקרונות ראשוניים (first principles) אינו אלא כסות לעמדה הפוליטית שדדוקציה נתונה עשויה לשרת. תפקידו של המשפטן הוא על-כן — ובהכרח — לבחון את העקרונות הראשוניים באספקלריה פוליטית, ולהעדיף את אלה שנראים לו יפים יותר לתיקונו של עולם"⁴⁵.

במישור התאגידי הגישה הפוליטית מעלה שאלות יסוד נכבדות; מה מטרתה של החברה? כזכור הגישה המקורית טוענת שהשאת הרווחים לבעלי המניות היא המטרה הלגיטימית היחידה בחברה. האם עליה להשיא רווחים או שעליה להתייחס גם לאפשרויות נוספות? האם במסגרת השאת הרווחים יש להתייחס גם לקבוצות אחרות כגון עובדים, נושים ואולי אף לציבור ככלל? וכן עוד שאלות חשובות רבות וביניהן, אחריותם הפוליטית של נושאי המשרה כלפי קבוצות שונות.

הגישה הפוליטית מתפתחת בכיוון התחשבות בטובתם של קבוצות שונות, מעבר לטובת בעלי המניות, בהיבט זה נכחנים הגורמים הפועלים המרכיבים את המבנה המורכב שנקרא "חברה". זו היא המחשה של חשיבה במושגים פוליטיים על-ידי זיהוי האינטרסים העומדים מאחורי קביעת כללים שונים. פרופ' יורן רואה בהתפתחות זו חשיבות רבה לגבי משמעותן של חובות האמון ולמעשה שינוי אופיין והפיכתן לחובות זהירות. "כאשר מותר למנהל או לדיירקטור לקחת בחשבון לא רק את טובת בעלי-המניות, אלא גם את טובת העובדים, הרי למעשה הוא מוגן על-ידי מטריית 'שיקול-הדעת העיסקי' בבחירה שעשה בין 'הטובות' השונות ובמינון שנתן לכל 'טובה', כל עוד פעל בסבירות"⁴⁶.

מעבר לכוחות הכלכליים הפועלים על חברה, מצויים גם כוחות פוליטיים. השפעות אלה על החברה והתנהגותה, לא באים לידי ביטוי ישיר באמצעות מכניזם השוק⁴⁷. כאשר אנו בוחנים בהסתכלות נורמטיבית, כיצד על החברה לפעול, עלינו להתייחס במדויק גם לכוחות הפועלים עליה בשטחי פעילותה השונים. השפעות כמו, תדמית ציבורית, משמעת מוסרית של עובדיה, נאמנותם, השתייכותם, זהותם העצמית כשייכים לאירגון, מהלכים עקב חשש מפעולה ממשלתית (לא שוקית), חשש לאיבוד מקור פרנסה, גאווה, לחץ פסיכולוגי, מוניטין, קידום, המשכיות ועוד גורמים רבים אחרים

44 ראה א' פרוקצ'יה "ארבעים שנה לדיני החברות" משפטים יט (תש"ן) 729, 744–745.

45 שם, בע' 745.

46 ראה א' יורן "ארבעים שנה לדיני החברות (תגובה להרצאתו של פרופ' פרוקצ'יה)" משפטים יט (תש"ן) 747, 752. התייחסות לטובת הגורמים השונים הפועלים בחברה זכתה למספר אמירות אגב בפס"ד בארץ ראה ד"נ 7/81 פגידר חברה להשקעות פיתוח ובניין בע"מ ג' קסטרו, פ"ד לו (4) 673, 695. ע"א 817/79 קוסי ג' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח (3) 253, 279. ראה א' יורן, שם.

47 ראה R.B. Stevenson "The Corporation As A Political Institutions" 8 *Hofs. L. Rev.* — 47 (1979) 39, 40.

שאינם קשורים לחוקי הביקוש וההיצע במשמעותם הרגילה ושעלינו להתייחס אליהם, שכן גם הם מעצבים את קבלת ההחלטות בחברה. לכוחות אלה יש לעתים אספקטים כלכליים. חלקם ניתנים למדידה ומהווים גורם חשוב בפעילות רכישת החברות. גורמים שכאלה משפיעים גם על מעמדה החיצוני של החברה ושל המנהל הפועל בה. יש הרואים בחברה סוג של מדינה שחבריה מורכבים מקבוצות שונות של משתתפים. בין השאר קריאתם היא ל"זכות ביטוי" בקבלת ההחלטות בחברה⁴⁸. יש המתמקדים דווקא במנהלים, כדוגמא לאיפיון פוליטי של החברה⁴⁹. התרכזותם היא יותר פנימית, תפקודו של המנהל נבחן לפי מנהיגותו ואיזון האינטרסים שלו. בין אם מבנה הניתוח הינו כזה או אחר, השאלה המעסיקה את המלומדים בגישות השונות הינה, כיצד ניתן להבטיח שאותם אלה שמחזיקים בתפקידי כוח ושלטיה יפעילו את שיקול-דעתם באופן אחראי ויעיל?

ג. הקשיים

היתרון שבמיקוד תפקיד החברה רק להשגת מיקסום רווחי בעלי המניות, הוא בוודאיות שנוצרת בתפקידו של המנהל (ולו באופן תאורטי). יש לנו גם אפשרות (עקרונית) לבחון זאת. היעילות הכלכלית על מגרעותיה הינה שיטה ברורה, נגישה ומסודרת. השאלה הינה אם נדרשים אנו לבחינת אפשרות נוספת מדויקת אולי יותר אך עדיין לא מגובשת. נראה שהשאלה הנורמטיבית שצריכה להשאל היא האם, מבחינת המערכת המשפטית, התוצאות הינן רצויות. האם החלטותיו של השופט משביעות רצון או שמא עלינו לחפש גישות ביתר דייקנות לביסוסה של תאוריה ישימה וקהרגנטית. בניסיון להשליט כללי סדר ולפתור סכסוכים, המשפט משרת את החברה האנושית ולפיכך נדמה שיעילותו כשיטה תבחן לפי תגובת המסגרת בה הוא פועל.

הרחבת שיקול-דעתם של המנהלים לבחון אינטרסים שאינם של בעלי המניות, יכולה לגרום לחוסר יעילות⁵⁰. נושא הפרדת הבעלות מהשלטיה, כפי שהודגם על-ידי המלומדים Berle ו-Means, מאפשר התמחות והתמקצעות אך גם מאפשר למנהלים הזדמנות לקדם עצמם על חשבון בעלי המניות ("agency costs"). באפשרות של התחשבות

48 R. Dahl *After The Revolution?* (1970) 115-40.

לגישה פטרנליסטית יותר ראה J. Galbraith *The New Industrial State* (3 ed. 1978) — 308-28.

49 לגישת ה-Managerialism ראה — Mason "The Apologetics of 'Managerialism'" 31 *J. Bus. L.* (1958) 1.

50 החשש שבמקום כלל ברור של "טובת בעלי המניות" תיווצר חוסר וודאות. בגישה זו לכאורה קיים קושי לקבוע "נוסחה" לבדיקת חובות מנהלים. אחת הדוגמאות להתפתחות מעניינת של ה-B.J.R. הינה ראייתו ככלי המתמקד דווקא ברפורמה סוציאלית. ראה:

R.N. Leavell "Corporate Social-Reform, The Business Judgment Rule And Other Considerations" *Geo. L.Rev.* (1986) 565.

הבעיה הינה במציאת הסטנדרטים שבית-המשפט יוכל להשתמש בהם להחליט מתי היתה סטייה מגורמת ניהול מקובלת באיזון כנגד ערכים סוציאליים.

באינטרסים אחרים, אין הם חייבים להצדיק את התנהגותם על בסיס ערכים של בעלי המניות וכך גדל הקושי לגלות התנהגות אנוכית של ההנהלה. כתוצאה מכך, "הוצאות השליחות" גדלות.

קושי נוסף הוא בשאלה מה הסכום או עד כמה יש להוציא מעבר להשקעות ריווחיות כדי לשרת אידיאלים אלטרואיסטים. מכיוון שקשה לקשר נזקים עקיפים של אוכלוסייה בהקשר של רכישת חברות נראה כי הוצאות המניעה הללו הן מעבר לסבירות ולכן קשה לראות במנהל רשלן בשל כך.

ביקורת הנשמעת תדיר על גישת ה-C.L.S. היא שזו אינה מציעה אלטרנטיבה ברורה. לאחר שחשפה את פגמיה העקרוניים של הגישה האובייקטיבית למשפט, היא מתקשה בניסוח פיתרון כולל.

אין דיננו זה מתיימר לסכם את הגישות הנורמטיביות למשפט, הניסיון הוא להציג ולשקף ולו במעט את הרעיונות המרכזיים מתוך כוונה לצייד את הכלי הנורמטיבי בראייה הדרושה לו לניתוח משפטי נכון.

מהסקירה לעיל ניתן להבחין בקשיים הנורמטיביים המתעוררים לאור המטרות והשאלות של מדיניות משפטית שהצבנו לעצמנו. העיקרון הנורמטיבי שמהווה בסיס למאמר זה אינו חדש אלא מתמקד בזווית ראייה שונה. הניסיון שאנסה להסבירו הוא לבנות מירקם נורמטיבי משלים כחלק מהגישה הכלכלית של המשפט.

3. ניסיון לפיתרון = הצעה למיקוד ההיבט הפוליטי

בראשית שנות השלושים של המאה, שניים מבכירי המלומדים באמריקה A. Berle ו-E.M. Dodd דנו בתפקיד הנהלת החברה והחברה עצמה. המלומד Berle טען שכוחות החברה מוחזקים כנאמנות לבעלי המניות⁵¹. הגישה של Dodd היתה שהתאגיד העיסקי הינו מוסד כלכלי שיש לו יעוד סוציאלי בנוסף לפונקציית עשיית הרווחים⁵². הוויכוח על מקומו של התאגיד בחברה מעלה שאלות מרכזיות באשר למקומו של המנהל במכלול המורכב של האינטרסים השונים. לפי איזה סטנדרט המנהל נמצא אחראי כשהוא חורג ממסגרתו? איך הוא נאכף ומה היא בעצם המסגרת בה הוא פועל? ההשקפה, שהסתמכה על גישת פרופ' Dodd, הציגה את המנהלים העיסקיים כמקצוענים והביאה לידי הכרה שתפקידיהם מחייבים אחריות כשל מדינאים.

גישת Berle נהיתה יותר מיוחסת להשקפה של התאגיד כדמוקרטיה. יש שראו בכך עידוד ליתר השתתפות מצד בעלי המניות. פיתוח נוסף היה של פרופ' Dahl מומחה למדעי המדינה שתיאר את החברה כיישות פוליטית המשליטה את רצונה על אזרחים שאין להם זכות ביטוי במדיניותה אלא אם הם מושקעים בה⁵³. שיטתו היא אם כן לאפשר ייצוג לגופים המושפעים בתאגיד, אולי על-ידי אפשרות הצבעה או על-ידי נציג במועצת המנהלים.

51 Berle "Corporate Powers as Powers in Trust" 44 *Harv. L.Rev.* (1931) 1049.

52 Dodd "For Whom are Corporate Managers Trustees?" 45 *Harv. L. Rev.* (1932) 1145

53 R. Dahl *After the Revolution?* (1970)

ההנחה המיקדמית שלי הינה ששוק השליטה שונה משוק המניות בכך שהוא מונע מדחפים פוליטיים⁵⁴.

מתוקף כך יש לבחון אותו אף ברציונלות אלו. מעבר להנחות הכלכליות הנכונות, הרי שלא נדייק אם לא נתייחס לביטוי הפוליטי של התקפות, מאבקי השליטה והכוח, הקינאה, חזיון השליטה והשליטון, מוניטין וכו'. אלה אינם ניתנים לבחינה כלכלית אך מהווים גורם חשוב ברכישת חברות.

בחינה פוליטית מהווה גם בסיס להנחייה פוליטית, כל זאת מנקודת מוצא כלכלית ובמצבים בהם הגישה הכלכלית מוגבלת. זה הקשר שניתן לקשור בין המחשבה המדינית לרבריה השונים לבין הניתוח הכלכלי של המשפט⁵⁵. הכלים, אותם כלים; השחקנים,

54 המושגים של מאבקי שליטה וטקטיקות הגנה הם מושגים הלקוחים מדיסיפלינות של מאבקי כוח והישרדות. דבר זה מרמז יותר מכל, על אופיו של הנושא. מעט מן היחס האופף שטח זה על-ידי חברות ניתן ללמוד מתיאורו של ד"ר שטרן במאמרו, "רכישת חברות – המניעים והערכות" מחקרי משפט ח (תש"ן) 255, 295. "רכישת חברות מצטיירת בדמיונם של חברות כפעילות תוקפנית שבה נוקטים בוזזים אגרסיביים המעוניינים להשתלט על רכושם של המשקיעים בחברה, בעזרת הנהלתה המשמשת סוס טריאני (במזיג) או על-ידי ניצול בערותם של המשקיעים או עיוותים שונים בתהליך קבלת ההחלטות בחברה (בהצעת רכש). הכתרת הרכישה כ"השתלטות", כינוי המשא ומתן על תנאי הרכישה כ"מאבק שליטה", תיאור הרוכש כ"פרשט" (Corporate Raider) והתייחסות אל החברה המוכרת כאל "חברת מטרה", כמו גם שלל הביטויים שהשתרשו לתיאור צדדים שונים של התופעה דוגמת "Freezeout", טקטיקות הגנה, "Green Mail" או "אביר לבן", משקפים את תדמיתה האגרסיבית של פעילות זו. יש לזכור שאותם "חברות" עלולים להיות המנהלים עצמם ולפיכך יתכן שכן הם רואים את תפקידם ואם זו התייחסותם, אין ספק שהם לא פועלים רק לפי כללי הכלכלה הטהורה ושילובי אמוציות, הרבה כבוד ויוקרה מהווים תפקיד חשוב במאבקי שררה אלה.

55 אפשר לטעון באופן סביר שהצלחת מערכת השוק תלויה בפריחת ערכים חברתיים למשל כנאמנות והגינות. לא יתכן שוק (שהוא מוסד חברתי) ללא בניית ערך החופש וערכים חברתיים אחרים כתשתית לכך. במונחים כלכליים, אם החברה מתוארת ביחסים חזויים, הוצאות השליחות יהיו תמיד גבוהות. מאידך, עלות הוצאות אכיפת החובות של המנהלים כלפי בעלי המניות (או עובד לחברה) תלויות במכניזם פנימי של ערכים כמו נאמנות והגינות, שיכול להיות מבחן להתנהגות אינטרסנטית. במידה שהצעות ההשתלטות העוינות סוחפות ערכים אלה – לפי מדד הגישה המדינית לשוק הקפיטליסטי – זה מייקר את השיטה. הצעות רכש עוינות מטילות הוצאות חיצוניות שליליות על-ידי הפחתת נאמנותם של עובדים ומנהלים. ראה עמדת המלומד Gordon שהופך את ההנחה שהשתלטויות עוינות מאפשרות הרתעה כללית כנגד התרשלות ההנהלה. האם השתלטויות עוינות הן הפתרון להפקרות המנהלים או שמא הבעיה? לעיל הערה 43. מעבר לכך, שינויים כלכליים מהירים, משמעותם לחץ סוציאלי גובר על ערכים סולידריים. מכאן שמכניזם בוחן כנגד שינויים מהירים כאלה בשוק יוכל לשרת מטרת כלכלית גם כן.

הבחינה הפוליטית רגישה לעובדה שהשתלטויות יתכנו מגבלות יעילות. אפילו אם לבעלי המניות יטב כתוצאה מההשתלטויות, יתכן ולעובדים ולקבוצות אחרות יגרם נזק, למרות שאין להם תרופה משפטית.

"In other words, takeover may satisfy a Kaldor-Hicks efficiency criterion, but not Pareto efficiency, and shareholders seem unwilling to tax themselves to produce the Pareto result".

ראה גורדון, לעיל הערה 43 בע' 1988.

שאלה אחרת הינה, האם ניתן לשקול שיקולים אלה במסגרת "העוגה" המצרפית? והאם

אותם שחקנים; רק זווית הראייה השתנתה. כך אנו יכולים לבחון יותר את המשחק. האינטרס הפוליטי שמאחורי התמיכה הכללית במנהל הוא שבניהולו הוא מביא לרווחת עובדיו, נושים, צרכנים, וכמובן בעלי המניות (ואולי אחרים). הגישה היא מישקית⁵⁶. זה למעשה תוקף "החסינות" של שיקול-דעתו לפי כלל ה-B.J.R.⁵⁷ מכאן שפגיעה בבעל מניה, לא בהכרח צריכה להביא להורדת "החסינות". כמובן ש"חסינותו" תוסר בעבירות בהן האינטרס הציבורי גובר⁵⁸.

הבחינה של מעמדו של התאגיד בחברה שאותה אכנה הבחינה "החיצונית", בוחנת את המדיניות השיפוטית הרצויה באשר למעמדו החברתי הרצוי של התאגיד. כאן יבחנו האספקטים הנורמטיביים הרצויים להמשך תפקודו של התאגיד.

לאחר שנעמוד על המרכיבים הנורמטיביים הפורעלים על התאגיד כמוסד כלכלי חברתי יש צורך בבחינת מעמדו הפוליטי של מוסד זה ומכאן השלכה למעמדו הפוליטי של המנהל ("המנהיג" המדיני של המוסד). בכך יש ניסיון להתייחס לתאגיד כמדינה שבה יש מקום לבחינת שיקולים פוליטיים הנובעים מאופי המערכת.

יש לבחון את שיקוליו הפוליטיים של המנהיג. בחינה זו, שאכנה אותה הבחינה "הפנימית" תבדוק את ההשפעות הפוליטיות המופעלות עליו. מהיבט זה העיסוק הוא לא בתפקידו אלא כיצד הוא ממלא תפקיד זה. בבחינת השיקולים הפוליטיים נשתמש

"מתחם הסכירות" של הדיקטטור גדל עקב כך?

למעשה ניתן לגרוס שטיעונים אלה ניתנים להבנה גם מנקודת ראות של ניתוח כלכלי. לפי השקפה זו, כל התוצאות הערכיות השליליות של ההשתלטות הן למעשה החצנה של עלויות, ומכאן שיש לכלול ערכים אלה בשיקולול המצרפי.

מבלי לגרוע מכלליות העניין, דומני שהסבר שכולל מצרפית ערכים פוליטיים, חברתיים וסוציאליים יתקשה לכמתם נקודתית משום שתהליך חברתי לא יכול להימדד כמוותית אלא איכותית. מעבר לכך, היחוד כאן הוא ברצון ליצור מכשיר של "וטו" שירסן דווקא את השיטה ושלא ישקלל.

56 טענתי הינה ששוק השליטה, מעצם אופיו לא "שייך" לבעלי המניות בלבד. רכישות בשוק זה הן בעלות השלכות משמעותיות ולכן "שייכות" גם לגורמים נוספים. זה אינו שוק רגיל. ישנה חשיבות רבה לבחינה פוליטית, אינדוידואלית של המנהל ולא בחינה של מנהל סביר. חקירת בית-המשפט היא באשר למניעים קבוצתיים ולא למניעים אינדוידואליים. הקש מפעולה קבוצתית למחשבה סובייקטיבית, הוא בעייתי. ראה:

Gelford & Sebastian "Reevaluation The Duties of Target Management in a Hostile Tender Offer" 60 B.U.L. (1980) 403, 443 n. 273.

57 ה-B.J.R. הוא רק "מסיכה" שבית-המשפט משתמש בה. אבל כדי להחליט מתי להשתמש בה הוא כן שוקל ובוחר את החלטות המנהלים. (אפשר לטעון שכלל ה-B.J.R. והרצון לא לבחור ולא להפעיל שיקול-דעת הוא גם סוג של בחירה. הבחירה הפוליטית, מצד בית-המשפט, לא לעשות כלום).

58 ההנחה הבסיסית בכלל "שיקול-הדעת העיסקי" הינה שבית-המשפט לא מתאים ואין לו את הכלים המתאימים בבחינת החלטות עסקיות. מכאן השאלה הנובעת, מדוע שיתאים לבחון החלטות עסקיות במצבי השתלטות. כפי שהוסבר לעיל, הנחתי היא שהאיפיון "העסקי" הוא לא בהכרח השולט במצבים מסוג זה. אם כן נדרש מדד פוליטי. מסקנתי הינה שהמדד הוא שיקול-הדעת הפוליטי של מנהלים במצבים של רכישת חברה. השאלה המתבקשת הינה, מדוע שבית-המשפט יתאים לבחון החלטות פוליטיות במצבי השתלטות? כפי שצינתי לעיל יש הסוברים שבית-המשפט ממלא בוחן במשפיים פוליטיות את הבעיה המשפטית.

כללים פוליטיים ולא דווקא כלכליים. השוני הוא בכך שהגדרנו לעצמנו את כלי המשחק, ובניסיון לטפל בבעיה מראותו האישית המדינית של המנהל. מכיוון שהבעיות שהמנהלים נתקלים בהן הן שונות ומורכבות ותפקידם של המנהלים באופיו הוא שונה, לא ניתן להגדירם סטטיסטית כלכלית ויש לבחון זאת במסגרת שיקול-הדעת הפוליטי⁵⁹, המצוי אצל המנהל כפי שגילינו לעיל.

אולם נראה כי מגבלות הסף של שיקול-הדעת הפוליטי הינן: רוח משמעותי לטווח הארוך שאחרת כל מעמדו התחרותי של התאגיד מתערער ומכאן שכל שיקול חברתי פוליטי מוגבל באלמנט ריווחי. ברור שהנושא הוא שאלה של מדיניות עסקית. אנו נדרשים לשאלה עד כמה רחב יהיה שיקול-דעתם של המנהלים. במסגרת זו סבורני שיש לדרוש מהמנהל את מה שנדרש מכל מדינאי. עליו לשרת את ציבור האזרחים הכפופים לו, בין אם "בוחרי" ובין אם לאו⁶⁰.

הדגש ברשימה זו הינו יותר על תהליך קבלת ההחלטות מאשר על ההחלטה עצמה, שכפי שניסיתי להראות, לא בהכרח ניתן לשפוט אותה נקודתית. סבורני שכמדינאי, המנהל חשוף לביקורת ציבורית, נדרש לחובת גילוי, מחוייב לקבל החלטה בעצמו על סמך אינפורמציה והיועצות והוא זה שיתן את הדין על כך ל"אזרחיו"⁶¹.

יש לבחון את הסיטואציות בצורה עניינית. השחקן הוא פוליטי. המגרש הוא פוליטי. לכן אם ירצה או לא הוא יניע את הכדור להחלטה פוליטית, זו או אחרת. יש להבין איך השחקן פועל, ומה מעמדו בקבוצה כדי לכוון אותו להחלטה שתביא לתוצאה הפוליטית הנכונה. את השאר הוא יעשה, כי בהבקייע "גול" הוא מלא גאווה עצמית, אך ה"גול" הוא לקבוצה כולה.

אפשר להצביע על מספר פסקי-דין שקבעו שדירקטורים שבוחנים את טיב העסקה להעברת שליטה (או בוחרים בין שתי הצעות מתחרות), רשאים לשקול גורמים נוספים מעבר לבחינת המחיר שהוצע לבעלי המניות. בפסק-דין 493 A.2d (Del. 1985) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 946 בית-המשפט העליון במדינת דלוור ערך רשימת התייחסויות מעבר לבעלי המניות, ובהם נושים, ספקים, עובדים ואולי אף הקהילייה ככלל, כגורמים שאותם ההנהלה יכולה באופן סביר לשקול בהערכת טבעה של הצעת ההשתלטות והשפעתה על החברה ככלל. בית-משפט זה חזר על עמדתו זו בפסק-דין 559 *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.* (Del. 1989) A.2d 1261 בקובעו שההנהלה, בהעריכה את הצעת ההשתלטות, יכולה להתחשב בין מיוגון גורמים ראויים, בהשפעה של הצעת הרכישה והרכישה הפוטנציאלית על מרכיבים אחרים מעבר לבעלי המניות. באופן דומה, בפסק-דין *GAF Corp. v. Union Carbide Corp.* 624 F.Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985) בית-משפט פדרלי החליט שאסיפת הדירקטורים יכולה להתחשב בהשלכות שתהיינה להשתלטות עויינת, על עובדים ומנהלים.

שאלה מרתקת היא באשר למהותו של שיקול-הדעת של המנהלים. מהי התכלית שלשמה הם צריכים לשקול את החלטותיהם.

שאלה זו אף שאינה יחודית למצבי רכישה, מתעוררת בהקשרם.

יש מקום אולי לסברה שהייצוג הטוב ביותר של שכבות חברתיות שמושפעות ממדיניות החברה הוא על-ידי ייצוגן בהנהלה. בצורה זו, אפשר לסבור, שיקולו של כל דירקטור יהיה נתון רק לתועלת המגזר שלו וכך נמנע ממצב של ניגוד עניינים ואולי ימנע כשל השוק ברכישות השתלטות על החברה. הן הצרכנים והן העובדים הם בעלי אינטרס לטווח ארוך ברווחת התאגיד; אף יותר מהרכה בעלי מניות, שיכולים להחליף את נאמנותם בתדירות גבוהה. הבעיה הינה, שזה יעבור טוב מדי. הדבר נובע מהרצון הבסיסי שלהם לשכר גבוה ולמחירי מוצר נמוכים. ראה: *Conard "Reflection On Public Interest Directors" 75 Mich.L.Rev. 941 (1977)*.

ישנם ממצאים עובדתיים שיחסים מתחרים בין משתתפים מפחיתים מאיכות קבלת ההחלטות

המנהל המקצועי הינו נאמן המאזן אינטרסים של גורמים שונים בתאגיד, שלעתים הם מנוגדים. המנהל הבכיר בחברה גדולה נאלץ ליישב בין דרישות העובדים לתוספת שכר, דרישות הצרכנים להורדת מחירים, דרישות הממשלה למיסים, דרישות הספקים לעליה במחירים, דרישת הנושים להחזר חובותיהם, בעלי המניות לדיבידנדים גבוהים ועליית מחירי המניות, כל זאת במסגרת תוכנית בונה ומתאימה לכלל.

בגישה הכלכלית המקורית, המניע העיקרי למיקסוס רווחים, נבע אוטומטית על-ידי השוק התחרותי. כל אינדידואל רשאי לחפש אחר האינטרס העצמי שלו ויודרך על ידי "היד הנעלמת" לפי תורתו של הכלכלן הנודע Adam Smith להעלאת התועלת לציבור כולו. השוק התחרותי נשאר השיטה להרמוניה בין אינטרסים עסקיים לציבוריים. אולם התערבות נדרשת להעלאת תנאי התחרות. קיימת הצדקה מבחינת האינטרס העסקי דווקא להרחיב את השוק ולשפר את כוח העבודה בו על-ידי עזרה לאנשים שלא קודמו להתפתח ולשפר את הפוטנציאל הכלכלי שלהם. מכאן שיש מקום לגישה שטוענת להפחתת הפשע; המחלות; ובזכו המשאבים. הדוקטרינה של "אינטרס עצמי נאור"⁶² מדגישה שסביבה טובה, חינוך, אמצעים, גורמים לעובדים טובים יותר וצרכנים נהנים. מעבר לכך יש לזכור שעל המנהל תפקיד חשוב. חוסר רגישות (פוליטית) לשינויים נדרשים על-ידי החברה, במוקדם או במאוחר ישתקפו בלחץ ציבורי להתערבות ממשלתית וחוקים שיחייבו את התאגיד העסקי לבצע את מה שלא רצה לעשות באופן עצמאי.

יש לזכור שהשוק הינו תוצר של חברה וכמו שבנתה אותו כך תוכל לפרק אותו. מעמדו של התאגיד מתערער כאשר הוא פוגע באושיות הבסיסיות של השלטון שלו עצמו. דפי ההסטוריה לימדו אותנו כיצד יחס חברתי מזלזל וחוסר ביטחון כלכלי הביאו לתהפוכות מרחיקות לכת בתולדותיו של עם והתאגיד הרי הוא למעשה חלק מהעם. מסקנתי הינה שהגישה הפוליטית מתחייבת מאופי ההתנהגות של "השחקנים"

(והרי זה מהות דיונו, אופן קבלת ההחלטות). כל חבר מנסה לשכנע את נציגי הקבוצות האחרות, אבל לא מקבל את השפעתן. התרומה שבעל פה לא מועילה יותר מחוסר תגובה. מבחינת הקשר בין מרעי ההתנהגות וההחלטות העסקיות שניתנו על-ידי קבוצות של "נציגים" נמצא שבהשוואת איכות ההחלטות של קבוצות נציגים עם קבוצות אחרות, קבוצות "הנציגים" קיבלו החלטות באיכות נמוכה יותר.

Haft "Business Decision By The New Board: Behavioral Science And Corporate Law" 80 *Mich. L. Rev.* (1981) 1, 23-24.

Stumpf, Freedman & Zand "Judgmental Decisions: A Study of Interactions Among Group Membership, Group Functioning, and the Decision Situation" 22 *ACAD. MGT. J.* (1979) 765, 769.

ולכן ייתכנו קשיים בהתייחסות לתאגיד כאגד של קבוצות חברתיות במסגרתו התייחסותו לחברה היא ב"מדד סוציולוגי".

A Statement On National Policy By The Research And Policy Committee Of The Committee For Economic Development: Social Responsibilities of Business Corporations (1971). 62

ב"הצגה הנורמטיבית". מעבר לכך יש בה מושג שסתום שחשוב מאוד במערכת משפטית⁶³.

בתקופה האחרונה עדים אנו להתפתחויות במשפט בישראל הבאות לידי ביטוי בחיזוק מעמדו של בית-המשפט ובמעורבות שיפוטית גוברת כפועל יוצא משינויי מעמדות בזירה הפוליטית. מעמד זה יש לו חשיבות בהפעלת שיקול-הדעת לנוכח התפקיד החברתי שממלא בית-המשפט במצבים בהם הנתונים הסטטיסטיים והכלים הכלכליים שהופעלו מצדדים בדבר אחד, אך סולם הערכים, השכל הישר והמצפון מדגישים דבר אחר.

ה"Business Judgment Rule" הוא כלי נורמטיבי חשוב של השיטה דווקא לנוכח פשיטת הרגל של הפורמליזם. במצבים כאלה היד האנושית, הבוחנת בסימפטיה את הברומטר החברתי, עדיפה על הבחינה המכנית של השוק.

63 במצבים של "כשלי שוק", כאשר אין כלים כלכליים מתאימים המכוונים לתוצאה רצויה, מצוי השופט ממילא בדילמה. עליו להכריע בין ערכים. "שיקול-דעת פוליטי" נדרש בסוגיות בהן הוא מרגיש שתועלת מצרפית חיובית עדיין לא נכונה, ישנה החזנה של הפעילות על חשבונם של אחרים. במצבים כאלה נדרש כלי נורמטיבי, כסטנדרט דומה ל"תקנת הציבור" ושמשתמשים בו כאשר התוצאה לא בסדר (תיקון מה שקורה לאחד הצדדים כתוצאה מהפעלה מכנית ולא תיקון כלל משפטי). כשהשופט מתחיל להיות "יצירתי", אז קיימת אפשרות להחלת "שיקול-דעת פוליטי". התייחסות נורמטיבית כלכלית בלבד היא מכנית ויש בה סכנה של ערעור מידת היציבות שהמערכת נדרשת לה. מונחי החופש בשווקים הליברליים מושתתים על בסיס ערכי חברתי, לכן התעלמות מבסיס זה, מערערת את כל השיטה.