

כלכלת בעלי מניות או כלכלת קהלים – דיני חברות במבט השוואתי וגלובלי

ידידיה צ' שטרן *

- א. הקדמה
- ב. המודל הגרמני-אירופי:
 1. גרמניה
 2. האיחוד האירופי (EU)
 3. צרפת
- ג. המודל היפני
- ד. התמונה הכללית: בין כלכלת מניות לכלכלת קהלים
- ה. קץ ההיסטוריה? הוויכוח על האחדה גלובלית
- ו. סיכום

א. הקדמה

המשטר והמבנה של החברה הישראלית מבוססים על הדגם הנהוג בשיטת המשפט האנגלו-אמריקנית. כך בעבר – מכוח הוראות פקודת החברות¹, וכך בהווה – על פי מצוות חוק החברות החדש². מודל זה נהוג גם בארצות נוספות דוגמת קנדה, אוסטרליה וניו-זילנד. אולם ברחבי העולם ידועים גם מודלים אחרים, רבי-השפעה, של משטר ומבנה בחברה העסקית. לאחר כלכלת ארצות-הברית, שתי הכלכלות המתועשות הגדולות בעולם נמצאות בגרמניה וביפן. התוצר הלאומי הגולמי של שלוש המדינות יחדיו מגיע כדי למעלה ממחצית התוצר העולמי

* פרופסור, הפקולטה למשפטים אוניברסיטת בר-אילן, עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה ועורך-עמית של כתב העת "תרבות דמוקרטית". תודה שלוחה למר דניאל סירקיס על עזרתו המסורה.

1 פקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983.
2 חוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות").

הגולמי³. המודל הגרמני משמש דגם חשוב לרבות ממדינות אירופה, כגון מדינות סקנדינביה, אוסטריה, בלגיה, הונגריה ובמידה פחותה גם צרפת ושווייץ. גם הכלכלות המתחדשות של מדינות מזרח אירופה נוטות לכיוון זה⁴. חשוב מכך, גם האיחוד האירופי מהפך זה שנים ברעיון לאמץ את המודל הגרמני. המודל היפני מהווה דגם מסורתי מוביל ביבשת האסיאתית⁵. אף שהמודלים בגרמניה וביפן שונים באורח משמעותי מהמודל האנגלו-אמריקני, לא היה בכך כדי למנוע את התעצמותן המרשימה של הכלכלות של מדינות אלו במהלך המאה העשרים, ובעיקר לאחר מלחמת העולם השנייה. מסתבר שקיימות חלופות ממשיות, שיכולות המעשית מוכחת זה שנים, למודל הנתפס על ידינו, הישראליים, כאקסלוסיבי ו"הכרחי"⁶. כל אחת משלוש הכלכלות המובילות – ארצות-הברית, גרמניה ויפן – נבדלת מחברתה בפרמטרים מרכזיים כגון מבנה הבעלות בהן⁷, אתוס סוציאלי, מערך פוליטי⁸, תשתית תרבותית ועוד. סביר להניח כי צורתו של המשטר והמבנה הנהוג בחברות עסקיות בכל אחת ממדינות אלו קשורה לפרמטרים הייחודיים לה. במה נבדלים המודלים האחר מחברו? כידוע, באזורי ההשפעה של החשיבה המשפטית האנגלו-אמריקנית נהוג להפקיד את ה"מפתחות" למשטר ולמבנה של

3 ראו: U.S. Bureau of the Census "Statistical Abstract of the United States" (1996) 835 tbl. 1334, 983 tbl. 1335.

4 יוצא מכלל זה הוא המקרה הרוסי, רוי הפתולוגיות. להצגתן ולניתוחן ראו, למשל: M.B. Fox & M.A. Heller "Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes" 75 *N.Y.U.L. Rev.* (2000) 1720; B.S. Black et al. "Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?" 52 *Stanford L. Rev.* (2000) 1731.

5 גם כאן קיימים יוצאים מהכלל. כך, למשל, בעקבות המשבר הכלכלי הגדול בקוריאה, בשנת 1997, נעשים לאחרונה ניסיונות לשנות את המבנה והמשטר בחברה הקוריאנית – בעיקר באשר להפקיד הדיקטטוריות – במטרה לאמץ דוקטרינות אמריקניות אל תוך התרבות הקונפוציאנית. לתיאור הניסיון ומגבלותיו ראו: C. Ehrlich & D. Kang "U.S. Style Corporate Governance in Korea's Largest Companies" 1 *Pacific Basin L. J.* (2000) 18.

6 מעניין לקרוא את הספרות המקצועית העוסקת במחקר השוואתי של המודלים השונים על רקע המציאות הכלכלית המידית שבה היא נכתבת: בתקופות שבהן הכלכלה האמריקנית נדמית כמגמת יחסית לחברותיה באירופה ובעיקר במזרח, גל אופנתי של מאמרים טורח להדגיש את הבעייתיות שבדגם האמריקני וישנן אפילו עדויות לייכוא והעתקה של רעיונות זרים, כגון תרבות הניהול היפנית, לתוך הממסד העסקי בארצות-הברית, ראו למשל: Y. Tsurumi "Made in America, Managed by Japan: Explaining the 'Japanese Paradox'" *New York Times* (November 16, 1986). מנגד, בעשור האחרון, כאשר המזרח נמצא במיתון מתמשך והכלכלה האמריקנית, לפחות עד לאחרונה, נדמתה כעולה ופורחת, רבו המאמרים המבקרים את המודלים האירופיים והאסיאתיים. במאמר זה נצייר תמונה כוללת שאיננה מוסיף אופנה רגצית.

7 לסקירה ראו: R. La Porta et al. "Corporate Ownership Around the World" 54 *J. Fin.* (1999) 471; M. Becht & A. Roel "Blockholding in Europe: An International Comparison" 43 *Eur. Econ. Rev.* (1999) 1049.

8 לדיון בהשפעות הפוליטיות על הדרך שבה עוצב מבנה הבעלות בחברות עסקיות בשלוש המדינות ראו: M.J. Roe *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (1996) 169–186.

החברה בידי בעלי המניות⁹. הללו נתפסים כ"בעלים" של החברה¹⁰, מחזיקים בכוח האקסקלוסיבי לאייש את אורגן היסוד של החברה (האסיפה הכללית), לבחור את הדיקטטוריון הקובע את מדיניותה, לחתום על מסמך היסוד של החברה, לשנות אותו מעת לעת, להחליט בנושאים המרכזיים לתפקוד החברה (כגון הון החברה ושינויים מבניים), וכדומה¹¹. כנגזר מכך, העמדה המקובלת במודל זה היא שעל נושאי המשרה של החברה לנהל אותה למען השאת הרווחים של בעלי המניות¹². אי-עמידה באתגר זה חושפת אותם לאחריות משפטית¹³. פונקציית המטרה של

9 לתיאור מפורט ראו למשל י"צ שטרן "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים: תאוריה, דין, מציאות" מחקרי משפט כא (עתיד להתפרסם) פרק ג.2.ב. הדיון שם מוכיח כי: "דיני החברות הנוהגים מסווגים את בעלי המניות כקבוצה ייחודית, מרכזית ומועדפת בין כלל ספקי התשומות של החברה. ההסדרים החוקיים המתייחסים לתהליך קבלת ההחלטות בחברה, לחובות ההתנהגות של נושאי משרה, למעורר הפיקוח והבקרה על בעלי הכוחות בחברה, לדרכי הקצאת הסמכות בחברה וכו' – מבטאים כולם העדפה של האינטרסים של בעלי המניות. הדין מזהה באופן ברור בין האינטרסים של החברה ובין האינטרסים של בעלי המניות וגוזר את הראשונים מהאחרונים".

10 דוגמה אופיינית: "Most scholars of corporation law seem to agree that a corporation's directors and officers (management) owe a fiduciary duty to the corporation and, because the stockholders own the corporation, that duty should be seen as a duty to maximize stockholder wealth. The basic reason for the duty-to-stockholders view is that the stockholders are the owners of the company." R.A. Booth "Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty)" 53 *Bus. Law.* 429, 430-431 (1998) (הערות הושמטו במקור).

11 כך, למשל, מלומדים אמריקנים שסוקרים את עמדת המשפט האמריקני באשר למשטר ולמבנה של החברה העסקית מגדירים כפתח עבודתם את המונח "Corporate Governance" ככזה שייעודו הוא להבטיח את חזרו ההשקעה של בעלי המניות; הא – ותו לא. ובלשונם, המשטר והמבנה של החברה: "DEALS WITH the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment". A. Shleifer & R.W. Vishny "A Survey of Corporate Governance" 52 *J. Fin.* (1997) 737, 737.

12 לאסמכתאות וניתוח ראו שטרן, לעיל הערה 9, בפרק ג.2.ד. שורשיה המשפטיים של התפיסה האמריקנית מצויים בהלכת Ford: "A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes. ... [I]t is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of shareholders and for the primary purpose of benefiting others". *Dodge v. Ford Motor co.* 3 A.L.R. 413, 441 (1919).

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

החברה האנגלו-אמריקנית¹⁴ היא השאת הרווחים של בעלי המניות. ומה באשר לשאר הגורמים הקשורים בחברה? ככלל, החברה העסקית האנגלו-אמריקנית איננה אמורה להתחשב באינטרסים של מי שאיננו בעל מניות כגון נושים, עובדים, צרכנים, ספקים, הקהילה שבה החברה מתפקדת או הציבור בכללותו. כל הגורמים הללו, אשר יכוננו להלן יחדיו "שאר הקהלים" (ובאנגלית: Stakeholders או Other Constituencies) נתפסים על ידי המודל האנגלו-אמריקני כחיצוניים לחברה¹⁵ ולכן אינם חלק מהמבנה ומהמשטר שלה. העדיפות של בעלי המניות ("Shareholder Primacy") תקפה תמיד; היא ההסדר השיורי. ניתן לפרוש מהעדפת בעלי המניות רק במקרים חריגים כאשר חוזה או חוק ספציפי מחייבים (משפטית) התחשבות נקודתית באינטרס חיצוני¹⁶.

מנגד, בידי החברות של שיטות משפט אחרות, אירופיות ואסיאתיות, ההתחשבות באינטרסים של קהלים אחרים מובנית אל תוך התשתית הנורמטיבית של המשטר והמבנה של החברה העסקית. הן אינן רואות בהם אלמנט חיצוני, הראוי לעתים להגנה, אלא הן מעניקות להם מקום ממשי במערכת הפוליטית של החברה. באנגליה ובארצות-הברית הכוח בידי בעלי המניות, והטיפול בשאר הקהלים הוא

"An Economic Analysis of the Various Rationals for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties" 21 *Stetson L. Rev.* (1991) 23, 23

14 ראו לדבר על מודל אנגלו-אמריקני משום שלא קיים הבדל משמעותי בידון בין דיני החברות שבשתי המדינות. המלומדים האנגלים המוליכים, כבואם לפרש את תוכנה המהותי של חובת האמונים של נושא משרה בחברה אנגלית לפעול "לטובת החברה", קובעים כך: "But what exactly is meant by saying that they [directors] must act in the interests of the company? Despite the separate personality of the company it is clear that directors are not expected to act on the basis of what is for the economic advantage of the corporate entity, disregarding the interests of the members." L.C.B. Gower *Gower's Principles of "Directors' powers"* פרופ' פנינגטון מסכים: *Modern Company Law* (6th ed., 1997) 602 are given to them to be used for the benefit of the company, that is, for the benefit of the shareholders of the company as a whole" R. Pennington *Company Law* (8th ed., 2001) 719. (הערות הושמטו במקור).

15 גם בפסיקה הישראלית מובעת עמדה המבחינה בין תביעה של בעל המניה כלפי החברה ובין תביעה של נושה כלפי החברה: לנושה יש תביעה נגד החברה, בעל המניה נתפס כמי שיש לו — נוסף על התביעה נגד החברה — גם תביעה בחברה עצמה. ראו דברי השופט שמגר, המצטט את המלומד האנגלי Gower, בד"נ 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל בע"מ, פ"ד לה (4) 197, 207–208. מעמדה זו משתמע הבדל איכותי בין מערכות היחסים של החברה עם הנושים ועם בעלי המניות: הנושה נתפס כ"חיצוני" לחברה ואילו בעל המניה "פנימי" לה. אף על פי שלחברה יש אישיות משפטית עצמאית, בעל המניה הוא "בעליה".

16 ההלכה האמריקנית מסוכמת כך: "corporate managers (directors and officers) are supposed to make corporate decisions so as to maximize the value of the company's shares, subject to the constraint that the corporation must meet all its legal obligations to others who are related to or affected by it. These others include employees, creditors, customers, the general public... and governmental units" R. Clark *Corporate Law* (1986) 17–18 הושמטו במקור).

באמצעות הסדרה (צנועה ומוגבלת) של דרך השימוש בכוח¹⁷. בגרמניה וביפן, לעומת זאת, הכוח עצמו מוקצה, בדרכים שונות, בין הקהלים השונים.

באופן כללי ניתן לקבוע כי בניגוד לארצות-הברית ולאנגליה ששם — מתקיימת "כלכלת בעלי מניות", המעמידה בראש סולם החשיבות את משקיעי ההון — במדינות אירופה השונות נהוגה "כלכלת קהלים"¹⁸, אשר שמה דגש לא מבוטל על הצורך בהתייעצות, בשיתוף ואף בהגעה להסכמה קונצנזואלית בין ספקים שונים — בעיקר עובדים, נושים ובעלי מניות — של תשומות לחברה¹⁹. ההבדלים בין שתי גישות יסוד אלו קשורים בבסיסם לדרך ההבנה השונה הקיימת באירופה ובארצות-הברית בדבר מהות החברה²⁰.

האירופאים אינם מקבלים את התאוריה החזונית, הרואה בחברה מכשיר, אלא הולכים בעקבות התאוריה הראלית, הרואה בחברה מוסד סוציאלי בעל ישות ראלית²¹.

ראויה לציון מיוחד הגישה היפנית אשר מעמידה במרכז את עבודת הצוות בחברה, את הנאמנות ואת העברת המידע בין חלקי החברה²². בניגוד לסגנון הניהול האמריקני נושא עמו "מקל" — יחסים אדברסריים, אגרסיביים ואפילו אנטגוניסטיים

17 כך, למשל, בחלק ניכר ממדינות ארצות-הברית התקבלו לאחרונה "חוקי קהלים" (Constituencies Statutes) ובמדינת דלוואר קיימת גישה המרחיבה, במקרים מסוימים, את חובת ההתנהגות של נושאי משרה גם כלפי מי מהקהלים, לדין וניתוח ראו י"צ' שטרן "תכלית החברה העסקית — פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב (תשס"ב) 327, 340–333.

18 ראו: Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Organization for Econ. Co-Operation and Dev. "Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets: A Report to the OECD" (1998) 61–66.

19 להצגה פופולרית של הבחנה זו ראו: F. Bolkestein "The Dutch Model: The High Road that Leads Out of the Low Countries" *The Economist* (May 22, 1999) מומחה בלגי ממפה את ההסדרים הנהוגים במדינות אירופה בדרך הבאה: [s]ome [European countries] opt for a balancing of interests, primarily of capital and labor; some extend it to other stakeholders; and others see the ultimate continuity of the firm as the primary assignment of the board, an opinion which comes close to defending the interests of the firm 'as such'". E. Wymeersch "A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States" *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* (Oxford, K.J. Hopt et al. eds., 1998) 1045, 1086–1087.

20 לחיבור התאוריות השונות בדבר מהות החברה ראו שטרן, לעיל הערה 9.

21 כך מסכם זאת מומחה שוויצרי: "European corporate legal theorists tend to view the corporation as a social reality rather than a mere legal fiction. ... This approach views corporations as part of the social organization and as a social institution, not simply an institution that stems from the embarrassment of the economic theory of law that one cannot make contracts perfectly" P. Nobel "Symposium: Social Responsibility of Corporations" 84 *Cornell L. Rev.* (1999) 1255, 1258.

22 ראו, למשל: M. Aoki "Toward an Economic Model of the Japanese Firm" 28 *J. Econ. Literature* (1990) 1.

בין הקהלים תוך הדגשת אלמנט הפיקוח והיעדר האמון, הגישה היפנית מנופפת ב"גזר" – יחסים של שיתוף פעולה למען מטרה מאחדת תוך הדגשה של אמון הדדי²³. החברה היפנית מבוססת על מערכות יחסים (Relationship Oriented), ואילו האמריקנית על העסקה (Transaction-Driven)²⁴. גם היפנים מעוניינים כמובן בתוצאות הכלכליות, אלא שבניגוד לאמריקנים, הממוקדים ברווחיות, החברה היפנית מעמידה בראש מעייניה את יעילות הייצור²⁵ ואת שמירת החברה כעסק חי וצומח²⁶. בהכללת-מה ניתן להבחין בין שני סוגים של קפיטליזם: קפיטליזם של בעלי המניות ("Shareholder Capitalism") הנהוג בארצות-הברית מול קפיטליזם של החברה ("Corporate Capitalism") המקובל ביפן.

חשוב להדגיש כי הדיון ההשוואתי להלן איננו מתיימר לקבוע מי מהמודלים עדיף. כפי שנראה, לכל אחד מהם יש יתרונות וחסרונות האופייניים לו ואין בידינו הוכחות – ויש שיאמרו, גם לא קנה מידה – לקביעה של מדרג איכותי ביניהם²⁷. זאת ועוד, כל דיון במשפט משווה חייב להיות ער לרקע הייחודי של כל אחת מהמדינות הנבדקות – רקע תרבותי, פוליטי, חברתי וכלכלי – שכפי שכבר צוין, בוודאי משפיע על העובדה שמודל נתון התפתח דווקא באותה מדינה. הניסיון ללמוד ממשטר חלופי חייב להיות ער להבדלים הללו ולהימנע מהעתקה חפוזה של הצעות שאינן מתאימות למקום אחר²⁸. חשיבות הדיון כאן היא בעצם ההצגה של

23 כך, למשל, חלק גדול של כוח העבודה האמריקני מועסק במשימות ניהול ופיקוח על אחרים (כ-13%), ואילו ביפן המספר המקביל קטן בהרבה (כ-4.3%). ראו: D.M. Gordon *Fat and Mean: The Corporate Squeeze of Working Americana and the Myth of Managerial 'Downsizing'* (1996) 35–44.

24 ראו: M.E. Porter "Clusters and the New Economics of Competition" 76 *Harv. Bus. Rev.* (1998) 77, 86.

25 ראו: R.J. Gilson & M.J. Roe "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Government and Industrial Organization" 102 *Yale L.J.* (1993) 871.

26 "The traditional assumption in America is that the whole aim of a business corporation is to maximize the returns to its shareholders; whereas in Japan, the main concern of corporate managers is to maintain and enlarge the corporation itself as a going concern." K. Iwai "Persons, Things and Corporations: The Corporate Personality Controversy Comparative Corporate Governance" 47 *Am. J. Comp. L.* (1999) 583, 586.

27 "all these economies have the essential elements of a good governance system, [and] the available evidence does not tell us which one of their governance systems is the best". A. Shleifer & R.W. Vishny "A Survey of Corporate Governance" 52 *J. Fin.* (1997) 737, 739. M.J. Roe "The Political Roots of American Corporate Finance" 9 *J. Applied Corp. Fin.* 19 (1997).

28 "The tremendous variety of approaches to corporate law that one sees in a comparative survey, combined with an attention to the specific and distinctive histories of financial regulation, cautions against any straightforward attempt at transplanting". E.B. Rock "America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance" 74 *Wash. U.L.Q.* (1996) 367, 390. R. Romano "A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law" 102 *Yale L.J.* (1993) 2021, 2022; M.J. Roe "Chaos

חלופות קיימות ומתפקדות למודל האנגלו-אמריקני²⁹. העמדת בעלי המניות כגורם אקסקלוסיבי במשטר ובמבנה של החברה וזיהוי תכלית החברה עם האינטרסים הייחודיים של בעלי המניות, אף שהם שכיחים במקומותינו, אינם גזירה הכרחית, אלא בחירה נקודתית מתוך תפריט של אפשרויות לגיטימיות בעלות משקל גדול ונוכחות מרשימה בעולם המעשה. אגב פריסת ארסנל האפשרויות ייפתח בפנינו צוהר — כקוף המחט או כשערו של אולם — לביקורת, לחשיבה מחדש ואפשר גם להעלאה של הצעות חדשות בדבר ההסדר הרצוי בדיני החברות המקומיים. כאשר מחוקק רפורמטור של דיני חברות במדינה נתונה שוקל את המודל הראוי של משטר ומבנה עבור חברות עסקיות באותה מדינה, שומה עליו להשוות בין הפרמטרים הרלוונטיים הקיימים באותה מדינה ובין אלו הנוהגים במדינות המודל המרכזיות ולברור את דרכו בהתאם לניתוח זה. כך, למשל, הדבקות של דיני החברות בישראל במודל האנגלו-אמריקני ניתנת לערעור ענייני כאשר בוחנים את ההבדלים המהותיים הקיימים בין הכלכלה, התרבות והחברה הישראלית ובין אלו של ארצות-הברית. אפשר כי מידת הדמיון בין ישראל ובין מדינות המודל האחרות שיוצגו במאמר זה עולה על הדמיון בינינו ובין ארצות-הברית או אנגליה³⁰.

הקוראים של מאמר זה, המודעים למציאות הכלכלית והחברתית בישראל, מוזמנים אפוא לבחון את המודלים שיוצגו להלן בעין ישראלית הרגישה לדומה ולשונה בינינו ובין המודלים הללו.

בשני הפרקים הבאים יוצגו המודל הגרמני-אירופי והמודל היפני. בפרק הרביעי

and Evolution in Law and Economics” 109 *Harv. L. Rev.* (1996) 641
של התרבות הלאומית בעיצוב המשטר והמבנה של החברה העסקית ראו: A.N. Licht
“The Mother of All Path Dependencies Toward a Cross Cultural Theory of Corporate
Governance Systems” 26 *Del. J. Corp. L.* (2001) 147

29 היו שעמדו על הקשר שבין חוקי הקהלים האמריקניים, Clark, *supra* note 16, שהם חידוש בנוף שם, ובין המודלים האירופיים והאסייתיים של משטר ומבנה בחברה העסקית: “constituency statutes harbor potential for positive change. The statutes, for example, may enable American corporations to emulate corporate governance configurations followed in competing nations within the world economy, such as Germany, Japan, and the nations of the European Community ... corporate governance regimes in some other countries already seem to operate in a manner that constituency statutes promote — to take seriously corporate interests beyond those of shareholders”. E.W. Orts “Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes” 61 *George Wash. L. Rev.* (1992) 14, 19–20
“Our most formidable foreign competitors — Japan and Germany — have corporate cultures, laws, and governance principles embracing the corporate constituency concept to a greater degree than that contemplated by any of the state statutes”. S.M.H. Wallman “Corporate Constituency Statutes: Placing the Corporation’s Interest First” *Bus. L. Update* (Nov.–Dec., 1990)

30 כך, למשל, בחברה הציבורית בישראל, שכיח למצוא בעל מניות שליטה מובהק המחזיק בה לאורך זמן, וממנה את עצמו או את שלוחיו לתפקידי הניהול הבכירים. המניות הנסחרות בבורסה הן, בדרך כלל, מניות מיעוט. זאת בניגוד לנהוג בארצות-הברית, ובדומה לכלכלתן של מדינות מערב אירופיות.

אציג את התמונה הכוללת ואת השלכותיה. בפרק החמישי אעלה הרהורים באשר לסיכויי האחדת המודלים השונים עקב תהליך הגלובליזציה.

ב. המודל הגרמני-אירופי

1. גרמניה

הדין הגרמני, בתחילת המאה העשרים, הנחה את קברניטיהן של חברות להפעילן לטובת הכלל. נטייה זו מיוחסת לרעיונות של התעשיין הגרמני היהודי רב־ההשפעה וולטר רתנאו (Walther Rathenau), שכיהן גם כשר החוץ הגרמני ונרצח בשנת 1922 על ידי קיצוניים ימניים. רתנאו סבר כי על חברות גדולות להתנהג בדרך אחראית מבחינה ציבורית וכי הן נועדו לקדם מטרות סוציאליות.³¹ מאוחר יותר, בשנת 1937, השלטון הנאצי אימץ את כוונותיו של רתנאו ועיוותן בקבעו בחוק החברות הגרמני כי על הנהלת החברה לנהל אותה "as the good of the enterprise and its retinue (Gefolgschaft) and the common weal of folk (Volk) and realm demand".³² ראי לציין כי בעלי המניות כלל לא מוזכרים כאחד מהקהלים שלמענם החברה מתפקדת. החוק גם קבע שאם פעולותיה של החברה מסכנות את רווחת הציבור והיא איננה נוקטת צעדים מתקנים, המדינה יכולה לגרום לפירוקה. חוק זה לא התבטל עם נפילת הרייך והמשיך לחול עד שנת 1965. באותה שנה התקבל חוק חברות — אשר שונה ועודכן במהלך השנים — המחיל על חברות גדולות משטר המכונה באנגלית: Codetermination (ובגרמנית — Mitbestimmung).³³ החוק מעניק לעובדים אפשרות להשמיע את קולם בתהליך קבלת ההחלטות בחברה בדרך

31 B. Grossfeld "Management and Control of Marketable Share Companies" XIII *Int'l Encycl. of Comp. L.* (1973) 58

32 זהו התרגום האנגלי של AktG 1937 # 70(1) כפי שהוא מופיע אצל: Grossfeld, *supra* note 31.

33 D.F. Vagts "Reforming the 'Modern' German Enterprise: Perspectives from the German" 80 *Harv. L. Rev.* (1966) 23; H. Wiedemann "Codetermination by Workers in German Enterprises" 28 *Am. J. Comp. L.* (1980) 79; C.W. Summers "Worker Participation in the U.S. and West Germany: A Comparative Study from an American Perspective" 28 *Am. J. Comp. L.* (1980) 367; M.J. Roe "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States" 102 *Yale L.J.* (1993) 1927; D. Charney "The German Corporate Governance System" 1998 *Colum. Bus. L. Rev.* (1998) 145; M.J. Roe "German Securities Markets and German Codetermination" 98 *Colum. L. Rev.* (1998) 167; M. Bradley et al. "The Purpose and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads" 62 *Law and Contemporary Problems* (1999) 9, 52–56; V.D. Dinh "Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise" 24 *J. Corp'n. L.* (1999) 975; T. Baums & B. Frick "The Market Value of the Codetermined" *Employees and Corporate Governance* (M.M. Blair & M.J. Roe eds., Washington, D.C. 1999) 206; K. Pistor "Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities", *ibid.*, at p. 163

הבאה: בחברות גרמניות יש שתי מועצות מנהלים — האחת מנהלת (Executive Board; Vorstand) והשנייה מפקחת (Supervisory Board; Aufsichtsrat). המועצה המנהלת אחראית על הניהול השוטף, מייצגת את החברה כלפי העולם ומדווחת באופן קבוע למועצה המפקחת. חברים בה חברי ההנהלה הבכירה של החברה; אנשים בעלי כישורונות טכניים וידע ספציפי הקשורים ישירות לתעשייה שבה החברה מתפקדת. המועצה המפקחת מפקחת על המועצה המנהלת וממנה ומפטרת את החברים בה, אולם נאסר עליה לקחת את הסמכויות של המועצה המנהלת.³⁴ המועצה המפקחת יכולה לקבוע כי פעולות מסוימות או התנהגות עסקית שהמועצה המנהלת רוצה לנקוט מחייבות אישור מוקדם של הגורם המפקח. כהונה של אדם, בר-זמנית, בשתי המועצות — אסור. גם כהונה של אותו אדם במספר מועצות של חברות שונות מוגבלת ונדירה.³⁵ העובדים מיוצגים במועצה המפקחת בדרך הבאה: בחברות שמספר העובדים בהן עולה על אלפיים, העובדים ממנים מחצית מחברי המועצה. בחברות שיש בהן חמש מאות עובדים ומעלה, הם בוחרים שליש מחברי המועצה המפקחת. בחברות קטנות יותר אין חובה לייצוג של עובדים. החוק מטפל גם בחשש שנציגי העובדים במועצה המפקחת יהיו מוטים לטובת סוג מסוים של עובדים. לכן נקבע כי נציגי העובדים ימונו לא רק על ידי עובדים בכירים או שכירי החברה, אלא גם על ידי עובדים בעלי צווארון כחול ועל ידי ארגוני העובדים.³⁶ בחברות הגדולות יש כאמור שוויון מספרי במועצה המפקחת בין הנציגים של ספקי ההון ובין הנציגים של ספקי העבודה, אולם יושב ראש המועצה המפקחת, אשר נבחר על ידי בעלי ההון, מחזיק בכוח הצבעה כפול במקרים שבהם נרשמת תוצאה של תיקו בין שתי הקבוצות. התוצאה של מבנה חלוקת כוח זה היא, שנציגי העובדים אינם יכולים להתערב באופן ישיר בהחלטות ניהוליות, אולם יש להם כוח ניכר להגן על האינטרסים שלהם באופן ממשי כאשר הם פועלים בתור האורגנים של החברה.³⁷

34 ראו: AktG # 111(4).

35 ראו: S. Prowse "Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, and Germany" *Bank for International Settlements Economic Papers No.* 43 (1994) 41.

36 בחברות שבהן יש יותר מ-8,000 עובדים, נציגי העובדים לדיקטוריון נבחרים על ידי קבוצה של עובדים, אשר סמכות הבחירה הואצלה לה. בחברות קטנות יותר, הבחירה נעשית באופן ישיר על ידי העובדים. העובדים בעלי צווארון כחול והעובדים בעלי צווארון לבן בוחרים בנפרד את נציגיהם. כל קבוצה מקבלת ייצוג בדיקטוריון בהתאם למספר העובדים המשתתפים אליה, ראו: 1976 BGBI I S, Mitbestimmungsgesetz (Co-determination Act), 9, 10 ("MitbG").

37 בשנת 1976, תיקן לחוק החברות הגרמני הגדיל את הייצוג של העובדים במועצה המפקחת של חברות גדולות משליש לחצי. היו שתקפו את חוקתיותו של החוק בטענה שהוא פוגע בזכויות הקניין של בעלי המניות. בית המשפט החוקתי הגרמני דחה טענה זו ודומות לה בהתבסס על חוק יסוד גרמני הקובע שקניין מטיל על בעלי חובות ושהשימוש בקניין צריך לשרת גם את רוחת הציבור, ראו תיאור אצל: 88 p. 33 at note, Wiedemann, *supra*.

האם מעורבותם של העובדים במשטר ובמבנה של החברה פוגעת בכלכלה הגרמנית? העובדות הפשוטות הן אלו: ראשית, הגרמנים אינם מחליפים את שיטתם. נעשו בה תיקונים שונים מהלך השנים, אולם מעולם לא הוצע באופן רציני, על ידי מי מהמפלגות הגדולות שם, להחליף את המשטר והמבנה כרגם האנגלו-אמריקני. שנית, הכלכלה הגרמנית הפכה לכלכלה החזקה והרווחית באירופה אף על פי שהיא משתפת את העובדים בדמוקרטיה התאגידית (ויש מי שסובר כי זו הסיבה לכך). שלישית, כפי שנראה בהמשך, חברות רבות באיחוד האירופי מעוניינות להפוך את המודל הגרמני למודל מחייב עבור כל המדינות החברות באיחוד. ניתן לראות בכך הצבעת אמן של קברניטי הכלכלה האירופית במודל הנותן ייצוג לעובדים במבנה ובמשטר של החברה העסקית הגדולה³⁸.

כדי להיטיב להבין מודל זה ראוי להציג בקצרה מספר מאפיינים חשובים של המשק הגרמני, שבו צמח והתפתח שיתוף העובדים בחברה.

ראשית, מבנה הבעלות הטיפוסי בהונן של חברות גרמניות שונה מהקצה אל הקצה, מזה המקובל בארצות-הברית ובאנגליה. המאפיין הבולט הוא הריכוזיות³⁹: ברוב החברות הגרמניות הגדולות יש בעל שליטה ברור (גורם אחד או מספר קטן של גורמים המשתפים ביניהם פעולה)⁴⁰. בעל השליטה השכיח הוא מספר משפחות עשירות, בנקים וחברות לא פיננסיות אחרות⁴¹. בניגוד למקובל בארצות-הברית, בגרמניה מותר לבנקים לעסוק ברוֹזְמְנִית וללא הפרדה הן בבנקאות מסחרית והן בבנקאות השקעות⁴². לעובדה זו השלכות מרחיקות לכת על שוק ההון הגרמני⁴³. הבה נחשוף את העובדות: בממוצע, למעלה ממחצית המניות של החברה הגרמנית

38 לנקודות אלו ראו: A.F. Conard "Corporate Constituencies in Western Europe" 21 *Stetson J. Rev.* (1991) 73, 80.

39 אכן, יש המעמידים את השוני בין חברות אמריקניות לחברות גרמניות ויפניות על חודו של ההבדל שבין "Market System" ובין "Blockholder System". ראו: W.W. Bratton & J.A. McCahery "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference" 38 *Colum. J. Transnat'l L.* (1999) 213, 222–228.

40 בכמעט שלושה רבעים מכל החברות הגרמניות שמניותיהן רשומות למסחר קיים בעל שליטה שמחזיק ברוב מניות החברה: כ-23.1% מהחברות בעל דבוקת השליטה מחזיק מעל ל-90%; כ-18.4% מהחברות הוא מחזיק מעל ל-75%; כ-30.5% מהחברות הוא מחזיק מעל ל-50%. ראו: T. Jenkinson & A. Ljungqvist "Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance" *Center for Economic Policy Research Discussion Paper No. 1695* (London, 1997).

41 לדיון בתופעה של החזקות הדדיות ראו: M. Adams "Cross Holdings in Germany" 155 *J. Institutional & Theoretical Econ.* (1999) 80.

42 שלושת הבנקים הגדולים בארצות-הברית מחזיקים יחדיו בנכסים ששוויים הוא כ-7% מהתוצר הלאומי הגולמי שם. שלושת הבנקים הגדולים בגרמניה מחזיקים בנכסים ששוויים הוא כ-36% מהתוצר הלאומי הגולמי הגרמני. ראו: Roe, *supra* note 8, at p. 171.

43 כך, למשל, הגורם החשוב ביותר בשוק השליטה בגרמניה אינם בעלי המניות, אלא הבנקים, ראו: Grossfeld, *supra* note 31 at pp. 98–101; *International Corporate Governance* (J.C.F. Lufkin & D. Gallagher eds., 1990) 114–117.

נמצאות בבעלות של בנקים (כ-14%) ושל חברות גרמניות אחרות (כ-40%)⁴⁴. משקי בית פרטיים מחזיקים רק בכ-17% מהמניות⁴⁵. העובדה המשמעותית ביותר היא, שהשפעתם של הבנקים על תפקודן של החברות גדולה בהרבה מהיקף הבעלות הישירה שלהם במניות. חלק גדול מהונן של חברות גרמניות מופקד, בדרך כלל, בידי הבנק של החברה (Hausbank) אשר רשאי לעשות שימוש, כראות עיניו (אלא אם כן בעל ההון התנגד לכך מפורשות), בכוח ההצבעה הצמוד להון זה בדרך של הצבעת פרוקסי⁴⁶. מכאן ברור שהבנקים תופסים מקום מרכזי בשוק ההון הגרמני⁴⁷. מהמספרים עולה כי קרוב ל-85% מכוח ההצבעה נמצא בשליטה ישירה או עקיפה של הבנקים ושל מוסדות פיננסיים הקשורים בהם⁴⁸. לכך אפשר להוסיף את העובדה שבשוק הגרמני קיים רק מספר מצומצם יחסית של בנקים ומוסדות כאלה. כעולה מכך, הריכוז של הבעלות בהון (וגם הבעלות בחוב) מקטין את הצורך בקיומם של שווקים ניליים ומפותחים. ואכן, באמצע שנות התשעים היו בגרמניה רק כ-700 חברות, שמניותיהן נסחרו בבורסה (בהשוואה לכ-9,000 חברות שמניותיהן נסחרו בשלוש הבורסות המרכזיות בארצות-הברית באותה תקופה) וחלקן בכלל ההכנסות של החברות הגרמניות עמד על כ-20% בלבד⁴⁹. אף שבשנים האחרונות חלק מהנתונים האמורים עוברים תהליכי שינוי⁵⁰, אין בכך כדי לשנות את התמונה הכללית. לתמונה זו יש להוסיף את העובדה שבחלק מהחברות שמניותיהן נרשמו למסחר, המניה הנסחרת אינה מקנה זכות הצבעה. ישנן אף חברות שבתקנוניהן נקבע כי בעלי מניות בהן, למעט בנקים ומוסדות הקשורים בבנקים, אינם רשאים להפעיל את זכות ההצבעה (אף שהיא בבעלותם) בכמות העולה על 5% או 10% מכלל זכויות ההצבעה⁵¹. זאת ועוד: חברות גרמניות מגייסות חוב בעיקר באמצעות

44 ראו: Organization for Economic Cooperation and Development "Organization for Economic Cooperation and Development Economic Surveys: Germany" (1995) 88 (להלן: OECD Germany); בארצות-הברית, לשם השוואה, ההחזקות של גורמים אלו שוליות.

45 ראו: *Ibid.*, at p. 90 tbl. 25. בארצות-הברית מחזיקים משקי הבית בכ-47% מהמניות, ראו: U.S. Bureau of Census "Statistical Abstract of the United States" (1997) 524 tbl. 808.

46 M. Fukao *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Corporations* (1995) 27; F. Kubler "Juridification of Corporate Structures" *Juridification of Social Sphere: A Comparative Analysis in the Areas of Labour, Corporate, Antitrust and Social Welfare Law* (G. Teubner ed., 1987) 215–217.

47 כך קובע רו: "[T]he banks influence the German proxy system in ways similar to the way: American managers control the American proxy system". Roe, *supra* note 8, at p. 170.

48 OECD Germany, *supra* note 44, at p. 95. ראו: *Ibid.*, at p. 87; Euromoney Books Staff *LGT Guide to World Equity Markets* (1997) 500.

50 בשנת 1999, נסחרו בבורסה של פרנקפורט מניותיהם של כ-2,250 חברות, ראו: D. Woodruff "Banks' Loss of Influence, Cross Border Mergers Force-Global Style" *Wall St. J.* (March 11, 1999).

51 ראו: Fukao, *supra* note 46, at pp. 108–109.

נטילת הלוואות ארוכות טווח מהבנקים⁵². בשונה מהמקובל בארצות-הברית, הן ממעטות לגייס חוב באמצעות הנפקה של אגרות חוב לקהל הרחב. בנסיבות אלה, תפקוד החברה מושפע ממספר קטן יחסית של בעלי מניות ושל בעלי חוב עתירי כוח. העובדה שאותם גורמים הם גם המשקיעים המרכזיים וגם הנושים המרכזיים מקטינה את הצורך ברגולציה, שתסדיר את המתחים הרגילים שבין בעלי המניות ובין הנושים.

שנית, אחד ההבדלים הבולטים בין המודל האמריקני ובין המודל הגרמני נוגע לרמת התגמול של המנהלים ולפערים בשכר שבין הדרג הגבוה והנמוך בחברה⁵³. כך למשל אחת הבעיות שעמדו לפני הצדדים בעת המשא ומתן בשנת 1998 על מיוזג החברה הגרמנית דיימלר-בנץ (Daimler-Benz) — שהיא אחת משלוש החברות התעשייתיות הגדולות בגרמניה עם החברה האמריקנית קרייזלר (Chrysler) נגע לפערים הללו: יושב ראש מועצת המנהלים של החברה הגרמנית קיבל שכר של כמיליון דולר בשנת 1997 ואילו מקבילו האמריקני קיבל כעשרה מיליון דולר (יותר מאשר כל עשרת חברי הדירקטוריון הגרמני גם יחד). שכרו של הגרמני היה גדול פי עשרים משכרו הממוצע של עובד בחברה הגרמנית, ואילו שכרו של האמריקני היה גדול פי מאתיים משכרו של עובד בחברה האמריקנית⁵⁴. יושבי הראש של מועצות מנהלים של חברות גרמניות שמניותיהן נסחרות בבורסה משתכרים בממוצע כמחצית ממקביליהם האמריקנים⁵⁵. את ההבדלים בשכר ניתן ליחס גם לנוהג האמריקני להעניק למנהלים אופציות על מניות החברה כחלק משכרם. ההצדקה לדרך התגמול האמריקנית נטועה ברצון לתמרץ את המנהלים לתפקד באופטימום: מתן האופציות נועד לגרום לכך שהאינטרסים של המנהלים יהיו דומים יותר לאלו של בעלי המניות. עם קבלת האופציות, המנהלים הופכים להיות מעוניינים באופן אישי בעיקר בהשאת הערך של המניה, שהנו תולדה של הרווח למניה. הבעלות של המנהלים באופציה משנה את יחסם האישי לסיכון שבפעולת החברה, כך שידמה יותר ליחס השכיח של בעלי המניות לסיכון. לעומת זאת בגרמניה, תגמול המנהלים הוא בדרך כלל בדרך של משכורות קבועות ובונוסים. היעדר נוהג זה בגרמניה תואם את התרבות העסקית הגרמנית שאיננה מתמקדת ברווח למניה⁵⁶.

שלישית, מדיניות חלוקת דיבידנדים: מועצות מנהלים של חברות אמריקניות נוהגות לחלק דיבידנד מזומן מדי רבעון ברמה קבועה או ברמה שעולה באטיות

52 ראו: OECD Germany, *supra* note 44, at p. 94.

53 לדין השוואתי ראו: L.A. Cunningham "Commonalities and Prescriptions in the Vertical: Dimension of Global Corporate Governance" 84 *Cornell L. Rev.* (1999) 1133, 1173–1178.

54 ראו: H. Simonian & N. Tait "U.S. Executives Earn Much More" *Fin. Times (London)* (Aug. 3, 1998).

55 ראו: K.J. Murphy 3 *Handbook of Labor Economics* (1999) 70, tbl. 4.

56 ראו: Cunningham, *supra* note 53, at p. 1173.

במשך הזמן. מקובל להצדיק מדיניות חלוקה קבועה וגבוהה יחסית בכך שהיא מסמנת למשקיעים את מידת האמון ואת הביטחון של הנהלת החברה בעתיד החברה. גם כאן אנו רואים את ההתמקדות של החברה האמריקנית בבעלי המניות וברכישת אמונם. החלוקה היא מטרה לעצמה, שלא תמיד קשורה למצבה של החברה. בהחלט תיתכן חלוקה של דיבידנדים שתורע את מצבה של החברה (ובכלל זה את מצבם של שאר הקהלים) מתוך מטרה לשמר את אמונם של המשקיעים בחברה. שונים הדברים בחברה גרמנית. ראשית, החוק הגרמני קובע מגבלות על חלוקת דיבידנדים. למשל, אין לחלק דיבידנד מפרמיה, ועל החברה לשמר חלק מרווחיה כעתודה שממנה אין לחלק דיבידנדים. כללים אלו נועדו להגן על האינטרסים של הנושים.⁵⁷ שנית, רמת הדיבידנד הנהוגה בגרמניה נמוכה יחסית לזו הנהוגה בארצות-הברית. אפשר כי הדבר מבטא מדיניות המעמידה במרכז תשומת הלב את האינטרסים של החברה עצמה. ההחלטה של מועצת המנהלים אם לחלק דיבידנדים או לשמור את המזומנים בחברה עצמה לשם פיתוחה, נגזרת מהשאלה אם כל דולר של רווחים יכול להועיל לחברה יותר אם היא תשקיע אותו (לאחר שהבאנו בחשבון את הפגיעה האפשרית במערכת היחסים של בעלי המניות עם החברה). בדרך זו באים לידי ביטוי האינטרסים הרחבים של כל הקהלים כפי שהם משתקפים ברווחת החברה עצמה.

רביעית, עקב מבנה הבעלות המרוכז של החברה הגרמנית והמרכזיות של הבנקים, כמעט שלא מתבצעות שם השתלטויות עוינות.⁵⁸ כנגזר מכך כוחות שוק השליטה אינם משמשים גורם מפקח על פעולת המנהלים.⁵⁹ בגרמניה לא קיימת עדיין חקיקה פורמלית המסדירה רכישות ומיוזגים, אך קיימות הנחיות בלתי פורמליות.

ניתן אפוא לסכם כך: בגרמניה קיימת מחויבות מסורתית כלפי ציבור העובדים וכוונה בסיסית להגן על זכויותיהם.⁶⁰ ההנחה היא שהם אמורים להיות מוגנים

57 ראו: Fukao, *supra* note 46, at p. 120.

58 בין השנים 1945 ו-1999 התבצעו רק שלוש עסקאות מסוג זה, ראו: Bradley et al., *supra* note 33, at p. 56 n. 277.

59 במקום אחר תיארתי את דרך הפעולה של שוק השליטה בחברות כמכשיר לפיקוח על התנהגות המנהלים בחברות ציבוריות: "ניחול חברה בדרך לא יעילה או הנגועה בפעילות אינטרסנטית תגרום ליירדה בערך מניות החברה הנסחרות בשוק. ככל שתתחזק חוסר יעילותה של ההנהלה בניצול אופטימלי של נכסי החברה, כך יגדל הפער בין ערכה הנוכחי של החברה לבין הפוטנציאל הכלכלי הטמון בה. הפער מייצג הזדמנות מסחרית לשאר המשקיעים בשוק מכיוון שמחיר הנמוך של מניות החברה, אף שהוא מייצג מציאות כלכלית אמיתית, עשוי להשתנות ברגע שתחולף ההנהלה הכושלת או הלא אמינה וימוצה הפוטנציאל הכלכלי של החברה. לפיכך, הכוחות התחרותיים הקיימים בשוק יבחינו במחיר ההזדמנות של המניות וינסו לרכוש מניות בכמות מספקת כדי להעביר את הבעלות בשליטה בחברה." יצ' שטרן רכישת חברות (1996) 161.

60 "Germany had an ideological tradition of codetermination, dating from the nineteenth century, when religious groups championed it to soften capitalism, to foster a workplace

לא רק באמצעות המערכת החוזית הרגילה, אלא גם במסגרת ההסדרים הכלליים הנוגעים במשטר ובמבנה של החברה. העובדים, בצד בעלי המניות והמנהלים, נחשבים לאחד משלושת הגורמים המנהיגים את החברה⁶¹. הרעיון הבסיסי הוא שמאחר שהעובדים, כמו המשקיעים, קובעים את גורלה של החברה, הם רשאים להגן על האינטרסים שלהם בתוך המשטר והמבנה של החברה (ולא רק באמצעות חוזה או חוק כללי כלשהו)⁶². הבנקים, שהם הנושים והמשקיעים גם יחד, מאכלסים את החצי השני של הגורם המפקח. כיוון שכך, ההפרדה בין השליטה והבעלות איננה מהווה בעיה של ממש במודל הגרמני⁶³.

המחשה בולטת להבדל המהותי שבין המודל הגרמני ובין המודל האנגלו-אמריקני ניתן לראות בעובדה שבשפה הגרמנית לא קיים ביטוי עבור מונח היסוד "Shareholder Value"⁶⁴, מונח המגדיר את עצם ההוויה והתכלית של החברה האמריקנית⁶⁵.

2. האיחוד האירופי (EU)

המודל הגרמני הוא דגם מוביל במשטרים רבים באירופה. אף אם קיימים הבדלים בין מקום למקום, ואף אם בחלק מהמקומות מדובר במסורת ולא במסגרת מחייבת פורמלית, בפועל ברור, שההשפעה של המודל הגרמני גדולה יותר מזו של המודל

community without socialism, to find a middle way between capitalism and socialism. While American politics fragmented capital and labor, German politics brought them together in the boardroom". ראו: Roe, *supra* note 8, at p. 214. (הערות הושמטו במקור).

61 בגרמניה, העובדים נחשבים כמשקיעים בחברה לא רק מצד ההון האנושי, אלא גם מצד ההון הכלכלי: שני שלישים מהנכסים של קרנות הפנסיה של העובדים מושקעים בחברה המעסיקה. רק שליש מכספי קרנות הפנסיה מושקע מחוץ לחברה. זהו אלמנט חשוב נוסף הקושר את גורלם של העובדים עם עתיד החברה ויוצר זהות בין האינטרסים שלהם. ראו: E. Schneider-Lenné "Corporate Control in Germany" 8 *Oxford Rev. of Econ. Policy* (1992) 11, 13.

62 מקובל לאפיין את יחסי העבודה בגרמניה כקואופרטיביים ואילו בארצות-הברית כאדברסריים, ראו למשל: V.P. Dolan "Subverting Labor Law by Industrial Subsidy: The State as Labor" 129, 131 *Comp. Lab. L.J.* (1992) 129, 131. Law Patron and as Merchant Banker

63 זוהי גם מסקנת הדין אצל: 1141 at p. 1141, *supra* note 53, Cunningham.

64 ראו: S. Wagstyl "Crums from the Table" *Fin. Times* (Sep. 25, 1996).

65 כך, למשל, קובע פובליציסט בריטי ידוע, עורך לשעבר של העיתון החשוב "The Observer":

"The object of the U.S. corporation is now naked and unashamed: it is to maximize financial gain for those who own it" W. Hutton *A Declaration of Interdependence: why America should join the world* (New York, 2003) 98. רב-כוח בדבריו הידועים של חתן פרס נובל לכלכלה, איש אוניברסיטת שיקגו, המלומד "Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible. This is a fundamentally subversive doctrine" M. Friedman *Capitalism and Freedom* (Chicago, 1982) 133.

האנגלו-אמריקני. לכן אין להתפלא על כך שהאיחוד האירופי מבקש להחיל את הרעיונות הגרמניים על המדינות החברות בו.

באופן כללי האיחוד האירופי מעוניין להשפיע על דיני החברות של המדינות החברות בו בשתי דרכים מרכזיות⁶⁶: באמצעות דירקטיבות הקובעות אלמנטים שונים שעל דיני החברות הפנימיים של המדינות החברות לכלול, ועל ידי רגולציה אירופית האמורה לחול במישורין על המדינות החברות (בדומה לחוק פדרלי החל על מדינה החברה בפדרציה). הדירקטיבה החמישית⁶⁷, העוסקת במשטר ובמבנה והרלוונטיות לדיון כאן, הוצעה לראשונה בשנת 1972 ועדיין לא אומצה, לא בגרסתה המקורית ולא בגרסאות מאוחרות יותר⁶⁸. במקור היא קבעה שבחברות גדולות, שהן חברות ציבוריות (או שיש להן יכולת להפוך לציבוריות), הדירקטוריון יהיה מורכב משני חלקים: ביצועי ופיקוחי. לפחות שליש מחברי הדירקטוריון הפיקוחי יהיו נציגי עובדים. נוכח התנגדות להצעה זו, בעיקר מצד אנגליה, שונתה ההצעה בשנת 1983, כך שכל מדינה חברה תהיה רשאית לבחור בין דירקטוריון חד-שכבתי לדו-שכבתי. ההצעה לא חזרה בה מהכוונה המקורית לאפשר מעורבות של העובדים במבנה ובמשטר של החברה. בחברות אירופיות, שבהן יהיה דירקטוריון דו-שכבתי קיימות ארבע חלופות למעורבות של העובדים: (1) בין שליש למחצית החברים בדירקטוריון הפיקוחי ייבחרו על ידי העובדים — כמו במודל הגרמני; (2) הדירקטוריון עצמו יבחר את החברים בו, אולם תישמר זכות וטו מנומקת לנציגי העובדים באשר למינוי של חברים לדירקטוריון — על פי מודל הולנדי; (3) על הדירקטוריון הפיקוחי תוטל חובה להתייעץ עם נציגי עובדים, מדי רבעון, בנוגע לעסקי החברה, ולפני קבלת החלטות שיש להן השפעה משמעותית על האינטרסים של העובדים; (4) הסדרים אחרים, שיוסכם עליהם במשא ומתן קיבוצי עם העובדים. בחברות שבהן קיים דירקטוריון חד-שכבתי יהיו שני סוגים של חברים: מיעוט החברים יסווגו כדירקטורים ביצועיים ורובם יכהנו כדירקטורים לא-ביצועיים (Nonexecutive). העובדים יבחרו בין שליש למחצית הדירקטורים הלא-ביצועיים. לחלופין, יתאפשר גם ייצוג אחר לעובדים בדרך שתוסכם במשא ומתן קיבוצי בין הצדדים. כאשר

66 לדיון כללי ראו: Conard, *supra* note 38, at pp. 86–94.

67 ראו: Amended Proposal for a Fifth Council Directive Based on Art. 54 of the EEC Treaty *European Company and Financial Law: European Community Law — Text Collection* (K.J. Hopt & E. Wymeersch eds., 1994).

68 לחיבור גלגולי הדירקטיבה החמישית ולניתוחים של סעיפיה ומשמעויותיהם ראו, למשל: K.J. Hopt “New Ways in Corporate Governance: European Experiments with Labor Representation on Corporate Boards” 82 *Mich. L. Rev.* (1984) 1338; R. Blanpain, (ed.) “Workers’ Participation in the European Community: The Fifth Directive” 13 *Bull. Comp. Lab. Rel.* (1984) 1–294; W. Kolvenbach “EEC Company Law Harmonization and Worker Participation” 11 *U. Pa. J. Int’l Bus. L.* (1990) 709; Conard, *supra* note 38, at pp. 89–92; T.L. Blackburn “The Societas Europea: The Evolving European Corporation Statute” 61 *Fordham L. Rev.* (1993) 695.

לסטנדרט ההתנהגות הנדרש מחברי הדירקטוריון נקבע כי עליהם לפעול למען האינטרסים של החברה תוך התחשבות באינטרסים של בעלי המניות ושל העובדים. הסדרים דומים קיימים גם בהצעות לחוק חברות אירופי.⁶⁹

האיחוד האירופי גם קובע כי על כל המדינות החברות (למעט אנגליה) לגרום לכך שחלק הארי של החברות המאוגדות בהן יאמצו פרוצדורות לארגון ולהקמתן של מועצות עובדים (Work Council), שעל החברה להתייעץ עמן בנוגע לנושאים מרכזיים המשפיעים על האינטרסים של העובדים ובכלל זה הצעות לפיטורין, שינויים בשליטה ועוד.⁷⁰ החיוב להקים מועצות כאלה נגזר ממספר העובדים בחברה, כאשר המספר הקובע, המפעיל את החובה, משתנה ממדינה למדינה.⁷¹ כמו כן, האיחוד דורש שחוזי העסקה של עובדים ייסחרו בצמוד לנכסי החברה, כך שאם החברה נמכרת כעסק חי, הרוכש ימשיך, על פי החוק, להיות כפוף לחוזי העבודה של העובדים.⁷²

את המגמה של החוק האירופי בסוגיה הנידונה ניתן לסכם במילים הבאות:⁷³

“The company law harmonization program of the European Community has as its principal components the coordination, safeguarding, protection and equivalence necessary to protect shareholders, creditors, customers, potential investors and, last, but not least, the employees of companies in the Member States”.

עם זאת יש להודות כי באופן כללי האיחוד האירופי נכשל במאמציו להפעיל דירקטיבה שתאחד את דיני החברות במדינות החברות.⁷⁴ מסתבר כי מקור הכישלון אינו בחוסר ההתאמה של ההסדרים המוצעים למציאות הכלכלית, אלא בעובדה שבעלי הכוח הנוכחיים בכל אחת מהמדינות — כוח שנובע ממבנה הבעלות הקיים בהונן של החברות ומהמערכת הנורמטיבית הקובעת את המשטר והמבנה בכל מדינה ריבונית — מתנגדים לויתור על הכוח ועושים ככל יכולתם למנוע את קבלת הדירקטיבה המוצעת. בכלכלות מרוכזות כמו צרפת ואיטליה — המשפחות

69 ראו: “Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Company” T.E. Abeltshauser “Towards a C 263 O.J. (1989) 41 לדין ולניתוח של הצעת החוק ראו: European Constitution of the Firm: Problems and Perspectives” 11 Mich. J. Int'l L. (1990) 1235.

70 ראו: Council Directive 94/45/EC of 22 September 1994 on the establishment of a European Works council or a procedure in community-scale undertakings and community-scale groups of undertakings for the purposes of informing and consulting employees L254 O.J. (1994) 64, arts. 1–2.

71 לפרטים ראו: Cunningham, *supra* note 53, at p. 1142 n. 36.

72 Ibid, *ibid*.

73 ראו: Kolvenbach, *supra* note 68, at p. 709.

74 ראו, למשל: J.J. Du Plessis & J. Dine “The Fate of the Draft Fifth Directive on Company Law: Accommodation Instead of Harmonization” 1997 J. Bus. L. (1997) 23.

כלכלת בעלי מניות או כלכלת קהלים – דיני חברות במבט השוואתי וגלובלי

השולטות מתנגדות; בכלכלות מפורזות כמו אנגליה – המנהלים מתנגדים; בגרמניה – שם יש מעמד מיוחד לעובדים – הם המתנגדים.⁷⁵

3. צרפת

ייחודו של המשטר והמבנה הנהוג בצרפת הוא בכך שהוא גמיש. החל משנת 1966 ניתנה לחברות האפשרות לבחור בין דירקטוריון חד-שכבתי ובין דירקטוריון דו-שכבתי, המורכב ממועצה מפקחת וממועצה מנהלת.⁷⁶ המועצה המנהלת מונה לפחות שני חברים ולכל היותר חמישה. היא נושאת בסמכות הניהולית המלאה בכל הנוגע לתפקוד השוטף של החברה. עליה לדווח מדי רבעון למועצה המפקחת. המועצה המפקחת מונה לפחות שלושה חברים ולכל היותר עשרים וארבעה. החשוב לענייננו: עובדי החברה רשאים למנות עד שליש מהחברים במועצה המפקחת. שאר חברי המועצה נבחרים על ידי בעלי המניות. המועצה לא רק מפקחת על חברי המועצה הניהולית, אלא גם בוחרת אותם, מפטרת אותם, קובעת את שכרם, מאשרת חוזים בין החברה וביניהם ומדווחת על ממצאיה לבעלי המניות.⁷⁷ ברור, לפיכך, שלעובדים בחברות אלו יש השפעה רבה על הנעשה בחברה. אולם בפועל רק חלק קטן, פחות מ-2%, מהחברות הצרפתיות בוחרות להתנהל על ידי דירקטוריון דו-שכבתי (אם כי הוא פופולרי יותר בין חברות גדולות: ב-18% מ-120 החברות הגדולות בצרפת יש דירקטוריון דו-שכבתי).⁷⁸ האם יש בכך כדי ללמד על נחיתותו של המודל הדו-שכבתי? האם כוחות השוק התחרותי בצרפת הם שהביאו להעדפה של המודל האנגלו-אמריקני על פני המודל האירופי? דומני שהתשובה שלילית, ויש בה הד לכישלון הדירקטיבה האירופית: הממסד הקיים של חברות מעדיף דירקטוריון חד-שכבתי, אשר משמר בידו כוח (בלי שיחלוק אותו עם העובדים). הממסד המסורתי מצליח לממש את רצונו, על שום המאפיינים הייחודיים הריכוזיים של הכלכלה הצרפתית. הנה מספר עובדות: בצרפת קיימת מסורת של החזקות צולבות בחברות באמצעות חברות המאורגנות במסגרות המכונות Noyaux Durs. על פי ההערכה, מסגרות אלו מחזיקות יחדיו בין עשרים לשלושים אחוזים מההון של חברות צרפתיות.⁷⁹ כיוון שהחברות המאורגנות באותה מסגרת קשורות זו לזו, הן מפעילות פיקוח נחות יחסית, זו על זו. זאת ועוד, התופעה של "Interlocking

75 ראו: L.A. Bebchuk & M.J. Roe "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance" 52 *Stanford L. Rev.* (1999) 127, 165.

76 Law No. 66-537 of 24 July 1966, on Business Enterprises translated in *French Business Enterprise: Basic Legislative Texts as amended to January 1, 1979* (J.H. Crabb trans., 1979) 15.

77 *Ibid.*, at arts. 119–128.

78 ראו: L.J. Aste "Reforming French Corporate Governance: A Return to the Two-Tier Board?" 32 *Geo. Wash. J. Int'l L. R.* (1999) 6, 25, 38.

79 ראו: D.J. Berger "Guidelines for Mergers and Acquisitions in France" 11 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* (1991) 484, 503.

"Boards קרי דירקטור מחברה א' חבר בדירקטוריון של חברה ב', וההפך, מקובלת מאוד בצרפת. בשל כך, מתברר כי בשנת 1989 רבע מכלל המושבים בדירקטוריונים במאה החברות הגדולות בצרפת אוישו על ידי קבוצה אקסקלוסיבית של חמישים ושבעה אנשים⁸⁰. ברור כי במציאות דחושה ואינטרסנטית זו הדירקטורים מהססים למלא את תפקידם ונפגמת יכולת הבקרה המעשית של הדירקטוריון על אורגני החברה, כך שהמסד הקיים מתפקד באופן חופשי יחסית. אין לצפות להתמסרות מרצון של ממסד זה למודל של דירקטוריון דו-שכבתי.

עוד ראוי לציין כי בצרפת מקובל שהנהלה חייבת את חובות ההתנהגות שלה לחברה עצמה, היינו לכל הקהלים ולא רק לבעלי המניות. היא אמורה לשרת את ה"אינטרס הסוציאלי", מונח רחב שמשמעותו – טובת החברה עצמה. יש הקושרים זאת לתפיסה הקונטיננטלית ההיסטורית הרואה בחברה "אדם" (ברוח התאוריה הראלית) אשר זקוק להגנה⁸¹. ואכן, בשנת 1994, בסקר עמדות של דירקטורים צרפתים התברר כי כ-57% מהם רואים את האינטרס החברה כמושא של חובות ההתנהגות שלהם ורק 42% מהם מזהים את האינטרס של בעלי המניות כמושא של חובות אלו⁸².

ג. המודל היפני

דיני החברות היפניים, כמו הדין הגרמני, אינם כוללים ציווי נורמטיבי בדבר תכלית החברה ואין הם מזהים קהל כלשהו (בעלי המניות או אחרים) כקהל יעד מרכזי לפעולת התאגיד. עם זאת, הפילוסופיה, החברה והתרבות היפניים⁸³, כמו גם כוחות כלכליים רבי-עצמה ובעלי שורשים עמוקים, יוצרים שם מערכת שונה לחלוטין מזו המוכרת לנו, של חלוקת כוחות בין הקהלים השונים המעורבים בתפקודה של החברה. המציאות היפנית מציגה מודל חלופי קיצוני, שבינו לבין המודל האנגלו-אמריקני יש מקום ניכר לפיתוחם של גוונים שונים של מערכות נורמטיביות של משטר ומבנה. באופן כללי, בארצות-הברית תפקוד החברה סובב סביב משקיעי ההון, ואילו ביפן הקהילה כולה היא שעומדת במרכז התמונה התאגידית. בניגוד למקובל בקפיטליזם המערבי, החברה איננה אך ורק ארגון כלכלי, אלא היא גם מוסד חברתי.

על מנת להמחיש את ההבדל נפנה למספר נתונים מאירי עיניים בדבר התודעה העצמית של מנהלים של חברות בדבר מהות תפקידם. בסקר שנערך בשנת

80 ראו: R.A.G. Monks & N. Minow *Corporate Governance* (1995) 302.

81 *Ibid*, at pp. 26–27.

82 ראו: J. Caussain & B. Richard "Corporate Governance at Droit Francais" *L'A Geefi* (Mar. 1995).

83 מן המפורסמות שהחברה היפנית מרגישה את הקבוצה (משפחה, גילדה, אומה) על חשבון הפרט. האתיקה הקונפוציאנית מייחסת חשיבות רבה לגיל ולמעמד היררכיוני. לפיכך, עולם הערכים שבו מתקיים עולם העסקים היפני שונה מזה המוכר לנו במערב. התיאור להלן משקף היטב עולם ערכים זה.

1988 נשאלו מנהלים של חברות ביפן ובארצות-הברית באשר למטרות הניהול שלהם.⁸⁴ כמצופה מהשתרשות התפיסה של העדפת האינטרסים של בעלי המניות בארצות-הברית, תוצאות הסקר מלמדות כי בראש מעייניהם של מנהלים אמריקנים עומד ההחזר השוטף על ההשקעה של בעלי המניות ואחריו באים רווחי ההון של בעלי המניות. בניגוד מוחלט, המנהלים היפנים דירגו כמטרה עליונה את הייצור והפיתוח של מוצרים ושל מפעלים חדשים וכמטרה שנייה במעלה את השמירה ואת ההגדלה של חלקה של החברה בשוק. שני יעדים אלו מלמדים על החשיבות שהיפנים רואים בהישרדות החברה ובצמיחתה. המנהלים היפנים דירגו את רווחי ההון של בעלי המניות במקום האחרון: רק 2.7% (!) מהמנהלים של 724 החברות היפניות שנסקרו בחרו ברווחי ההון של בעלי המניות כאחת משלוש המטרות המרכזיות של החברה, זאת לעומת 63% מהמנהלים של חברות אמריקניות. גם ההחזר על ההשקעה לא הוזכר כמטרה חשובה על ידי רבים מהמנהלים היפנים. באותו סקר המנהלים התבקשו גם לדרג את החשיבות שהם מייחסים לשורה של שבעה שיקולים (שהוצגו כפניהם) בעת שהם מתכננים ייזום עסקי חדש. שוב, האמריקנים העמידו בראש את השיקול של החזר ההשקעה עבור בעלי המניות, ואילו היפנים שמו את הדגש על פוטנציאל הצמיחה של השוק שהם שוקלים להיכנס אליו. בסקר קודם, משנת 1980, התבקשו מנהלים לדרג את מטרות החברה מבין תשעה פקטורים שהוצגו להם. מעניין להשוות את הפקטור שדורג במקום האחרון על ידי ציבור המנהלים בשתי הכלכלות: בארצות-הברית — שיפור תנאי העבודה של העובדים; ביפן — העלאת ערך המניה.⁸⁵ מדוע מעדיפים מנהלים יפנים את האינטרסים של החברה (צמיחה והישרדות) על פני האינטרסים של בעלי המניות (רווח)? התשובה נעוצה במספר מאפיינים חשובים של המשק היפני:

בדומה לקיים בגרמניה, גם ביפן מבנה הבעלות הטיפוסי בהון של חברות הוא מרוכז ויציב.⁸⁶ חמשת הנושים הגדולים של החברה מחזיקים כ-20% ממניותיה.⁸⁷

84 לפירוט הנתונים המעניינים ראו: Iwai, *supra* note 26, at pp. 605–606.

85 לניתוח דירוג מטרות החברה ראו: Economic Planning Agency “Japanese Government, 1980/1981” J.C. Abegglen & G. Jr. Stalk, *Economic Survey of Japan* 1980/1981”

Kaisha, The Japanese Corporation (1985) 176–177

86 לתיאור וניתוח ראו: S. Prowse “The Structure of Corporate Ownership in Japan” 47 *J. Fin.* (1992) 1121

87 ביפן קיימים יחסים קרובים ומתמשכים בין הבנקים הנושים ובין החברה הלווה. החברה חושפת מידע פנימי לפני הבנקים והם נתפסים כשותפים למיזם העסקי. לעתים הם גם ממנים את נציגיהם לדיקטטוריון החברה, בייחוד במקרים שבהם החברה נמצאת במצוקה. חברות יפניות נוטות, במקרים לא מעטים, לוותר על עצמאות יחסית, על מנת להשיג מימון באמצעות חוב גבוה שמאפשר להן לצמוח באורח אגרסיבי. הבנקים, מצדם, מוכנים להגדיל את החשיפה שלהם לפעילותה של חברה ספציפית, מפני שמעורבותם בחברה רבה והם יכולים לחשב את הסיכון בצורה טובה יותר מעמיתיהם במערב. קיימות מגבלות חוקיות על גובה ההחזקות של בנק בחברה יפנית, אך הבנקים פועלים ליצירת קואליציות מתואמות בין ארבעה או חמישה בנקים ובכך מגיעים לעמדת השפעה בחברה, ראו: J.R. Macey & G.

חברות ביטוח מחזיקות גם הן, בממוצע, כ-20%. יתרה מזאת: חלק משמעותי מהכלכלה היפנית מאורגן באמצעות קבוצות של חברות המכונות Keiretsus.⁸⁸ כל אחת מהחברות בקבוצה עצמאית ועומדת בפני עצמה, אך הן קשורות ביניהן באמצעות החזקות צולבות של מניות מיעוט האחת ברעותה. קיימים גם קשרים חוזיים מורכבים ביניהן. בחלק מקבוצות אלו כלול גם בנק גדול אשר מחזיק במניות מיעוט בכל אחת מהחברות שבקבוצה ושותף עמה בעסקיה בדרכים מגוונות. כתולדה ממבנה היסטורי זה, חברות אחרות, הנמנות על הקבוצה העסקית שהחברה משתייכת אליה, מחזיקות בממוצע כ-25% מההון של החברה. התמונה הכוללת היא שכשני שלישים ממניותיה של חברה יפנית גדולה כלל אינן מגיעות לשוק ההון, ומוחזקות בידי מי שהיפנים מכנים אותו "Stable Shareholders". בכ-84% מהחברות הציבוריות ביפן למעלה ממחצית המניות מוחזקות בידי "בעלי מניות יציבים"⁸⁹. מצב זה נשמר, בדרך כלל, לאורך זמן משום שגורמים אלה נמנעים, כעניין שבמדיניות ובמסורת, מלמכור את החזקותיהם לאחרים. שאר המניות מוחזקות על ידי פרטים (כ-20%) ועל ידי מוסדות פיננסיים שונים וגורמים נוספים.⁹⁰

עולה אפוא שהרוב המכריע של בעלי המניות, בנוסף על היותם ספקי ההון של החברה הם גם ספקי החוב או שותפים עסקיים שלה. הם כמובן מעוניינים בהחזר נאות על ההשקעה שלהם בחברה, אך זוהי איננה הציפייה היחידה שלהם מהחברה, ולעתים היא אף איננה הציפייה המרכזית. ככלל, האינטרסים של בעלי המניות היפנים בהצלחת החברה מורכבים הרבה יותר מאלו של בעל מניות שכיה בחברה אמריקנית. על רקע זה ניתן להבין שורה של ממצאים, המלמדים על חשיבות נמוכה יחסית שדיני החברות והמציאות ביפן מייחסים לאינטרסים של בעלי המניות, ועל כשירותם של אינטרסים אלה: בניגוד לבעלי מניות בחברות אמריקניות, המצפים לקבל דיבידנד כנגזרת של רווחים, בעלי המניות בחברות יפניות מקבלים דיבידנדים כנגזרת של ערך השקעתם בחברה. כאשר גובה הדיבידנד הממוצע נמדד מול שווי השוק של המניה, מתברר כי הוא מגיע רק כרי אחוז עד שניים משווי השוק של המניה. חלוקת הדיבידנדים בשיעור האמור מתבצעת כמעט תמיד, גם אם מצבה הכלכלי של החברה מחייב אותה ללוות כספים או למכור נכסים לשם חלוקת הדיבידנדים. נוהג מסחרי שכיה זה מלמד על מערכת ציפיות

P. Miller "Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan, and the United States" 48 *Stanford L. Rev.* (1995) 73, 82-83 כללי, הבנקים משתדלים גם לשמור על מתאם בין הבעלות שלהם בהון ובחוב: בנק שלווה לחברה סכום גבוה גם ירכוש נתח גדול יחסית בהון החברה.

88 בתחילת שנות התשעים הן ייצרו כרבע מכלל המכירות של חברות יפניות והיוו כמחצית מהערך של כל המניות הרשומות למסחר ביפן, ראו: R.W. Lightfoot & W.C. Kester "Note on Corporate Governance Systems: The United States, Japan, and Germany" (1991) 6 (Harvard Business School).

89 ראו: Iwai, *supra* note 84, at p. 611.

90 ראו: OECD Germany, *supra* note 44, at p. 88.

הדרית המייחסת לבעל המניה מעמד הדומה לזה של משקיע סולידי, שאמנם מסכן את כספו ולכן זכאי לתשואה מסוימת, אך גובה ההחזר (הנמוך) ומידת קביעותו (הגבוהה) שונים מהמקובל בארצות־הברית. הדיבידנד בארצות־הברית הוא איתות על כדאיות ההשקעה בחברה, ולעומתו הדיבידנד ביפן הוא איתות על יציבות החברה ועל בריאותה הכלכלית⁹¹. חלוקה של דיבידנד נדיב נתפסת ביפן כהודאה של החברה שאופציות הצמיחה שלה מוגבלות וכי בעלי המניות יכולים להשיג בכוחות עצמם השקעות טובות יותר מאלו שהחברה יכולה להשיג עבורם⁹².

זאת ועוד: לא רק שבעלי המניות אינם מקבלים דיבידנדים ברמה שמשקפת את יתרותיה של החברה, הם גם אינם נהנים מהאפשרות למכור את מניות החברה בערכים גבוהים (יחסית לשווייה הכלכלי של החברה)⁹³. העובדות מלמדות כי נכון לשנת 2002, לגבי למעלה ממחצית החברות הגדולות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה של טוקיו, ערך השוק של מניותיהן נופל מערכן של החברות, כפי שהוא קבוע בספריהן. במקרים רבים שווי השוק של כלל המניות נופל אפילו משווי המזומנים וניירות הערך הסחירים שבבעלות החברה⁹⁴.

מעבר ליכולת לקבל דיבידנד, בעלי המניות כמעט שאינם מעורבים בחייה של החברה. בניגוד למקובל בארצות־הברית, חברי הדירקטוריון הם ברובם עובדי החברה, שהקדישו לה את הקריירה שלהם, הגיעו לעמדת ניהול בכירה ולבסוף גם מונו לדירקטוריון⁹⁵. קשה לזהות בהם שליחים של בעלי המניות, אלא, אם בכלל, שלוחים של ציבור העובדים שממנו באו. רק מיעוט חברי הדירקטוריון הם אחרים, כגון נציגים של בנק שהוא נושה גדול של החברה או נציגים של קבוצה ייחודית של בעלי מניות⁹⁶. לכן, לכאורה, מתבקש כי רמת הפיקוח של בעלי המניות על ההנהלה תהיה גדולה במיוחד. ואמנם, תאורטית, בעלי המניות יכולים לפטר את חברי הדירקטוריון באמצעות הצבעה ברוב רגיל, אך בפועל הדבר איננו מתרחש⁹⁷. זאת ועוד: כנגזר ממבנה הבעלות המרוכז והיציב, לא מתקיימים ביפן התנאים ההכרחיים לשם קיומן של השתלטויות עוינות. מעניין לגלות כי המילים היפניות

91 מדיניות חלוקת הדיבידנדים הצנועה אך הקבועה משמשת מכשיר רב־עוצמה לכוחות כלכליים אבולוציוניים: החברה הרווחית יכולה לשמר בידיה חלק גדול מהרווחים ועל ידי כך להגדיל את חלקה בשוק. החברה המפסידה חייבת לחלק את הדיבידנד וכתוצאה מכך מושפעת לרעה. במובן זה המשק היפני מגיב בצורה חדה יותר לתנודות ברווחיות של חברות מאשר המשק האמריקני.

92 ראו: Abegglen & Stalk, *supra* note 85, at p. 169, 180.

93 עם זאת יש להדגיש כי בעלי מניות ביפן בדרך כלל אינם משלמים מס על רווחי הון. לכן הם מעדיפים לקבל דיבידנד נמוך יחסית, כך שמרב רווחי החברה ישמשו אותה לצמיחה, דבר שאמור להעלות את ערך המניות ולאפשר להם למוכרן ברווח פטור ממס.

94 ראו: Anonymous "A Clash Over Cash" *The Economist* (18 May, 2002).

95 קרוב ל-80% מחברי הדירקטוריונים הגדולים ביפן הם אנשי פנים שתפקידו לפני מינוים כעובדים של החברה, ראו: Fukao, *supra* note 46, at p. 14.

96 ראו, למשל: Abegglen & Stalk, *supra* note 85, at pp. 183–185.

97 ראו: Fukao, *supra* note 46, at p. 15.

המתארות השתלטות עוינת הן כולן בעלות השתמעות שלילית: *miurisuru* (זנות) *baishu* (שוחד) *nottori* (חטיפה)⁹⁸.

הניתוק בין האינטרסים של בעלי המניות ובין האינטרסים של נושאי המשרה בא לידי ביטוי גם בשיטת התגמול של מנהלים ביפן אשר איננה מבוססת, בדרך כלל, על בעלות במניות או באופציות למניות, אלא על משכורות ועל בונוסים הקשורים ברמת הביצועים של החברה (להבדיל מרמת הביצועים של המניה)⁹⁹. ייחודו של המודל היפני איננו רק בצמצום החשיבות של בעלי המניות, אלא גם במקום המרכזי שתופסים העובדים. השיטה היפנית המסורתית נהגה להעניק לעובדים ביטחון תעסוקתי מלא¹⁰⁰: חברות יפניות נהגו לגייס כוח עבודה צעיר כבר עם סיום הלימודים ובטרם רכש הכשרה מקצועית או ניסיון כלשהו. הבחירה נעשתה על סמך הכישורים והתכונות הבסיסיות של הצעיר (נשים, בדרך כלל, לא הועסקו בתבנית זו) כפי שבאו לידי ביטוי במערך המיון המדוקדק שהחברות מנהלות. החברה מעניקה לעובד את כל ההכשרה שהוא נזקק לה, מבטיחה את המשך התעסוקה שלו למשך כל חייו המקצועיים, ובתמורה היא מצפה כי הוא יקשור את גורלו בחברה. המחויבות ההדדית של שני הצדדים היא ארוכת טווח (*Career Employment*): החברה תעסיק את העובד ותקדם אותו גם כאשר המצב הכלכלי איננו משופר; העובד ימשיך לעבוד בחברה גם כאשר יש לו הזדמנויות קורצות מחוצה לה. על רקע זה ניתן להסביר שורה של עובדות שמאפיינות את העובד ואת יחסי העבודה ביפן: לחברות יפניות יש ערך סוציאלי (ולא רק תעסוקתי) בעולמם של העובדים; רמת הזדהות בין העובדים ובין החברה גבוהה במיוחד; מערך יחסי העבודה איננו אנטגוניסטי, אלא מדגיש את המטרות המשותפות; העובדים מוכנים להשקיע הון אנושי בהתמחויות ספציפיות; תפקודם השכיח הוא מלא מוטיבציה חיובית, ורבים מהם מתייחסים אל מקום העבודה כאל משפחה או לפחות כאל קהילה. בצד היתרונות יש לשיטה היפנית המסורתית גם חסרונות מובהקים: הקושי לפטר עובדים פוגע בגמישות התגובה של הנהלות לתפניות במצבה של החברה. השיטה מקשה על על עריכת שינויים מבניים בחברות ועל ביצוע השתלטויות ומיזוגים. המחויבות האנושית מתבררת לעתים כרחיים על צווארה של הנהלה המעוניינת לבצע פעולות שונות המתחייבות מהתחרות בשוק. ניתן אפוא לקרוע, כי באיזון שבין ביטחון ויציבות, מצד אחד, ובין גמישות וניצול הזדמנויות, מצד שני, הבחירה היפנית המסורתית היא קיצונית לכיוון הראשון ואילו הבחירה האמריקנית המסורתית קיצונית לכיוון האחר¹⁰¹.

98 ראו: Bradley et al., *supra* note 33, at p. 57.

99 ראו: Abegglen & Stalk, *supra* note 85, at p. 187.

100 *Ibid.*, at pp. 199–205.

101 האם בחירות אלו תשתמנה בעתיד כפי שהיו בעבר? הרעת נותנת שהגלובליזציה ופתיחת השערים התרבותיים והכלכליים שבין המזרח למערב, ישפיעו על צעירים יפנים לוותר על הביטחון שבתעסוקה ארוכת טווח לטובת מימוש עצמי מסוג אחר. גם ההעדפה היפנית המסורתית של יחס שמרני לסיכון עלולה להתברר כיקרה מדי בשוק בינלאומי תחרותי. מנגד,

האסטרטגיה היפנית המסורתית של יצירת שיתוף אינטרסים בין העובדים ובין החברה מבהירה כי במובנים רבים העובדים הם הגורם המרכזי בחייה של החברה. כאמור לעיל, הדבר בא לידי ביטוי גם בעובדה שדירקטוריון החברה מורכב, בעיקר, מעובדים בכירים. חוסר המעורבות של בעלי המניות משאיר גם הוא את הגה החברה בידי ממסד שטובת העובדים מול עיניו. ודוק: בניגוד למודל הגרמני, שם העובדים מאיישים את הדירקטוריון מתוקף היותם נציגי עובדים, ביפן הם מאיישים את הדירקטוריון (בדרך כלל בהיקף גדול מזה הנהוג בגרמניה) מכוח היותם האנשים המתאימים לתפקיד. על רקע זה ניתן להבין את הקביעה הבאה¹⁰²:

"In Japan, economic enterprise are assumed to exist primarily for the benefit of those who work within them or otherwise depend upon them for their livelihood, as opposed to those who invest capital in them".

וכן¹⁰³:

"It is widely accepted that the welfare of the employee is the most important goal of the [Japanese] corporation".

באופן כללי ניתן להציג את ההבדל בין המודלים כך: בארצות־הברית תכלית החברה היא השאת הרווחים של בעלי המניות; ביצועי החברה (שרידותה, רווחיה, חלקה בשוק וכדומה) הם המכשיר המאפשר את הגדלת הרווחים של ספקי ההון. בתהליך זרימה זה של סיבה ותוצאה יש חשיבות רבה לרמת הביצועים של החברה בטווח הקצר, כיוון שהוא זה שמשפיע באופן ישיר ביותר על ערך המניה ועל גובה הדיבידנדים. מנגד, ביפן, תכלית החברה היא השאת הביצועים של החברה עצמה; הגדלת הרווחים של בעלי המניות היא רק אחת התוצאות הנובעות מכך. תוצאות נוספות הן הגדלת הביטחון במקום העבודה של העובדים; הבטחת המשך קריירה מוצלחת למנהלים; החזר חוב לנושים; שיפור ברמת המוצרים וכדומה. ממילא ברור שהאווירה העסקית שם מעודדת חשיבה ארוכת טווח. כנגד מכך, האפיון האנגלו־אמריקני הפופולרי של בעלי המניות כ"בעלים" של החברה, איננו מתאים למציאות היפנית. בעלי המניות הם אחד מהקהלים הנהנה מהצלחת החברה. הם אינם היעד היחיד (ואף לא היעד המרכזי) של פעולתה, באשר רווחיות החברה איננה מזורמת דווקא אליהם (לא באמצעות הדיבידנד ולא באמצעות עליית ערך המניה).

קיימים כוחות כבדי משקל שמאטים את תהליך השינוי ומייצבים את כל אחת מהמערכות בנקודה שונה מחברתה. לדין בהיבטים השונים ראו פרק ה' להלן.

R.B. Reich "Labor Law, Reform, and the Japanese Model (Book Review)" 98 Harv. L. Rev. (1985) 697, 705

Z. Shishido "Problems of the Closely Held Corporation: A Comparative Study of the Japanese and American Legal Systems and Critique of the Japanese Tentative Draft on Close Corporations" 38 Am. J. Comp. L. (1990) 337, 367

ממסד החברה איננו ידם הארוכה של בעלי המניות, והאינטרסים שלהם אינם עומדים בראש מעייניו של הממסד. כתוצאה מכך ברור לכול שבעלי המניות אינם שולטים בחברה והם אינם אמורים להיות המפקחים הבלעדיים על פעולת הממסד שלה. ואמנם מערכות הפיקוח המבני והשוקי אינן מהוות פקטור של ממש ביפן. החברה פועלת כישות עצמאית ממשית. המאפיין אותה יותר מכול הוא שיתוף האינטרסים והקואליציה בין הקהלים¹⁰⁴. האינטרסים של כל השחקנים משתלבים באינטרסים של החברה. מערך התגמול של כל חלקי הפירמה תלוי בהצלחה של הפירמה ולא של פרט כלשהו. היחסים ביניהם מבוססים על שאיפה לקונצנזוס. הצדדים כולם מתכננים את צעדיהם לטווחים ארוכים ולכן מפתחים יחסים אישיים ומשתלבים בתרבות ארגונית שיש בה הומוגניות מודגשת¹⁰⁵. המערכת מבוססת על אמון וצבירת מוניטין, ויש בה מאפיינים של מוסד חברתי, לא פחות מאשר מאפיינים של מוסד כלכלי. האוריינטציה הכללית של החברה היא מוטת צמיחה¹⁰⁶, כנגזר מהאינטרסים של החברה עצמה (להבדיל מהאינטרסים הפרטיים של מי מהקהלים).

ד. התמונה הכללית: בין כלכלת מניות לכלכלת קהלים

מנקודת הראות של הדיון בחיבור זה יש נקודות דמיון רבות בין המשטר והמבנה הנהוגים בגרמניה וביפן, וקיימים הבדלים עמוקים בין שני המודלים הללו ובין המודל האנגלו-אמריקני.

המודל האנגלו-אמריקני, המכונה גם "מודל השוק ובעלי המניות", מתאפיין בפיזור ניכר של הבעלות בהון והפקדת מרכז הכוח של החברה בידי המנהלים. מבחינה תרבותית הוא מבטא את הרוח היזמית האמריקנית, המאפשרת השתתפות רחבה, של רבים, בעסקים, הן בצד הביקוש להון (חברת מיקרוסופט החלה את דרכה במוסך של הבית השכונתי הצנוע) והן בצד ההיצע (כל אחד קונה מניה בשוק ובכך מספק הון לעסקים). פיזור ההון, שמשמעותו היא ביזור נרחב של הכוח בחברה האמריקנית, גם מבטא את החשדנות הבסיסית בתרבות זו כלפי

104 החברה היפנית הגדולה הטיפוסית היא: "a coalition of stakeholders — suppliers, lenders, customers, shareholders — holding a complex blend of senior and junior, short-term and long-term, conditional and unconditional, implicit and explicit claims against the company". W.C. Kester *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control* 76 (1991).

105 כך, למשל, תהליך הייצור בחברה היפנית מאופיין בקואורדינציה בין חלקי הארגון ובחלוקה של מידע ביניהם: R.J. Gilson "Reflections in a Distant Mirror: Japanese Corporate Governance Through American Eyes" 1998 *Colum. Bus. L. Rev.* (1998) 203, 207.

106 "The Japanese financial policies described have a growth bias. Aggressive pricing, high profit retention in the firm, low dividends, and aggressive use of debt are mechanisms that enable a growing company to grow faster. The welfare of the employees, of the management, and of the shareholder is improved with continued strong growth — therefore, growth is the principal goal of all parties". Abegglen & Stalk, *supra* note 85, at p. 176.

ריכוז עצמה בידי בודדים¹⁰⁷. חברות אמריקניות יכולות להגיב במהירות לשינויים במציאות, משום שהן נסמכות על הפיקוח החיצוני שנעשה על ידי שווקים נזילים: מניות מועברות מיד ליד; מידע זורם מאנליסטים, מאמצעי תקשורת, מהנהלות של חברות וממכונות משומנות של יחסי ציבור. חברות מעוצבות על ידי שווקי ההון, החוב והשליטה. הן רוכשות, מתפצלות, מתמזגות, מתארגנות מחדש במהירות על ידי פעולתם של השווקים התחרותיים. כמובן, למהירות ולגמישות התגובה של החברות הללו יש מחיר לא טריוויאלי: כפי שראינו התהליך מאפשר ולעתים אף מעורר החצנה של עלויות על צדדים שלישיים – שאר הקהלים. נושים, עובדים וקהילות עלולים לספוג את התוצאות של התגובה לשינויים במציאות¹⁰⁸.

צומת הדרכים המכרעת, המבחינה בין המודל האמריקני ובין המודלים שפותחו מעבר לשני האוקיאנוסים, האטלנטי והשקט, היא בבחירות העקרוניות של שלושת המודלים בנוגע לתכלית החברה: המודל האנגלו-אמריקני בנוי על העדפה אפיונית של האינטרסים של בעלי המניות; המודלים האחרים מקדמים את האינטרסים המשותפים לקהלים השונים כפי שהם באים לידי ביטוי ברווחת החברה עצמה. אמנם הן ביפן והן בגרמניה החוק איננו מצהיר בדבר התכלית הראויה לחברה, אך בפועל שורה ארוכה של פרמטרים – מבנה הכלכלה והשווקים (הון, חוב ועבודה), נורמות של דיני החברות, התרבות העסקית וגורמים נוספים – פועלים, בדרכים מגוונות, להשיג תפקוד אינטגרטיבי של חברות עסקיות למען רווחתן הן. האינטגרציה בין הקהלים היא קודם כול תולדה של מבנה הבעלות בהן. עיקר מימוןן של חברות איננו על ידי משקיעים פרטיים, כמקובל בארצות-הברית, אלא על ידי קהלים אחרים: הבנקים, שהם הנושים הגדולים של החברות¹⁰⁹, וחברות אחרות שהן ספקיות וצרכניות של החברה (במקרה של יפן).

האינטגרציה נובעת גם מהרכבם של האורגנים של החברה שכולל נציגים של קהלים אחרים (עובדים בגרמניה או נושים ביפן) ומומחים לעסקי החברה שהם אנשי פנים בחברה ולכן מזדהים עמה (ביפן)¹¹⁰. מערך התמרוץ של נושאי המשרה איננו מוטה לטובת השאת הרווחים של בעלי המניות, אלא נגזר מהצלחת החברה כגוף

107 ראו: Cunningham, *supra* note 53, at p. 1139.

108 "[s]wift adaptation does have a downside. The very slogans of 'downsizing' and 'reengineering' capture some of the fallout which workers, communities, and other corporate constituents face. Workers get laid off. Plants close, causing factory towns to fall into economic stagnation. Moreover, such severe local economic downturns can create ripple effects that reach into the national economy." *Ibid*, at p. 1145.

109 "To an American observer, this control over large voting blocks [by German banks], rather than control over credit, is the biggest difference between the German and the American structure". Roe, *supra* note 33 at p. 1939.

110 יש המדגישים את ההבדל בין המודלים באמצעות כינוי המודל האנגלו-אמריקני כ-Outsider System, להבדיל מהמודלים בגרמניה וביפן המכונים – Insider Systems. להבחנה זו ולדין במשמעויותיה ראו: "The Assessment: Corporate Government and Corporate Control" 8 *Oxford Rev. of Econ. Policy* (1992) 1.

עצמאי. בהיעדר שוקי שליטה בעלי חיוניות, בעלי המניות מאבדים את אחד ממוקדי הכוח שלהם. תחת זאת הפיקוח על ההנהלות מתבצע באמצעות שאר הקהלים¹¹¹: נציגי העובדים והנושים אשר מעורבים בנעשה, נהנים ממידע שוטף באופן קבוע וממתחים בעסקי החברה. הדבר מתאפשר הן מכוח היותם בעלי מניות (במקרה של הבנקים) והן מכוח היותם נושאי משרה (במקרה של העובדים). האינטגרציה בין הקהלים מקדמת את ראיית האינטרסים של החברה עצמה כעיקר תכליתה¹¹²: בניגוד לבעלי המניות, שמעייניהם נתונים בעיקר לרווחיהם המידיים (דיכדנדים וערך השוק הנוכחי של המניה), שאר הקהלים מעוניינים, בראש ובראשונה, בייצור ובהצלחת החברה לטווח הארוך¹¹³. העובדים חושבים כמנוחים של קריירה, הנושים מעוניינים בהחזר עתידי של חובות והספקים והצרכנים (וגם הנושים) מתייחסים אל החברה כאל לקוח שיש לשמור עליו כדי להתפרנס ממנו. בחברות גרמניות ויפניות חלק ניכר מבעלי המניות הם משקיעים יציבים, לטווחים ארוכים מאוד, שציפיותיהם מהחברה אינן מתוחמות ברווח למניה ברגע נתון (מוסדות פיננסיים, חברות ביטוח, שותפים עסקיים של החברה וכדומה)¹¹⁴. לפיכך המכנה המשותף של הגורמים בעלי הכוח וההשפעה על תפקודן של חברות יפניות וגרמניות הוא קידום האינטרסים

111 "[c]orporate employees, key trading partners, and other stakeholders in Japan and Germany have a vastly greater role in monitoring and controlling management than either shareholders or other stakeholders of large companies typically do in the United States." M.M. Blair *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century* (Washington, D.C. 1995) 283

112 "German companies do not stop at maximization of the return on investment. ... their philosophy is based on 'the concept of the interest of the company as a whole', a key concept of German corporate culture. The company is seen as a combination of various interest groups whose goals have to be co-ordinated". Schneider-Lenné, *supra* note 60, at p. 13

113 "It is difficult for many European, who feel :הבאה בדרך ההבדלים an almost sentimental kinship with their colleagues and companies, to face this logic [of American-style corporate behavior] and its implications. For it is a kind of logic; for the new dominant breed of 'rational' American shareholder, the company represents nothing more than a 'bundle of shares'... and, like everything else in the USA, it is up for grabs — if the price is right. As the French philosopher Michel Serres ... remarked, 'In America, money is the goal and things are the means to achieve it, while in Europe our goal is to achieve things, with money as the means' [The American corporation's] employees and managers are treated in the same way as its capital: all are forms of disposable merchandise". M. Albert *Capitalism vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-Term Profit Has Led It to the Brink of Collapse* (P. Haviland trans., 1993) 75–76

Team Production in Post-Capitalist Society" 24 *J. Corp. L.* (1999) 869, 884 n. 72

114 "dedicated" לתיאור ולאפיון של משקיעים יפנים וגרמנים (להבדיל ממשקיעים אמריקנים) כ"capital", ראו: M.E. Porter "Capital Choices: Changing the Way America Invests Industry" *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: a Comparison of the U.S., Japan, and Europe* (New York, D.H. Chew ed., 1997) 5

של החברה עצמה לטווח הארוך. כתוצאה מכך ניהול החברה איננו קדחתני ושואף הצלחות קצרות מועד. מנהלים אינם נדחפים להקריב את העתיד למען ההווה. גם בעיית הנציג והחשש מפני החצנה של עלויות, המקדירים את שמיה של החברה האנגלוראמריקנית, מקבלים במודלים של גרמניה ושל יפן מענה שונה. עוקצה של הבעיה, כפי שהיא מנותחת במודל האמריקני, הוא כמובן בניגודי אינטרסים הקיימים בין גורמים שונים (נושאי משרה, בעלי מניות ושאר הקהלים) ועובדה שהכוח מסור בידי גורם אחד ולא בידי האחר. התשובה הגרמנית והיפנית לבעיה פשוטה בתכלית: האינטגרציה בין הקהלים בהפעלת החברה איננה נותנת מונופול על כוח הייצוג לאחד מהקהלים. אין קהל נציג וקהל מיוצג. בעלי המניות, העובדים והנושים משמשים כנציגים וכמיוצגים גם יחד. זאת ועוד: כיוון שקיים עירוב תפקידים ומשחק כיסאות – בעל ההון הוא גם בעל החוב; העובד הוא גם נושא המשרה; הספק הוא גם בעל הון וכדומה – מתעמעמים ניגודי האינטרסים, ועצמתה של בעיית הנציג נחלשת. התמריץ של בעל ההון לחמוד דיבידנד לא ראוי נחלש כאשר ברור לו שהוא עצמו ייפגע מכך, בכובעו כבעל חוב. נושא המשרה לא ישתמש בכוחו לרעה בניגוד לאינטרס של החברה, משום שבכך יפגע בעצמו, בכובעו כעובד. הספק יירתע מפני ניצול ציני של פגם בחוזה ההספקה של המוצר, משום שבכך הוא עצמו, בכובעו כמשקיע, יינזק. ראוי להדגיש כי אין בדברים אלו כדי לטעון שמודלים אלו פותרים את בעיית הנציג, עם זאת ברור כי שיתוף האינטרסים בין הקהלים מקטין את עלויות הפיקוח שכל אחד מהם אמור להפעיל כלפי האחר ובכך מקטין את הוצאות ההפעלה של חברות.

הוא הדין בנוגע ליחס לסיכון: המתחים הקיימים בחברות אמריקניות בין העדפות הסיכון השונות שיש לקהלים שונים, נוגעים משהו במשטרים שבהם נהוגים המודלים האינטגרטיביים. ושוב: החיכוך בין הקהלים איננו מתנדף כליל. אולם כשכל אחד טועם גם מצלחתו של האחר – הוא גם אוהב סיכון בהיותו בעל מניה וגם שונא סיכון בהיותו נושה – מבין את המורכבות של השיקולים ומפנים את נקודות המבט השונות בנוגע לאפשרויות העומדות לפני החברה כך שעצמת החיכוך קטנה.

ובאופן כללי, במודלים האינטגרטיביים מצטמצם מרחב הפיתוי של בעלי המניות להחצין עלויות על שאר הקהלים. כמו כן, עקב הגבלת שליטתם המעשית בחברה קטנה היכולת שלהם להחצין עלויות. בניגוד לנהוג בארצות-הברית, מערכות היחסים שבין כל אחד מהקהלים ובין החברה אינן נתפסות כמערכות חוזיות חיצוניות לחברה, ולכן אדברסריות באופיין ומונעות על ידי כוח, אלא הן נתפסות כמערכות אינטרסים מקבילות (אף שכמובן אין הן זהות) בין שותפים לפרויקט¹¹⁵. כך, למשל, עובד שסיכוייו לשמור על מקום עבודתו מובטחים יזדהה

115 ניתן להגדיר את המודלים הנהוגים בגרמניה וביפן כבעלי אופי קהילתי (קומיוניטריאני), בשונה מהמודל האנגלוראמריקני שהוא בעל אופי חזי. ראו: Bradley et al., *supra* note 33, at p. 62. לדין באפשרות של ניהול חברות על בסיס של שיתוף פעולה ראו, למשל:

עם מקום העבודה, ישתדל במלאכתו, יתגמש בשכרו כשהדבר נדרש, יסתכן ברכישה של התמחות שאין לה דורש מחוץ לחברה וכדומה. נושה לטווח ארוך, שיש לו מושב בדיקטוריון החברה וכוח הצבעה באסיפה הכללית, יכול לפתח מומחיות בעסקי החברה, להיעזר בנגישות שיש לו למידע פנים ועל ידי כך לשמש מפקח יעיל מאין כמוהו על דרך תפקודה. מעמדו האיתן בחברה כאיש פנים גם יקל עליו לתמחר באופן זול יותר את החוב שהוא מעמיד לרשות החברה. יתרה מזאת, כעתות מצוקה הוא לא ימהר לדחוף את החברה אל עברי פי הפירוק. היכרותו האינטימית עם החברה והאינטרסים המורכבים שלו בה יתמרצו אותו לפעול ככל האפשר למען הישרדותה ושיקומה. גם בעלי המניות בחברות גרמניות ויפניות לא יתנהגו בדרך של "מהר שלל חיש בז". בהיותם משקיעים אסטרטגיים בחברה הם לא יתפקדו על פי גחמה ובהתאם לאפנה או למגמות בשוק. מחויבותם לחברה תוליך אותם לרכוש מומחיות בעסקיה באופן שיאפשר להם להועיל לחברה. בניגוד לסוחרים במניות צפות בכורסה, משקיעים אלו יעודדו את הנהלת החברה להשקיע במחקר ובפיתוח, יימנעו מחלוקה של דיבידנדים שמקשה על מצבה הפיננסי של החברה, ייזהרו מפני נטילת חלק בספקולציות רגעיות שערכן עבור החברה שלילי, יהססו מפני דחיפתה של החברה להעדרה של סיכון בלתי מבוקר (שתואם את אהבת הסיכון של סוחרים במניות שתיק ההשקעות שלהם מבוזר היטב) וכדומה¹¹⁶.

הנה כי כן, בחברות גרמניות ויפניות וקטורי הכוח שמפעילים הקהלים השונים אינם מופנים האחד מול השני, אלא האחד לצד השני, וכיוונם הכללי אחיד: קידום האינטרסים של החברה. זוהי, במשתמע, תכלית החברה העסקית בגרמניה וביפן. בדברים אלו אין כדי לטעון שהמודלים בגרמניה וביפן אינם חפים מבעיות. קיימת ביקורת חשובה נגדם, המושמעת הן מצד המשתמשים בהם והן מצד הצופים בהם. לענייננו, חשוב להבליט נקודה מרכזית אחת: אף שהקהלים השונים מתפקדים בגרמניה וביפן בשיתוף פעולה, בתוך החברה (כאנשי פנים) ועבורה, אין בכך כדי למנוע מהם, ככל שהדבר ביכולתם, להעדיף את האינטרסים הפרטיים של כל אחד מהם על פני האינטרסים של החברה. אמנם בגלל המעורבות של מספר קהלים ועקב האתוס המשותף של פעולת הקבוצה – בשונה מהמצב במודל האנגלו-אמריקני – קיימת במערכת הבנייה של בקרה הדדית וניסיונות להשיג ולשמר שיווי משקל בין אינטרסים סותרים, כך שבאופן כללי, כפי שראינו לעיל, התוצאה המתקבלת תואמת את האינטרסים של החברה עצמה. אולם עיקר הבעיה במודלים אלו נעוצה בעובדה שקיים שיתוף אינטרסים בסיסי בין הקהלים השונים (למעט בעלי המניות) לדחוף את החברה לכיוון של שמרנות יתרה. הבנקים, העובדים והספקים מאופיינים כולם בשנאת סיכון גבוהה יחסית. חברות גרמניות

J.H. Matheson & B.A. Olson "Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law" 78 *Minnesot. L. Rev.* (1994) 1443
 116 ראו למשל: W. Taylor "Can Big Owners Make a Big Difference?" 68 *Harv. Bus. Rev.* (1990) 70, 81.

ויפניות, המושפעות מקהלים אלו, תיבחרנה באסטרטגיות פעולה המונעות, בראש ובראשונה, על ידי הרצון לשמר את הקיים – מקום העבודה, החזר החוב או הרכישה של סחורות מהספקים. כמובן, הישרדות היא אינטרס ברור של החברה עצמה, ולא רק של הקהלים השונים, אולם סביר להניח כי מידת הדגש שישומו הקהלים הללו על ההישרדות עלולה להיות גבוהה מזו שהחברה, כגוף משפטי עצמאי בעל אינטרסים נפרדים מכל קהל שהוא, הייתה בוחרת בו. הדגשת יותר של ההישרדות באה בהכרח על חשבון יכולת הצמיחה של החברה, ויש לה השפעה שלילית על רווחיה. הקהלים עלולים להנחות את החברה להימנע מפיתוח יזמות עסקיות הרצויות לחברה; לגרום לה לביטוח-יתר של נכסיה ופעולותיה באופן שיכביר על תזרים המזומנים שלה; לעמוד בדרכה כאשר היא תרצה לפעול באופן גמיש המגיב לתנאים המשתנים בשווקים השונים (למשל, פיטורי עובדים, מכירת נכסים או חברות בנות, העתקת מיקום גאוגרפי של מפעליה או החלפת ספקים); לגרום לה לבזר את השקעותיה (כיוון שהם מתקשים לבזר את השקעותיהם שלהם) תחת התמקדות היוצרת יתרונות יחסיים, וכדומה.¹¹⁷

אכן, קשיים אלה הם תמונת ראי של הקשיים שהמודל האנגלו-אמריקני סובל מהם. המקום המרכזי של בעלי המניות בארצות-הברית מוליך את החברה להעדיף סיכון גם כשהדבר נוגד את טובתה. המקום המרכזי של שאר הקהלים בגרמניה וביפן גורם לחברה להתרחק מנסילות סיכון גם כשהדבר כדאי לה. בעיית הנציג במופע האמריקני מוחלפת בבעיית נציג חדשה.¹¹⁸

ה. קץ ההיסטוריה? הוויכוח על האחדה גלובלית

בעשור האחרון קיימת התעניינות גוברת באקדמיה בארצות-הברית בבדיקת המשטר והמבנה של החברה העסקית מנקודת ראות של משפט משווה (Comparative Corporate Governance)¹¹⁹. הכוללות המסורתית מתחלפת בעניין ובסקרנות

117 נתונים מעניינים, מסוף שנות התשעים, ממחישים את התוצאות השונות שאליהם מוליכים שני המודלים: הגיל הממוצע של חברה הנסחרת בבורסה באנגליה הוא 8 שנים; בארצות-הברית 14–13 שנים ואילו בגרמניה 55 שנים. חברות שנוסדו בעשר השנים האחרונות מהוות בארצות-הברית כ-40% ממספר החברות הרשומות בבורסה, ואילו ביפן הן מהוות פחות מאחוז אחד. ראו: OECD Germany, *supra* note 44, at p. 117; Fukao, *supra* note 46, at pp. 70–71. נתונים אלו יכולים להיות מוסברים על ידי גורמים רבים נוספים, אך אין ספק שהם ממחישים את ההבדל בין הרוח השמרנית, הקהילתית, שואפת ההישרדות, מצד אחד, ובין הרוח היזמית, מונחית ההון המבורר, שואפת הרווח, מצד שני. ראו גם: B.S. Black & R.J. Gilson “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets” 47 *J. Fin. Econ.* (1998) 243.

118 דרוק: הבעיה כפי שהיא מוצגת כאן איננה מדגישה את הפגיעה האפשרית ברווח למניה (מנקודת הראות של ספקי ההון), אלא את הפגיעה האפשרית באינטרסים של החברה (שעלולה לבוא לידי ביטוי, בין היתר, גם בפגיעה ברווח למניה).

119 לרשימה ארוכה של מאמרים ראו: Rock, *supra* note 28, at n. 1; M.J. Roe *Corporate Governance Today* (The Sloan Project on Corporate Governance Today).

באשר לנעשה בחצרות של השכנים. אחד המניעים המרכזיים לכך הוא תהליך הגלובליזציה, אשר בצד האופקים הרחבים שהוא פותח בפני חברות אמריקניות, הוא גם מחייב אותן להתמודד עם הנורמות הפנימיות והמסורות הייחודיות של המשטרים והכלכלות הלאומיות ברחבי הגלובוס. תפקידו של עורך הדין הגלובלי מחייב אותו להכיר מקרוב את השיטות המשפטיות ואת המודלים השונים של משטר ומבנה, תוך מתן פתרונות יצירתיים המתחשבים בשונות. חזית המחקר בארצות-הברית בוחנת כיום את הדרכים השונות שבאמצעותן מערכות נורמטיביות ושווקים, במדינות שונות, מקצים את הכוחות להפעלת החברה בין הגורמים הרלוונטיים ואת דרכי הפיקוח, שהם מאפשרים על דרכי הפעלת הכוח האמור¹²⁰. בכלל זה נידונות השאלות למען מי החברה מתפקדת, מה תפקידם של מוסדות פיננסיים מתווכים, של שווקים, של ספקי התשומות לחברה וכדומה¹²¹.

המלומדים חלוקים ביניהם באשר למתרחש בפועל ולמה שעתיד להתרחש במשפט המשווה: יש הממעטים בייחוס חשיבות להבדלים שבין המודלים השונים ומזהים תהליך מתמשך של האחדה גלובלית של המשטר והמבנה ברחבי העולם המפותח. מנגד, אחרים כופרים בקיומו של תהליך ההאחדה וסבורים כי קיימות סיבות טובות להניח כי כל אחד מהמודלים ימשיך להתקיים, כאלטרנטיבה עצמאית, גם בעתיד הנראה לעין.

הסיעה הראשונה מבססת את ציפייתה להאחדה של המשטר והמבנה בכל הכלכלות המתקדמות על העובדה שהחברות במדינות אלו עומדות מול אתגרים בסיסיים דומים. הן כולן מתחרות באותם שווקים – של מוצר, הון, חוב, עבודה וכדומה. העולם כולו, ככפר גלובלי, הוא מגרש המשחקים המשותף של כולם, ומי שלא יקבל על עצמו דרכי פעולה יעילות עתיד להפסיד בתחרות בשווקים. כך, למשל, חברה עסקית שמבנה הבעלות בה או מערכת הנורמות (הפנימיות לחברה – כגון תקנון התאגדות, או החיצוניות לחברה – כגון דיני החברות) שעל פיה

Governance at Columbia Law School ed., 1998); Shleifer & Vishny, *supra* note 27

כשלהי שנת 1997 נערך באוניברסיטת קולומביה כנס אקדמי תחת הכותרת "Are Corporate Governance Systems Converging?" באפריל 2002, נערך כנס נוסף באותו מקום תחת

הכותרת "Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals"

120 קיימות גם מחלוקות רלוונטיות באשר למידת המעורבות הרצויה של המדינה בתפקודן של חברות גדולות. במדינות שונות בירוקרטים ממותים על מנת להבטיח כי חברות תשרתנה את האינטרס הציבורי. הם מקצים את האשראי, קובעים את שערי החליפין, נותנים רישיונות ושוללים אותם, מעניקים פטורים מהגבלות על התחרות ועוד. כפי ששורה זו של דוגמאות מראה, מעורבות המדינה באה לידי ביטוי, בדרך כלל, מחוץ למסגרת הנושאת של דיני החברות עצמם.

121 יש המזהים שלוש קטגוריות של מערכות יחסים והסדרים שמהם מורכבת התמונה הכוללת של משטר ומבנה בכל אחת מהמדינות: מערכות היחסים שבין השולטים בחברה ובין כל הקהלים הפנימיים לחברה (כולל בעלי המניות); מערכות היחסים שבין הקהלים הפנימיים לחברה ובין עצמם; מערכות היחסים שבין החברה עצמה ובין קהלים שמחוץ לה (כגון דיני הגבלים עסקיים, מסחר לאומי, בריאות הציבור, בטיחות וכדומה).

היא פועלת או שהמערכת המקרו-כלכלית המדינתית שבמסגרתה היא מתפקדת אינם יעילים, עלולה להתקשות בגיוס התשומות הדרושות לה; רווחיה עלולים להיפגע ולטווח ארוך גם סיכוייה לשרוד מתמעטים¹²². אותו טיעון, מנקודת מבט מצרפית, יישמע כך: בכלכלה גלובלית שגבולות מדיניים אינם עומדים בדרכה, ההבדלים המסורתיים בין המודלים של משטר ומבנה עלולים לייצר מגדל בבל נורמטיבי ולהערים מכשולים על יכולת התפקוד המעשית של חברות על-לאומיות או רב-לאומיות ולהקטין את עוגת המשאבים העולמית.

חברי הסיעה הראשונה מצביעים על קיומם של סימנים לכך שהמשטרים השונים נוטים להתכנסות. כך, למשל, ביפן, 34% ממאה החברות הגדולות שמניותיהן נסחרו בבורסה של טוקיו בשנת 1999, רשמו את מניותיהן למסחר גם בבורסה זרה, אמריקנית או אנגלית¹²³. קיימת, ככל הנראה, תחילת מגמה של מכירת החזקות צולבות על ידי חברות הכלולות ב־keiretsu¹²⁴. ועדה יפנית שבחנה את המודל הרצוי למשטר וממשל בחברה היפנית הגיעה למסקנה שיש להציב את השאת הערך לבעלי המניות כמטרת-העל של ניהול החברה. לצורך כך היא המליצה להגדיל את מספר הדירקטורים העצמאיים בחברות יפניות¹²⁵. סימנים ראשונים לתחילת הופעתו של אקטיביזם של בעלי מניות התגלו לאחרונה ביפן כמאבק השליטה (שהוא, ככל הנראה, הראשון שם) שהתחולל בחברת Tokyo Style בין ממסד החברה ובין אחד מבעלי המניות¹²⁶. גם בגרמניה מתרחש תהליך אבולוציוני: כך, למשל, יותר ויותר חברות גדולות ומוכרות – דוגמת Siemens, Daimler-Benz ו-Deutsche Bank – מתחילות לשים דגש על הרווח למניה וחותרות לעבר הדגם האנגלו-אמריקני¹²⁷. כ-20% מהמניות הנסחרות בבורסות בגרמניה נמצאות, באמצע שנות התשעים, בבעלות של זרים¹²⁸. נעשים מאמצים לעודד בעלות רחבה

122 "The corporation and its securities are products in financial markets to as great an extent as the sewing machines or other things the firm makes. Just as the founders of a firm have incentives to make the kinds of sewing machines people want to buy, they have incentives to create the kind of firm, governance structure, and securities the customers in capital markets want". F.H. Easterbrook & D.R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (1991) 4-5.

123 ראו: Bradley et al., *supra* note 33, at pp. 74-75.

124 ראו דיווחים בעיתונות, למשל: Anonymous "Stakeholder Capitalism: Unhappy Families" *The Economist* (Feb. 10, 1996); Anonymous "Finance and economics: Japan Inc. Frays at the Edges" *The Economist* (June 3, 1995).

125 ראו: Corporate Governance Committee "Corporate Governance Forum of Japan: Corporate Governance Principles 'A Japanese View'" (Final Report) (May 26, 1998).

126 *Economist* מעריך שהצלחתו של בעל המניות עשויה לשנות את הדרך שבה חברות יפניות פועלות. *Supra* note 94, *ibid*.

127 לפירוש ראו: Bradley et al., *supra* note 33, at pp. 70-71.

128 ראו: Anonymous "European Business: Le Defi Americain, Again" *The Economist* (July 31, 1996).

של הציבור במניות¹²⁹. הקשרים ההדוקים בין הקהלים, ובמיוחד השליטה של הבנקים בחברות מסחריות, מתרופפים¹³⁰. הנהלות של חברות מתחילות לחזור אחרי בעלי המניות¹³¹. תבנית התחלופה של חברי הדירקטוריון נעשה דומה לזו הנהוגה בארצות-הברית¹³². בעקבות תהליכים אלו יש הסוברים כי אין מקום לדבר על משפט משווה של משטר ומבנה אלא על משטר ומבנה גלובליים¹³³, שנוטה לכיוון של המודל האנגלו-אמריקני¹³⁴. כשם שהסחר גלובלי, ומרכז הכובד שלו הוא בארצות-הברית, כך גם המשפט המסחרי, שתכלית החברה העסקית היא הבריה התיכון שלו, הופך להיות בעל אופי גלובלי, ובמרכזו התרבות העסקית האמריקנית אשר הופכת להיות מודל החיקוי או, בלשון עדינה יותר, המכנה המשותף או אמצעי הגישור בין השפות הנורמטיביות השונות.

עמדה קיצונית הרואה במודל האמריקני מודל משתלט, שדוחק אל מחוץ לזירה את המודלים האחרים, מציגים הפרופסורים הנסמן וקרקמן מאוניברסיטאות ייל והארוורד¹³⁵. עבורם, העדפת בעלי המניות הופכת להיות התכלית של דיני החברות הגלובליים, כך שמבחינתם ניתן לבשר על קץ ההיסטוריה של דיני החברות. העתיד צופן לנו שלטון הרמוני של המודל האנגלו-אמריקני¹³⁶:

129 J.N. Gordon "Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany" 5 *Colum. J. Eur. L.* (1999) 219

130 ראו, למשל: B. Coleman & D. Aalund "Deutsche Bank to Cash Out of Industrial Stakes" *Wall St. J.* (Dec. 16, 1998) "German banks are losing their domestic influence to a burgeoning capital market that forces companies to heed investor wishes. A spate of cross-border mergers is giving firms more global reach. And once-close ties among government, industry and labor are unraveling. ...The signs of accelerating change are everywhere. Companies have been a buying spree outside Germany that is helping create atateless corporations with looser ties to home. ...Germany is also being shaken by a profound shift of power away from banks and toward broad-based equity markets. Over the past five years Deutsche Bank has unloaded stakes in nine major firms and reduced investments in dozens more". Woodruff, *supra* note 50

131 ראו: G. Steinmetz "Changing Values: Satisfying Shareholders Is a Hot New Concept at Some German Firms" *Wall St. J.* (Mar. 6, 1996)

132 ראו, למשל: S.N. Kaplan "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany" 10 *J. Law, Econ. & Org.* (1994) 142

133 ראו: Cunningham, *supra* note 53, at p. 1171

134 "[t]he governance systems of the three major industrial economies of the world — the United States, Germany, and Japan — seem to be inexorably moving toward some practical form of convergence. The nature of this movement is inarguably in the Anglo-American direction rather than the other way around". Bradley et al., *supra* note 33, at p. 76

135 H.B. Hansmann & H.R. Kraakman "The End of History for Corporate Law" Yale *J. Law, Econ. & Org.* (Jan. 2000) 4, כפי שהתפרסם בספר: J. Gordon & M.J. Roe (eds.) *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (Cambridge, 2004).

Ibid, at p. 1

“The basic law of corporate governance — indeed, most of corporate law — has achieved a high degree of uniformity ... the pressures for further convergence are now rapidly growing. Chief among these pressures is the recent dominance of a shareholder-centered ideology of corporate law among the business, government, and legal elites in key commercial jurisdictions. There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value. This emergent consensus has already profoundly affected corporate governance practices throughout the world. It is only a matter of time before its influence is felt in the reform of corporate law as well”.

את ההתקבלות הרחבה של המודל האמריקני, שהם מכנים “Shareholder-Oriented Model”, הם מייחסים, בין היתר, לכישלון של המודלים האחרים. בטיפולוגיה שלהם קיימים ארבעה מודלים הנבדלים זה מזה בשאלה מיהי הדמות שעומדת במרכז דיני החברות: בעלי המניות (בהתאם למודל האמריקני “הסטנדרטי”); המנהלים, העובדים או המדינה. הם אינם מכירים בקיומו של מודל המעמיד במרכז את הקהלים ורואים בו שילוב של מודל המנהלים עם מודל העובדים¹³⁷. דא עקא, לטעמי, שוגים המחברים בכך שאין הם מגדירים את התכונה החיונית לשם ייחוס “מרכזיות” למי מהקהלים. כתוצאה מכך, המחברים מכלכלים בין שני מישורים נפרדים של דיון: בין השאלה מי שולט בחברה ובין השאלה לטובת מי היא אמורה לפעול. כך, למשל, מודל המנהלים, אשר הייתה לו עדנה באמצע המאה העשרים בארצות-הברית, לא התיימר לטעון שהחברה אמורה לתפקד לטובת המנהלים, אלא שיש להפקיד את הכוח בידי הקבוצה המקצועית ביותר מתוך אמון ביכולתה לתפקד באופן בלתי מוטע מאינטרסים אישיים. כמובן, מי שמאמין בכוח המנהלים לתפקד באורח מקצועי וניטרלי יכול להציב לפנייהם הגדרות שונות של תכלית החברה — רווחת בעלי המניות, רווחת העובדים, רווחת כל הקהלים או רווחת החברה עצמה — מבלי שיוותר על “מודל המנהלים”. הוא הדין בנוגע למודל המדינה. מודל זה רק קובע שהמדינה שומרת לעצמה יכולת השפעה רבה על פעולת החברה (למשל, באמצעות גולציה כבדה של השווקים שהיא מתפקדת בהם), אולם אי-אפשר לגזור ממנו עמדה כלשהי לגבי תכלית החברה. החברה יכולה להשתמש בכוחה לשם קידומן של תכליות שונות.

חשוב מכך: הנסמן וקרקמן טוענים כי כישלונם של המודלים המעמידים במרכז את המנהלים, העובדים או המדינה מסביר את אימוצו של מודל בעלי המניות

במישור הדין המצוי¹³⁸, ומצדיק אותו, במישור הדין הרצוי¹³⁹. כאשר לטענה העקרונית, שהיא עיקר עניינו בחיבור זה, יש להדגיש כי המחברים מתעלמים מקיומה של אפשרות נוספת: מודל החברה. על פי מודל זה, תכלית פעולתה של החברה היא השאת האינטרסים של החברה עצמה (להבדיל מהאינטרסים הייחודיים של כל אחד מהקהלים). אכן, דיונס ב"קץ ההיסטוריה של דיני החברות" לוקה בכשל המסורתי, שתיארת בהרחבה במקום אחר¹⁴⁰, של אי התייחסות ממשית לחברה כאישיות משפטית נפרדת במובן המלא והראוי. ראוי להדגיש כי גם כאשר להיבט התיאורי של הטיעון בדבר קץ ההיסטוריה קיימת מחלוקת רחבה: עמדתם, הקובעת כי האחדה גלובלית של המשטר והמבנה מתרחשת כבר עתה והשלמתה בלתי נמנעת¹⁴¹, נתקלת בעמדה הפוכה, שקריאתה את המציאות שונה בתכלית. האפשרות האחרת, שגם לה תימוכין רבים במידע אמפירי ובניתוח אנליטי, גורסת כי המודלים השונים ממשיכים להיות נבדלים זה מזה וכי קיימות סיבות טובות להניח כי כך יהיה גם בעתיד¹⁴². למרות הלחצים הגלובליים בשוקי ההון ובשוקי המוצר, ההרמוניזציה בין המשטרים איננה מתרחשת משום קיומם של נתוני יסוד קודמים, מכתבי דרך, בכל מדינה ומדינה, שנוכחותם מסכלת אפשרות של שינוי מהותי במשטר ובמבנה הנהוג באותה מדינה.

הפרופסורים בבצ'וק ורו, מאוניברסיטאות הארוורד וקולומביה, מחזיקים בדעה הפוכה. לידם יש לצפות להמשך קיומם של משטרים שונים במדינות שונות לאורך זמן. הם מצביעים על שני נתונים רבי-חשיבות, מכתבי דרך, בקביעת סוג המשטר והמבנה¹⁴³: מבנה הבעלות הטיפוסי בהון של חברות במדינה (Structure-Driven Path Dependence) והנורמות החוקיות שמסדירות את מערכות

"With the abandonment of a privileged role for managers, employees, or the state in corporate affairs, we are left today with a widespread normative consensus that shareholders alone are the parties to whom corporate managers should be accountable".
Ibid., at p. 9

"Our principal argument is on this normative level: we make the claim that no important competition to the standard model of corporate governance remain persuasive today".
Ibid., at p. 17

שטרן, לעיל הערה 17 בע' 358-342.
"We predict... that as European equity markets develop, the ideological and competitive attractions of the standard model will become indisputable, even among legal academics. And as the goal of shareholder primacy becomes second nature even to politicians, convergence in most aspects of the law and practice of corporate governance is sure to follow" Hansmann & Kraakman, *supra* note 135, at pp. 32-33

ראו, למשל: 8 "Industrial Groups as Systems of Contractual Governance" W.C. Kester *Oxford Rev. Econ. Policy* (1992) 24; W.C. Kester "American and Japanese Corporate Governance, Convenience to Best Practice?" *National Diversity & Global Capitalism* (S. Berger & R. Dore eds., 1996) 107-137

הדיון להלן מסכם את טיעוניהם המשכנעים. ראו: p. 75, at p. 127 Bebachuk & Roe, *supra* note 75, at p. 127

היחסים שבין החברה וכל השחקנים בה בכל אחת מהמדינות (Rule-Driven Path Dependence)¹⁴⁴. הם מסבירים את חשיבותם של שני נתוני הפתיחה מכתבי הדרך באופן הבא:

(1) למבנה הבעלות ההיסטורי בהונן של חברות במשק נתון (שמקורו בנסיבות כלכליות היסטוריות ו/או במערכות חוקים היסטוריות) יש השלכות על מבנה הבעלות העתידי בהן¹⁴⁵. כך, למשל, מבני הבעלות הנוכחיים של חברות אמריקניות (מפוזר) ושל חברות יפניות (מרוכז) יישמרו גם בעתיד, אף אם חברות בשני המשקים תתפקדנה, לאורך זמן, באותה סביבה כלכלית ותחת אותם כללים משפטיים. שתי סיבות לדבר: ראשית, יעילות. מבנה הבעלות היעיל בחברה נגזר לעתים קרובות ממבנה הבעלות ההיסטורי¹⁴⁶. שנית, גם אם שמירת מבנה הבעלות הקיים מפסיקה להיות יעילה, ימשיך המבנה להתקיים, משום שלשולטים הנוכחיים בחברה יש גם תמריץ וגם יכולת למנוע את השינויים שאמנם ייעלו את החברה, אך יפגעו ביתרונות הפרטיים שהם גורפים מהמזב הנוכחי (Rent-Seeking)¹⁴⁷. ככל שאלו המונעים את השינוי במבנה אינם נושאים במלוא העלויות של היעדר השינוי, יישמר המבנה הקיים של הבעלות בחברה, אף אם הוא איננו המבנה היעיל ביותר. בקיצור: השולט הנוכחי עלול למנוע מעבר למבנה בעלות יעיל יותר, כל עוד מבחינתו האישית המעבר לא משתלם (דבר שאיננו הכרחי, אלא תלוי בנסיבות).

144 ובכלל זה לא רק דיני החברות והעקרונות המהותיים הכלליים שלהם (שבודק כלל הם דומים במדינות שונות), אלא כל המערך הנורמטיבי הרלוונטי כולל הפרוצדורות, אמצעי האכיפה והפרטים השונים של מערך הדינים הרחב (הייחודיים לכל אחת מהמדינות), *Ibid.*, at p. 137.

145 *Ibid.*, at pp. 139–153.

146 בבצ'ק ורו מפרטים: (א) השקעות קיימות שנעשו על מנת להתאים את החברה למבנה הבעלות הקיים בה (Sunk Adaptive Costs) עשויות לגרום לכך שיהיה משתלם יותר לשמר מבנה בעלות זה (אף אם מלכתחילה מבנה בעלות אחר הנו יעיל יותר); (ב) גם אחרים במשק השקיעו בו מתוך התחשבות במאפיינים המיוחדים של מבנה הבעלות ההיסטורי בהן. גם עבורם עדיף לשמר את המבנה הקודם; (ג) לחברות משתלם לאמץ את מבנה הבעלות המקובל במשק שבו הן פועלות ואשר הסביבה שלהן רגילה בו (Network Externalities). המודל הדומיננטי במדינה הוא המודל היעיל עבור חברה נתונה באותה מדינה (גם אם הוא מודל תת-אופטימלי באופן מוחלט); (ד) מי שנהנה ממבנה הבעלות ההיסטורי (למשל, מנהלים בארצות-הברית) מעריך את היתרונות שבצד המבנה הקיים הרבה יותר מאשר היה מעריך את אותו מבנה בעלות לולא קיים (Endowment Effect). לכן, מעבר למבנה בעלות חדש עשוי להיות יקר מדי ובלתי יעיל; (ה) שמירה על הסטטוס קוו בנוגע למבנה הבעלות זולה יותר מאשר מעבר למבנה בעלות חדש, משום שלמעבר יש עלויות עסקה. ראו: *Ibid.*, at pp. 139–142.

147 כך, למשל, בחברה שמבנה הבעלות בה מרוכז, בעל השליטה עלול להימנע מלגרום לחברה לעבור למשטר בעלות מפוזרת; בחברה שנמצאת בשליטת המנהלים, משום שהבעלות בה מפוזרת, המנהלים הנהנים מעצמאות ימנעו מהחברה לעבור למשטר ריכוזי (על ידי מניעת מיזוגים והצבת מכשולים בדרך של משחלת עוין); בחברה שיכולת ההשפעה של עובדיה על דרכה, הם יעשו הכול כדי לשמר השפעה זו ובגלל כוחם סביר להניח שיעליחו בכך (גם אם החוק מאפשר לחברה לסלק את העובדים מעמדת ההשפעה). ראו: *Ibid.*, at pp. 142–153.

(2) למערכות הכללים הקיימות במדינה נתונה יש השלכה על המשטר והמבנה שיתקיים בה גם בעתיד¹⁴⁸. גם כאן מוצעות שתי סיבות: ראשית, המערכת הנורמטיבית הקיימת יעילה יותר משום שהכול כבר הגיבו לה ופיתחו מוסדות ומבנים שאמורים לענות על הצרכים המיוחדים העולים ממנה. הושקעה עלות משקית גדולה בהתאמת המציאות לכללי המשחק הנוהגים. החלפת הכללים עלולה להפוך את כל ההשקעה למיותרת ולחייב השקעה חדשה. למשל, עורכי דין ורואי חשבון מנהלים ובעלים השקיעו בעבר הון אנושי במטרה לעמוד בדרישות החוק הקיים. שינוי החליפה הנורמטיבית תחייב אותם להשקעה חדשה. שנית, פוליטיקה של קבוצות אינטרסים. התבנית המקורית של מבנה החברה מעניקה כוח ועושר לקבוצה מסוימת, והקבוצה מפעילה אותם כדי לשמר את כוחה הקיים באמצעים פוליטיים שמכוונים לשמירה על הנורמות הקיימות הנוחות לאותה קבוצה. לכן השינוי נמנע¹⁴⁹.

לכאורה יש מקום לטעון כי בכפר הגלובלי, מדינה אשר תמשיך להחיל מערכת חוקית לא יעילה עלולה להיות מובסת בתחרות, ולכן בסופו של דבר תהיה האחדה של הדין. אולם בבצ'וק ורו סוברים כי אין הוכחות כי תהליך זה אכן מתרחש¹⁵⁰. כלכלות של מדינות שבהן דיני חברות אינם יעילים אינן סובלות. הכיצד? מה שחשוב הוא אם החברה מייצרת מוצרים תחרותיים שניתן למכור אותם. גם אם המשטר והמבנה של החברה תת-אופטימלי, היא יכולה להצליח בתחרות באמצעות קיוזו בינלאומי של יתרונות תחרותיים. כך, למשל, אם המדינה מסבסדת את החברה (ישירות או על ידי מס נמוך) או אם המדינה מאפשרת לחברה נגישות זולה יותר לתשומה מאשר חברות במדינות אחרות. היכולת התחרותית של החברה מושפעת אפוא לא רק מעילות המשטר והמבנה שלה, אלא גם מהפוליטיקה המדינית¹⁵¹.

Ibid, at pp. 153–166 148

149 כך, למשל, אם החוק הקיים נותן העדפה למנהלים, הם ייהנו מכוח פוליטי רב יחסית שמגדיל את הסיכוי שאותה מדינה תמשיך לקיים בחוקיה את ההעדפה של המנהלים, למשל על ידי חקיקה של חוקים נוגדי השתלטויות עוינות, או על ידי חקיקה שמקשה על משקיעים מוסדיים לצבור דבוקות גדולות של מניות ולהפעיל את כוח ההצבעה שלהם באופן משמעותי. או אם החוק הקיים נותן יתרונות לבעלי השליטה (בכלכלה ריכוזית) הם ייהנו כתוצאה מכך מכוח פוליטי מוגבר שיאפשר להם להשפיע על המחוקק לשמר את החוק הנוח להם – למשל, חוק שמאפשר לבעל השליטה להפיק רווחים פרטיים מהחברה. המשאבים של בעל הכוח הנוכחי יאפשרו לו לקדם את האינטרסים שלו באמצעות יצירת שדולת השפעה, מתן תרומות למי שתומך באינטרסים שלו, רכישה של עמדה ושל חשיפה בתקשורת ובמעגלים יוצרי דעת קהל, נגישות לאליטות המשפיעות וכדומה. ראו: *Ibid*, at pp. 157–164

Ibid, at pp. 160–161 150

151 זאת ועוד: האם יש לצפות כי חברות תהגרנה ממדינות שבהן יש מערכות נורמטיביות לא יעילות? לכאורה היכולת להגר מאפשרת לחברה להימלט מההשפעה הפוליטית של קבוצות אינטרסים ולעבור למערכת נורמטיבית יעילה יותר, כך שיופעלו לחצים על כל המדינות לאמץ את המערכת החוקית היעילה ביותר (דבר שיובייל, לשיתחם של הנסמן וקרקמן, להאחדה של הדין). אלא שיש לערוך הבחנה בין הגירה ממדינה למדינה בתוך

עד כאן טיעונים במישור הפוזיטיבי. ומה באשר לשאלה הנורמטיבית? האם רצוי שתבצע האחדה גלובלית של המשטר והמבנה בצלמו ובדמותו של המודל האנגלו-אמריקני? קיימת אי-הסכמה בין המחקרים באשר לשאלה מהם המבנים או החוקים העדיפים והיעילים. גם התאוריה וגם האמפיריקה אינן מציינות תמונה החלטית של העדפה לכיוון כזה או אחר. על כל פנים, בבצ'ק ורו¹⁵² מציינים את השוני שבתנאי הרקע של הפעילות הכלכלית במדינות השונות: הן נבדלות זו מזו בגודלה של הכלכלה, בגודלם של שוקי ההון, במיקום הגאוגרפי של המדינה, בנגישות שלה למשאבים טבעיים, ברמת ההשקעה שלה בהון אנושי, בטכנולוגיה שכל מדינה עושה שימוש בה, בתשומות, בכוח העבודה וכדומה. כתוצאה מכך אפשר כי גם החוקים המסדירים את התנהגות החברה אמורים להיות שונים. זאת ועוד, כפי שכבר הדגשנו לעיל, קיים קשר בין המאפיינים הלאומיים התרבותיים, האידאולוגיים והפוליטיים של כל מדינה ובין שיטת המשטר והמבנה שלה. כך, למשל, התרבות האמריקנית מתנגדת להיררכיות ולשלטון מרוכז יותר מאשר התרבות הצרפתית. במדינות שונות ישנן מסורות ייחודיות לגבי יחסי העבודה ומקומו של כוח העבודה ברקמת הכלכלה הלאומית ובמעשה החושב הסוציאלי. בארצות המודל האנגלו-אמריקני, העובדים מועסקים מכוח החוזה (Employment-At-Will Tradition); באירופה משורשת התפיסה הסוציאל-דמוקרטית, ואילו ביפן ההעסקה לחיים היא דרך חיים.

עולה אפוא שהדעות חלוקות בדבר הסיכוי כי תתקיים האחדה של המשטר והמבנה בין המדינות המתועשות. יש הגורסים כי המודלים השונים יישמרו, זה בצד זה, כך שברחבי הגלובוס תתפקדנה חברות המחויבות להשגה ולמימוש של תכליות שונות. אחרים גורסים כי המודל האנגלו-אמריקני עתיד להיות דומיננטי גם באירופה ובאסיה. כשלעצמי, אינני סבור שמצב שיווי המשקל של דיני החברות — קץ ההיסטוריה — יימצא סביב כלל המעדיף את האינטרסים של בעלי המניות ורואה בהשאת רווחיהם תכלית קיומה של החברה. כפי שמלמד ניתוח שהנני עורך במקום אחר¹⁵³, משטר ומבנה המפקיד את כוחות החברה בידי בעלי המניות ושלוחיהם מאפשר החצנה שיטתית של עלויות על שאר הקהלים ואף פוגע ביכולתה של החברה להשיא את רווחיה ולכן אין הוא מקדם תפקוד יעיל של חברות (במובן קלדור-היקס).

ארצות-הברית — שם התוצאות הכלכליות של ההגירה עצמה אינן משמעותיות ובין הגירה ממדינה ריבונית אחת למדינה אחרת. להגירה מהסוג השני יש תוצאות כלכליות משמעותיות כגון תחולה של מערכת מס שונה, של רגולטור חדש וכדומה. כמו כן, ההגירה ממשטר תאגידי אחד לשני לא מאפשרת לחברה המהגרת להשתחרר מכפיפותה למערכות החוקים האחרות החלות במדינה ממנה היגרה, דוגמת דיני עבודה, בנקאות או פשיטת רגל. ראו:

Ibid., at pp. 162–163

Ibid., at pp. 166–169 152

153 ראו יצ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" משפט ועסקים א (עתיד להפרסם).

1. סיכום

במשפט הפותח של מאמר זה נקבע כי המשטר והמבנה של החברה הישראלית מבוססים על המודל האנגלו-אמריקני. ואכן, כלל ההצדפה של בעלי המניות ושאר המאפיינים של "כלכלת בעלי מניות" שפורטו לעיל הם הבסיס של הדין הנוהג בישראל והם גם תוצאתו¹⁵⁴. עובדה היא שדיני החברות המקומיים מייחדים חלק שלם לבעלי המניות¹⁵⁵ אך, ככלל, מתעלמים מהאינטרסים של עובדים, נושים ושאר קהלים¹⁵⁶. עובדה היא שהפעלת מערך הפיקוח המבני בדיני החברות המקומיים מסורה בלעדית לידיהם של בעלי המניות (ישירות — באמצעות האסיפה הכללית; בעקיפין — באמצעות מינוי נושאי משרה על ידי האסיפה הכללית). גם הפעלת מערך הפיקוח השיפוטי מסורה, ככלל¹⁵⁷, לבעלי המניות או לנושאי המשרה (הממונים על ידי בעלי המניות). כיוון שכך, עשויים הקוראים לתהות על החשיבות המעשית — מנקודת ראות ישראלית של הסקירה ההשוואתית שבמאמר זה.

חוק החברות החדש, אף שפרטי הוראותיו נוטעים אותו במרכז הטריטוריה של המודל האנגלו-אמריקני, הביא בכנפיו חידוש של ממש בנושא הנדון. סעיף 11(א) בו קובע: "תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה. וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור". ודוק: הסעיף איננו מבחין בין רווחי החברה ובין רווחי בעלי המניות. אדרבה, הוא קובע מפורשות כי שקילת ענייניהם של שאר הקהלים רלוונטית לצורך השאת הרווחים של החברה. האינטרסים של הנושים, העובדים ושאר הצדדים לפקעת החווית שוב אינם חיצוניים לחברה, אלא הם

154 כמו לכל אמירה כללית, גם כאן ניתן למצוא חריג. הנשיא שמגר הביע, באמרת אגב, את העמדה הבאה: "ככל שהדבר נוגע לענייננו, ניתן להעיר, כי דומה שהמגמה המודרנית המתפתחת היא, כי על החברה ועל מנהליה הפועלים עבודה לקחת בחשבון לא רק את טובתם של בעלי המניות... אלא גם את טובתם של עובדי החברה, צרכניה והציבור הרחב בכללותו". ד"נ 7/81 פנידר, חברה להשקעות פתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו, פ"ד (4) 673, 695. הנשיא שמגר שב וחזר על דברים אלו גם בע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד (2) 818, 839. אמירה זו לא הניבה הדים של ממש בפסיקה המקומית המאוחרת (אך ראו דב"ע נז/7-3 לבון נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ (לא פורסם), תקדין ארצי 1997(3), 232) ולא הייתה שורשים.

155 ראו חלק חמישי לחוק החברות.
156 לדיון ראשוני במעמד הנושים בחוק החברות ראו יצ' שטרן "הנושים בחוק החברות החדש" רבעון לבנקאות (ל) 144 (תש"ס) 27.

157 ישנם, כמובן, חריגים, שלא ללמד על עצמם יצאו, אלא ללמד על הכלל. למשל, הכלל הוא שביעה נגזרת רשאי להגיש כל בעל מניה וכל דירקטור (סעיף 194(א)). שאר הקהלים אינם יכולים ליום תביעה זו. אולם החוק מכיר בחריג: תביעה נגזרת בשל חלוקה אסורה יכולה להיות מוגשת על ידי נושה. הוא הדין בנוגע למיזוג חברות. בהסדר זה החוק דווקא מחזק את התפיסה השכיחה של החברה כפועלת עבור בעלי המניות; כביכול אין לנושים (או לשאר ספקי התשומות של החברה) אינטרס שהחברה תממש את זכויותיה כלפי נושאי משרה וכלפי צדדים שלישיים אלא בהקשר של חלוקה אסורה.

כלכלת בעלי מניות או כלכלת קהלים — דיני חברות במבט השוואתי וגלובלי

רכיבים בנוסחה שממנה יש לגזור את דרך הפעולה שלה. ככך, נפתחת דרך לניהול עסקים תוך גילוי ערנות לקשר העמוק הקיים בין איכות מערכות היחסים שמקיימת החברה עם כלל ספקי התשומות שלה מזה לבין רווחיה-היא מזה. סעיף התכלית החדש מבטא, לכאורה, סטייה מהעמדה הקלאסית הגורסת שקידום ההעדפות הפרטיות של בעלי המניות הוא האספקלריה היחידה להערכת טיב התפקוד של החברה ושל נושאי המשרה בה.

תחולתו של סעיף 11 איננה מוגבלת לעניין כלשהו. "מאחר שתכלית החברה נבחנת מזווית ראייה עקרונית, כוללנית ואחידה, שאיננה תלויה-הקשר, מסתבר שקביעות הסעיף ישימות על כל מישורי פעילותה של החברה ועל כל מערכות היחסים המרכיבות את הפקעת החוזית של החברה"¹⁵⁸. זאת ועוד: "הסעיף איננו עומד בפני עצמו, אלא משמש פריזמה כוללת להערכת המשמעות והתוכן של כלל הנורמות הקבועות בחוק. כל אחת מהנורמות חייבת לקבל לאור סעיף 11 פרשנות מהותית, שתשקף — לגבי הנושא הנדון בה — את הקביעה הכוללת והעקרונית לגבי תכלית החברה"¹⁵⁹. מכאן מתבררת החשיבות הגדולה שיש לייחס לסעיף. אפשר שעולה ממנו הנחייה חוקית לפרש את כלל דיני החברות מתוך פריזמה המפנימה את "כלכלת הקהלים". הנה כי כן, הדיון במשפט המשווה, על ההיבטים השונים של כלכלת הקהלים, עשוי להתברר כמצע מתאים להפקת משמעות ופרשנות ליישום חוק החברות הישראלי החדש.

158 שטרן, לעיל הערה 17, בע' 340.

159 שם, בע' 341.